Shinhan

우주

비중확대 (유지)

우리는 돈을 찾을 것이다. 늘 그랬듯이

신한투자증권
기업분석부

명지운 선임연구원
✉ jiunmyoung@shinhan.com

허성규 연구원
✉ sqheo@shinhan.com

이동헌 연구위원
✉ ldh@shinhan.com

이지한 연구원
✉ leews307@shinhan.com

신한 리서치
투자정보

Contents

I. 사업성 검토: 우주, 그게 돈이 됩니까 9

우리는 왜 우주로 가는가

우주 영역 확장 현황

우주 산업의 경제성

방산: 우주 산업의 성장 동력

II. 글로벌 동향: 자본의 힘 25

글로벌 우주 산업을 봐야 하는 이유

SpaceX

민간 업체들의 우주

방산 업체들의 우주

우주는 결국 사람이 개발하는 것, 우주와 정치

III. 국내 밸류체인: 애국에서 수출로 52

국내 우주 현주소

국내 우주 산업 밸류체인

IV. 우주 투자 공략법 59

돈이 몰리는 발사체와 감시정찰 위성

Company Analysis

쎄트렉아이(099320) - 매수(신규), 목표주가 48,000원(신규) 61

에이치브이엠(295310) - Not Rated 69

인텔리안테크(189300) - 매수(유지), 목표주가 72,000원(하향) 78

한화시스템(272210) - 매수(유지), 목표주가 25,000원(유지) 82

이노스페이스(462350) - Not Rated 88

컨텍(451760) - Not Rated 93

Rocket Lab(RKLB US EQUITY) 96

Planet Labs(PL US EQUITY) 100

글로벌코넷(비상장) - Not Rated 103

Investment Summary

첫째. 사업성 검토: 우주, 그게 돈이 됩니까

통신 위성: 스타링크는 BEP 가능할지도
관측 위성: 막사는 이미 흑자

우주 시장이 성장하려면 전방의 위성 사업자들이 돈을 벌어야한다. 사업성이 있어야 위성 사업자들의 위성 수요가 커지기 때문이다. 위성 통신 업체 스타링크는 손익분기점 달성 확률이 높다. 자체 발사체를 사용해서 발사 원가가 매우 낮기 때문이다. 관측 위성 데이터 업체인 막사는 정부의 방산 수요로 인해 큰 매출을 발생시키면서 이미 흑자를 달성했다. 우주가 돈이 되기 시작했다.

둘째. 글로벌 동향: 자본의 힘

재사용 발사체를 가진 자가 우주를 지배한다

글로벌 우주 산업은 막대한 자본과 강력한 정부 지원이 뒷받침되는 미국을 중심으로 형성돼 있다. 미국 기업들이 여러 밸류체인에 걸쳐있는 이유는 정부 프로젝트에 대응하고, 원가를 절감하고, 불명확하고 분산된 수요를 최대한 모으기 위해서이다. 또한 미국의 각종 규제는 후발주자의 진입을 막고 기술과 인력이 해외로 유출되는 것을 방지하고 있다. 재사용 발사체로 우주 접근성을 압도적으로 높인 미국 중심 양극화는 심화될 것이다.

셋째. 국내 밸류체인: 애국에서 수출로

정부의 지원이 필수적인 한국 우주 밸류체인

국내 우주 산업 밸류체인은 갈 길이 멀다. 매출 10억원 미만의 회사가 70% 이상을 차지하며 수출액 규모는 1조원을 넘지 않는다. 국내 우주 기업들은 우주가 아닌 분야에서 본업을 영위하고 있으며 적자를 감내하고 부품을 만든다. 위성과 발사체 기업 역시 민간 수요를 창출하지 못해 대부분 상업화 단계에 이르지 못했다. 산업의 장기적 성장을 위해 정부의 지원이 필수적이다.

넷째. 우주 투자 공략법

단기: 정부 프로젝트
장기: (1)발사체, (2)방산 목적 관측 위성, (3)위성 통신 납품 업체

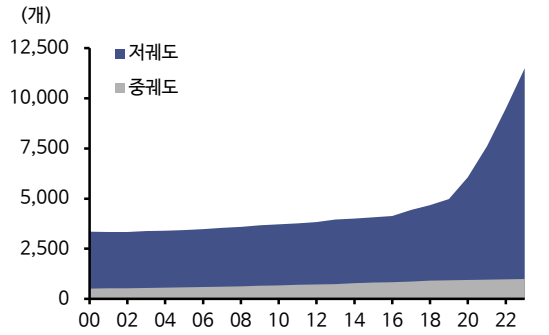
발사체 비용 감축이 시장의 성장을 결정하는 중요한 변수이다. 단기적으로는 정부 수주로 돈을 벌며 외형 성장하는 기업에 투자할 수 있다. 장기적으로 돈을 벌 수 있는 기업을 찾는다면 (1)발사체 업체, (2)방산 목적의 관측 위성 제조사/데이터 판매사, (3)위성 통신 납품 업체를 추천한다. 국내 업체가 성장하는 최상의 시나리오는 정부 프로젝트를 통해 기술력, 레퍼런스를 쌓고 수출까지 가는 것이다.

Top Picks: 쎄트렉아이, 에이치브이엠
관심주: 인텔리안테크

우주 섹터 Top Picks로 **쎄트렉아이, 에이치브이엠**, 관심주로 **인텔리안테크**를 제시한다. 2026년 **쎄트렉아이**의 수익성이 향상된다. 수출 증가 및 자회사 수익성 개선 때문이다. SpaceEye-T로 인해 2025년말부터 영상 데이터 수출, 2026년에 위성 완제품 수출을 전망한다. **에이치브이엠**은 미국 최대 고객사의 주문에 대응하기 위해 6월말 상장 후 두 차례의 추가 CapEx 지출을 완료했다. 2025년 공동개발 품목 HVM5091 외에도 다수 고객사에게 판매가능한 제품 두 가지를 개발하며 추가 동력을 확보했다. **인텔리안테크**는 원웹이 글로벌 서비스를 시작하면서 2025년 지상용 안테나 부문 매출이 2배 이상 성장할 것으로 추정한다. 매출 성장에 따른 영업 레버리지 및 연구 인력 효율화로 수익성이 개선된다.

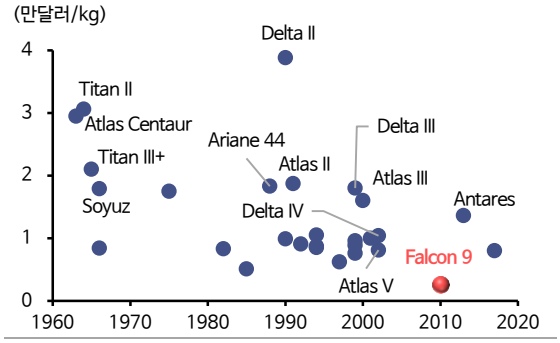
Key Charts

궤도 별 페이로드 추이: 저궤도 가파른 성장



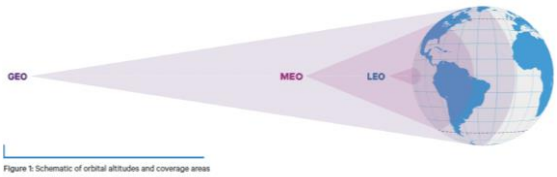
자료: United States Space Space Force, 신한투자증권

중형 발사체 비용 추이



자료: CSIS, 신한투자증권
주: 2021년 통화 가치 고정, 중형 발사체는 2,000~20,000kg 급

궤도 별 커버 영역



자료: SES, 신한투자증권

발사 후 착륙하는 Falcon9 1단 추진체(재사용 부분)

자료: SpaceX, 신한투자증권

글로벌 발사체 비교

발사체 분류	높이 (m)	직경 (m)	탑재 중량 (kg, LEO)	판매가 (천달러/kg)	원가 (천달러/kg)	GPM (%)	연료	산화제
영업중								
Falcon heavy	70.0	12.2	63,800	-	-	-	케로신	LOx
Falcon9	70.0	3.7	22,800	6	1.3~2.6	60~80	케로신	LOx
Electron	18.0	1.2	300	26	19	20	케로신	LOx
개발중								
Starship	121.0	9.0	100,000~150,000	-	-	-	메탄	LOx
Neutron	43.0	7.0	13,000	-	-	-	메탄	LOx
한빛 나노	21.7	1.4	~90	28	-	-	파라핀	LOx
한빛 마이크로	22.5	1.4	~170	-	-	-	파라핀/메탄	LOx
한빛 미니	39.6	3.7	~1,300	-	-	-	파라핀/메탄	LOx

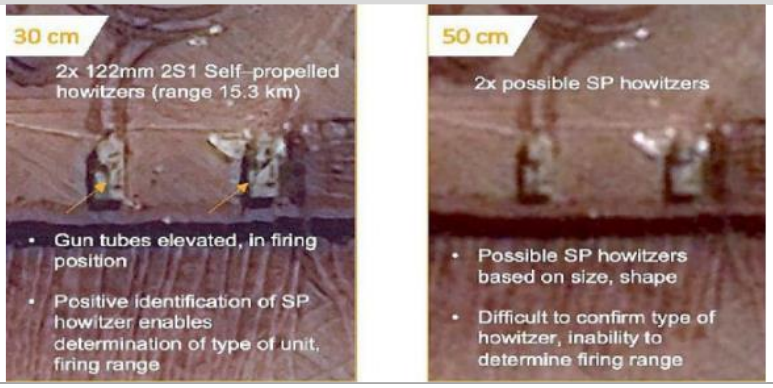
자료: 회사 자료, 언론 보도, 신한투자증권

스타링크 경제성

(백만달러, 개, kg, 년)		수식	값	비고
v1 위성	제작 원가	a	0.25	가정
	개수	b	4,000	
	무게	c	260	
	수명	e	5	
v2 mini 위성	제작 원가	f	0.8	
	개수	g	3,000	
	무게	h	730	
	수명	i	10	
Falcon9 발사 원가 (백만달러/kg)		j	0.0026	
위성 평균 수명		k=(b*e + g*i) / (b+g)	7.1	위성 제작 원가 대비 2.5배 위성 제작, 발사 원가
위성 제작 원가		m=a*b + f*g	3,400	
위성 발사 원가		n=(b*c + g*h)*j	8,398	
위성 총 원가		r=m+n	11,798	
연간 총 원가		s=r/k	1,662	가정
2024년 매출		t	6,600	
2024년 매출총이익률 (%)		u=(1-s/t)*100	75	

자료: 회사 자료, 언론 보도, 신한투자증권 추정

해상도 차이: 30cm vs. 50cm



자료: EXATEL, 신한투자증권

막사, 플래닛랩 23년 1분기 실적 비교

(백만달러, %)	Maxar Technologies	Planet Labs
매출	419	53
지구 관측 데이터	243	53
그외	176	-
매출총이익	182	28
지구 관측 데이터	134	28
매출총이익률 (%)	55	53
EBITDA	87	(19)
지구 관측 데이터	73	(19)
EBITDA 마진 (%)	30	-
감가상각비	(39)	(10)
영업이익	(13)	(45)
이자비용	(29)	-
순이익	(14)	(34)

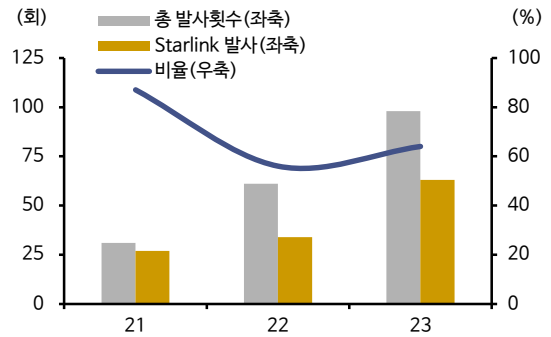
자료: 회사 자료, 언론 보도, 신한투자증권
주: Planet Labs 1Q는 2~4월

글로벌 관측 위성 사업자 비교

(개, 백만달러)	위성 수	주요 프로젝트	2023년 매출액	비고
광학(EO) 위성				
Airbus	70	Oneweb, DARPA	65,446.0	0.3m 해상도 SAR 4기 보유 외 모두 광학(EO) 위성
Maxar Technologies	8	NRO	1,605.0	WorldView(0.3m) 4기, WorldView Legion 4기
Planet Labs	150	NRO	220.7	Dove(3~5m) 130기, SkySats(0.5m) 15기
BlackSky	14	NRO	94.5	1m 해상도 저궤도 광학 위성
레이더(SAR) 위성				
ICEYE	30	NSA	100.0	2023년 4월 93백만달러 자금 조달
Capella	7	미 국방부	-	2023년 1월 60백만달러 자금 조달
Synspective	5	-	-	2020년대 30기 배치 목표
Thales Alenia Space	4	ESA	-	2023년 ESA로부터 300백만 유로 갈릴레오 위성 수주

자료: 회사 자료, 언론 보도, 신한투자증권
주: Maxar Technologies는 2022년 매출액

SpaceX 연간 발사 중 Starlink 관련 발사 횟수



자료: SpaceX, 신한투자증권

글로벌 우주 산업 현주소

(개, 십억달러)	기준연도	지표	전년비 (%)
우주 활동 국가	2024	91	-
우주 산업 규모	2022	546	-
상업 우주 기업 매출액	2022	428	7.9
우주 산업 정부 지출	2022	119	8.1
전세계 우주 투자	누적	298	-
미국 우주 산업 고용수	2022	201,009	1.0
전세계 성공 발사체 수	2023	212	18.4
발사체 평균 탑재체 수	2023	13.6	7.0
카르만선을 넘은 사람수	2023	644	2.4

자료: NASA, 신한투자증권

5차 발사: '메카질라'가 슈퍼 헤비를 잡는 모습

자료: SpaceX, 신한투자증권

5차 발사: 스타십 착수 후 바다에서 폭발

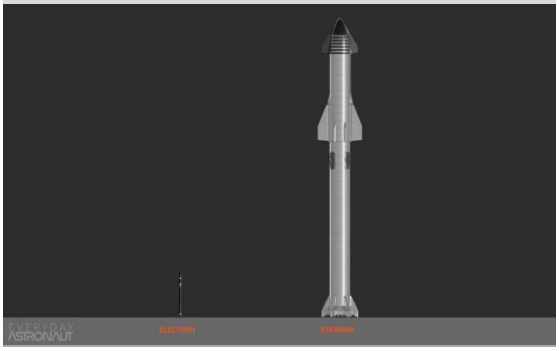
자료: SpaceX, 신한투자증권

Falcon9과 Starship 비교

특징	Falcon9	Starship
미션	지구 저궤도 임무	화성, 달 등 행성간 임무
발사체 구성	2단(1단 재활용)	2단(모두 재활용)
탑재 중량	22.8톤	100~150톤
탑재 가능 승객	7명	100명
높이	70m	120m
연료	RP1, LOX	메탄, LOX
발사비용 (백만달러)	30~60	2

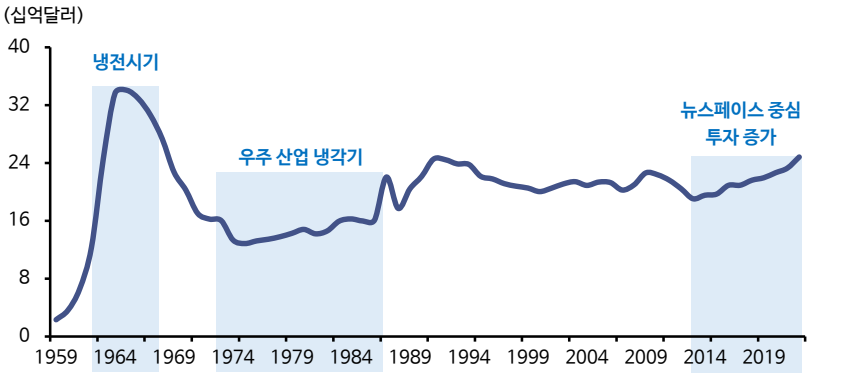
자료: SpaceX, 신한투자증권

Electron과 Starship 크기 비교



자료: Everyday Astronaut, 신한투자증권

NASA 예산 규모 추이



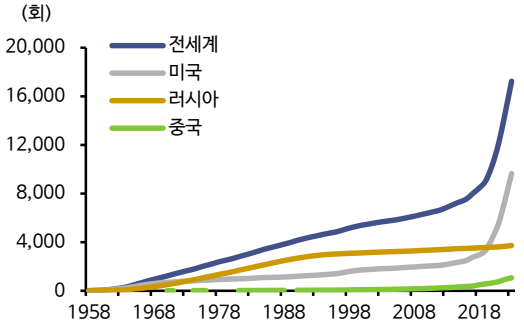
자료: NASA, 신한투자증권

미국 우주국 통제대상별 법령 및 하위 규정

구분	상무부	국무부	에너지부	재무부
통제대상	상용통제목록 (CCL)	군용품목목록 (USML)	원자력 관련품목	금융거래
근거법령	수출관리법 (EAA)	무기수출통제법 (AECA)	원자력법 (AEA)	적성국교역법 (TWEA)
하위규정	수출관리규정 (EAR)	국제무기거래규정(ITAR)	외국원자력 활동지원규정	해외자산 관리규정
담당부서	산업보안국 (BIS)	국방교역통제국 (DDTC)	원자력규제 위원회	해외자산 통제국

자료: United States Space Force(2024), 신한투자증권

국가별 발사체 발사 누적횟수 추이



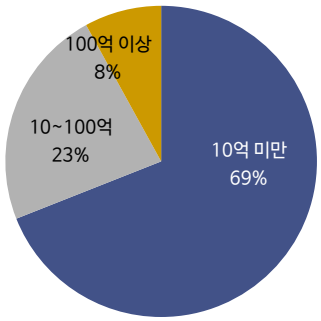
자료: 유엔우주업무사무소, 신한투자증권

우주항공청 임무 추진 계획(100일 기념 간담회)

분야	목표
우주수송	- 지구 저궤도 수송비용 1,000달러/kg 이하 달성 - 민간 발사체 기업 육성 목적 공공위성 발사 서비스 구매
위성	- 첨단 영상레이더 위성 핵심기술 국산화 - 초분광 탑재체, 초고해상도 광학 탑재체 개발
우주과학탐사	- 제4라그랑주점(L4) 탐사 - 달 착륙선 발사
항공산업	- 친환경 및 극초음속 추진 기술 개발 - 수소 연료전지 활용 항공기 개발

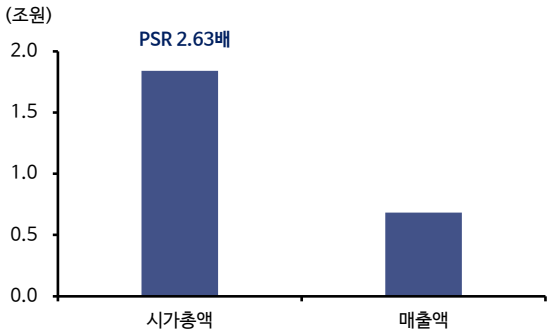
자료: 우주항공청, 신한투자증권

2022년 기준 우주 매출액 규모별 분포



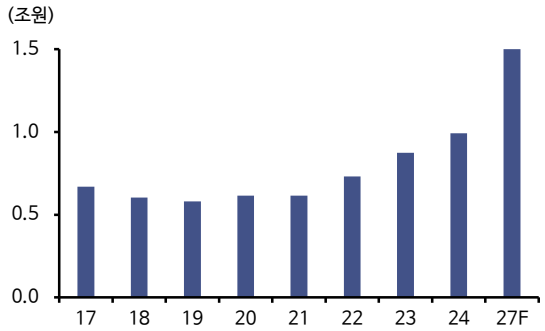
자료: 과학기술정보통신부, 신한투자증권

국내 상장 우주 업체 합산 시총 vs. 매출: PSR 2.63배



자료: QuantiWise, 신한투자증권
주: 매출액은 2023년 기준

정부 우주 투자 예산



자료: 과학기술정보통신부, 신한투자증권

I. 사업성 검토: 우주, 그게 돈이 됩니까

우리는 왜 우주로 가는가

스페이스엑스(SpaceX)는 3일에 1번씩 로켓(Falcon9)을 발사하고 있다. 저궤도에 올린 7,000여개의 자체 위성으로 2024년 9월 기준 4백만명의 가입자에게 위성 통신을 제공한다. 막사테크놀로지스(Maxar Technologies)는 2022년 미국 국방부와 10년간 32억달러 초고해상도 관측위성 데이터 계약을 체결했다. 일론 머스크(스페이스엑스), 제프 베이조스(블루오리진), 리처드 브랜슨(버진갤럭틱) 등 부자들의 우주에 대한 열망도 뜨겁다. 우리는 왜 우주로 가려할까.

① 자원 활용

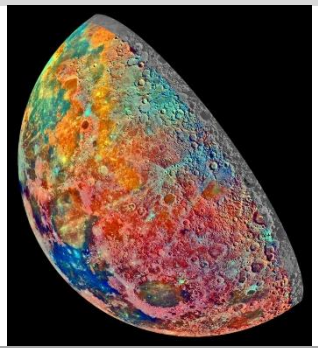
우주로 가는 이유 ① 자원

우주 자원의 가치는 무궁무진하다. 지구의 희토류가 달에는 널려있다. 헬륨-3도 풍부하다. 헬륨-3 1톤으로 원유 5천만배럴(약 3억5천만톤)의 에너지를 낼 수 있다고 알려져있다. 우주 자원을 지구로 저렴하게 운송할 수 있다면 경제성이 생길 수도 있다.

우주 공간을 이용하는 것도 귀한 자원 활용의 예이다. 러시아-우크라이나 전쟁을 통해 전세계는 전시에 위성의 전략적 중요성을 깨달았다. 감시정찰위성으로 적의 동향을 파악하고, 위성 통신이 광통신을 대체하며 통신 공백을 채운다. 민간에서도 위성 통신을 이용하고, 지구를 관측하며, 자연과학 연구를 진행한다.

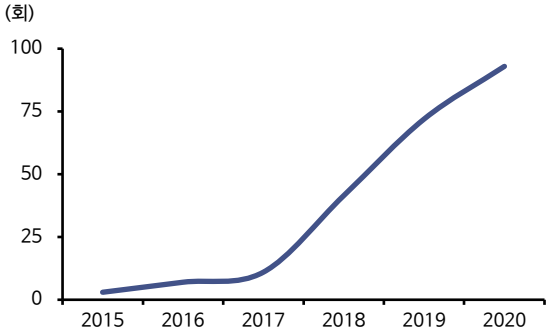
많은 외계 행성이 발견되면서 탐사할 수 있는 행성의 표본 수가 늘어나는 추세이다. 중력파도 더 많이 관측되고 있다. 관측 가능한 우주의 거대 이벤트가 늘어나고 있다는 뜻이다. 나아가 우주를 여행하고, 화성 등 새로운 행성에서의 거주도 꿈꾼다. 스페이스엑스는 2028년까지 유인 화성 비행 계획을 공개했다. 우주 자원은 머나먼 곳의 얘기가 아니다.

달 북반구 자원 지도



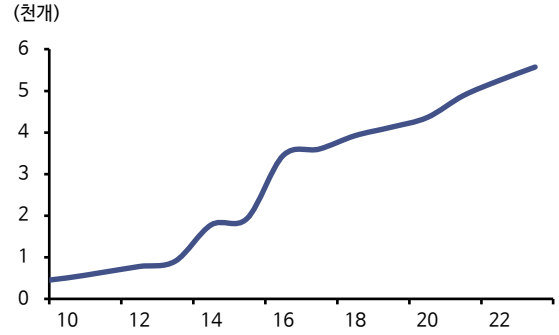
자료: NASA, 신한투자증권

관측 가능한 중력파 횟수 누적 추이



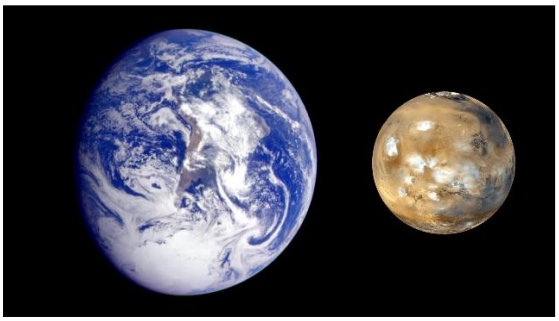
자료: Gravitational Wave Open Science Center, 신한투자증권

외계 행성 발견 누적 추이



자료: NASA, 신한투자증권

지구, 화성 비교



자료: NASA, 신한투자증권

우주로 가는 이유 ②
영역 확장의 본능

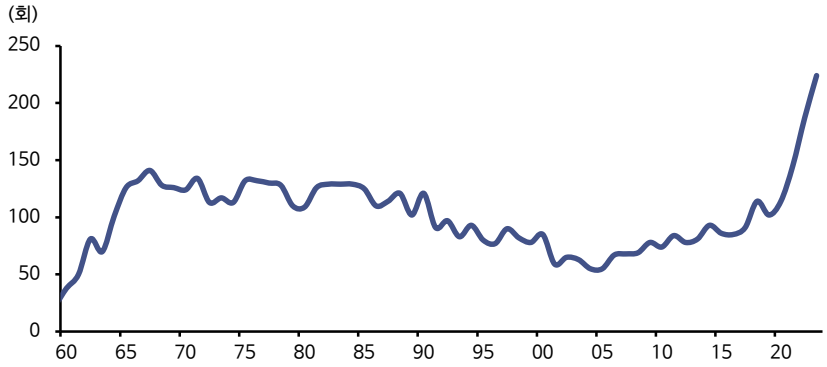
② 영역 확장의 본능

미지의 세계에 대한 막연한 호기심, 탐험 욕구가 우리를 자극한다. 인류는 지구 자원을 고갈시키며, 인구 밀도도 계속 증가한다. 인간은 파괴적 본능을 지녔다고 말하는 철학자도 있다. 포화되는 지구에만 머물러있으면 생존이 어려워질지도 모른다. 여러 SF 영화에서 기존 행성을 떠나 새로운 행성에 자리잡으려고 노력하는 것도 같은 이유다.

1980~2000년에 연평균 34명이 우주를 방문했다. 2009년 이후 우주 방문객은 점차 줄어 2012년부터는 매년 약 10명 내외이다. 우주 상업 여행 활성화, 달/화성 탐사 미션 등으로 다시 상승 곡선을 그릴 것으로 본다.

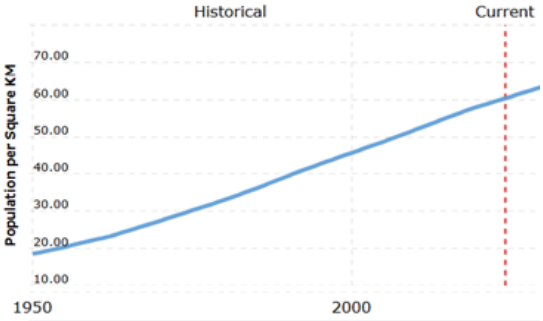
카스티야 왕국(스페인) 여왕의 후원으로 콜롬버스는 신대륙에서 진귀한 물건과 천연 자원을 가지고 돌아왔고 아메리카 대륙 무역 시장을 만들었다. 이제 우주로 영역을 넓히고 그곳의 자원을 누릴 차례이다.

전세계 우주 발사 횟수



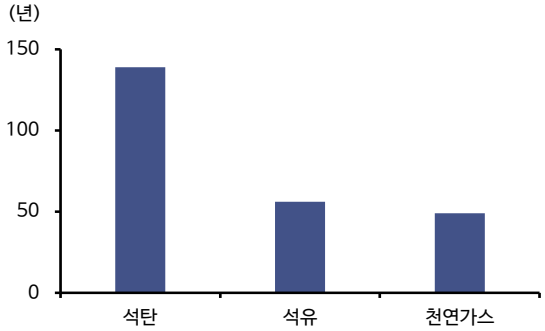
자료: Space Stats, 신한투자증권

인구 밀도 추이: 지구가 점점 좁아진다



자료: UN, 신한투자증권

2022년 자원 잔여량

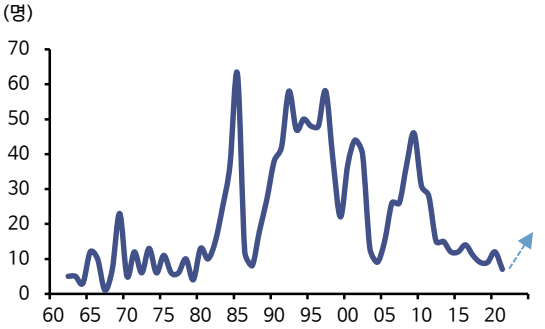


자료: Energy Institue, 신한투자증권

스타링크 위성 지도

자료: Satellitemap.space, 신한투자증권

우주를 방문한 인간 추이



자료: CSIS, 신한투자증권

우주 영역 확장 현황

발사 비용 감소로 저궤도 위성 수 증가

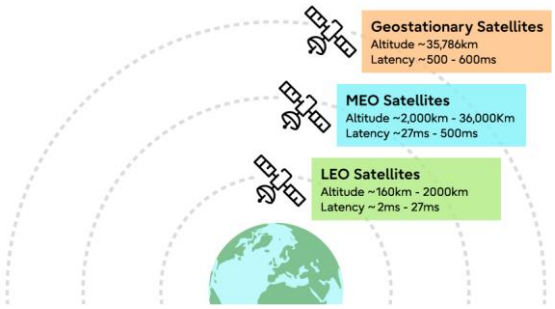
2023년 활동중인 인공위성은 9,000개 이상이다. 현재 약 7,500개의 통신 위성이 민간 위성 통신에 쓰인다. 300개 이상의 민간 관측 위성이 지구를 촬영한 데이터를 보내온다. 그외 기후/지질 관측, 천문 연구 목적으로 사용되는 위성도 있다. 주로 저궤도(LEO) 위성이 많아졌다. 저궤도는 지구로부터 고도 2,000km까지의 궤도이다. 높은 고도에 비해 발사 비용이 저렴하고, 통신 지연 시간도 줄어든다.

고도가 낮아질수록 위성 1개가 커버하는 영역이 좁아지기 때문에 저궤도 위성 군단은 더 많은 위성이 있어야 지구 전 지역을 커버할 수 있다. 저궤도 위성이 핫해질 수 있었던 이유는 가격 하락이다. 스페이스엑스의 재사용 발사체 등장으로 발사 비용이 많이 줄면서 위성을 많이 쏘는 것이 가능해졌다.

우주 상업 여행 출발합니다

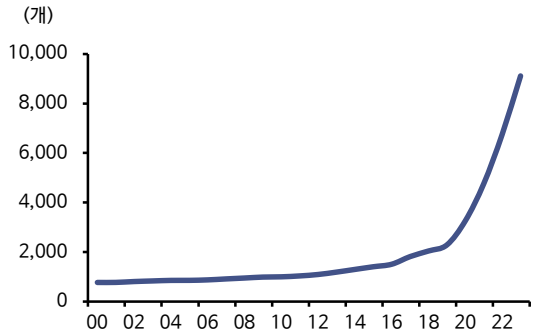
블루오리진, 버진 갤럭틱은 지금까지 각각 7번, 8번의 우주 상업 여행을 진행했다. 각각 상공 100km, 80km까지 올라갔다가 내려오는 여정이다. 발사부터 착륙까지 소요 시간은 15분 미만이다. 스페이스엑스는 지난 9월 첫 민간인 우주 유영에 성공했다. 한 손으로 구조물을 잡고 73km 고도에서 10분 가량 상반신이 선체 외부에 나와있었다.

저궤도(LEO), 중궤도(MEO), 정지궤도(GEO)



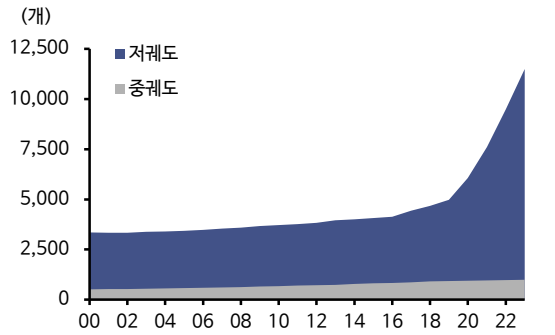
자료: Fujitsu, 신한투자증권

활동중인 인공위성 개수 추이



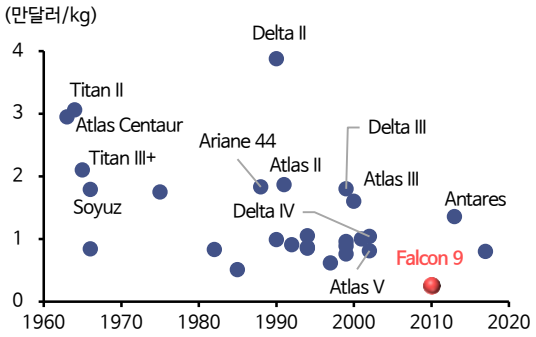
자료: Statista, 신한투자증권

궤도 별 페이로드 추이: 저궤도 가파른 성장



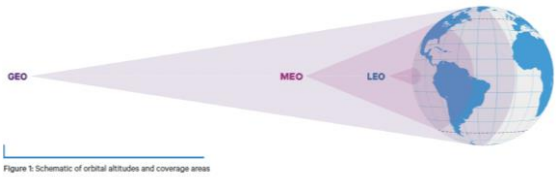
자료: United States Space Force, 신한투자증권

중형 발사체 비용 추이



자료: CSIS, 신한투자증권
주: 2021년 통화 가치 고정, 중형 발사체는 2,000~20,000kg 급

궤도 별 커버 영역



자료: SES, 신한투자증권

발사 후 착륙하는 Falcon9 1단 추진체(재사용 부분)

자료: SpaceX, 신한투자증권

버진 갤럭틱: 우주선 내부에서 바라본 지구

자료: Virgin Galactic, 신한투자증권

스페이스엑스: 민간인 최초로 우주선 밖에 나온 재러드 아이작먼

자료: SpaceX, 신한투자증권

우주 산업의 경제성

우주 경제성 파악 위해 위성 사업자 영업 분석

과거 정부가 우주 산업에 투자할 때, 이윤 창출을 바라지는 않았다. 돈이 되지 않아도 괜찮았다. 우주 선진국은 앞서 나가는 기술력을 개발하고, 우주 신흥국은 주변국에 뒤처지지않는 기술력을 유지하면 충분했다. 그런데 스페이스엑스라는 아웃라이어가 등장하면서 우주 산업의 성장과 경제성을 기대하게 한다.

우주 산업, 특히 민간 우주 시장이 커지려면 전방 산업인 위성 사업자들이 돈을 벌어야한다. 사업성이 있어야 위성 사업자들이 위성을 계속 발사하면서 시장이 성장할 것이다. 우주 산업의 경제성, 시장 확장성을 파악하기 위해 위성 사업자들이 과연 돈을 벌지 가늠해본다.

① 통신 위성: 스타링크는 돈을 벌까

스타링크를 통한 위성 통신 수익성 분석

저궤도 위성 통신의 압도적인 선두 주자인 스페이스엑스의 스타링크를 통해 위성 통신의 수익성을 매우 대략 계산해본다. 위성을 발사하고 나서 수명이 다하는 기간 동안 위성 원가만큼은 벌 수 있는지 확인한다.

가정: 위성 제작비, 개수, 무게, 수명, 발사 비용 등

가정은 다음과 같다. 스페이스엑스는 v1, v2 mini위성 총 7,000개를 운용한다. v1 위성의 제작 비용은 25만달러, 발사한 위성 개수는 4,000개, 무게 260kg, 수명 5년으로 둔다. v2 mini 위성의 제작 비용은 80만달러, 발사한 위성 개수는 3,000개, 무게는 730kg, 수명은 10년으로 가정한다. 위성 제작 비용에 대한 추정은 매우 공격적으로 저렴하다.

자체 발사체인 Falcon9 발사 비용은 2,600달러/kg으로 둔다. 2024년 매출을 66억달러로 추정한다. 올해 연 평균 구독자는 3,500만명으로 가정한다. 정부, 대기업 같은 기관 고객 계약 건수는 5만건으로 뒀다. 모든 가정은 시장 추정치 및 스페이스엑스 CEO의 발언을 기반으로 설정했다.

연간 총 원가 17억달러 (제조, 발사)

전체 위성의 평균 수명은 v1, v2 mini 위성 개수로 가중평균한 7.1년이다. 전체 위성의 발사 원가는 7,000개 위성의 총 무게에 Falcon9 발사 비용을 곱해서 계산한 약 84억달러다. 전체 위성의 제작 원가는 34억달러이다. 총 원가는 발사 원가 84억달러와 제작 원가 34억달러를 합산한 118억달러다. 이를 평균 수명인 7.1년으로 나누면 연간 총 원가 약 17억달러를 도출할 수 있다.

스페이스엑스 손익분기점 달성 가능성 존재

2024년 매출 추정치 66억달러, 연간 원가 17억달러로 매출총이익률 약 75%이다. 인건비, 연구개발비, 기타 판관비 등 모든 비용을 고려해도 영업이익 손익분기점 이상을 달성할 수도 있다. 물론 발사체 비용 감소, 수직 계열화로 원가 절감이 선행돼야한다. 전체 위성 7,000개의 발사 원가(약 84억달러)가 위성 제조 원가(약 34억달러)의 2.5배다. 발사 원가에 대한 가격 민감도가 더 크며, 발사도 위성 제조도 타 업체에 의뢰하는 위성 통신 사업자는 손익분기점을 넘기기 더 어렵다.

위성 통신 경제성의 주요 변수
→ 위성 원가, 가입자 수

위성 통신 사업 경제성의 주요 변수는 비용 측면에서 위성 생산 원가 및 발사 원가 그리고 수요 측면에서 가입자 수이다. 앞으로 수요는 늘어날까? 더 늘어날 여지가 있다. 스타링크 구독자 400만명 중 140만명은 북미, 나머지 대부분은 유럽 및 대양주 고객으로 추정한다.

2023년 선진국의 인터넷 음영 지역은 10% 내외이다. 2023년 미국, 유럽 합산 인구는 10.8억명으로 음영 지역의 10%(인구 밀도 일정하다고 단순 가정)는 총 1억명이 넘는다. 위성 통신 서비스는 가구 단위로 가입하므로 한 가구에서 5명이 이용한다고 치면 구독 가구 기준 2,000만명 내외의 잠재 고객이 있다. 인터넷 침투율이 낮은 신흥국까지 합치면 시장은 더 커진다. 하지만 신흥국 개인 고객이 사용하기에는 아직 구독 가격이 부담스럽다. 비용 감축을 통한 가격 하락이 장기적 시장 성장의 핵심이다.

스타링크 경제성

(백만달러, 개, kg, 년)		수식	값	비고
v1 위성	제작 원가	a	0.25	가정
	개수	b	4,000	
	무게	c	260	
	수명	e	5	
v2 mini 위성	제작 원가	f	0.8	
	개수	g	3,000	
	무게	h	730	
	수명	i	10	
Falcon9 발사 원가 (백만달러/kg)		j	0.0026	
위성 평균 수명		k=(b*e + g*i) / (b+g)	7.1	위성 제작 원가 대비 2.5배 위성 제작, 발사 원가
위성 제작 원가		m=a*b + f*g	3,400	
위성 발사 원가		n=(b*c + g*h)*j	8,398	
위성 총 원가		r=m+n	11,798	
연간 총 원가		s=r/k	1,662	가정
2024년 매출		t	6,600	
2024년 매출총이익률 (%)		u=(1-s/t)*100	75	

자료: 회사 자료, 언론 보도, 신한투자증권 추정

스타링크 2024년 매출 추정

(백만명, 달러, 백만달러, 년)	수식	값	비고
연 평균 일반 구독자	a	3.5	가정
일반 1달 구독료	b	150	
연 평균 비즈니스 구독자	c	0.05	
비즈니스 1달 구독료	e	500	
연간 일반 구독료 총합	f=a*b*12	6,300	
연간 비즈니스 구독료 총합	g=c*e*12	300	
2024년 매출	h=f+g	6,600	위성 통신 구독료 매출

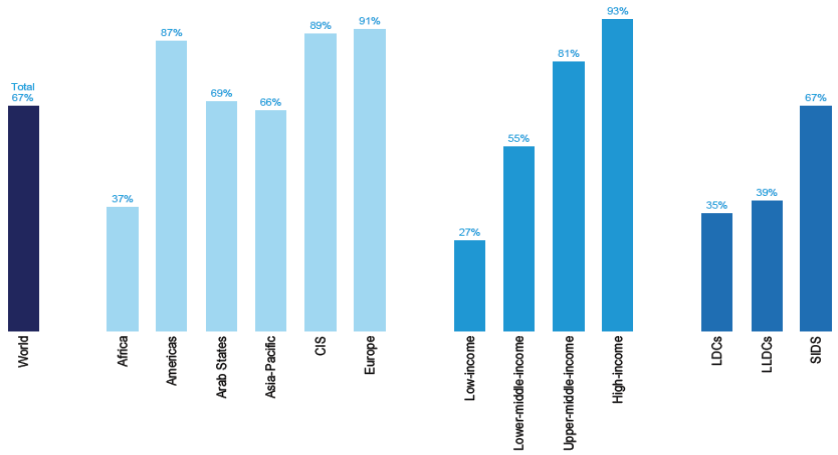
자료: 회사 자료, 언론 보도, 신한투자증권 추정

위성 통신 사업자 실적

(백만달러, 배)	위성 수	위성 궤도	시가총액	매출액		영업이익		순이익	
				2023	2024F	2023	2024F	2023	2024F
Starlink	6,371	LEO	-	-	-	-	-	-	-
Eutelsat(Oneweb)	632	GEO / LEO	-	1,145.9	0	285.9	-	73.5	-
Telesat	212	GEO / LEO	-	704.2	562.3	568.8	176.0	157.1	(29.3)
SES(Intelsat)	81	GEO / LEO	-	-	-	-	-	-	-
Iridium	73	LEO	3,498.2	790.7	813.7	81.6	204.6	15.4	102.8
Globalstar	29	LEO	2,280.0	223.8	240.3	(0.2)	(1.7)	(24.7)	(7.0)
Viasat(Inmarsat)	23	GEO	1,373.1	4,283.7	4,539.7	(889.8)	267.8	(1,068.9)	(0.0)
ORBCOMM	12	LEO	-	248.4	-	(0.3)	-	(0.3)	-
Echostar	10	GEO	6,778.4	17,015.6	15,840.1	(277.9)	(143.7)	(1,702.0)	(485.7)
Swarm Technologies	0	LEO	-	-	-	-	-	-	-

자료: Bloomberg, 신한투자증권
주: 작동중인 위성 수

2023년 지역 별, 소득 별 인터넷 침투율



자료: ITU, 신한투자증권
주: LDC-Least Developed Countries, LLDC-Landlocked Developing Countries, SIDS-Small Island Developing Countries

② 관측 위성: 막사는 되고, 플래닛랩은 안되는 이유

막사, 에어버스가 양분하는 관측 위성 데이터 시장

관측 위성 데이터 시장의 절반은 에어버스(Airbus), 막사(Maxar Technologies)가 양분한다. 막사 매출의 60%는 지구 관측 데이터 판매다. 2023년 1분기 지구 관측 데이터 부문 매출총이익률 55%, EBITDA 마진 30%로 수익성이 충분하다.

플래닛랩(Planet Labs)도 회계연도 2023년 1분기(2023년 2~4월) 매출총이익률 53%로 막사와 비슷하지만 EBITDA는 적자이다. 전년 대비 적자 규모는 감소하는 추세이나 흑자 전환은 시간이 걸릴 것 같다.

막사와 플래닛랩의 차이 → 해상도

지구 관측 데이터 부문에서 막사 매출이 플래닛 랩 매출의 약 8배다. 막사는 규모의 경제 효과를 누릴 수 있다. 두 회사의 차이는 해상도에서 나온다. 막사는 주로 해상도 30cm 급 위성으로 사업을 영위한다. 민간 시장에 허용된 최고 해상도이다. 플래닛랩은 여러 해상도의 관측 위성 라인업을 갖고 있다. 위성 사양에 따라 해상도가 50cm~5m로 다양하다. 가장 좋은 해상도가 50cm다.

방산 목적으로 민간 업체 사용 시, 30cm 급 선호

막사, 플래닛랩 모두 고객 비중에서 정부 기관이 약 70%를 차지한다. 아직 민간 시장이 개화하지 않은 관측 위성 시장은 정부의 수요를 가져오는 것이 중요하다. 정부의 수요는 방산 목적이 주를 이루고, 당연히 제일 높은 해상도(민간 업체 기준 30cm)를 원한다. 30cm, 50cm 해상도의 격차가 크다. 예를 들어 적군의 전차를 파악할 때 30cm 급은 전차 종류, 발사 포지션까지 볼 수 있지만 50cm 급은 불가능하다.

플래닛랩 다양한 해상도 라인업 구축 → 저해상도 수요 낮아 고정비 부담

해상도가 상대적으로 낮기 때문에 플래닛 랩(50cm)은 막사(30cm) 대비 정부의 수주 규모가 적을 것이다. 또한 플래닛랩은 저해상도까지 라인업을 구축했는데, 저해상도 수요는 아직 낮기 때문에 고정비 부담이 있다.

해상도 차이: 30cm vs. 50cm

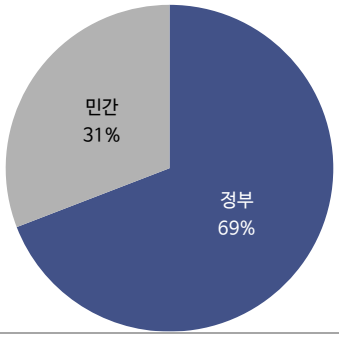
자료: EXATEL, 신한투자증권

막사, 플래닛랩 23년 1분기 실적 비교

(백만달러, %)	Maxar Technologies	Planet Labs
매출	419	53
지구 관측 데이터	243	53
그외	176	-
매출총이익	182	28
지구 관측 데이터	134	28
매출총이익률 (%)	55	53
EBITDA	87	(19)
지구 관측 데이터	73	(19)
EBITDA 마진 (%)	30	-
감가상각비	(39)	(10)
영업이익	(13)	(45)
이자비용	(29)	-
순이익	(14)	(34)

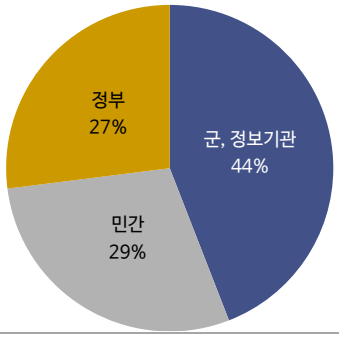
자료: 회사 자료, 언론 보도, 신한투자증권
주: Planet Labs 1Q는 2~4월

Maxar Technologies 고객군



자료: 회사 자료, 신한투자증권
주: 1Q23 매출 기준

Planet Labs 고객군



자료: 회사 자료, 신한투자증권
주: 1Q23 매출 기준

관측 위성 데이터 사업자 실적

(백만달러, 배)	시가총액	위성 수 (저해상도)	위성 수 (고해상도)	매출액		영업이익		순이익	
				2023	2024F	2023	2024F	2023	2024F
Planet Labs	663.3	150	15	220.7	251.3	(169.7)	(79.6)	(140.5)	(67.1)
Maxar	-	-	8	-	-	-	-	-	-
Airbus	115,430.3	70	미공개	65,446.0	69,334.9	4,336.0	5,404.0	3,789.0	4,100.8
Blacksky	179.1	14	-	94.5	108.0	(56.0)	(42.9)	(53.9)	(46.8)
Satellogic	92.5	44	-	10.1	-	(69.4)	-	(61.0)	-

자료: Bloomberg, 신한투자증권 / 주: 해상도 50cm 이하 급을 고해상도로 분류

관측 위성 수익성 분석

앞서 통신 위성과 마찬가지로 관측 위성의 제조, 발사 원가를 고려해서 수익성을 가늠한다. 가정은 다음과 같다. 해상도 30cm급 관측 위성 1기를 대상으로 한다. 관측 위성 제조 원가는 4천만~8천만달러, 무게는 500~1,000kg, 수명은 10년으로 둔다. 위성 원가와 무게는 비례하고, 스페이스엑스의 Falcon9으로 발사하며, 관측 위성 데이터 판매 계약 1건 당 연간 매출은 4백만달러다.

위성 1개 당 1~2개의 계약으로 GP 손익분기점 달성 가능

30cm급 고해상도 관측 위성 발사 시, 연간 1~2건의 계약을 쥐고 있어도 매출총이익 손익분기점에 수렴한다. 위성 고정비 외에 변동비는 매우 낮으므로 위성 1개 당 1~2개의 계약만 있어도 먹고살만하다는 뜻이다.

건 당 매출이 큰 이유 → 방산 목적의 정부 기관 수요이기 때문

고해상도 관측 위성의 주된 수요층은 방산 목적을 가진 정부 기관이기 때문에 큰 금액을 납부할 의향이 충분하다. 예를 들어, 미국 국가정찰국(NRO)는 2022년 막사와 10년 간 32억달러 계약을 맺었다. 막사의 관측 위성이 현재 8기임을 감안하면, 위성 1기 당 연간 4천만달러의 매출이다. 금액이 매우 큰 이유는 지구 전 지역에 대한 데이터를 독점적으로 공급하고, 위성 영상 데이터 분석 플랫폼도 제공하기 때문이라고 추정한다.

관측 위성은 한번에 한 개의 지상국에만 데이터를 전송할 수 있다. 그래서 어떤 고객과 특정 지역에 대해 계약하면 다른 고객은 그 지역에 대해 계약할 수 없다. 비유하자면 한 고객만 볼 수 있는 망원경인 것이다. 지정학적 갈등이 높은 지역에는 여러 국가의 관측 수요가 몰려있을 것이다. 작은 공급의 날개짓으로도 수요를 자극할 수 있다.

관측(30cm 해상도 광학) 위성 데이터 판매 경제성

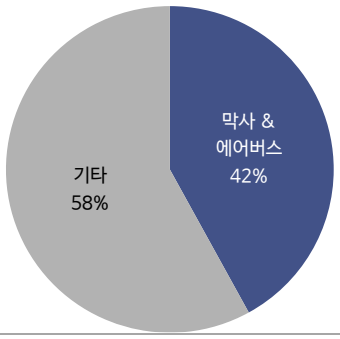
(백만달러, kg, 년)	수식	값	비고
관측 위성 원가	a	40~80	해상도 30cm, 가정
관측 위성 무게	b	500~1,000	가정
관측 위성 수명	c	10	가정
관측 위성 개수	d	5	가정
1kg 당 발사 원가	e	0.003	SpaceX Falcon 9 이용 가정
발사 원가	f=b*e	1.5~3	
총 원가	g=a+f	42~83	위성 제조, 발사 원가
연간 원가	h=d*g / c	4.2~8.3	
계약 1건 연간 매출	I	4	가정
BEP 나오는 계약 건수	j=h / i	1~2	제조 원가 기준

자료: 회사 자료, 언론 보도, 신한투자증권 추정

관측 위성 데이터: 가자 지구 대피 행렬

자료: Maxar, 신한투자증권

2022년 관측 위성 데이터 시장 점유율



자료: 쎄트렉아이, 신한투자증권

관측 위성 데이터 해상도 비교: 0.3m vs. 1m

자료: 쎄트렉아이, 신한투자증권

방산: 우주 산업의 성장 동력

각국 방산에서 우주는 중요한 활동 지대가 됐다. 현대 전면전인 러시아-우크라이나 전쟁에서 위성의 사용이 전략적으로 필수라는 것이 드러났다. 방산 측면에서 통신, 관측 위성의 가치를 정리하고 각국 정부의 우주 방산 동향을 알아본다.

① 통신 위성: Plan A로 부상하는 Plan B

통신 위성의 부상
→ 광통신 대체

많은 사람들이 러시아-우크라이나 전쟁에서 저궤도 위성 통신의 활약을 알고 있다. 상대적으로 지상 인프라 노출도가 매우 낮고, 안전한 우주 궤도에 있기 때문에 위성 통신을 광통신 대체재로 사용했다.

해저 케이블 대안으로 통신 위성이 부상하고 있다. 해저 케이블은 전세계 서버 데이터 전송량의 95% 이상을 담당한다. 최근 해저케이블이 공격의 표적으로 불안정한 분위기이다. 2023년 중국 함정이 대만 해저케이블을 훼손했다. 지난 9월 미국도 해저 케이블을 파괴할 수 있는 러시아의 비밀 군사 활동 확대를 감지했다고 밝혔다.

해저 케이블 유지보수는 업체가 얼마 없고, 장비 공급이 제한적이어서 중국 유지보수 업체(SBSS)에도 의존할 수 밖에 없다. 국가 기밀이 중국 업체를 통해 해킹당하는 가능성을 걱정할만하다. 위성 통신은 모든 문제를 해결해준다.

통신 위성의 부상
→ 정지궤도 위성 보완

각국 정부는 이미 위성 통신을 사용하고 있다. 다만 정지궤도 위성을 사용해서 느린 속도 문제가 있었다. 정지궤도는 상공 약 36,000km라서 지연 시간이 수백 ms이며 대역폭이 낮다. 이를 보안하기 위해 미국은 지구와 더 가까이 위치한 중궤도, 저궤도까지 군 위성 통신 인프라를 확대하려고 노력중이다. 민간 위성 통신을 정부가 활용하는 안도 고려하고 있다.

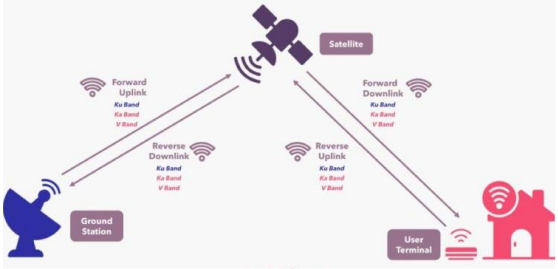
한국은 2020년 첫 군사 전용 통신 위성(정지궤도) 아나시스 2호를 발사했으며 2030년 이후 아나시스 3호 발사 예정이다. 국내 방산 업체와 협업하며 군 저궤도 위성 통신 체계 구축 사업도 진행하고 있다.

물론 위성 통신도 공격받을 수 있다. 대표적으로 전파 교란(재밍)으로 통신을 방해하는 방법이 있다. 이에 재밍 공격을 방어하는 항재밍 기술 개발도 활발하게 전개된다. 이제 전쟁의 범위가 우주까지 확산되는 흐름이다.

스페이스엑스 위성 안테나 설치하는 우크라이나 군

자료: 언론 보도, 신한투자증권

위성통신 도식



자료: Dgtl Infra, 신한투자증권

해저 케이블 연결망

자료: NOAA, 신한투자증권

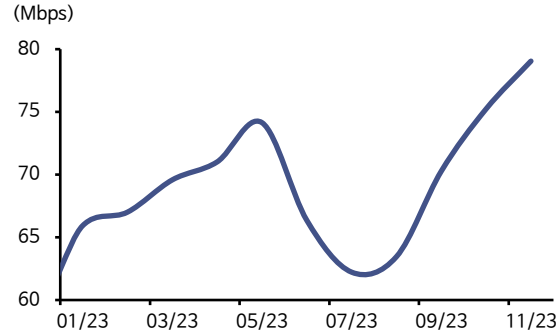
정지궤도(GEO) vs. 저궤도(LEO)

GEO & LEO Satellite Comparison Table

	GEO Satellite	LEO Satellite
Latency **(ms)**	650	30
Maximum Download **(Mbps)**	50	220
Maxium Upload **(Mbps)**	10	30
Data Caps **(range in GB)**	10-200	40-6000
Subscription Cost **(from)**	£25	£115
Hardware Cost **(from)**	£99	£299

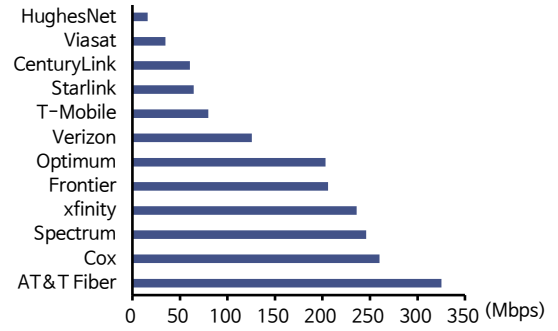
자료: Freedomsat, 신한투자증권

스타링크 다운로드 속도 우상향



자료: Ookla, 신한투자증권
주: 중위 속도 기준

지상 통신 vs. 위성 통신(Starlink) 다운로드 속도



자료: Ookla, 신한투자증권
주: 중위 속도 기준

② 관측 위성: 내려다보는 적

관측 위성의 가치
→ 상공에서
적의 동태 파악

2022년 2월 제프리 루이스(Jeffrey Lewis) 교수는 위성 영상 업체가 제공한 레이더 영상을 통해 러시아, 우크라이나 접경 지역인 벨고로드(Belgorod)에 러시아 무장 차량이 줄지어있는 것을 관찰했다. 구글맵을 통해 추가 조사 중, 벨고로드 도로에 교통 체증이 생긴 것을 포착했다. 1시간 뒤 러시아가 전쟁을 선포했다.

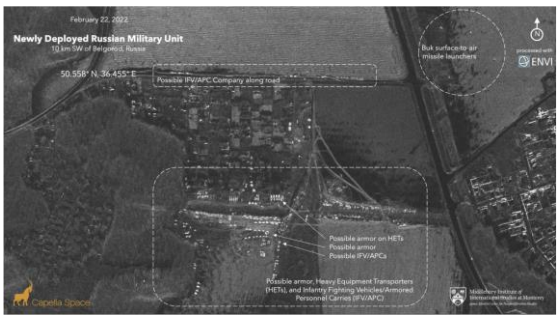
이제 하늘에서 적을 내려다보는 시대가 왔다. 미국 국가정찰국은 스페이스엑스와 18억달러(약 2조4천억원) 비밀 계약을 맺고 정찰용 위성 네트워크를 구축하고 있다. 이 네트워크로 잠재적인 위험을 빠르게 발견하고 대응할 수 있을 것이다. 러시아도 2036년까지 위성 2,000기를 추가 발사해 총 2,600개를 운용하겠다는 계획을 밝혔다.

북한도 계속해서 정찰 위성 발사를 시도하고 있다. 2023년말 만리경-1호 발사에 성공했으며 해상도 3~5m 급으로 추정한다. 지난 5월 만리경 1-1호를 발사했으나 1단 비행 중 폭발하며 궤도 진입에는 실패했다.

한국은 대표적으로 425 사업으로 알려진 군 관측 위성 사업을 진행중이다. 레이더(SAR) 위성 4기, 광학(EO) 위성 1기를 운용할 계획이다. 사업 규모는 2015~25년 1조 3천억원이다. 광학 위성은 국내에서 제작하지만 레이더 위성은 수입하는 것으로 본다. 국방부는 425 후속 사업을 검토중이다. 규모는 425 사업의 2배가 될 전망이다.

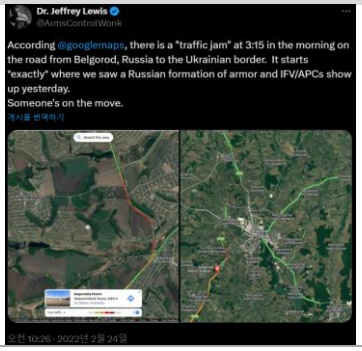
고객의 수요를 모두 대응하기 위해서는 절대적으로 많은 수의 관측 위성이 필요하다. 지구를 도는 주기가 길기 때문에 시차를 보완하기 위해 여러 위성을 사용해야한다. 또한 위성과 지상국 간 1:1 통신만 가능하다. 즉 실시간으로 하나의 위성 영상은 하나의 수요자에게만 제공할 수 있다. 데이터를 주고 받는 데에도 시간이(15분) 걸린다. 전세계 정부라는 확실한 큰 고객이 있으며 아직 수요에 비해 공급이 충분하지 않다. 방산 수요를 중심으로한 관측 위성 시장의 성장을 전망한다.

레이더 영상으로 접경 지역 러시아 차량 관찰



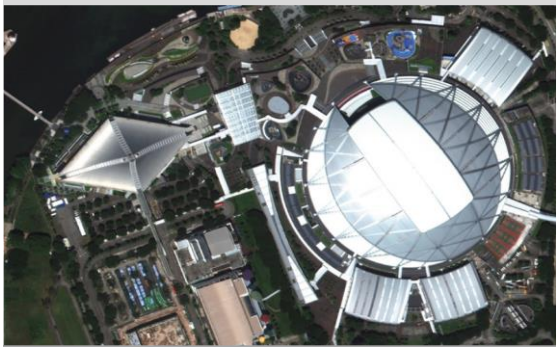
자료: Middlebury Institute, 신한투자증권

대중에 공개된 위성 데이터로 러시아 동향 포착



자료: Twitter, 신한투자증권

광학(EO) 위성 사진



자료: Maxar Technologies, 신한투자증권

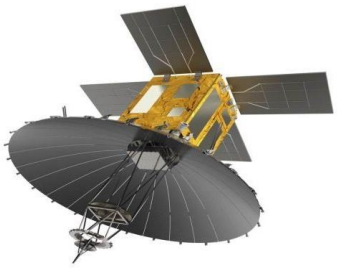
레이더(SAR) 위성 사진

자료: Maxar Technologies, 신한투자증권

EO(광학) 위성 (막사 WorldView-3)

자료: Maxar Technologies, 신한투자증권

SAR(레이더) 위성 (한국항공우주)



자료: KAI, 신한투자증권

II. 글로벌 동향: 자본의 힘

글로벌 우주 산업을 봐야 하는 이유

글로벌 업체는 경쟁사이자 벤치마킹 대상

해외 우주 산업 밸류체인의 BM, 시장성 점검

국내 우주 업체는 글로벌 우주 업체에게 주문을 주기도 하고 받기도 한다. 국내 발사체와 위성 업체들은 같은 종착지인 우주를 무대로 글로벌 기업과 함께 경쟁하고 있다. 많은 자금이 투자되고 기술적으로 앞서나가는 기업이 글로벌 단위로 많아진 만큼 미국을 포함한 해외 시장 속 관련도가 높은 기업의 비즈니스 모델, 시장성 등을 점검 및 비교해봐야 한다.

우주 산업 분류 체계

대분류	중분류	소분류
우주기기 제작 분야		
위성체 제작 및 운용	위성체 제작	시스템, 위성본체, 탑재체 등
	지상국 및 시험시설	위성시험, 위성관제 및 운영 등
발사체 제작 및 발사	발사체 제작	시스템, 서브시스템, 엔진 등
	발사대 및 시험시설	발사대시스템, 시험설비 등
우주활용 분야		
위성활용 서비스 및 장비	원격탐사	위성지도, GIS 등
	위성방송통신	위성디지털방송, 셋탑박스, 위성핸드폰 등
	위성항법	위치정보 활용, DGPS수신기, 네비게이션 등
과학연구	지구과학	대기, 해양 등 국내외 위성자료 활용
	우주 및 행성과학	지구주변, 태양계 지구형/목성형 행성, 소행성, 혜성 등
	천문학	천문관측, 전파천문 등
우주탐사	무인우주탐사	-
	유인우주탐사	-

자료: 과학기술정보통신부, 신한투자증권

글로벌 발사체 비교

발사체 분류	높이 (m)	직경 (m)	탑재 중량 (kg, LEO)	판매가 (천달러/kg)	원가 (천달러/kg)	GPM (%)	연료	산화제
영업중								
Falcon heavy	70.0	12.2	63,800	-	-	-	케로신	LOx
Falcon9	70.0	3.7	22,800	6	1.3~2.6	60~80	케로신	LOx
Electron	18.0	1.2	300	26	19	20	케로신	LOx
개발중								
Starship	121.0	9.0	100,000~150,000	-	-	-	메탄	LOx
Neutron	43.0	7.0	13,000	-	-	-	메탄	LOx
한빛 나노	21.7	1.4	~90	28	-	-	파라핀	LOx
한빛 마이크로	22.5	1.4	~170	-	-	-	파라핀/메탄	LOx
한빛 미니	39.6	3.7	~1,300	-	-	-	파라핀/메탄	LOx

자료: 회사 자료, 언론 보도, 신한투자증권

글로벌 통신 위성 사업자 비교

(개, 십억달러)	위성 수	위성 궤도	2023년 매출액	비고
Starlink	6,371	LEO	-	
Eutelsat	632	GEO/LEO	1,145.9	자회사 Oneweb 포함
Telesat	212	GEO/LEO	704.2	
SES	81	GEO/LEO	-	자회사 Intelsat 포함
Iridium	73	LEO	790.7	
Globalstar	29	LEO	223.8	
Viasat	23	GEO	4,283.8	자회사 Inmarsat 포함
ORBCOMM	12	LEO	248.5	
Echostar	10	GEO	17,015.6	
Swarm Technologies	0	LEO	-	SpaceX 자회사, 2023년 IoT 장비 판매 중단

자료: 회사 자료, 언론 보도, Bloomberg, 신한투자증권
주: 작동중인 위성 수

글로벌 관측 위성 사업자 비교

(개, 백만달러)	위성 수	주요 프로젝트	2023년 매출액	비고
광학(EO) 위성				
Airbus	70	Oneweb, DARPA	65,446.0	0.3m 해상도 SAR 4기 외 모두 광학(EO) 위성
Maxar Technologies	8	NRO	1,605.0	WorldView(0.3m) 4기, WorldView Legion 4기
Planet Labs	150	NRO	220.7	Dove(3~5m) 130기, SkySats(0.5m) 15기
BlackSky	14	NRO	94.5	1m 해상도 저궤도 광학 위성
레이더(SAR) 위성				
ICEYE	30	NSA	100.0	2023년 4월 93백만달러 자금 조달
Capella	7	미 국방부	-	2023년 1월 60백만달러 자금 조달
Synspective	5	-	-	2020년대 30기 배치 목표
Thales Alenia Space	4	ESA	-	2023년 ESA로부터 300백만유로 갈릴레오 위성 수주

자료: 회사 자료, 언론 보도, 신한투자증권
주: Maxar Technologies는 2022년 매출액

글로벌 우주 산업 동향: 1) 수직계열화, 2) 정부 주도 시장 형성

1)수직계열화
발사체부터 위성 솔루션까지 여러 사업 전개

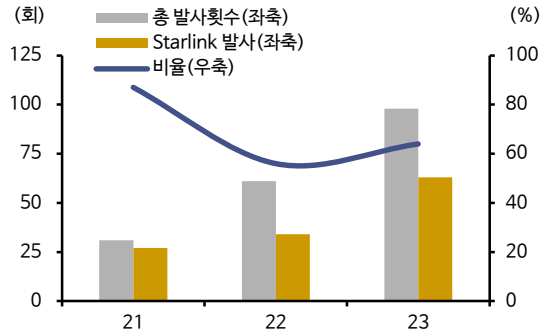
발사체 및 통신/관측 위성 사업자들을 비교해본 결과 글로벌 우주 산업은 몇 가지 주요한 동향이 관찰된다. **첫째는 우주 기업들의 수직계열화다.** SpaceX는 발사체를 시작으로 통신 위성 사업인 Starlink까지 영위한다. 2023년 SpaceX의 발사 98회 중 63회(약 64%)가 Starlink와 관련된 발사였다. 소형 발사체를 제조하는 Rocket Labs PBC도 Photon 플랫폼이라는 위성 탑재체 개발 서비스를 함께 영위한다. 실제로 해당 플랫폼을 통해 NASA의 화성 탐사 미션에 필요한 탑재체를 수주받은 후 태양풍이 화성 대기에 미치는 영향을 파악하는 탐사체를 제작했다.

우주 기업들이 수직계열화를 시도하는 이유는 수요가 불확실하기 때문이다. 타 산업과 달리 우주 산업은 미지의 영역을 개척한다는 점에서 수요자의 니즈가 명백하게 자리잡지 않고 공급자가 이끌어가는 시장이다. 이러한 배경에서 기업들은 수직계열화를 통해 사업 영역을 확대해 흩어진 수요를 모으고, 원가를 절감하며 가격을 낮춰 시장을 만들어 나가고 있다. 정부 프로젝트 대응을 위해서 여러 분야에 발을 걸치고 있는 것도 도움이 된다.

2)정부 주도 성장
발사체에 대부분 투자 집중

둘째는 정부 주도 성장이다. 미국의 초기 우주 기업들 약 70여개사는 2000년부터 2018년까지 미국 정부로부터 총 72억달러의 투자를 받았다. 그 중 93%는 로켓 발사체에 투자됐다. 민간 우주 시장의 개화에 발사체가 진입 장벽이었던 만큼 발사체 위주로 투자가 집행된 것이다. 실제 SpaceX가 설립된 2002년 이후 10년간 매출액의 절반은 NASA에서 온 것으로 추정된다. 뉴 스페이스를 키운 것은 올드 스페이스와 정부인 것이다.

SpaceX 연간 발사 중 Starlink 관련 발사 횟수



자료: SpaceX, 신한투자증권

글로벌 우주 산업 현주소

(개, 십억달러)	기준연도	지표	전년비 (%)
우주 활동 국가	2024	91	-
우주 산업 규모	2022	546	-
상업 우주 기업 매출액	2022	428	7.9
우주 산업 정부 지출	2022	119	8.1
전세계 우주 투자	누적	298	-
미국 우주 산업 고용수	2022	201,009	1.0
전세계 성공 발사체 수	2023	212	18.4
발사체 평균 탑재체 수	2023	13.6	7.0
카르만선을 넘은 사람수	2023	644	2.4

자료: NASA, 신한투자증권

글로벌 우주 섹터 ETF 종류 및 운용사

(십억달러, %, 배)	운용자산	수수료율	P/E	배당률	비고
ARKX(ARK)	0.225	0.75	-	-	발사체, 3D 프린팅, 로보틱스 등 차세대 우주 기술 투자
UFO(Procure)	0.034	0.75	-	1.02	우주산업 Pure player 위주 집중 투자
ROKT(StateStreet)	0.017	0.45	22.3	0.98	S&P Kensho Space and Drones Index 추종
ITA(Blackrock)	6.111	0.40	32.7	0.83	상업 및 군용 우주항공기, 국방 장비 등 포괄적인 분야
PPA(Invesco)	4.256	0.58	28.0	0.57	미국 국방 산업, 안보, 우주항공 관련 집중 투자

자료: Bloomberg, 신한투자증권

글로벌 우주 기업 유니버스

(십억달러, 배)	시가총액	매출액		영업이익		PER		PSR	
		2024F	2025F	2024F	2025F	2024F	2025F	2024F	2025F
SpaceX	-	-	-	-	-	-	-	-	-
RTX Corporation	164,856.6	79,415.4	84,260.6	9,855.4	10,859.0	22.4	-	2.1	2.0
Transdigm	79,140.6	7,925.4	8,933.9	3,592.4	4,186.6	49.9	-	9.9	8.8
L3Harris	46,675.1	21,248.9	22,059.4	3,220.9	3,402.1	27.7	-	2.2	2.1
HEICO	31,746.0	3,895.4	4,238.5	834.6	938.2	76.9	-	8.2	7.5
Teledyne	21,243.8	5,613.2	5,904.8	1,147.0	1,262.8	24.4	-	3.8	3.6
Trimble	15,387.5	3,633.6	3,714.5	896.5	922.6	33.7	-	4.2	4.1
Echostar	6,778.4	15,840.1	15,287.2	(143.7)	(208.0)	-	-	0.4	0.4
AST SpaceMobile	6,514.0	6.4	391.4	(242.0)	(181.7)	-	-	1,054.6	17.3
MOOG	6,425.3	3,577.8	3,729.5	401.5	445.5	24.1	-	1.8	1.7
Rocket Lab	4,817.4	423.4	596.6	(128.2)	(89.5)	-	-	11.6	8.2
Kratos Defense	3,799.1	1,144.8	1,267.2	36.3	57.4	360.9	-	3.3	3.0
Iridium	3,498.2	813.7	830.4	204.6	236.0	40.3	-	4.3	4.2
MDA Space	2,542.8	1,044.3	1,379.6	96.2	161.0	53.4	-	2.4	1.8
Globalstar	2,280.0	240.3	255.0	(1.7)	17.7	-	-	9.4	8.9
Intuitive Machines	1,018.5	223.0	370.6	(46.2)	(8.4)	4.2	-	4.7	2.8
Planet Labs	663.3	251.3	291.3	(79.6)	(48.4)	-	-	2.7	2.3
Redwire	515.7	307.0	357.6	(14.7)	6.0	-	-	1.7	1.5
Black Sky	179.1	108.0	135.7	(42.9)	(28.6)	-	-	1.7	1.3

자료: Bloomberg, 신한투자증권

글로벌 우주 섹터 기업별 개요

구분	종목명	개요
탑재체 (위성)	Maxar Technologies	지구 관측 목적 실시간 고해상도 데이터 제공 및 통신위성/관측위성 제작 후 판매 서비스
	Planet Labs	지구 관측, 실시간 지리 정보, 환경 분석 등 관측용 소형 위성 운용 및 이미지 제공
	Black Sky	안보 및 정부 대상 지구 관측 데이터 분석 서비스 제공. 관측 위성 데이터에 AI 및 머신러닝 활용
	Echostar	자회사 Hughes Network Systems를 보유. 정지궤도(GEO) 활용 광범위 위성 통신 및 인터넷 서비스
	Globalstar	저궤도(LEO) 활용 위성 단말기 대상 전화 및 데이터 전송용 통신 위성망 보유
	AST SpaceMobile	저궤도를 활용해 별도 단말기 없이 기존 스마트폰 단말기 활용 위성 통신망 서비스 제공
	MDA Space	NASA, ISS 대상 위성 부착 로봇팔 'Canadarm' 제조 및 위성 영상과 이미지 분석 서비스
	Kratos Defense	전투용 무인 드론 및 미사일 방어 시스템 서비스 제공. 위성 통신용 지상국 관제 시스템 개발
	L3Harris Technologies	정부 및 상업 목적의 위성 탑재체, 지구 관측용 센서, 우주 환경 통신 시스템 설계 및 제조
	Redwire	저궤도 및 정지궤도 위성 탑재 부품 제조. 위성용 태양광판, 센서, 구조물 제조
	Intuitive Machines	달 탐사용 탑재체 제작. NASA의 아르테미스 미션 관련 탑재체 수주
	Iridium Communications	66개의 저궤도 통신 위성을 통해 글로벌 위성 단말 통신 서비스 제공
발사체	SpaceX	발사 서비스(팔콘)와 위성 통신(스타링크)을 기반으로 우주 탐험(스타쉽)으로 사업 영역 확장
	Rocket Lab	소형 위성 발사 서비스(일렉트론) 제공. 위성 생산 및 우주 탐험 영역으로 확장
항법	Trimble	농업, 건설업, 운송업 등 각종 산업 대상 GPS, GNSS 관련 서비스 제공
기타	MOOG	우주방산, 산업재 제작사로 발사체, 위성, 우주선용 추진 시스템 및 액추에이터 제조
	HEICO	항공기 및 발사체용 전력계 및 RF 부품 생산 및 MRO(유지, 보수, 교체) 서비스
	Teledyne	관측 위성용 고해상도 광학 카메라, 이미지 센서, 방사선 내성 전자 부품 생산
	Transdigm Group	위성 탑재 태양광 패널/통신 안테나 구동계(액추에이터, 커넥터, 클러치 등) 제조

자료: 신한투자증권

스페이스엑스(SpaceX)

스페이스엑스는 2002년 시작해 2008년 액체연료 기반 Falcon1으로 첫 발사에 성공한다. 이후 2012년 당시 무인우주선 Dragon을 통해 민간기업으로서 처음으로 국제우주정거장(ISS)과 결합에 성공한다. 2015년 고체연료를 사용하는 Falcon9을 통해 처음으로 재사용 발사체를 개발한다. 2023년 기준 98번의 발사를 성공했다. 현재 Falcon9을 통해 대부분의 발사 서비스를 제공하고, Starlink라는 통신 위성망 서비스를 공급한다. Starship을 차세대 발사체로 개발 중이다.

Falcon9, SpaceX의 캐시 카우

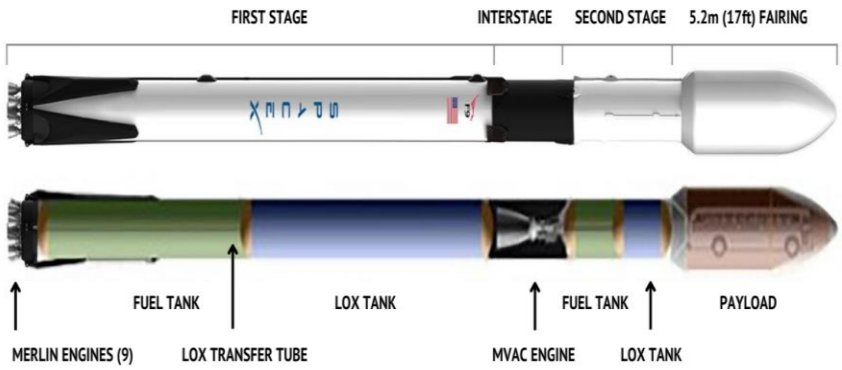
1단, 2단 발사체 모두 RP1, ROX 연료 사용
2단 발사체는 재활용 X

Falcon9은 1단 발사체만 재사용하도록 설계됐다. 연료탱크에는 RP1(로켓 등급 케로신)을 사용하고 산화제 탱크에는 저온 액체산소(영하 183 ~ 297도)를 보유하고 있다. 진공 대기 환경 때문에 RP1의 연소를 위해 산소는 필수적이다. 또한 산소는 밀도가 연료보다 더 높기 때문에 연료 탱크보다 위에 위치하고 있다.

2단 발사체는 재사용하지 않는다. 궤도를 이탈하고 지구로 복귀하는 과정에서 타버려 사라진다(Deorbit Burn). 즉 탑재체를 궤도에 올린 후 2단 발사체의 엔진이 역추진하며 대기에 재진입하는 과정에서 고열 및 고압으로 인한 발사체 손상 및 분해가 발생한다. 발사체 대부분이 타버리고 일부 파편들만 바다와 같이 인구가 없는 지역으로 떨어지도록 설계된다.

1단 발사체와 2단 발사체는 몇 가지 차이점을 지닌다. 설계 측면에서 1단은 9개의 멀린 엔진, 강화 방열막, 복귀용 그리드핀, 내구성이 높은 몸체로 구성되지만 2단은 방열막이나 그리드핀 없이 1개의 멀린 진공 엔진으로 구성된다. 궤도 측면에서 1단은 낮은 지점에서 복귀하는 반면 2단은 더 높이 올라간다.

Falcon9 발사체 구조



자료: SpaceX, 신한투자증권

Starship, 인류를 화성으로 보낼 발사체

1, 2단 발사체 모두 재활용해 발사 비용 Falcon9 대비 대폭 감소

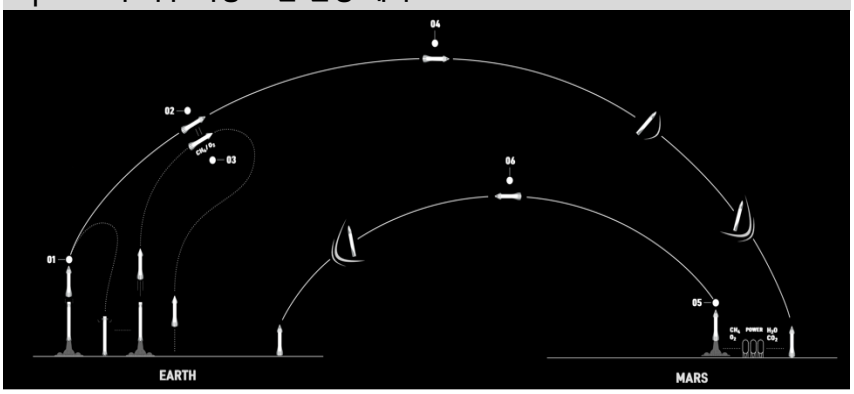
Starship은 Falcon9과 달리 메탄(CH4)을 주연료로 활용하고 1단 발사체 Super Heavy와 2단 발사체 Starship으로 구성된다. 1, 2단 모두 재활용할 수 있기 때문에 발사비용이 Falcon9보다 낮아진다. 1단 발사체는 랩터 엔진, 1단과 2단 사이에는 랩터 베큠 엔진을 사용한다.

2단 발사체를 재활용하기 위해 고온, 고압 방지 소재를 1단 발사체 수준보다 높게 맞췄다. 2단 발사체는 화성 대기로도 진입해야 하기 때문에 재사용 가능한 수준으로 성능을 올린 것으로 보인다. 1, 2단 모두 재사용하기 때문에 발사비용은 Falcon9의 60백만달러 대비 2백만달러까지 낮아졌다. Falcon9의 탑재중량이 22,500kg이고 Starship은 150,000kg까지 탑재가능하기 때문에 발사 비용은 1kg당 13달러 수준이다(vs. Falcon9 1kg당 2,600달러). 향후 Falcon9의 1단 발사체도 재활용할 수 있을 것으로 판단된다.

Starship이 케로신이 아닌 메탄 연료를 사용하는 이유는 메탄이 케로신보다 가볍고 LOX와 추진 효율이 더 좋은 것으로 알려졌기 때문이다. 또한 탄소 잔존물(Residue)를 덜 남기기 때문에 엔진과 발사체의 노후화를 줄인다.

Starship은 지구 저궤도에 위치할 때 산소와 메탄을 실은 탱커선을 띄워 연료를 재충전한다(아래 그림 02번 과정). 화성에서 지구로 돌아올 때 대기 환경 차이로 연료 재충전이 필요 없으며, Starship은 재충전 시 150톤 운반 가능하다. 화성 대기로 초속 7.5km의 속도로 진입하며 대기의 고온에 내성이 강하도록 설계됐다.

SpaceX의 지구-화성 노선 운행 계획



자료: SpaceX, 신한투자증권

Starship의 진화: To the Moon, Mars, and beyond

단분리 전 폭발하던 스타십을 팔로 낚아채기까지

Starship은 현재까지 다섯 차례 통합 비행 테스트를 거쳐왔다. 1차 발사는 '23년 4월에 진행됐으며 1단 슈퍼 헤비와 2단 스타십이 분리되지 못하고 4분 1초에 발사체 전체가 공중에서 폭발했다. 같은해 11월 진행된 2차 발사에서는 단분리에 성공했으나 발사 8분 후 슈퍼 헤비가 폭발했다. 스타십은 경로를 벗어났기 때문에 자폭시켰다. 3차 발사에서는 단분리 후 각각 공중에서 분해됐다.

4차 발사는 점화된 33개 엔진 중 1개가 불발되며 시작했다. 발사 후 6분 43초에 1단 슈퍼 헤비가 착륙을 위한 점화를 시작했고, 13개 엔진 중 12개 엔진이 점화되며 해상으로 안전히 착륙했다. 슈퍼 헤비의 첫 회수였다. 47분 25초에 2단 스타십이 지구 궤도로 재진입하면서 구조물(플랩, 방향 조절용 날개) 손상이 발생한다. 1시간 5분 48초에 스타십은 대상 지역에서 6km 떨어진 곳으로 착수했다.

5차 발사에서는 재사용 발사체 시스템 중 하나인 메카질라를 통해 슈퍼 헤비를 회수했다. 기존 지상 낙하 혹은 해상 바지선 착륙 대비 연료 소모를 감소시킨다. 착륙 후 재사용 목적 검사 시간이 줄고 이동 목적 물류비가 들지 않으며 랜딩 기어 제거로 1단 발사체의 무게가 감소했다. 착륙 후 연료만 다시 채워넣는다면 30분 안팎으로 다시 발사 가능한 것으로 분석된다. 스타십은 대상 지역으로 복귀 후 바다에 닿았으나 해수면에서 폭발했다.

2차 발사: 슈퍼 헤비가 공중에서 폭발하는 장면

자료: SpaceX, 신한투자증권

4차 발사: 1단 스타십의 플랩이 손상되는 장면

자료: SpaceX, 신한투자증권

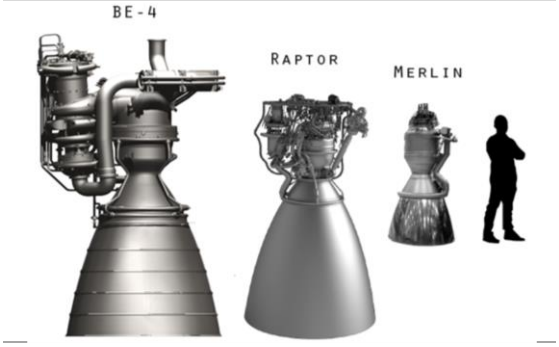
5차 발사: '메카질라'가 슈퍼 헤비를 잡는 모습

자료: SpaceX, 신한투자증권

5차 발사: 스타십 물 위에 도착 후 바다에서 폭발

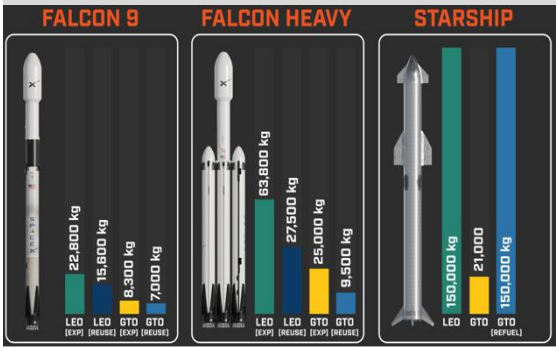
자료: SpaceX, 신한투자증권

BE-4, Raptor, Merlin 엔진 크기 비교



자료: 업계 자료, 신한투자증권

스페이스엑스 발사체 궤도별 탑재 중량 비교



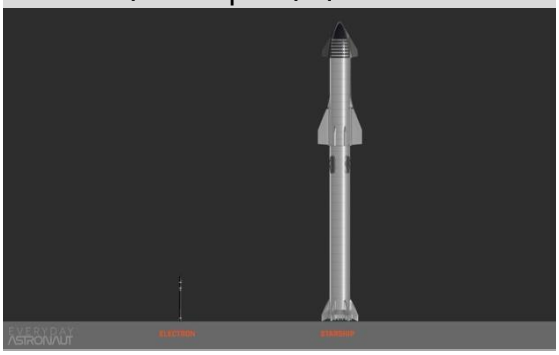
자료: Everyday Astronaut, 신한투자증권

Falcon9과 Starship 비교

특징	Falcon9	Starship
미션	지구 저궤도 임무	화성, 달 등 행성간 임무
발사체 구성	2단(1단 재활용)	2단(모두 재활용)
탑재 중량	22.8톤	100~150톤
탑재 가능 승객	7명	100명
높이	70m	120m
연료	RP1, LOX	메탄, LOX
발사비용 (백만달러)	30~60	2

자료: SpaceX, 신한투자증권

Electron과 Starship 크기 비교



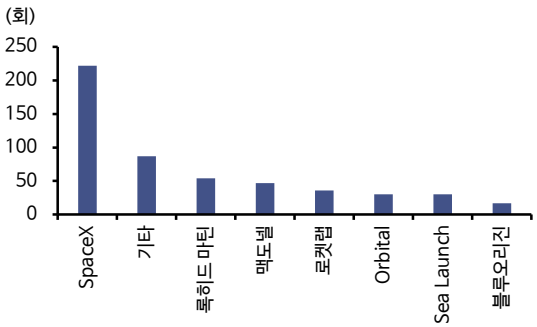
자료: Everyday Astronaut, 신한투자증권

SpaceX와 NASA 간 계약 내용

연도	금액	내용
2006	2.800	상업용 궤도 운송 서비스(COTS) 프로그램
2008	3.500	상업용 재보급 서비스(CRS) 공동 체결
2011	0.075	통합 발사 탈출 시스템 개발
2014	6.800	상업용 승객 운송 시스템 개발 공동 체결
2016	0.080	미 공군 GPS 발사 계약
2020	0.140	미 국방부 미사일 추적 위성 건설 계약
2021	2.900	달 착륙선 개발 계약

자료: SpaceX, 신한투자증권
주: 금액은 십억달러 단위

미국 회사별 발사 허가 누적 건수('1989~'2023)



자료: chartr, 신한투자증권

민간 업체들의 우주

① 블루 오리진(Blue Origin): NASA가 키운 우주 배송 업체

발사체 개발이 성장의 핵심

블루 오리진은 아마존(Amazon) 창업자 제프 베이조스가 2000년에 설립했다. 2023년 직원 11,000명이 근무하고 있으며, 우주 관광, 우주 탐사 등과 관련된 개발 사업을 진행하고있다.

공개된 주요 프로젝트는 대부분 발사, 우주선 관련 프로젝트다. 매출은 주로 NASA의 우주 탐사 프로젝트에서 나온다. 민간 시장 매출은 미미해보이며 우주 관광에서 발생한다. 아직 사업성을 논하기에는 이른 시기로 보인다. 수익성의 핵심인 발사체 개발 성공이 중요한 마일스톤이다.

준궤도 우주 비행을 위한 발사체 New Shepard

발사체 라인업으로 New Shepard, New Glenn이 있다. New Shepard는 준궤도(고도 100km) 관광 우주 비행을 위해 개발됐다. 상단에 탑재되는 캡슐에는 6명이 탈 수 있다. 부스터, 캡슐, 착륙 장치, 낙하산 등 무게 기준 99%가 재사용된다. New Shepard로 2021년 6월부터 지난 8월까지 8번의 유인 비행을 진행했고, 누적 탑승객은 38명이다.

초대형 발사체 New Glenn의 중요성

블루 오리진은 대형 발사체 New Glenn을 개발중이다. 회계연도 2018~24년 미 공군이 미국 국가안보위성 발사(NSSL) 프로그램의 일환으로 5억달러를 투자했다. 추가로 제프 베이조스가 25억달러를 투자했다고 알려져있다. 지난 6월 미국 국가안보위성 발사(NSSL) 프로그램 참여 업체로 선정됐다. 초기 능력 평가 단계에서 500만달러를 지원받는다. New Glenn은 11월 첫 발사 예정이다.

New Glenn에 블루 오리진의 명운이 달렸다. 성공 시 동사의 첫 궤도 발사체가 된다. New Glenn은 달 착륙선, 우주정거장, 통신 위성 등 모든 프로젝트에 관한 발사를 담당할 전망이다. 사양만 고려하면 스페이스엑스 Falcon9과 경쟁할만하다. New Glenn도 1단 발사체를 최대 25번까지 재사용할 예정이다. 저궤도 기준 페이로드는 최대 45톤으로, Falcon9 페이로드 22.8톤의 2배 가량이다.

아르테미스 프로젝트의 일부인 달 착륙선 개발중

블루 오리진은 NASA와 크게 2가지 프로젝트를 진행중이다. 2023년 아르테미스 프로젝트의 일부인 달 착륙선(Human Landing System) 2기에 선정되어 약 35억달러 계약을 체결했다. 2028년 무인 착륙선 시험 비행 계획이다. 프로젝트 후반부에는 1기 스페이스엑스, 2기 블루 오리진의 달 착륙선 중에서 하나를 선택해 이용할 예정이다.

민간 우주정거장 초기 개발 진행

블루오리진은 지난 6월에 민간 우주 정거장 개발 후보로 선정된 3개사 중 한 곳이다. 국제우주정거장(ISS) 퇴역 이후 운용할 우주 정거장이다. NASA와 1억3천만달러의 초기 개발 계약을 체결했다. NASA는 2025년에 3개 업체 중 2개 이상과 정식으로 개발 계약을 맺을 계획이다.

저궤도 위성 통신 프로젝트 Kuiper

Kuiper 프로젝트는 3,200개 이상의 통신 위성을 구축해 전세계에 저궤도 위성 통신을 제공할 예정이다. 2024년말 민간 시장에서 베타 테스트를 할 것으로 기대됐다. 현재 2개의 테스트용 위성만이 궤도를 돌고 있다.

블루 오리진 주요 프로젝트

구분	프로젝트명	개요
Vehicle	New Shepard	준궤도 비행을 위한 발사체. 우주 관광 목적으로 개발. 지난 8월까지 8번의 민간 우주 관광 성공
	New Glenn	2012년 설계 시작, 1단 엔진 7개, 2단 엔진 2개, 저궤도 기준 페이로드 45톤. 내년으로 발사 연기
	Blue moon	블루 오리진이 자체적으로 진행중인 달 착륙용 우주선 프로젝트
	Blue ring	궤도 간 운반선. 궤도 내 재급유, 데이터 중계 및 다양한 물류 서비스 제공. 페이로드 3톤 이상
달 착륙선	Human Landing System	2023년 NASA 달 착륙선 개발 사업자로 선정. 28년 무인 착륙선 시험 비행 계획
위성 통신	Kuiper	아마존(Amazon) 사업. 3,200대 통신 위성을 구축해 전세계에 저궤도 위성 통신 제공
우주 정거장	Orbital Reef	민간 우주 정거장 개발 후보 업체로 선정. 이후 잘 하면 25년 정식 개발 계약

자료: Blue Origin, 신한투자증권

블루 오리진이 받은 주요 투자

년도	투자자	금액 (백만달러)	비고
2010	NASA	3.7	CCDev1(Commercial Crew Development Round1)
2011	NASA	22	CCDev2
2014	제프 베이조스	최소 500	설립 당시부터 누적 금액
2016	NASA	최대 45	준궤도 비행을 지원하는 Flight Opportunities Program
2018	미국 공군	500	LSP (Launch Service Procurement), 회계 연도 2024년까지
2021	NASA	579	달 착륙선 1기 관련. 최종 사업자 선정에는 실패
2021	NASA	130	민간 우주정거장 프로젝트(Orbital Reef) 관련
2023	NASA	340	달 착륙선 2기 최종 선정. 보잉, 록히드마틴, 드레이퍼 등과 컨소시엄
2023	NASA	35	달 먼지를 이용, 태양광 전지판 제작 기술 레골리스에 투자
2024	NASA	42	민간 우주정거장 프로젝트 (Orbital Reef) 추가 투자

자료: 언론 보도, 신한투자증권

New Shepard(준궤도 소형 발사체)

자료: Blue Origin, 신한투자증권

New Glenn(대형 발사체)

자료: Blue Origin, 신한투자증권

② 로켓랩(Rocket Lab): 소형 발사체 선두 주자

발사체 Electron: 50회 발사 이력, 페이로드 300kg, 발사 원가 5,700만달러

2018년 11월 Electron 첫 상업 발사 이후 지금까지 약 50회 발사해 위성 197개를 궤도에 올렸다. 카본 소재를 사용하고, 저궤도 기준 300kg의 페이로드를 실을 수 있다. Kick stage를 통해 위성의 궤도, 경사 등에 관한 고객의 니즈를 섬세하게 맞춘다. 2022년부터 발사 횟수가 증가하면서 규모의 경제로 발사 원가가 감소하는 추세이다. 2024년 상반기 기준 Electron 발사 원가는 5,700만달러이다.

발사체 Neutron: 페이로드 13톤, 내년 첫 발사 예정

저궤도 기준 페이로드 13톤을 발사할 수 있는 중형 발사체 Neutron을 개발중이다. 재사용을 위한 회수 방법은 역추진이다. 지난 8월에 신형 개발 엔진인 Archimedes engine의 첫 추력 테스트를 했다. 내년 첫 발사 예정이다.

거의 다 온 재사용 발사체 상업화

스페이스엑스 다음으로 재사용 발사체 상업화에 가까운 업체이다. Electron 재사용 발사체는 바다에 떨어진 1단 발사체를 회수해서 사용하는 방식이다. 지난 1월 바다에 회수한 발사체를 수리, 테스트 완료하고 발사할 준비가 끝났다.

수직 계열화 완성

적극적인 인수합병을 통해 수직계열화를 완성하고 있다. 2020~22년 Sinclair Interplanetary(별 추적기, 리액션 휠), ASI(항법 시스템), PSC(위성 분리 시스템), SolAero(우주용 태양광 모듈) 등을 인수했다.

위성 제작 솔루션 부문: 발사체보다 큰 존재감, 위성 턴키 공급 능력

발사체 업체로 잘 알려져있지만 발사(Launch) 매출은 30~35%에 불과하다. 나머지 70%는 위성 제작 솔루션(Space Systems)에서 발생한다. 위성 제작 솔루션은 위성의 설계, 생산, 발사까지 전 과정을 관리해주는 턴키 공급 능력을 갖췄다. Explorer, Lightning, Pioneer, Photon 등 위성 플랫폼 라인업을 갖고 있다.

지난 2분기 기준 수주 잔고는 총 10억 670만달러(2023년 매출의 4.7배)이고 위성 제작 솔루션 비중이 70% 이상이다. 40개 이상의 위성이 포함된다. 수주 잔고의 절반이 1년 안에 매출로 인식될 예정이다.

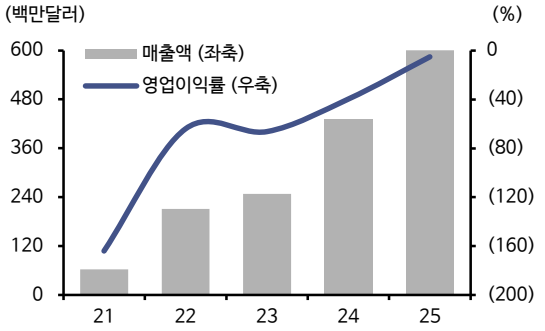
정부 기관 프로젝트 다수 진행

NASA, 미국 국방부, 우주군 등 정부 기관 프로젝트를 많이 진행하고 있다. 대표적으로 NASA의 화성 탐사 프로그램의 일환인 ESCAPADE는 로켓랩이 제작한 위성 2개가 화성 궤도를 돌면서 하이브리드 자기권을 조사한다. 지난 8월 발사장으로 운송을 시작해 연내 발사 예정이다.

아직은 연구개발비 비중 높음 → 매출의 절반

매출총이익률 20~25%이지만 연구개발비가 매출의 40~50%를 차지하며 적자가 지속된다. 정부 기관 프로젝트로 연구개발비를 커버하고, Neutron의 개발을 통해 더 큰 규모의 경제를 달성하는 것이 흑자로 가는 길이다.

로켓랩 연간 매출액, 영업이익률 추이



자료: Rocket Lab, 신한투자증권

로켓랩 Electron 발사 가격, 비용 추이

(백만달러)	2020	2021	2022	2023	1H24
가격	5.5	8.1	6.7	7.1	7.7
비용	6.5	9.2	7.5	7.0	5.7

자료: Rocket Lab, 신한투자증권

발사체 Electron(상업 발사 진행중)

자료: Rocket Lab, 신한투자증권

발사체 Neutron(개발중)

자료: Rocket Lab, 신한투자증권

로켓랩 주요 프로젝트

프로젝트명	고객	계약 금액 (백만달러)	비고
ESCAPADE	NASA	-	SIMPLEx (화성 탐사) 프로그램, 위성 2개 공급, 2024년말 발사 예정
LOXSAT	ETA Space	-	궤도에 연료 창고 건설. Photon을 이용해서 테스트
SDA	미국 국방부	515	국방부 LEO 통신 PWSA 프로그램, 18개 위성 설계부터 운영까지
GLOBALSTAR	Globalstar	1.43(부계약 기준)	통신 위성 17개 공급, 관리 플랫폼 SOCC 개발 중, 2025년 말 발사 예상
VIASAT	Viasat	-	NASA CSP 프로그램 관련. 위성 생산 및 운영 지원
VCTUS HAZE	미국 우주군	32	문제 발생 시 즉각적(24시간 내) 발사 대응을 위한 시스템 개발. 2025년 목표

자료: 언론 보도, 신한투자증권

③ 막사테크놀로지(Maxar Technologies): 관측용 고해상도 광학 위성 1인자

민간 광학 위성 선두업체로
해상도 0.3m 수준
8기 위성 운용 중

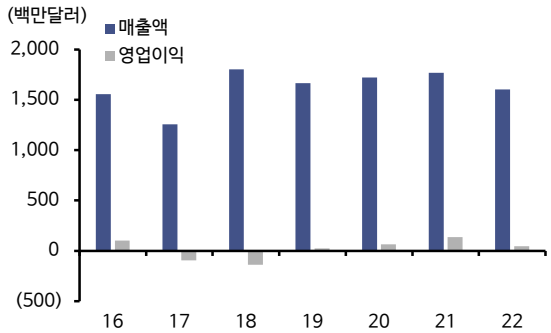
2017년 10월 캐나다의 MDA Space가 고해상도 위성 운용 기업 Digital Globe를 인수한 후 Maxar Technologies라는 이름으로 뉴욕거래소에 상장했다. 2020년 MDA는 분사 하고, 2023년 Maxar는 Advent라는 사모펀드에게 64억달러에 매각되며 상장폐지된다.

제품군으로 광학(EO) 위성, 레이더(SAR) 위성 모두 보유했으나 광학 위성을 직접 개발한 반면 레이더 위성은 외부에서 파트너십으로 영상을 조달하고 있다. 고객사는 군과 정부 위주다. 2022년 기준 매출액 16억달러, 영업이익 47백만달러를 기록해 관측 위성 업계에서 매출 규모가 가장 높다.

위성 영상을 사진으로 받을 경우 m2 당 0.3m 해상도 기준 15~30달러 수준으로 알려져 있지만 해상도, 면적, 관측 주기에 따라 값이 달라진다. 빈번하게 영상이 필요할 경우 구독 방식으로 수십억원 혹은 평시 직접적으로 위성을 통제하며 영상을 바로 구할 수 있는 방식은 수백억원에 해당한다.

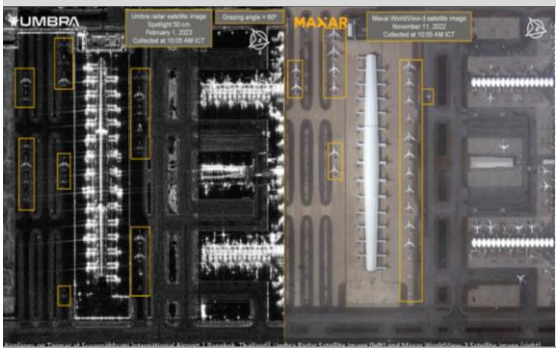
현재 WorldView 4기, WorldView Legion 4기씩 총 8기 운용 중이며 2024년 연말 Region 2기 추가해 총 10기 운용 예정이다. WorldView는 태양동기궤도 관측(600~800km)인 반면 Legion은 중간경사궤도 관측(500~1,200km)으로 해상도는 0.3m로 같으나 재방문 주기가 더 높음(1일 15회 관측). Legion은 도시, 국경선, 재난 지역 등 관측 빈도가 높은 지역에 적합하며 6기 기준 6백만km2 지역 관측 가능하다.

실적 추이 그래프



자료: Maxar Technologies, 신한투자증권
주: '2023년 사모펀드 Advent에 매각돼 상장폐지

SAR 위성과 광학 위성 비교



자료: Maxar Technologies, 신한투자증권

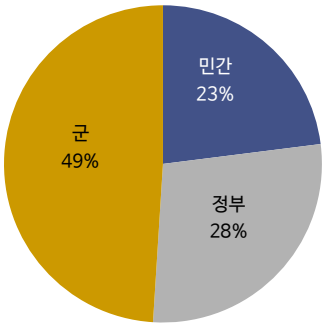
④ 플래닛랩(Planet Labs): 관측용 중저해상도 광학 위성 업체

저궤도 광학 위성 해상도 3~5m 수준 큐브 위성 150기 운용 중

Planet Labs PBC는 보급형 큐브셋에 탑재되는 저궤도 관측 위성(EO) 위주 사업자다. FY2Q25 기준 고객사 수 1,012개, 달러 기준 재계약률 101%(이전 계약 대비 지출 증가)에 도달했다. FY2024년 기준 매출액 221백만달러(+15% YoY)를 기록했다. 위성 서비스의 종류는 두 가지로 나뉜다. 저해상도 Dove 위성은 3~5m의 해상도를 가지며 현재 150기 운용 중이다. 반면 고해상도 SkySat 위성은 0.5m의 해상도로 현재 15기 운용 중이다. 서비스는 구독 방식으로 운영되며 Dove 위성을 사용하는 PlanetScope(저해상도, 일 단위 관측)와 SkySat(고해상도, 시간 단위 관측)으로 나뉜다.

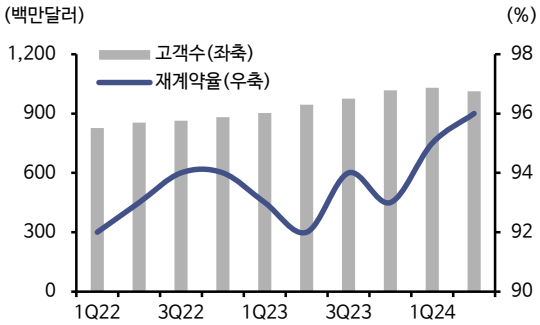
Maxar Technologies가 0.3m의 고해상도로 군과 정부 위주 수요를 담당하는 것과 달리 Planet Labs는 3~5m 해상도 서비스를 주축으로 민간 및 저정밀 군/관 수요를 전담하고 있다. ICEYE, Thales, Airbus 등 SAR 위성이 주야간, 전천후 이미지를 제공하고, Maxar 같은 고해상도 광학 이미지를 제공하는 업체가 있기 때문에 저해상도 광학을 제공하는 Planet Labs의 시장 포지셔닝은 매력도가 비교적 떨어지는 것으로 판단한다.

FY2Q25 기준 고객사 유형 비중



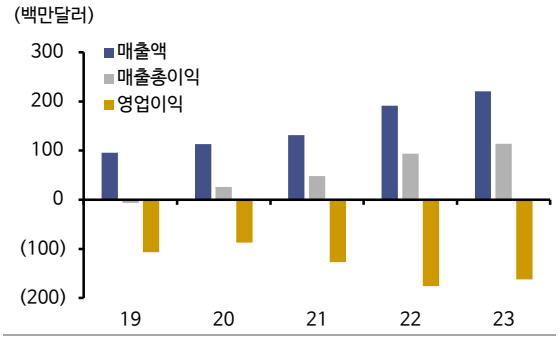
자료: Planet Labs, 신한투자증권

분기별 고객사 수 및 재계약율 추이



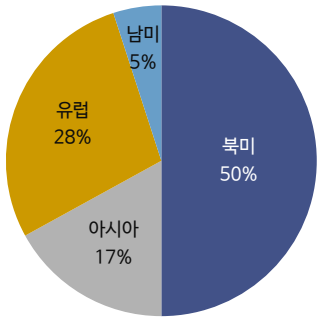
자료: Planet Labs, 신한투자증권

연간 실적 추이



자료: Planet Labs, 신한투자증권

FY2Q25 기준 고객사 지역별 비중



자료: Planet Labs, 신한투자증권

⑤ 에어버스(Airbus): 민간 항공기 뿐 아니라 관측 위성 시장도 장악

관측 위성 데이터 시장 점유율 20~25%

에어버스는 관측 위성 데이터 시장 점유율 20~25%를 갖는다. 막사와 1, 2위를 다툰다. 다출처, 다양한 해상도의 광학/레이더 위성 라인업을 구축했다. 광학 위성군은 Pleiades Neo(해상도 30cm), Pleiades(50cm), SPOT(1.5m), and Vision-1(90cm), 레이더(SAR) 위성군은 TerraSAR-X, TanDEM-X and PAZ, NovaSAR(6~30m)이다.

통신 위성도 생산 → 원웹 납품

관측 위성 뿐 아니라 통신 위성도 생산한다. 원웹(Oneweb) 위성 600개 이상을 제조했다. 노스롭 그루만(Northrop Grumman)의 저궤도 위성 통신 공급업체로 선정되어 업그레이드된 Arrow450 58개를 공급할 예정이다.

우주 탐사 위성, 우주선까지

우주 탐사와 관련한 위성, 우주선도 제작한다. ESA는 물론이고 NASA의 수주도 받았다. 아르테미스 프로그램에 Orion ESM(European Service Moudle)을 납품한다. 에어버스는 위성 관련한 모든 사업에 참여할 수 있는 역량이 있다.

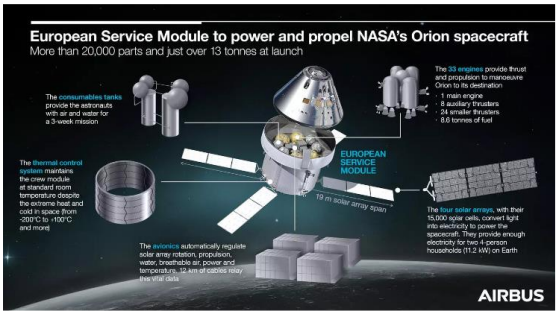
에어버스의 위성 라인업

자료: Airbus, 신한투자증권

저궤도 통신 위성 Arrow450

자료: Airbus, 신한투자증권

우주선 ESM



자료: Airbus, 신한투자증권

방산 업체들의 우주

① 해외 방산 업체 동향

방산 업체도 다양한 분야 정부 우주 프로그램 수주

글로벌 우주항공/방산 업체들이 최근 각종 우주 프로그램을 활발히 수주하고 있다. 위성 개발, 제작, 발사뿐만 아니라 관련된 센서와 각종 도구(instrument), 클라우드 시스템 및 소프트웨어 등 다방면으로 사업을 진행하고 있다.

사업 구조는 주로 미국 우주개발청(SDA), 항공우주국(NASA)와 같은 유관 기관들의 발주 및 협업으로 진행되며, SDA, NASA, NOAA(미국 해양대기청) 등 미국 기관들을 중심으로 우주 프로젝트가 활성화되고 있다. 이에 따라 미국 항공우주/방위산업 빅5(록히드마틴, 레이시온, 보잉, 노스롭그루만, 제너럴 다이나믹스)의 강세가 두드러진다.

우주 관련 기업 M&A 활발

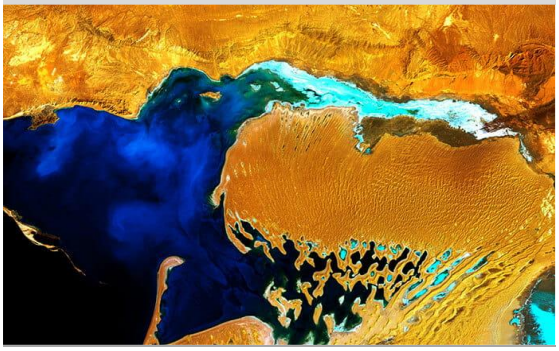
인수 합병 및 투자도 활발히 진행되고 있다. 록히드마틴은 LMV(Lockheed Martin Ventures)를 설립 및 운영하며 우주 관련 기업들에 적극적 투자하고 있으며, 위성종합솔루션 기업 테란 오비탈(Terran Orbital)을 인수하였다. 달 탐사 자회사인 크레센트 스페이스(Crescent Space)도 설립하여 운영 중이다.

대다수의 프로젝트들이 NASA, SDA 등 유관기관들과 정부 및 군을 대상으로 하고 있다. 정보통신과 데이터 수집, 분석 분야에 국한하지 않고 국가 안보와 미래 우주 자원 탐사 및 개발에도 뛰어들어 경쟁적으로 우주 프로그램 수주에 노력하고 있다.

록히드 마틴 기상 위성(GEOXO) 프로젝트

자료: NOAA, 신한투자증권

레이시온의 Landsat7이 찍은 해안가 사진

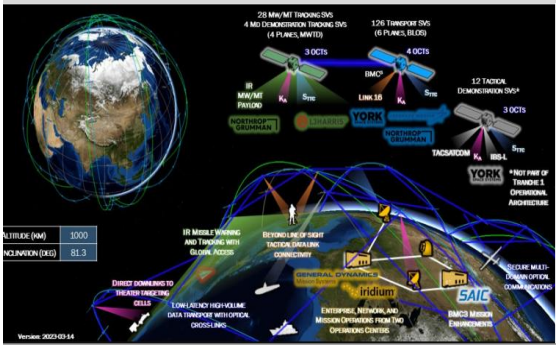


자료: USGS, 신한투자증권

노스롭 그루만의 루나 레일로드 프로젝트

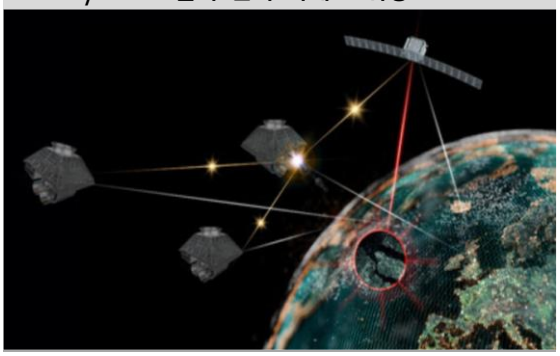
자료: Northrop Grumman, 신한투자증권

제너럴 다이나믹스 PWSA 지상국 운영 방식



자료: General Dynamics, 신한투자증권

BAE systems 멀티 센서 저궤도 위성



자료: BAE systems, 신한투자증권

레오나르도 우주 클라우드 시스템

자료: Leonardo, 신한투자증권

해외 기업 우주 프로젝트

기업	프로젝트	내용
록히드마틴	위성 기업 테란 오비탈 인수	· 군/민간 위성의 설계, 생산, 발사, 임무 및 운영까지 위성종합솔루션 제공 업체 인수 · 테란 오비탈과 함께 SDA의 T2TL 베타 별자리를 위한 36개 위성버스 제작
	Lockheed Martin Ventures LMV	· LMV 운영. ABL스페이스시스템즈, 호크아이360, 스카이디오 등 투자 · 우주선용 융합엔진 스타트업 헬리시티 스페이스(Helicity Space)에 투자
	크레센트 스페이스 설립	· 달 탐사 자회사인 크레센트 스페이스(Crescent Space) 설립 · 지구와 달 사이 위성 네트워크 구축, 첫번째 위성 Parsec은 소형 위성을 통해 달지형 탐색 · 록히드마틴은 파섹 서비스를 위한 인공위성 제공 예정
	드라코(DRACO) 사업	· 원자력 추진 우주선 개발 프로젝트 DRACO 사업자 선정, 첫 시험 발사 2026년 · 록히드마틴 우주선 제작, BWX테크놀로지스 엔진 동력 원자로 개발
	차세대 정지궤도 기상 위성	· 미국 차세대 정지궤도 기상위성(Geostationary Weather Satellites) 개발 및 제작 · GeoXO 위성 3개, 추가 위성 4개 옵션 포함, 계약 규모 총 22억 7천만 달러 · 위성의 설계, 개발, 통합, 발사 담당. 2030년초 첫 발사 예정, 2050년 후반까지 운영
레이시온	NASA Landsat	· 나사 Landsat Next Instrument Suite 디자인 및 제작 계약 수주 · 3개의 차세대 우주 instrument, 추가 옵션 포함. 저궤도 상에서 지구 관측 임무 수행
노스롭그루만	영국 레이더 기지 건설	· 2억 달러 가량의 영국 레이더 기지 건설 계약 체결 · 심우주 첨단 레이더 역량(DARC) 프로그램의 두 번째 기지로 정지 궤도 물체 탐지 및 식별
	정찰 위성 개발	· 스페이스 X(Space X)와 함께 정찰 위성 개발, 최소 50개 이상의 위성 중 일부에 센서 제공
	국제우주정거장 보급	· 국제우주정거장에 각종 하드웨어, 보급품, 조사 장비 등을 공급
	우주개발청 통신위성 계약	· 우주개발청(SDA)로부터 38개의 통신위성 계약 체결, 미군 저궤도 우주 아키텍쳐의 일환 · 지상 시스템과 5년짜리 운영 및 유지보수 포함 계약
	루나 레일로드 개념 설계	· DARPA(US Defense Advanced Research Projects Agency)의 루나 레일로드 설계 수주 · 달 표면에 인적, 물적 자원 수송, 상업적 생태계 구축 목표
제너럴 다이나믹스	위성 지상 시스템	· 미국 우주개발청(SDA)으로부터 위성 지상 시스템 계약 수주 · SDA의 PWSA(군용 저궤도 위성 네트워크)의 지상 운영, 인테그레이션 담당
BAE시스템즈	멀티 센서 저궤도 위성	· 멀티 센서 저궤도 위성 클러스터 2024년 론칭 예정 · Azalea는 센서를 이용해 실시간 우주 정보 및 인텔리전스 서비스 제공
	기상위성 컬러 센서 제조	· NOAA의 차세대 정지궤도 기상 위성에 들어갈 오션컬러 센서 제조 계약 수주 · 정지궤도 기상 위성(Geostationary Weather Constellation)에 해양 색채 컬러 센서 탑재
	대기 관측 위성 대기 분석	· 차세대 정지궤도 관측 위성에 들어갈 대기 분석 도구 개발, 대기질과 오염도 측정
레오나르도	우주 클라우드 시스템 구축	· 군용 우주 클라우드 시스템 프로젝트 진행. 지구와 우주에서 각종 데이터 저장, 처리, 공유

자료: 언론 보도, 신한투자증권

② 국내 방산 업체 동향

국내 방산업체 발사체, 위성 관련 사업 진행중

국내 방산 업체들도 우주항공 분야를 미래 먹거리로 선정하여 사업을 활발히 진행 중이다. 한화시스템은 425사업 SAR위성, 상용 저궤도 위성 통신 체계, 다목적 실용 위성, 온실가스 관측용 초소형 초분광 위성 등의 다양한 위성 사업을 전개하고 있다.

한화에어로스페이스는 KSLV-Ⅱ 누리호 고도화 사업도 사업 총괄 주관 업체로 선정되면서 한국형 발사체(KSLV-Ⅱ,Ⅲ) 개발, 제작 및 발사 사업을 맡았다. 한국형 차세대 발사체 KSLV-Ⅲ는 누리호 대비 탑재 용량과 궤도 투입 성능이 향상되었다. 2032년에는 최종적으로 달착륙선을 발사하는 계획이다.

한국항공우주는 소형, 중대형 위성 개발을 진행 중이다. 초소형 SAR, 중대형 위성, 정찰위성을 개발한다. EOIR 정찰위성 본체 주관 개발, SAR정찰위성 시제 제작 주관 업체로 선정되었다.

LIG넥스원은 위성항법시스템(KPS) 구축하고, 우주 클라우드 기업 다비오에 투자하였다. 그 외에도 다목적실용위성 6호 SAR 탑재체, 천리안 3호, 초소형 위성 체계 사업 등 다양한 사업에 참여한다. 국내 우주항공/방위산업 기업들도 주된 핵심 사업 분야는 방위산업이지만 우주항공 사업 분야에 적극적으로 참여하고 있으며 축적된 노하우와 경험, 기술력을 바탕으로 경쟁 중에 있다.

군 정찰위성 '425사업'

자료: 방사청, 신한투자증권

KSLV 발전도

자료: 항우연, 신한투자증권

한국항공우주 차세대중형위성 2호

자료: 한국항공우주, 신한투자증권

LIG넥스원 한국형 KPS 개발

자료: LIG넥스원, 신한투자증권

국내 기업 우주 프로젝트

기업	프로젝트	내용
한화시스템	초소형 SAR 위성	· 다부처 초소형 SAR 위성 2025년까지 개발 · 2025년 이전 양산 사업자 선정 가능성 존재
	상용 저궤도 위성 통신	· 상용 저궤도 위성 통신 체계 2026년까지 개발 · 인텔리안테크와 페이저가 안테나 업체로 선정, 일부 개발 포함하여 사업 진행
	425위성	· 2025년 425 사업 개발 진행 예정, 425 위성의 거의 절반 가량은 한화시스템 탑재체
	기타	· 향후 다목적 실용 위성 사업 · 2027년 온실가스 관측용 초소형 초분광 위성 발사 예정
한화 에어로스페이스	차세대 발사체	· 3월 한국형 차세대 발사체(KSLV-Ⅲ) 개발사업 발사체 총괄 주관 제작 사업 협상 대상자 선정 · 5월 차세대 발사체 개발 주관 기업으로 선정 · 한국형 발사체 누리호 후속으로 개발되는 차세대 발사체 개발 사업의 체계종합기업으로 선정 · 차세대 발사체는 향후 우리나라 대형 위성 발사와 우주 탐사 활용을 위한 발사체 · 누리호 대비 탑재 용량과 궤도 투입 성능 대폭 향상 · 개발 이후 2030년까지 총 3회 발사 예정, 2032년에는 달착륙선 최종 모델 발사 계획
	누리호	· 한국형 위성발사체(KSLV-Ⅱ) 누리호 고도화 사업 총괄 주관 제작사 · 2차 발사에 이어 3차 발사까지 성공, 2027년까지 총 3차례에 걸쳐 발사 예정
한국항공우주	소형, 중대형 위성 개발	· 초소형 SAR 개발에 참여 · 중대형 위성 개발 사업 참여, 차세대 중형 위성 및 정찰위성 개발 · 차세대 중형위성 2호와 4호는 2025년 스페이스 X Falcon 9 발사체에 실려 발사 예정 · EOIR 정찰위성 본체 주관 개발 계약 체결, 위성 본체 개발 · SAR 정찰위성 시제 제작 주관업체 선정
LIG넥스원	한국형 위성항법시스템	· 한국형 위성항법시스템(KPS) 검증용 지상시스템 장비제작, 체계종합 용역 계약 체결 · 계약기간 2028년까지로, KPS는 정지궤도 위성 3기, 경사궤도 위성 5기 등 총 8기 위성 발사 · KPS 구축은 한반도 인근 초정밀 지역 항법 시스템 구축하는 정부 사업
	다비오 투자	· 다비오는 인공위성 영상, 항공 사진과 지도 데이터를 딥러닝으로 분석해 지형과 공간 정보를 정밀 구현하는 클라우드 소프트웨어 플랫폼 '어스아이' 개발 · 투자 목적은 감시정찰 분야 위성 솔루션 개발과 시너지를 내기 위함. 향후 위성을 통한 적 탐지 및 식별 능력 고도화 목표
	기타	· 다목적실용위성 6호의 고성능 영상 레이더(SAR) 탑재체, 정지궤도 공공복합통신위성(천리안 3호), 한국형 위성항법시스템(KPS), 초소형 위성 체계 사업 등 참여

자료: 언론 보도, 신한투자증권

우주는 결국 사람이 개발하는 것, 우주와 정치

글로벌이라 말하고 미국이라 읽는 이유

NASA에 배정된 예산이 계약방식에 따라 밸류체인으로 이동

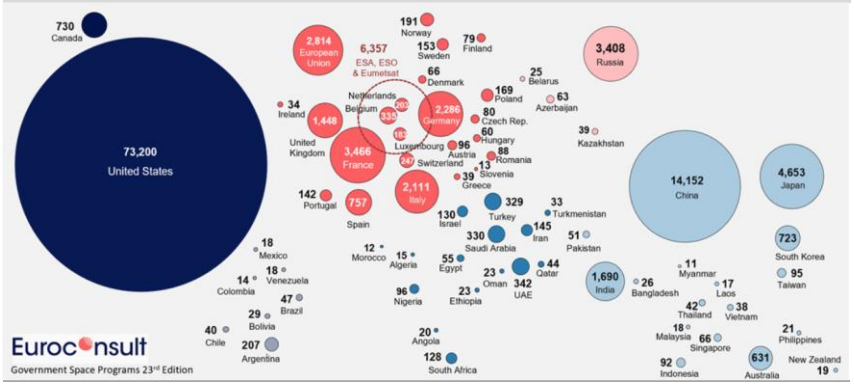
GDP 대비 방산 예산 비중이 높은 미국, 러시아, 프랑스는 우주 산업에 각각 0.27%, 0.16%, 0.12%로 많은 예산을 할당하고 있다. 반면 영국, 인도, 한국은 방산 예산 비중이 높은 편임에도 우주 산업 비중은 0.045%, 0.046%, 0.04%로 비교적 낮은 편이다. 일본은 방산 비중 자체가 높지 않은 반면 우주산업에는 0.11%로 집중적으로 투자하고 있다.

NASA의 예산은 '59년 23억달러에서 소련과 경쟁이 치열하던 '65년 340억달러를 정점으로 1970년대 내내 우하향했다. 이후 '75년 128억달러를 저점으로 꾸준히 우상향해 '22년 248억달러, '23년 254억달러, '24년 272억달러로 증가했다.

NASA는 계약업체와 크게 두 가지 방식으로 거래한다. Cost-Plus-Fixed-Fee(CPFF)는 원가에 마진율 3~10%를 덧붙이는 방식이다. Cost-Plus-Incentive-Fee(CPIF)는 CPFF를 기본 방식으로 하고 성과에 따라 인센티브를 더해 최대 마진율 5~15%를 추가하는 방식이다. NASA에 배정된 예산만큼 관련 밸류체인 기업들의 실적도 동반 성장하는 모델이다.

우주방산 관련 기업들을 기준으로 해도 미국은 산업 내 독보적인 위치를 점하고 있다. Boeing, Lockheed Martin, RTX, Northrop Grumman과 같은 기존 방산 업체부터 SpaceX, Blue Origin, Rocket Labs와 같은 신규 우주 업체까지 대부분의 주요 우주 기업체들이 미국에 포진해 있다.

2023년 정부별 우주 투자 규모 비교



자료: Euroconsult, 신한투자증권

2023년 GDP 대비 우주 예산, 방산 예산 비교

(십억달러, %)	GDP	우주 예산	비중	방산 예산	비중
미국	26,900	73.2	0.270	916.0	3.41
중국	19,400	14.2	0.073	296.0	1.53
일본	4,400	4.7	0.110	50.2	1.14
프랑스	2,900	3.5	0.120	61.3	2.11
러시아	2,100	3.4	0.160	109.0	5.19
영국	3,200	1.4	0.045	74.9	2.34
독일	4,300	2.3	0.053	66.8	1.55
이탈리아	2,200	2.1	0.096	35.5	1.61
인도	3,700	1.7	0.046	83.6	2.26
한국	1,700	0.7	0.040	47.9	2.82
호주	1,700	0.6	0.037	32.3	1.90

자료: Euroconsult, Statista, 신한투자증권

보이지 않는 우주 산업의 국가간 장벽

우주 산업 주요 국가
1) 미국: 정부 주도, 각종 규제로 진입 장벽 구축
2) 중국: 미국과 단절된 국가와 우주 계약 체결
3) 한국: 향후 동남아 및 중동 시장 수출 전망

우주 개발은 군사적 수단, 자원 선점, 애국심 고취 측면에서 중요한 과제이다. 전 세계 우주 산업의 선두주자들인 미국과 중국의 경쟁이 치열해지고있다. 중국 창어 4호는 2019년 1월 세계 최초로 달 뒷면에 착륙했다. 4개월 뒤 미국은 2017년 말부터 준비해오던 유인 달탐사 프로젝트인 아르테미스 프로젝트를 공개했다.

미국의 우주 발사체 및 위성 관련 제품, 기술, 인력은 ITAR 규정에 따라 국가간 이동이 금지된다. 따라서 미국 이외 국가를 중심으로 우주 관련 수출입 시장이 커질 것이라 전망한다. 예를 들어 국내 관측 위성에 탑재되는 레이더(SAR) 위성은 ICEYE, Thales 등 유럽 기업들로부터 수입해 위성에 장착하는 식이다.

미국, 유럽과 중국은 자체 발사 서비스 및 위성 기업들이 활성화돼 있어 한국이 수출하는 것보다 주로 기술과 부품을 수입하는 관계에 가깝다. 국내 기업은 향후 동남아, 중동 시장 중심으로 수출이 발생할 가능성이 높다. 선진국은 자국과 우방국에 우선적으로 제품, 서비스를 공급하기 때문에 동남아, 중동 국가 수요는 충족해주지 않는 상황이다. 한국은 선진국 대비 좋은 가성비로 동남아, 중동의 수요를 공략할 수 있다.

반면 중국은 우호적인 관계인 아프리카 등 타 지역을 중심으로 우주 산업을 확장하고 있다. 특히 중국은 일대일로 정책(Belt and Road Initiative) 하에 아프리카 국가에게 발사 서비스 및 통신/관측 위성을 제공하고 그 대가로 가스, 석유, 코발트, 리튬 등 자원을 얻거나 발사장, 지상국 등 우주 관련 인프라를 설치하는 식으로 관계를 설계하고 있다.

발사장은 장기적 관점에서 선점이 중요하다. 발사체가 적도 부근에서 발사될수록 약 1,670km/h(465m/s)의 자전 속도로 인해 추가 속력이 붙는다. 예를 들어 프랑스령 기아나에서 발사될 경우 발사체는 약 460m/s 정도 가속되며 카자흐스탄 바이코누르 우주기지 같은 북반구 지역 대비 탑재중량이 60% 가량 늘어난다. 이런 관점에서 중국이 우주 관련 밸류체인 서비스를 제공하고 아프리카의 발사장을 확보하는 것은 전략적인 움직임으로 판단된다.

SAR위성 부품

자료: 업계 자료, 신한투자증권

중국 개발 이집트 위성 MisrSat2 협약식

자료: Egyptian Space Agency, 신한투자증권

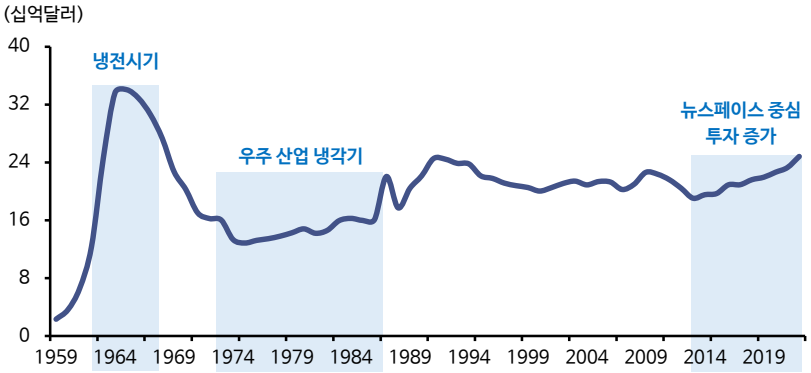
전세계 발사장 분포

자료: 업계 자료, 신한투자증권

이노스페이스와 UAE의 MOU 체결

자료: 이노스페이스, 신한투자증권

NASA 예산 규모 추이



자료: NASA, 신한투자증권

아프리카-중국 간 우주 산업 관계

국가	우주 기관	설립연도	발사 위성수	중국과 관계
알제리	ASAL	2003	6	- 중국에서 알제리 위성 AlComSat 설계, 제조, 발사 진행
보츠와나	Botswana's Ministry of Environment, Natural Resources Conservation and Tourism	알수없음	0	- 중국계 기업 Space Star Technology에서 보츠와나 위성 이동용 지상국 시스템 기지국 건설
콩고	National Satellite Telecommunications Network	1991	0	- 중국 우주국립연구소 CASC와 CongoSat-1 개발, 발사 계약 체결
이집트	Egypt Space Agency	2018	12	- 중국 우주국 CNSA의 위성 개발 보조금 지급 : 23백만달러(2016), 45백만달러(2018), 72백만달러(2021) - 1,500개 이상 중국계 IT 및 위성통신 관련 기업들 이집트에 위치 - 이집트 개발 MisrSat-II, 중국 발사체 시설 통해 발사
에티오피아	ESSTI	2016	2	- 중국 소유 위성 CBERS-4, China's SuperView-1, Gaofen1, Gaofen3, Gaofen5이 고해상도 데이터 에티오피아 지상국에서 수신 - 중국 발사체 국립기업 CRC와 통신 위성 협약 체결
케냐	Kenya Space Agency	2017	2	- 중국 우주국 CNSA와 위성 개발 보조에 대한 협약 논의 중 - Machako 대학교의 물리학 실험이 중국 우주 정거장에서 진행
말라위	Malawi Communications Regulatory Authority	알수없음	0	- 중국계 투자 유치 위성통신 회사에서 말라위 가정 대상으로 디지털 TV 인프라 보급
나이지리아	NASRDA	1999	7	- 중국 우주국립연구소 CASC의 자회사가 국가 위성인 NigComSat-1, NigComSat-1R 설계, 제조, 발사 진행 - 중국계 투자 유치 위성통신 회사에서 말라위 가정 대상으로 디지털 TV 인프라 보급(20,000가구)
르완다	Rwandan Space Agency	2020	1	- 중국계 투자 유치 위성통신 회사에서 말라위 가정 대상으로 디지털 TV 인프라 보급(6,000가구)
남아프리카 공화국	South African National Space Agency	2010	13	- 남아공/중국 간 '천문학 빅데이터 학술행사' 매년 개최 - BRICS 그룹 아래 위성 데이터 교류 진행 - 달착륙 목적 중국계 탑재체에 부품 납품
수단	National Remote Sensing Center	1977	1	- 중국 선전 지역 출신 기업체에서 수단 위성 SRSS-1 제조. 이후 중국 민간 발사체 기업에서 2019년 11월 발사
튀니지	NMRSC	1988	1	- 2018년 4월 중국 범지구위성항법 프로젝트 Beidou의 위성용 지상국 튀니지에서 개설 및 가동 중 - 해당 지상국은 중국 우주국에서 관리
나미비아	National Space Research and Development Agency	알수없음	0	- 중국 소유 지상국 2001년에 설립 및 운용 중 - 2010년, 2019년 중국계 우주비행사 초청 행사 진행
가나	Ghana Space Science and Technology Centre	2011	1	- 미래 위성 시스템 설립을 위해 중국공상은행과 자금 조달 및 중국 우주국 CNSA와 기술 가이드 논의 중
가봉	L'Agence gabonaise d'etudes et d'observations spatiales	2007	0	- 브라질/중국 공동 소유 위성 CBERS로부터 위성 영상 수신
앙골라	National Space Program Management Office	2013	1	- 2019년 9월 중국 우주국립연구소 CASC의 자회사 인력 초청

자료: United States Institute of Peace(2023.09), 신한투자증권

규제 ①: 글로벌 밸류체인 형성의 장벽이 되는 규정들

우주 발사체 관련 규제

1) MTCR: 장거리 비행체 개발 관련 국제 규제

발사체는 전략물자로서 대륙간 탄도 미사일 무기로도 활용될 수 있기 때문에 제3자에게서 구매하는 것과 제3자에게 판매하는 것이 국제적으로 엄격히 제한된다. 국가간 발사체 기술 이전이 엄격히 통제돼 각국 규제 아래 있는 것이다.

2) ITAR: 미국 기술 유출 제한 목적의 수출입 금지

위성발사체와 관련된 전세계적인 규제는 크게 두 가지로 장거리 비행체 개발 관련 국제 규제(MTCR, Missile Technology Control Regime), 국제무기거래 규정(ITAR, International Traffic in Arms Regulations)이 있다. MTCR은 미국과 한국 등 34개국이 체결한 것으로 장거리 비행체의 완제품 기술을 MTCR 비회원국으로 이전하는 것을 통제하고자 만든 규제다. 회원국 사이의 협력은 자유로우며 한국 비롯 대부분의 선진국이 가입하고 있다.

국제무기거래규정(ITAR)은 미국의 기술 유출을 제한하기 위한 규정으로 발사체, 위성, 유도 무기 등 대부분 군사 기술을 대상으로 한다. ITAR 해당 제품, 기술, 인력, 시설, 장비, 문서의 수출입이 엄격히 제한되기 때문에 미국 외 우주사업자들의 ITAR-free 기술에 대한 수요가 존재한다. ITAR는 미국 위성 및 발사체에만 적용되고 그 외 국가에서의 발사 및 타국의 위성(미국산 부품을 사용하지 않는 위성) 발사 시에는 적용되지 않는다.

MTCR보다 ITAR가 더 엄격한 규제로 작용한다. 미국 내 발사장에는 외국인의 출입이 금지되며, 외국 발사체 기업이 미국 내에서 발사 서비스 사업을 영위할 수 없다. 규제 표준이 미국이라는 점을 감안하면 양 규정은 발사체 기술의 해외 수출이 활성화되는 데 제약 사항으로 작용할 것으로 판단한다.

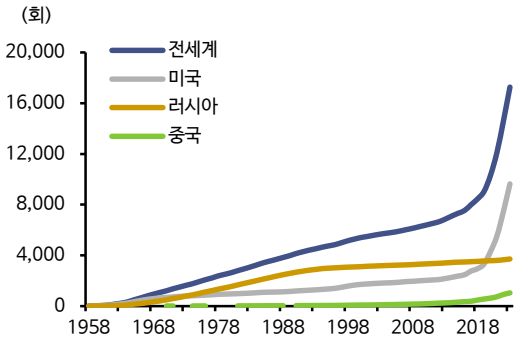
미국과 그 외 국가 간 기술 장벽의 격차가 커질 것이다. 미국 외 국가의 우주 기업들은 ITAR-Free 제품을 만든다. 즉 미국산 부품을 사용하면 안된다. 미국의 양질의 기술과 부품이 미국 내에서만 사용될 수 있는 것이다. 이러한 규제는 결과적으로 미국 내에서는 우주 산업이 더욱 활성화되는 반면 그 외 국가에서는 산업의 성장 속도가 비교적 더뎌지는 양극화로 귀결될 것이다.

미국 우주국 통제대상별 법령 및 하위 규정

구분	상무부	국무부	에너지부	재무부
통제대상	상용통제 목록 (CCL)	군용품목 목록 (USML)	원자력 관련품목	금융거래
근거법령	수출관리법 (EAA)	무기수출 통제법(AECA)	원자력법 (AEA)	적성국교역법 (TWEA)
하위규정	수출관리 규정 (EAR)	국제무기 거래규정 (ITAR)	외국원자력 활동지원규정	해외자산 관리규정
담당부서	산업보안국 (BIS)	국방교역 통제국 (DDTC)	원자력규제 위원회	해외자산 통제국

자료: United States Space Force(2024), 신한투자증권

국가별 발사체 발사 누적횟수 추이



자료: 유엔우주업무사무소, 신한투자증권

규제 ②: 후발주자의 진입 장벽으로 작용하는 미국 FAA 우주 발사체 규제

FAA의 2단 발사체 처분 규정에 따라 후발주자의 기술 개발 난이도 증가

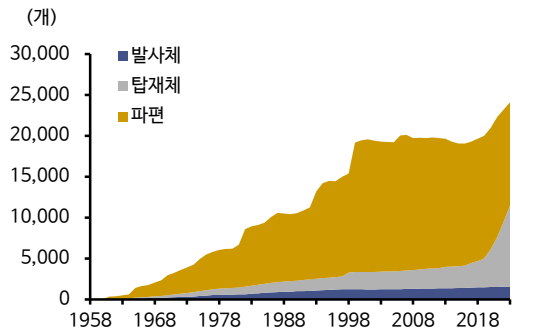
FAA(미연방항공국, Federal Aviation Administration)의 2단 발사체 처분 규정에 따르면 미국에서 발사되는 우주 발사체는 2단 발사체를 우주 궤도 밖으로 처리해야 한다. 이 규정은 기존 2단 발사체의 오작동, 연료 누출 등 통제 실패로 인한 폭발로 파편이 발생해 우주 파편 방지 목적으로 발효된 것이다.

발사체는 2단 발사체와 관련해 다섯 가지 선택사항을 가진다. 1) 통제형 재진입(임무 수행 후 30일내 대기로 재진입해 고열, 고압으로 제거), 2) 태양궤도 처분(장거리 프로젝트는 지구가 아닌 태양 궤도 근처에 폐기), 3) 무덤 궤도(최소 100년간 향후 프로젝트에 영향 주지 않는 원거리 궤도에 폐기), 4) 파편 제거(5년 내 제3자와 계약을 통해 파편을 제거), 5) 비통제형 재진입(25년 내 지구 궤도 재진입 후 고열, 고압으로 제거. 향후 일부 궤도는 5년으로 재조정될 가능성 높음).

SpaceX나 Rocket Labs 같은 선두 업체의 경우 엔진 역추진 설계 등 보유한 기술력을 통해 1)의 방식으로 파편을 방지한다. 반면 2), 3)의 경우 원거리 궤도에 탑재체를 보내야 하므로 연료 등 비용이 발생하고, 4)는 제3자와 계약한다는 점에서 추가 비용이 발생한다. 5)의 방법 역시 기간이 5년으로 단축될 여지가 있고, 표류 기간 동안 비용과 발사체 설계 시 각종 제약사항이 들어가게 된다.

이와 같은 발사체 규제는 미국을 표준으로 타국 발사체 규정까지 확대적용되기 때문에 후발주자에 대한 진입 장벽이 되고 있다. 후발 발사체 기업들은 발사체를 단순히 궤도 위에 올려놓는 것 뿐만 아니라 해당 발사체를 지구로 회수하도록 역추진하는 기술까지 개발하는 부담을 갖게 된다.

종류별 저궤도 추적 물체 추이



자료: United States Space Force(2024), 신한투자증권

발사체 역추진으로 인한 지구 궤도 재진입

자료: SpaceX, 신한투자증권

III. 국내 밸류체인: 애국에서 수출로

국내 우주 현주소

숫자로 본 한국 우주 현황

국내 우주 매출은 약 3조원 규모로 내수 위주, 위성 서비스 중심

국내 우주 산업은 아직 내수 중심의 시작 단계라고 볼 수 있다. 국내총생산액 대비 우주 산업 매출액 비중은 2022년 기준 0.14%에 불과하다. 같은 기간 금액으로 봐도 총 매출액 2조 9,519억원으로 밸류체인별 비중은 위성 서비스 78%, 위성 제작 14%, 발사체 제작 4% 수준이다. 위성 서비스 비중이 높은 원인은 위성 통신 관련 단말기, 위성 방송 송수신기 산업이 순수 위성, 발사체 시장보다 크기 때문이다. 무역수지는 4,980억원 규모지만 수출 중은 위성 방송이 92%다.

수출입은 미국, 유럽 위주

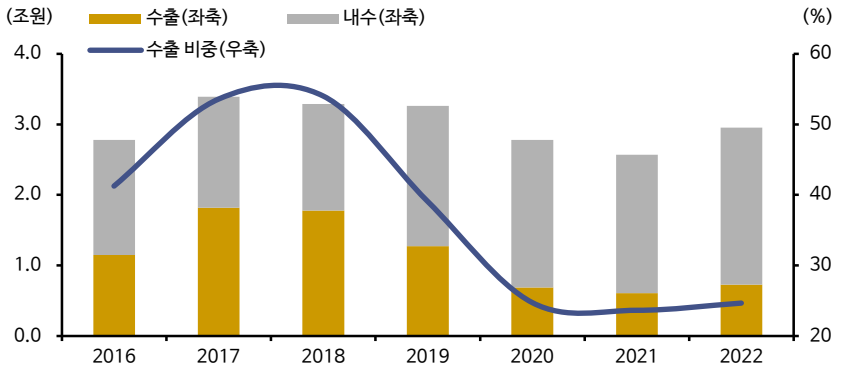
대부분의 수출입은 미국과 유럽으로부터 발생한다(70% 이상). 다만 수출국가에 아시아와 중동 국가가 포함돼 향후 성장이 두드러질 것이라 판단한다. 산업적으로는 중소형 기업이 대부분으로 매출액 10억 미만의 회사가 약 70%를 차지한다. 각 기업들은 위성 서비스 41%, 발사체 제작 24%, 위성체 제작 20%로 분포한다.

정부 투자 확대중

정부의 우주 개발 예산은 2021년부터 우상향하며 2024년 9,923억원을 배정받았다. 제 4차 우주개발 진흥계획에서 2027년 1.5조원의 투자를 예고했다.

국내 상장 업체 시가 총액 합계는 2조원 미만이다. 2023년 합산 매출은 약 6,800억원이다. PSR 2.63배 수준이다. 현재 시가총액과 2023년 매출액을 비교한 것이 좋은 대응은 아니나, YoY 30% 성장을 가정해도 PSR 2배가 넘는다.

국내 우주 산업 매출액 추이



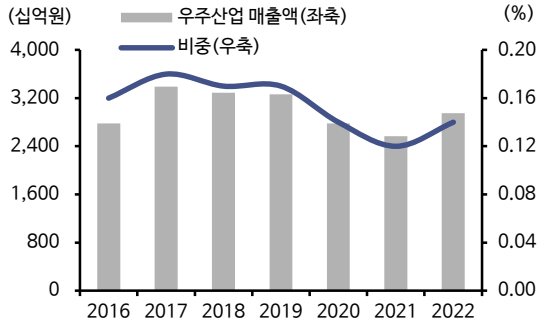
자료: 과학기술정보통신부, 신한투자증권

국내 우주 섹터 ETF

	수수료율 (%)	순자산 (십억원)	상장일	비고
PLUS 우주항공&UAM	0.45	94.3	2022-03-20	방산 40%, UAM 관련, 우주 민간 업체 10% 이하
TIMEFOLIO 글로벌 우주테크&방산	0.80	16.6	2024-04-23	방산 50%, 국내 업체는 모두 방산
TIGER 스페이스테크	0.45	15.8	2023-07-25	방산 45%, 위성 민간 업체 15%, 나머지 로봇
WON 미국우주항공방산	0.35	7.0	2022-08-26	방산 위주

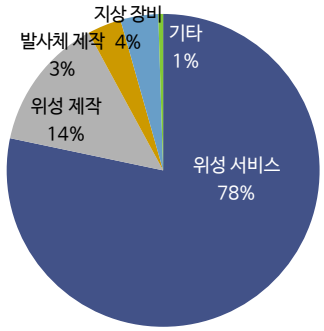
자료: 회사 자료, 신한투자증권 / 주: 10월 2일 기준

국내 우주산업 매출액 및 총생산액 비중 추이



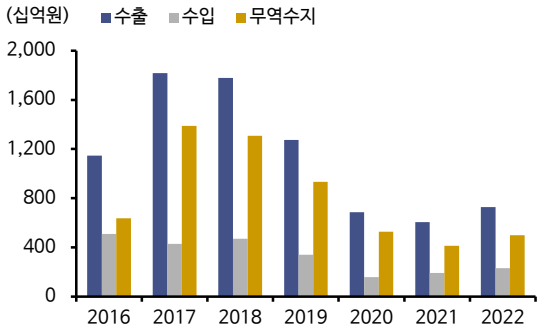
자료: 과학기술정보통신부, 신한투자증권

2022년 기준 우주 산업 분야별 매출액 비중



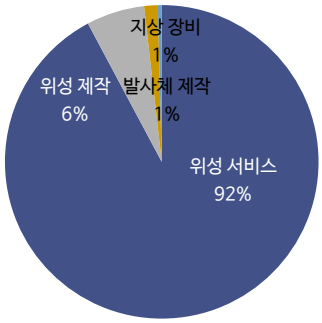
자료: 과학기술정보통신부, 신한투자증권

우주산업 연도별 수출입 및 무역수지 추이



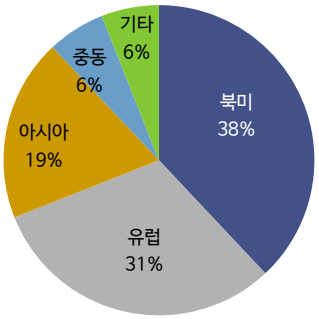
자료: 과학기술정보통신부, 신한투자증권

2022년 기준 우주 산업 분야별 수출액 비중



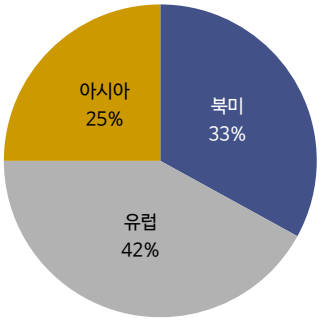
자료: 과학기술정보통신부, 신한투자증권

2022년 기준 우주 산업 수출국가 현황



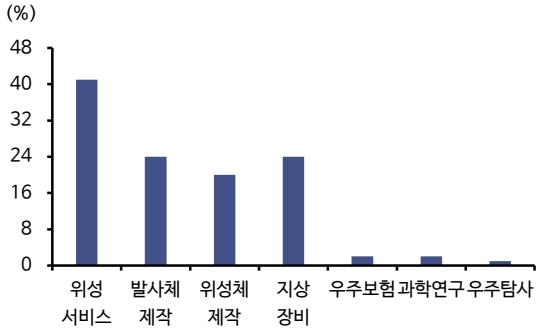
자료: 과학기술정보통신부, 신한투자증권

2022년 기준 우주 산업 수입국가 현황



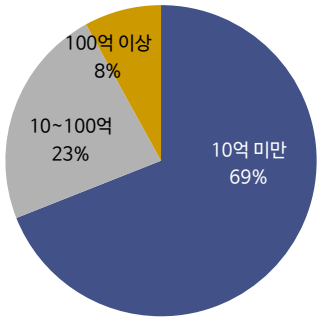
자료: 과학기술정보통신부, 신한투자증권

2022년 기준 우주 밸류체인별 기업 분포 현황



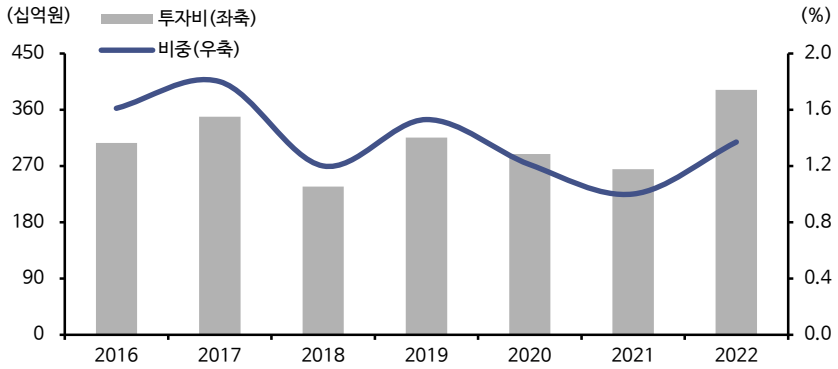
자료: 과학기술정보통신부, 신한투자증권

2022년 기준 우주 매출액 규모별 분포



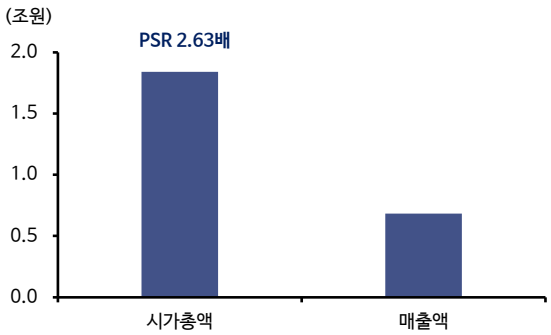
자료: 과학기술정보통신부, 신한투자증권

국가연구개발사업 내 우주 산업 투자비 및 비중 추이



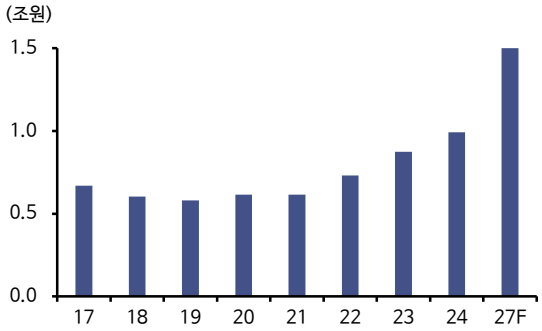
자료: 과학기술정보통신부, 신한투자증권

국내 상장 우주 업체 합산 시총 vs. 매출: PSR 2.63배



자료: QuantiWise, 신한투자증권
주: 매출액은 2023년 기준

정부 우주 투자 예산



자료: 과학기술정보통신부, 신한투자증권

우주항공청에 거는 기대

우주항공청 5월 개청

올해 5월 우주항공청이 출범했다. 과학기술정보통신부의 외청으로 약 300명이 소속되어 일할 예정이다. 청장은 차관급 대우를 받는다. 우주항공임무본부는 임기제 공무원으로 공무원 보수규정이 아닌 청장이 정한 보수 기준을 적용한다. 2024년 우주항공청 예산은 7,600억원으로 전세계 우주 투자 9위인 인도 ISRO 예산의 40% 수준이다. 우주항공청 및 항공우주연구소, 한국천문연구소 인력을 합산하면 약 1,710명으로 일본 JAXA와 비슷한 인력 규모이다.

우주항공청 개청 기념 간담회 → 예산 증액, 인원 채용 등 공유

개청 100일 기념 간담회에서 2025년 우주항공청 예산 9,650억원(YoY +30%)을 공개했다. 예산의 1/3인 3,106억원이 우주 수송 역량 확대, 즉 발사체 개발로 집중됐다. 2027년부터는 정부가 직접 공공위성 발사 서비스 구매하는 사업을 추진한다고 밝혔다. 지난 9월말에는 나사(NASA)와 공동성명서를 체결했다. 우주 연구 개발 협력을 강화하고, 아르테미스(Artemis) 계획에 우주항공청이 협력하는 내용도 포함됐다.

우주항공청의 지원 기대

정부의 우주 산업 투자를 활성화하고, 일본 Jaxa처럼 국내 기업의 수출을 위해 정부 차원에서 홍보해주거나, 정부 허가를 위한 서류 작업을 효율화하며, 규제 회색 지대에 대한 안내를 해주는 등 우주항공청의 역할이 기대된다.

우주항공청 임무 추진 계획(100일 기념 간담회)

분야	목표
우주수송	- 지구 저궤도 수송비용 1,000달러/kg 이하 달성 - 민간 발사체 기업 육성 목적 공공위성 발사 서비스 구매
위성	- 첨단 영상레이더 위성 핵심기술 국산화 - 초분광 탑재체, 초고해상도 광학 탑재체 개발
우주과학탐사	- 제4라그랑주점(L4) 탐사 - 달 착륙선 발사
항공산업	- 친환경 및 극초음속 추진 기술 개발 - 수소 연료전지 활용 항공기 개발

자료: 우주항공청, 신한투자증권

우주항공청 임시 청사

자료: 우주항공청, 신한투자증권

우주항공청 초대 청장 윤영빈

우주항공청 청장 윤 영 빈

자료: 우주항공청, 신한투자증권

우주항공청과 해외 우주 기관 비교

자료: 우주항공청, 신한투자증권

우주항공청 목표

목표	우주항공 5대 강국 실현 및 국가 주력산업화			
	투자 확대	우주항공 경제 창출		최고 수준 연구·산업환경
		2023	2045	
	· 정부 예산 1조 5천억원('27) · 국가 투자 100조원('45)	· 세계시장 점유율 1% 미만	10%(420조원+)	· 우주항공임무센터 지정('24~) · 우주항공산업 삼각 클러스터 구축('28)
		· 기업 수 700개+	2,000개+	
		· 우주항공 일자리 2만명	50만명+	
		· 글로벌 100대 기업 3개	10개+	

자료: 우주항공청, 신한투자증권

우주항공청 조직도

자료: 우주항공청, 신한투자증권

국내 우주 산업 밸류체인

우주 산업 소량 병행

국내 우주 산업
1) 규모의 경제 대신 소량 커스터마이징 생산
2) 수출 가능 업체 혹은 정부 지원 업체의 성장

국내 우주 기업을 밸류체인별로 나눌 경우 위성체, 발사체, 지상 장비 및 서비스 영역으로 분류된다. 순수하게 우주 사업만을 영위하는 업체는 소형 발사체(이노스페이스, 페리지에어로스페이스), 광학/레이더 관측 위성 탑재체 및 본체 개발(루미르, 나라스페이스 등) 등으로 제한된다. 대부분 업체는 자동차, 방산, 통신 등 유관 산업에 주요 수익원을 전제로 우주 산업을 소량 병행하는 방식이다.

위성과 발사체 관련 우주 체계 기업의 납품 요청이 발생할 경우 각 산업에서 활동 중인 기업들이 소량의 서비스 및 부품을 직접 커스터마이징해 납품하는 식이다. 주문 물량이 많지 않기 때문에 우주 밸류체인에 속한 기업들 중 규모의 경제를 통해 손익분기점을 넘어 대량생산 중인 기업이 보이지 않는다. 위성 시장이 아직 산업화되지 않았으며, 민간 발사체 산업도 마찬가지이다.

수출이 가능한 우주 체계 기업이 등장하거나 항공청 등 정부기관이 적극적인 구매를 통해 대형고객사가 되는 방식으로 산업을 키워야한다. 단기간 내 수출은 발사체가 아닌 관측/통신 위성 영역에서 발생할 예정이다. 혹은 NASA처럼 우주항공청에 할당되는 우주예산을 확대한 뒤 원가에 마진을 붙여 수주하는 방식으로 산업을 키우는 것도 현시점에서 효과적이다.

국내 위성체 밸류체인

기업	산업	제품	비고
나라스페이스	우주	초소형 큐브위성, 위성영상 분석 플랫폼	'24년 5월 200억원 규모 시리즈B 유치
뉴하이텍	방산, 자동차, 우주	위성용 전자회로기판 조립	-
레오스페이스	우주	저궤도 소형위성용 광학 탑재체	한국형 달궤도선 고해상도 카메라 개발 경험
루미르	우주	저궤도 소형위성용 레이더 탑재체	'24년 10월 21일 상장
비앤씨텍	방산, 우주	위성 간 레이저통신 단말장치	425위성 OBC 및 전력제어장치 점검장비 개발
센소허브	우주	위성용 카메라 탑재 이미지센서 반도체	뷰웍스 자회사
스페이스린텍	우주	우주 신약 개발	'24년 4월 40억원 규모 시리즈A 유치
스페이스베이	우주	초소형 위성-발사체 분리장치	ITAR 규정으로 노후화된 국내 분리장치 최신화
스페이스케이	우주	위성용 OBC	-
쎄트렉아이	우주	민간 광학위성 개발	항우연과 1,727억원 규모 민간 위성 1, 2호 개발
아이트릭스테크	우주	위성 편광카메라 개발	2017년 한국천문연구원의 특허기술을 이전
에델테크	우주	SAR 위성 데이터 획득장치	-
에비오시스테크놀로지	방산, 우주	위성탑재컴퓨터, 전력배분장치	-
에이알테크놀로지	우주	위성 RF 전파 분석, GIS	경영진 한국전자통신연구원 출신
에이엠시스템	항공, 우주	위성 구조체 엔지니어링	다목적 실용위성 6, 7호 및 차세대중형위성 제작
이피에스텍	우주	위성 전력변환장치	누리호 성능검증 위성 전력변환장치 개발
우주로테크	우주	위성 폐기물 수거용 역추진체	'25년부터 위성 폐기 기한 5년으로 제도 변경
텔레픽스	우주	인공위성 토탈 솔루션	위성용 고성능 OBC 개발
하이즈복합재산업	항공, 우주, 자동차	위성 구조체 부품	차세대중형위성, 다목적실용위성 구조체 참여
한국우주기술	우주	위성 신뢰성 테스트	-

자료: 과학기술정보통신부, 신한투자증권

국내 발사체 밸류체인

기업	산업	제품	비고
그린광학	반도체, 방산, 우주	광학 거울, 노광기 부품	인도 인공위성용 거울 납품
단암시스템즈	통신(항법)	통신, 모니터링, 제어 시스템	로켓 항법 시스템
덕산넵코어스	통신(항법)	정밀시각동기, GNSS 분배/증폭기	누리호 위성항법 수신기
두원중공업	자동차, 방산	컴프레셔	누리호 2, 3단 추진 탱크
루맥스에어로스페이스	방산, 우주	정밀압력변환기, 원격 계측 시스템	
비츠로넥스텍	우주, 에너지	연소기	누리호 연소기, 가스발생기, 배기 등
스페이스솔루션	IT, 우주	유체 제어 및 솔루션	누리호 3단 자세 제어 시스템
에너베스트	우주	공기조화장치, 단열재, 제어	누리호 이동식 온도제어유닛
에스앤케이항공	항공, 우주	동체	한국항공우주 자회사, 누리호/이노스페이스 동체
에스앤에이치	자동차, 항공, 우주	터보 차저, 터보 펌프 부품	누리호 터보펌프 부품(임펠러, 인듀서)
에프디씨	기계	디스크(파열판)	이노스페이스 파열판
이노스페이스	우주	발사체	
카프마이크로	항공, 우주	조종석 시뮬레이터, 와이어 하네스	누리호 와이어 하네스
케이마쉬	우주	엔진, 발사체	항우연 창업기업으로 시작. 재사용 로켓 엔진 부품
티씨티	항공, 우주	엔진 핵심 부품	
페리지에어로스페이스	우주	발사체	
하이록코리아	기계, 항공, 방산	밸브	누리호 밸브, 피팅 공급

자료: 과학기술정보통신부, 신한투자증권

국내 지상 장비 밸류체인

기업	산업	제품	비고
HD현대중공업	조선	선박	누리호 발사대 지상 기계 설비 개발
건창산기	기계	제철, 크레인, 특수산업기계	누리호 발사대 지상 기계 설비 개발
레이다앤스페이스	-	레이다, 솔루션	-
비앤씨텍	방산, 우주	전자부품, 점검장치, 제어장비	-
솔탑	우주	위성 지상 체계	다목적실용위성 지상지원장비 개발
아이옵스	우주	위성 운영 자동화	
엠티지	기계, 방산	안테나 시험 설비	
왈도시스템	통신	위성 통신 솔루션, 유통	
유콘시스템	항공	드론	누리호 발사체 지상제어시스템 개발
하이게인안테나	방산, 우주	지상국 안테나	국내유일 7m급 이상 대형안테나 제조사
한양이엔지	기계, 반도체		설비 구축, 시험설비/발사대 운영/유지 보수

자료: 과학기술정보통신부, 신한투자증권

국내 우주 서비스 밸류체인

기업	산업	제품	비고
파워넷시스템즈	방송, 우주	운반형 위성단말기	-
우리별	방산, 우주	TICN 통신 체계	나로호, 누리호용 탑재 항법장치 개발
이투비비	항공, 해상, 우주	GNSS 수신기	-
지오시스템	산업, 통신, 해양	GNSS 송수신기	-

자료: 과학기술정보통신부, 신한투자증권

IV. 우주 투자 공략법

돈이 몰리는 발사체와 감시정찰 위성

1) 돈은 아직

전세계 우주 시장은 수요에 비해 비용이 아직 높다. 비용 대부분을 차지하는 발사체 비용이 감소해 시장이 큰 폭으로 성장할 때까지 시간이 걸릴 것이다. 현재는 발사체부터 위성까지 수직계열화에 성공한 극소수의 선두 기업이 시장을 독식하는 모습이다. 후발 주자의 발사체 비용이 선두 주자 대비 10배 수준인 것을 감안할 때 발사체 비용이 시장의 성장을 판가름하는 중요한 변수가 될 전망이다.

2) 돈 벌 기회: 발사체(재사용), 방산 목적의 관측 위성, 위성 통신 납품 업체

당장 벌 수 있는 돈은 정부 프로젝트에서 나온다. 정부 수주로 외형 성장하는 기업에 단기적으로 투자할 수 있다. 장기적으로 돈을 벌 수 있는 기업을 찾는다면 (1)발사체(재사용) 업체, (2)방산 목적의 관측 위성 제조사/데이터 판매사, (3)위성 통신 납품 업체를 골라야 성공 확률이 높다.

위성 고객사는 발사체 회사의 발사 안전성 및 가격을 우선순위로 둔다는 것을 감안하면 발사체 산업에서 후발주자가 SpaceX를 따라잡기까지 시간이 오래 걸릴 것이다. 우주항공청의 가이드대로 정부가 공공위성을 위한 발사 서비스를 장기간 구매해준다면 국내에서도 성장이 가능하다.

3) 국내 밸류체인 아직 태동기: 정부 프로젝트 → 수출 기대

국내 밸류체인은 아직 미미한 수준으로 다품종 소량생산, 긴 수주 주기, 적자 지속이 특징이다. 정부 프로젝트를 통해 기술력과 레퍼런스를 쌓고 수출까지 나아가는 것이 국내 우주 업체가 성장하는 최상의 시나리오다.

4) Top Picks: 쎄트렉아이, 에이치브이엠 관심주: 인텔리안테크

우주 섹터 Top Picks로 **쎄트렉아이, 에이치브이엠,** 관심주로 인텔리안테크를 선정한다. **쎄트렉아이**는 정부의 다양한 프로젝트를 진행하며 외형 성장중이다. 2026년은 수익성도 한 단계 향상하는 해이다(영업이익률 YoY +5%p). 계속되는 정부 프로젝트에 수출 증가 및 자회사 수익성 개선이 더해지기 때문이다. 개발이 마무리된 SpaceEye-T 1기가 2025년 상반기에 발된다. 2025년말부터 영상 데이터 수출, 2026년에 위성 완제품 수출을 전망한다.

에이치브이엠은 미국 최대 고객사의 주문에 대응하기 위해 6월말 상장 후 두 차례의 추가 CapEx 지출을 완료했다. 2025년 공동개발 품목 HVM5091 외에도 다수 고객사에게 판매가능한 제품 두 가지를 개발하며 추가 동력도 확보했다.

원웹이 글로벌 서비스를 시작하면서 **인텔리안테크**의 2025년 지상용 안테나 부문 매출이 2배 이상 성장할 것으로 추정한다. 올해 게이트웨이 안테나 수주분 중 1,000억원 이상이 2025년 매출로 시현될 예정이다. 매출 성장에 따른 영업 레버리지 및 연구 인력 효율화로 수익성이 개선된다.

우주/위성 기업 실적 추이 및 전망

코드 /티커	종목	시가총액 (십억원)	매출액		영업이익		순이익		PER		PBR		ROE	
			24F	25F	24F	25F	24F	25F	24F	25F	24F	25F	24F	25F
099320	쎄트렉아이	397.5	168.5	205.4	(6.2)	3.4	1.5	6.2	270.6	63.6	1.8	1.8	0.7	2.8
295310	에이치브이엠	213.2	50.2	66.3	4.4	7.0	3.1	5.4	57.9	37.1	6.0	5.1	9.7	14.9
189300	인텔리안테크	585.0	272.2	410.6	(6.1)	26.9	(2.0)	21.5	-	27.2	2.2	2.0	-	7.8
474170	루미르	205.8	20.2	41.7	0.6	7.1	0.6	6.6	343	31.2	-	-	-	-
462350	이노스페이스	190.8	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
451760	컨텍	151.3	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
272210	한화시스템	3,455.3	2,799	3,131	151	179	127	147	29.5	25.7	1.7	1.6	5.8	6.4
RKLB.US	로켓 랩	4,817.0	423	597	(183)	(131)	(193)	(130)	-	-	12.7	15.8	-	-
PL.US	플래닛 랩	663.0	251	291	(80)	(48)	(67)	(44)	-	-	1.5	1.6	-	-

자료: QuantiWise, Bloomberg, 신한투자증권
주: 해외기업은 백만달러 / 루미르는 증권신고서 및 공모가 기준

쎄트렉아이 PER Valuation – 목표주가 48,000원

목표주가 (원)	**48,000**	해외 동종사 Intuitive Machines, Spire Global의 2026년 평균 PER
Target PER (배)	22.0	
현재주가 (원)	37,400	* 투자 포인트 매출 성장과 수출 확대, 자회사 비용 개선으로 실적 상승
상승여력 (%)	28.3	
2025년 선행 EPS (원)	2,156	

자료: 신한투자증권 추정

에이치브이엠 공모주가 Valuation – Not Rated

주당 평가가액 (원)	**17,139**	국내 동종사 알루코, 한창산업의 2023년 평균 PER
Target PER (배)	20.6	
현재주가 (원)	16,220	* 투자 포인트 고객사 주문 대응을 위해 2025년 Capa 대량 증가 (상승여력은 현재가 대비 공모 당시 평가가액 기준)
상승여력 (%)	5.6	
2025년 선행 EPS (원)	453	

자료: 신한투자증권 추정 / 주: 2024년 6월 28일 상장

인텔리안테크 PER Valuation – 목표주가 72,000원

목표주가 (원)	**72,000**	글로벌 위성 사업자 Intuitive Machines, SES, Viasat, Iridium Communications, 2025년 평균 PER
Target PER (배)	35.0	
현재주가 (원)	55,200	* 투자 포인트 1) 저궤도 평판, 게이트웨이 안테나 매출 성장 2) 보급형 시장 타켓으로 양산 기술력, 탄탄한 고객사 네트워크
상승여력 (%)	30.4	
2025년 선행 EPS (원)	2,001	

자료: 신한투자증권 추정

쎄트렉아이 (099320)

수출을 기다리며

2024년 10월 16일

✓ 투자판단	매수 (신규)	✓ 목표주가	48,000 원 (신규)
✓ 상승여력	28.3%	✓ 현재주가 (10월 14일)	37,400 원

[우주]

명지운 선임연구원

✉ jiunmyoung@shinhan.com

신한생각 적합한 성장 길을 걷는 중

우주 산업은 자본집약적 산업. 연구 개발에 긴 시간, 많은 돈을 투자하며 자생하는 것은 불가능. 정부의 지원이 필수. 민간 우주 업체가 성장하는 가장 좋은 길은 정부 투자를 통해 납품 이력을 쌓으며 영업을 확대하고, 수출까지 나아가는 것. 바로 이 길을 걷고 있는 업체가 쎄트렉아이

2019년부터 정부 수주를 늘리면서 올해 매출의 90% 이상이 내수 매출. 다양한 프로젝트를 진행하며 외형 성장중(2022~23년 연 평균 매출 성장률 31%). 2026년은 수익성도 향상하는 해(영업이익률 YoY +5%p). 1)수출 증가, 2)자회사 수익성 개선 때문. 쎄트렉아이는 이미 해외에서 인정받고 있으며 위성 수출이 력 보유. 다시 수출을 늘리는 일은 시간 문제

2026년 수출을 통한 결실

2026년 매출액 2,545억원 영업이익 178억원을 전망. **1) 내수**: 2022~23년에 공개된 신규 수주만 2천억원 이상. 3년 후인 2025~26년은 후속 프로젝트가 발주될 시기. 기 수주분 중에 2027~28년까지 이어지는 프로젝트도 다수. **2) 위성 수출**: 중동/아시아에서 관측 위성 수요가 많음. 2025~6년에 30cm 해상도 관측 위성 SpaceEye-T 1기 이상의 수출을 가정. **3) 위성 영상 수출**: 2025년 상반기에 SpaceEye-T 1기를 발사. 2025년말부터 위성 영상 데이터 판매 실적이 추가

Valuation&Risk

투자 의견 '매수', 목표주가 48,000원으로 커버리지를 개시. 매출 성장과 수출 확대, 자회사 비용 개선으로 실적 상승이 두드러지는 2026년 EPS 2,156원에 목표 PER 22배를 적용. 목표 PER은 해외 동종사 Intuitive Machines, Spire Global의 2026년 평균 PER

12월 결산	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	지배순이익 (십억원)	PER (배)	ROE (%)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	DY (%)
2022	91.4	(7.7)	(2.3)	-	-	2.3	-	0.3
2023	125.4	(4.4)	43.9	6.5	25.9	1.6	73.4	0.5
2024F	168.5	(6.2)	1.5	270.6	0.7	1.8	149.6	0.2
2025F	205.4	3.4	6.2	63.6	2.8	1.8	23.4	0.3
2026F	254.5	17.8	23.6	16.8	10.1	1.6	9.3	0.6

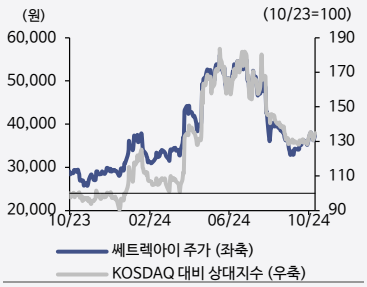
자료: 회사 자료, 신한투자증권

Revision	
실적추정치	-
Valuation	-

시가총액	397.5 십억원
발행주식수(유동비율)	11.0 백만주(61.9%)
52주 최고가/최저가	56,000 원/25,750 원
일평균 거래액 (60일)	3,366 백만원
외국인 지분율	1.7%
주요주주 (%)	
한화에어로스페이스 외 4 인	36.3
박성동	9.0

수익률 (%)	1M	3M	12M	YTD
절대	10.0	(30.7)	23.5	8.7
상대	1.2	(23.4)	30.9	23.9

주가

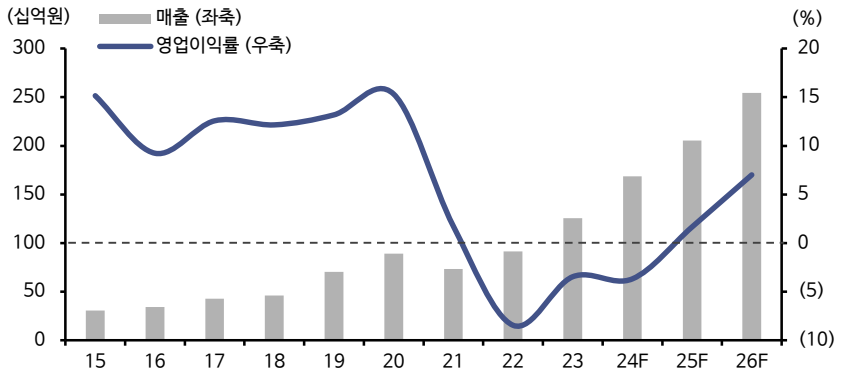


쎄트렉아이 영업실적 추이 및 전망

(십억원, %)		1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24F	4Q24F	2022	2023	2024F	2025F	2026F
매출액	전체	23.9	38.9	24.9	37.7	31.7	47.5	38.6	50.7	91.4	125.4	168.7	205.4	254.5
(십억원)	위성사업	21.4	37.4	22.8	33.6	30.2	45.7	36.8	48.9	78.8	115.2	161.6	198.3	241.4
	SIIS	1.9	1.1	1.1	2.0	1.3	1.6	1.5	1.5	6.0	8.8	5.9	5.9	11.9
	SIA	0.9	0.5	1.1	2.2	0.3	0.3	0.3	0.3	4.8	4.7	1.2	1.2	1.2
매출원가	전체	19.9	34.2	22.5	33.6	26.2	42.4	33.9	44.6	84.7	110.2	147.1	176.7	208.7
	위성사업	18.3	32.6	19.7	28.3	24.1	40.7	31.7	42.2	75.8	98.9	138.7	166.6	202.8
매출원가율		83.2	88.1	90.1	89.2	82.6	89.4	87.9	87.9	92.7	87.9	87.2	86.0	82.0
판관비	전체	4.3	5.1	5.1	5.1	9.1	6.6	5.9	6.1	14.4	19.5	27.6	25.4	28.0
	위성사업	1.8	1.8	2.0	2.1	5.6	2.4	2.0	2.3	6.2	7.7	12.2	14.4	16.3
판관비율(전체)		18.1	13.1	20.3	13.4	28.6	13.8	15.2	13.7	15.8	15.6	16.4	12.4	11.0
판관비율(위성사업)			8.4	4.7	8.7	6.4	18.4	5.3	5.3	5.3	7.9	6.7	7.6	7.3
영업이익	전체	(0.3)	(0.5)	(2.6)	(1.0)	(3.5)	(1.5)	(1.2)	0.0	(7.7)	(4.4)	(6.2)	3.4	17.8
	위성사업	1.3	3.0	1.1	3.2	0.6	2.6	3.1	4.5	(3.2)	8.7	10.7	14.9	20.0
영업이익률(전체)		(1.3)	(1.2)	(10.4)	(2.6)	(11.1)	(3.2)	(3.1)	0.1	(8.5)	(3.5)	(3.7)	1.6	7.0
영업이익률(위성사업)			6.1	8.1	5.0	9.5	1.9	5.7	8.4	9.1	(4.1)	7.5	6.6	7.5
세전이익	전체	(15.1)	17.6	0.6	2.9	(2.7)	(1.2)	(0.9)	0.5	0.7	6.1	(4.4)	5.3	20.1
세전이익률		(62.9)	45.3	2.2	7.8	(8.6)	(2.6)	(2.2)	0.9	0.8	4.8	(2.6)	2.6	7.9
순이익		(14.7)	18.3	(0.9)	41.1	(2.4)	4.3	(2.5)	2.1	(2.3)	43.9	1.5	6.2	23.6
순이익률		(789.9)	1659.0	(82.1)	2086.6	(182.9)	267.9	(169.3)	142.6	(2.5)	35.0	0.9	3.0	9.3
매출액	YoY	32.7	86.7	7.5	28.6	32.5	22.1	54.7	34.6	24.4	37.3	34.5	21.8	23.9
증가율	QoQ	(18.3)	62.4	(35.9)	51.2	(15.8)	49.6	(18.7)	31.5	-	-	-	-	-
영업이익	YoY	적전	적지	적지	적지	적지	적지	적지	흑전	적전	적지	적지	흑전	426.4
증가율	QoQ	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	흑전	-	-	-	-	-

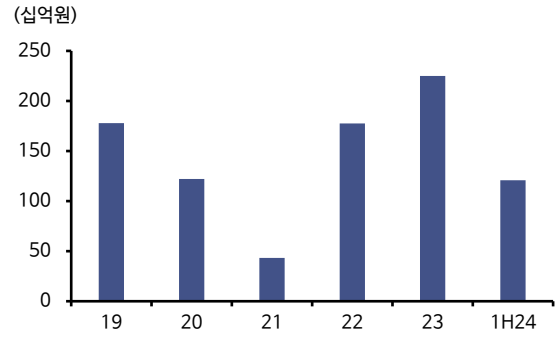
자료: 회사 자료, 신한투자증권 추정

쎄트렉아이 연간 매출, 영업이익률 추이 및 전망



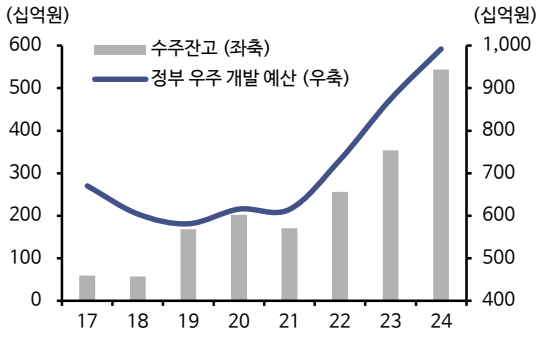
자료: 회사 자료, 신한투자증권 추정

신규 수주



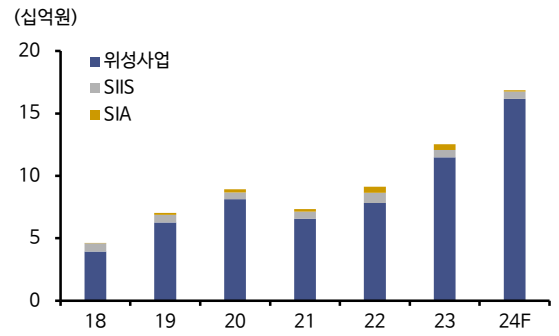
자료: 회사 자료, 신한투자증권 추정

정부 우주 개발 예산, 수주 잔고



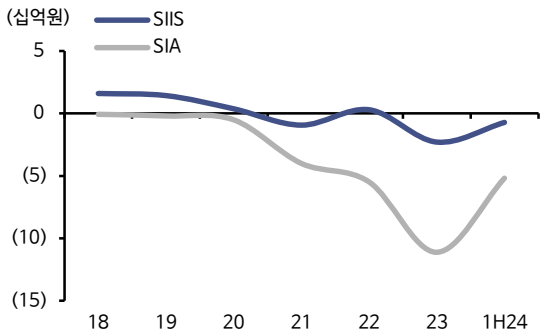
자료: 회사 자료, 신한투자증권 추정

사업부 별 매출액



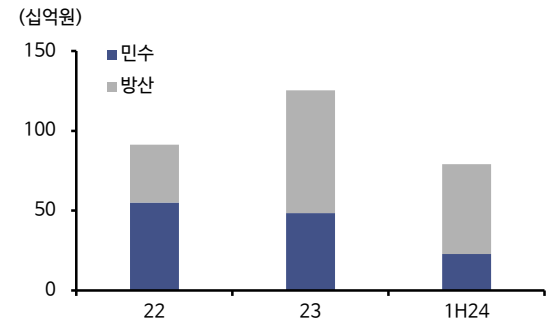
자료: 회사 자료, 신한투자증권 추정

자회사 영업 손실



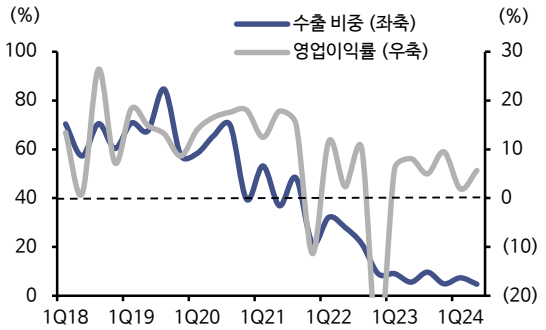
자료: 회사 자료, 신한투자증권

민수, 방산 매출



자료: 회사 자료, 신한투자증권

위성 사업 부문 수출 비중, 전체 영업이익률



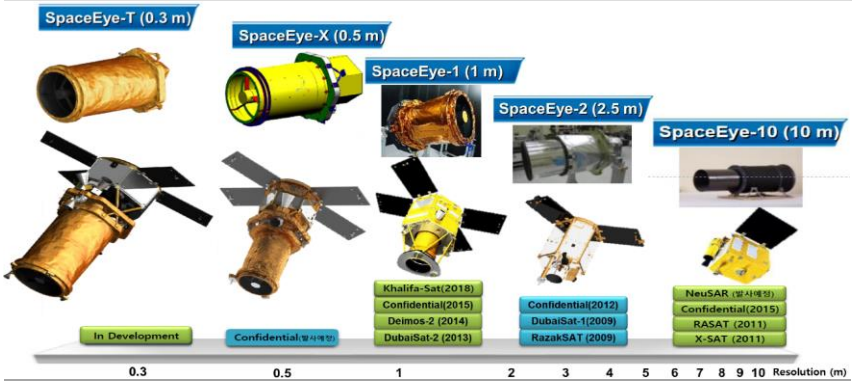
자료: 회사 자료, 신한투자증권

쎄트렉아이 사업부문별 주요 제품

구분	제품
위성시스템	SpaceEye-T, X, M, W
위성영상공급 서비스	다목적실용위성 3/3A/5호 위성 영상
인공지능 영상 분석 솔루션	OVISION Int, OVISION Earth, Super X, WeatheO

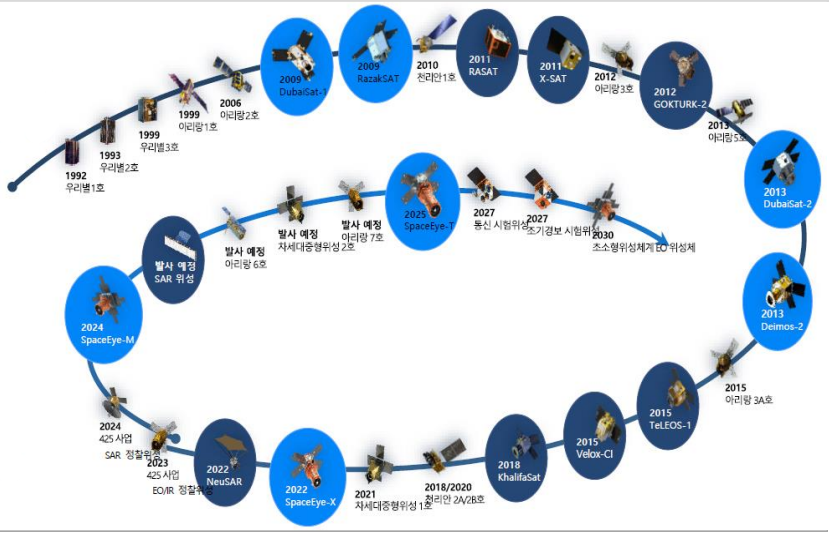
자료: 회사 자료, 신한투자증권

쎄트렉아이 위성체 발전사



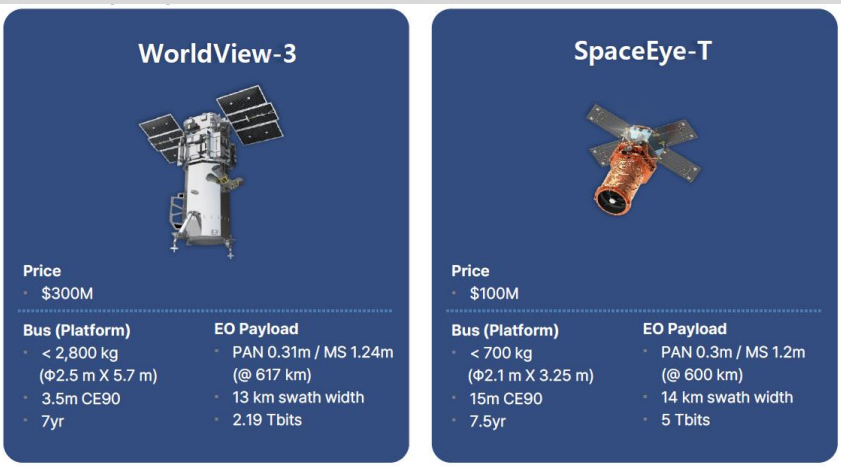
자료: 회사 자료, 신한투자증권

위성 사업 참여 이력



자료: 회사 자료, 신한투자증권

막사(Maxar) 관측 위성과 사양 비교



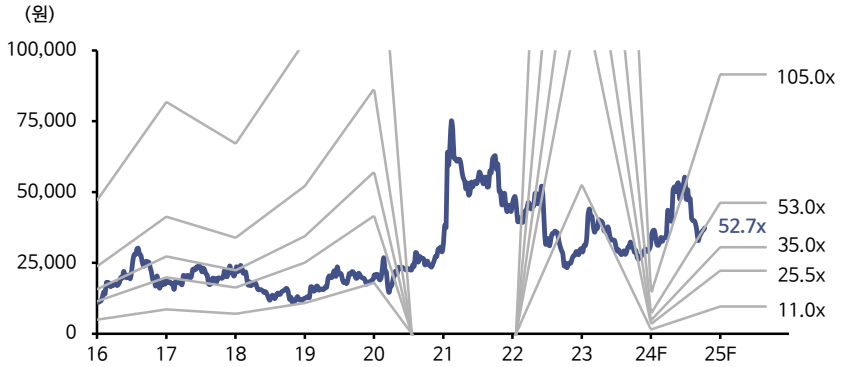
자료: 회사 자료, 신한투자증권

쎄트렉아이 PER Valuation – 목표주가 48,000원

목표주가 (원)	48,000	해외 동종사 Intuitive Machines, Spire Global의 2026년 평균 PER
Target PER (배)	22.0	
현재주가 (원)	37,400	* 투자 포인트 매출 성장과 수출 확대, 자회사 비용 개선으로 실적 상승
상승여력 (%)	28.3	
2025년 선행 EPS (원)	2,156	

자료: 신한투자증권 추정

쎄트렉아이 PER 밴드



자료: QuantiWise, 신한투자증권

쎄트렉아이 고객사

고객군	회사
국내 정부 기관	국방과학연구소, 방위사업청, 한국항공우주연구원, 한국해양과학기술원
해외 정부 기관	UAE, 말레이시아 정부 기관, 튀르키예, 싱가폴 군
해외 민간 기업	Deimos Imaging, Airbus D&S

자료: 회사 자료, 신한투자증권

쎄트렉아이 주요 고객

자료: 회사 자료, 신한투자증권

언론에 공개된 주요 정부 감시정찰위성 사업

사업명	목적	개발 기간	예산(조원)	참여기업
425	북한 미사일 대응	'18~	1.2	쎄트렉아이, 한화시스템, LIG넥스원, KAI 등
초소형 SAR	한반도 위기 대응	'22~'30	1.4	

자료: 방위사업청, 언론 보도, 신한투자증권

민간 광학위성(1호 및 2호) 개발 공시

공시일	2024년 7월 25일
계약기간	2024년 7월 25일 ~ 2028년 12월 31일
계약금액	약 1,727억원
계약상대방	한국항공우주연구원
계약방법	장기계속계약
대금지급조건	총 사업기간내 연도별 약정 금액 지급

자료: 회사 자료, 신한투자증권
주: 계약 금액은 부가가치세 제외한 금액. 부가가치세 포함시 1,900억원

2024년 2분기 수주 계약 현황

계약 내용	발주처	계약일	공사기한	수주총액 (십억원)	진행률 (%)	수주잔고 (십억원)	분기 당 금액 (백만원)
위성용 카메라 공급	-	2016-05-19	2024-12-19	63,836	99.61	249	1,832
0000 시스템 공급	-	2019-03-07	2024-09-24	80,398	97.06	2,364	3,568
Neu-SAR 시스템 개발	-	2018-12-10	2023-03-09	20,223	99.7	61	1,174
해외 위성 부분품 공급	-	2019-10-09	2023-12-31	8,576	99.83	15	500
위성데이터 변환모듈 시제 제작용역	정부출연 연구기관	2019-11-07	2024-11-26	5,319	94.19	309	259
소형/경량 SAR 위성군 본체 개발 연구 시제	국방과학연구소	2019-12-26	2023-10-31	5,454	100	-	349
초소형위성 군집시스템 개발	한국과학기술원	2020-08-28	2027-12-31	83,500	55.56	37,107	2,803
차세대중형위성4호 전자광학부체계(EOS) 개발	한국항공우주연구원	2020-10-06	2025-05-31	13,545	95.86	561	718
-	-	2021-12-28	2025-09-30	-	74.86	-	-
DSAR-TD 개발	-	2022-06-20	2024-11-19	12,413	84.87	1,878	1,265
MRSS, SDRS 위성체 플랫폼	국방과학연구소	2022-12-23	2025-06-30	14,439	27.25	10,504	1,413
MNS 송신기 시제	국방과학연구소	2022-12-20	2028-10-31	9,205	34.21	6,056	387
저궤도 OBP 네트워크 시험지원 기술	국방기술진흥연구소	2022-12-22	2026-12-21	12,228	52.85	5,766	754
전기/기계장치	-	2022-12-30	2025-11-28	42,075	47.29	22,178	3,559
-	-	2023-12-22	2027-06-28	-	27.76	-	-
0000000 시제 제작용역	-	2023-06-15	2027-12-31	5,769	48.29	2,983	313
초소형위성체계 EO위성체	국방과학연구소	2023-10-05	2030-11-30	43,789	2.63	42,637	1,508
전기/기계장치	한화시스템	2024-04-30	2028-05-29	101,342	10.61	90,590	6,121
위성종합 및 플랫폼	국방과학연구소	2023-12-22	2028-02-29	16,811	3.19	16,275	989
저궤도 통신 시험위성 위성체종합 및 플랫폼 제작	국방과학연구소	2023-12-26	2028-03-17	17,941	2.4	17,510	1,046
조기경보 탑재체 제작	국방과학연구소	2023-12-29	2028-02-29	15,030	29.24	10,635	888
425 지상체	국방과학연구소	2019-05-31	2025-09-26	85,404	91.63	7,148	3,327
0000 성능 개량	-	2018-12-26	2025-11-30	11,110	92.66	815	395
우주기상 예경보체계	방위사업청	2021-10-15	2024-12-31	10,467	93.03	730	803
다중 위성군 통합수집계획 및 초소형 위성 모의 테스트베드 기술	국방기술진흥연구소	2022-12-21	2025-06-20	6,763	79.04	1,418	667
징후탐지 및 분석용 초연결성 시공간정보 융합 인공지능 기술 개발	국방기술진흥연구소	2022-12-01	2025-11-30	8,330	86.21	1,149	685
-	-	2023-06-29	2028-10-31	-	28.41	-	-
하드웨어 및 소프트웨어	정부출연 연구기관	2023-11-29	2028-05-31	56,795	8.14	52,172	3,107
합계				750,762	-	331,109	-

자료: 쎄트렉아이, 신한투자증권 추정
주: 1) 수주 총액이 별도 매출액의 5% 이상인 프로젝트만 명시
2) 수주잔고는 진행률 기준

재무상태표

12월 결산 (십억원)	2022	2023	2024F	2025F	2026F
자산총계	**258.8**	**313.8**	**331.0**	**359.9**	**410.1**
유동자산	193.8	166.3	167.0	186.9	229.0
현금및현금성자산	90.4	102.8	66.9	76.8	107.3
매출채권	15.3	4.6	3.3	3.7	4.1
재고자산	12.1	18.3	22.6	25.1	28.1
비유동자산	65.0	147.5	164.0	172.9	181.1
유형자산	42.3	86.7	96.6	105.4	113.4
무형자산	8.9	12.3	11.9	11.8	11.8
투자자산	5.5	7.8	8.0	8.1	8.3
기타금융업자산	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
부채총계	**137.6**	**95.6**	**114.4**	**139.3**	**172.4**
유동부채	63.2	82.0	110.4	134.6	166.8
단기차입금	0.8	0.0	0.1	0.1	0.1
매입채무	1.7	1.7	2.2	2.7	3.4
유동성장기부채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
비유동부채	74.4	13.6	4.0	4.7	5.6
사채	49.0	0.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금(장기금융부채 포함)	23.2	11.3	0.9	0.9	0.9
기타금융업부채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	**121.2**	**218.3**	**216.6**	**220.5**	**237.6**
자본금	4.5	5.5	5.5	5.5	5.5
자본잉여금	74.3	126.7	127.7	127.7	127.7
기타자본	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타포괄이익누계액	(0.3)	0.2	0.2	0.2	0.2
이익잉여금	42.3	85.5	84.4	89.5	111.0
지배주주지분	**120.9**	**217.9**	**217.9**	**222.9**	**244.4**
비지배주주지분	0.3	0.4	(1.3)	(2.4)	(6.8)
*총차입금	79.3	15.3	6.4	7.6	9.2
*순차입금(순현금)	(59.3)	(96.6)	(89.2)	(99.9)	(131.1)

포괄손익계산서

12월 결산 (십억원)	2022	2023	2024F	2025F	2026F
매출액	**91.4**	**125.4**	**168.5**	**205.4**	**254.5**
증감률 (%)	24.4	37.3	34.3	22.0	23.9
매출원가	**84.7**	**110.2**	**147.1**	**176.7**	**208.7**
매출총이익	**6.7**	**15.2**	**21.4**	**28.8**	**45.8**
매출총이익률 (%)	7.3	12.1	12.7	14.0	18.0
판매관리비	**14.4**	**19.5**	**27.6**	**25.4**	**28.0**
영업이익	**(7.7)**	**(4.4)**	**(6.2)**	**3.4**	**17.8**
증감률 (%)	적전	적지	적지	흑전	426.4
영업이익률 (%)	(8.5)	(3.5)	(3.7)	1.6	7.0
영업외손익	8.5	10.4	1.9	1.9	2.3
금융손익	6.9	9.8	1.7	1.9	2.3
기타영업외손익	1.6	0.6	0.2	0.0	0.0
종속 및 관계기업관련손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
세전계속사업이익	**0.7**	**6.1**	**(4.4)**	**5.3**	**20.1**
법인세비용	3.5	(35.4)	(4.6)	0.2	0.9
계속사업이익	(2.8)	41.5	0.2	5.1	19.2
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	**(2.8)**	**41.5**	**0.2**	**5.1**	**19.2**
증감률 (%)	적지	흑전	(99.5)	2,465.8	277.9
순이익률 (%)	(3.1)	33.1	0.1	2.5	7.6
(지배주주)당기순이익	(2.3)	43.9	1.5	6.2	23.6
(비지배주주)당기순이익	(0.5)	(2.4)	(1.3)	(1.2)	(4.4)
총포괄이익	(2.8)	42.0	0.2	5.1	19.2
(지배주주)총포괄이익	(2.3)	44.4	1.5	6.2	23.6
(비지배주주)총포괄이익	(0.5)	(2.4)	(1.3)	(1.2)	(4.4)
EBITDA	**(1.8)**	**2.5**	**2.1**	**12.6**	**27.8**
증감률 (%)	적전	흑전	(18.6)	515.6	120.1
EBITDA 이익률 (%)	(1.9)	2.0	1.2	6.1	10.9

현금흐름표

12월 결산 (십억원)	2022	2023	2024F	2025F	2026F
영업활동으로인한현금흐름	**24.1**	**28.6**	**13.8**	**29.7**	**51.4**
당기순이익	(2.8)	41.5	0.2	5.1	19.2
유형자산상각비	2.4	2.9	4.3	5.2	5.9
무형자산상각비	3.5	4.0	4.0	4.1	4.1
외화환산손실(이익)	(1.4)	(0.1)	0.0	0.0	0.0
자산처분손실(이익)	(0.0)	0.0	(0.0)	0.0	0.0
지분법, 종속, 관계기업손실(이익)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
운전자본변동	16.0	18.6	6.1	15.4	22.2
(법인세납부)	(1.5)	0.0	0.0	(0.2)	(0.9)
기타	7.9	(38.3)	(0.8)	0.1	0.9
투자활동으로인한현금흐름	**(47.8)**	**(11.9)**	**(37.5)**	**(20.2)**	**(20.4)**
유형자산의증가(CAPEX)	(19.6)	(46.2)	(14.0)	(14.0)	(14.0)
유형자산의감소	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
무형자산의감소(증가)	(7.2)	(5.0)	(4.1)	(4.0)	(4.0)
투자자산의감소(증가)	1.2	0.9	0.5	(0.2)	(0.2)
기타	(22.2)	38.4	(19.9)	(2.0)	(2.2)
FCF	31.6	(47.0)	4.3	13.3	34.0
재무활동으로인한현금흐름	**(0.6)**	**(4.2)**	**(12.2)**	**0.3**	**(0.5)**
차입금의 증가(감소)	0.8	(0.8)	(10.4)	1.2	1.6
자기주식의처분(취득)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
배당금	(1.3)	(0.7)	(1.6)	(0.9)	(2.1)
기타	(0.1)	(2.7)	(0.2)	0.0	0.0
기타현금흐름	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
연결범위변동으로인한현금의증가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
환율변동효과	0.0	(0.1)	0.0	0.0	0.0
현금의증가(감소)	**(24.2)**	**12.4**	**(35.8)**	**9.9**	**30.5**
기초현금	114.6	90.4	102.8	67.0	76.8
기말현금	90.4	102.8	67.0	76.8	107.3

자료: 회사 자료, 신한투자증권

주요 투자지표

12월 결산	2022	2023	2024F	2025F	2026F
EPS (당기순이익, 원)	(309)	4,521	18	465	1,756
EPS (지배순이익, 원)	(250)	4,784	134	571	2,156
BPS (자본총계, 원)	13,336	19,930	19,779	20,134	21,700
BPS (지배지분, 원)	13,307	19,893	19,894	20,355	22,321
DPS (원)	80	150	80	110	200
PER (당기순이익, 배)	(97.0)	6.8	2,004.2	78.1	20.7
PER (지배순이익, 배)	(119.9)	6.5	270.6	63.6	16.8
PBR (자본총계, 배)	2.2	1.6	1.8	1.8	1.7
PBR (지배지분, 배)	2.3	1.6	1.8	1.8	1.6
EV/EBITDA (배)	(121.0)	73.4	149.6	23.4	9.3
배당성향 (%)	(32.0)	3.7	59.6	19.3	9.3
배당수익률 (%)	0.3	0.5	0.2	0.3	0.6
수익성					
EBITTDA 이익률 (%)	(1.9)	2.0	1.2	6.1	10.9
영업이익률 (%)	(8.5)	(3.5)	(3.7)	1.6	7.0
순이익률 (%)	(3.1)	33.1	0.1	2.5	7.6
ROA (%)	(1.1)	14.5	0.1	1.5	5.0
ROE (지배순이익, %)	(1.9)	25.9	0.7	2.8	10.1
ROIC (%)	67.6	(100.6)	(6.6)	4.4	26.9
안정성					
부채비율 (%)	113.6	43.8	52.8	63.2	72.5
순차입금비율 (%)	(48.9)	(44.3)	(41.2)	(45.3)	(55.2)
현금비율 (%)	143.0	125.3	60.6	57.1	64.4
이자보상배율 (배)	(5.1)	(3.0)	(4.5)	2.9	12.4
활동성					
순운전자본회전율 (회)	12.5	(10.7)	(6.1)	(5.1)	(4.4)
재고자산회수기간 (일)	42.4	44.2	44.3	42.4	38.2
매출채권회수기간 (일)	34.5	28.9	8.6	6.2	5.6

자료: 회사 자료, 신한투자증권

에이치브이엠 (295310)

미국 발사체 시장에 투자하는 법

2024년 10월 16일

✓ 투자판단	Not Rated	✓ 목표주가	-
✓ 상승여력	-	✓ 현재주가 (10월 14일)	17,750원

[우주]

허성규 연구원

✉ sqheo@shinhan.com

신한생각 우주방산, 반도체 및 디스플레이용 특수첨단금속 제조

6월 28일 상장 이후 1, 3개월 단위 보호예수 주식의 거래제한이 해제. 기존 주주들이 다수 이익실현을 유보한 것으로 파악되나 해제 후 기한이 짧은 만큼 단기적 변동성은 높아질 수 있다고 판단. 미국 발사체 고객사와 2022년 거래를 시작하며 장기적 관점에서는 실적 우상향 예상

1) 우주 산업의 성장과 동행, 2) FMM과 스퍼터링 타겟으로 하방 확보

나로호와 누리호 발사체에 첨단금속을 납품한 레퍼런스를 토대로 미국 발사체 고객사까지 확대. 글로벌 경쟁업체 대비 1) 가격 우위(30~40% 낮은 가격), 2) 리드 타임 우위(2년 vs. 6개월), 3) 유사한 수준의 품질을 갖춘 것으로 파악. 금속 간 비율과 조건은 고유 레시피와 유사하기 때문에 고객사가 직접 장비 구입 후 내재화할 확률 낮다고 판단. 고객사는 발사체 점유율 1위로 후발주자 대비 발사원가 및 상용화 측면에서 압도적 우위

우주 시장 외 반도체와 디스플레이 사업에 대한 노출은 추가 성장 동력으로 작동. 총 시장 규모 합계액 7천억원 추정되며 소재 국산화와 맞물려 고객사 수요 증가. 박막 증착 시 사용되는 스퍼터링 타겟은 국내 메모리사에게 이미 납품 중이며 FMM 원재료는 최종 고객사의 퀄테스트가 '25년 내 확실시 될 것으로 파악. 실적 추정에 미반영했으나 통과 시 전망이 높음

Valuation & Risk

'24년 실적 추정 시 증권신고서 예상매출액 대비 보수적으로 추정. 우주 고객사의 주문 지연이 발생했으며 4분기에 수주받더라도 리드 타임 6개월 감안 시 '25년 매출 인식 전망. Capa 증설 감안 시 고객사 물량은 지속확대될 전망으로 '25년 11월 가동 예정인 2차 증설 공시 기준 첨단금속 최종 Capa는 약 4만톤이며 매출액 기준 Capa 3,000억원으로 증가 전망

12월 결산	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	지배순이익 (십억원)	PER (배)	ROE (%)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	DY (%)
2022	35.5	1.2	-	-	-	-	16.0	-
2023	41.5	3.7	-	-	-	-	4.9	-
2024F	50.2	4.4	3.1	57.9	9.7	6.0	26.1	-
2025F	66.3	7.0	5.4	37.1	14.9	5.1	20.3	-
2026F	83.4	10.7	8.4	23.9	19.4	4.2	15.5	-

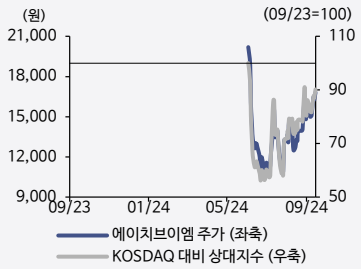
자료: 회사 자료, 신한투자증권

Revision	
실적추정치	신규
Valuation	NR

시가총액	200.1 십억원
발행주식수(유동비율)	11.9 백만주(51.9)
52주 최고가/최저가	20,200원/10,910원
일평균 거래액 (60일)	12,814 백만원
외국인 지분율	3.0%
주요주주 (%)	
문승호 외 4 인	47.8
신한벤처투자 외 3 인	10.8

수익률 (%)	1M	3M	12M	YTD
절대	27.7	29.5	0.0	0.0
상대	16.3	43.4	0.0	0.0

주가



I. 기업개요

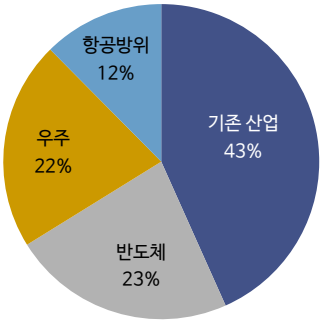
반도체와 우주 분야에 활용되는 특수첨단금속 제조업체

석유에너지, 반도체 등 기존 산업 분야에서 2023년 이후 우주방산으로 본격 확대

2003년 4월 설립된 특수첨단금속 제조업체다. 석유화학, 에너지, 선박 및 반도체 등 기존 산업분야에서 금속을 납품하다 우주방산으로 확대했다. 2022년 8월 미국 우주업체로 Ni계, Cu계 첨단금속을 납품하며 매출 인식을 시작했다. 같은 해 12월 이스라엘 방위산업체로 Ni계, Fe계 첨단금속을 납품해 항공 방위 산업까지 추가됐다. 2Q24 매출액 기준 기존산업과 반도체 비중은 66%, 우주 22%, 방산 12%다. 금속별 매출액 비중은 Cu계 13%, Fe계 56%, Ni계 19% 기타 12%다.

특수첨단금속 제조 시 핵심 기술은 다음 세 가지로 파악된다. 첫째로 고청정 진공용해 기술은 용해 중 불순물과 오염물질 최소화해 첨단금속의 순도와 내구성을 높이는 기술이다. 둘째로 합금화 공정기술은 합쳐지는 각 금속의 비율과 조건이 정밀하고 정확한 제어를 요구한다. 최종 제품의 성능과 직결되기 때문이다. 셋째로 금속 특성 제어기술은 사용자가 원하는 금속의 물리화학적 특성을 도출하는데 활용된다.

2Q24 기준 사업 분야별 매출 비중



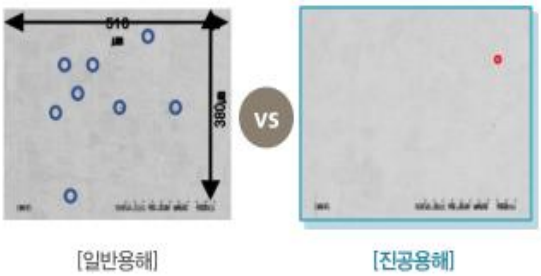
자료: 회사 자료, 신한투자증권

주요 연혁

시기	내용
2003.04	한국진공야금 설립(개인사업자)
2012.04	항우연과 우주발사체(나로호)용 첨단금속 개발
2015.03	OLED용 Invar 프레임 생산 개시
2020.07	인도 L&T사에 특수동합금 수출
2022.08	미국 우주업체 Ni계, Cu계 첨단금속 납품
2022.12	이스라엘방위산업체 Ni계, Fe계 첨단금속 납품

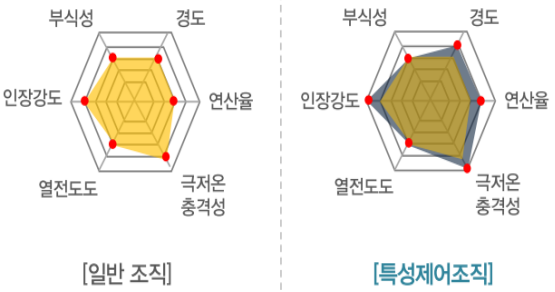
자료: 회사 자료, 신한투자증권

일반 용해 vs. 진공 용해



자료: 회사 자료, 신한투자증권

일반 조직 vs. 특성 제어 조직



자료: 회사 자료, 신한투자증권

용해공정 장비: VIM, VAR, PACHM, EBCHM, ESR, AOD 등

특수첨단금속은 용해공정을 통해 제조가 시작된다. 용해 장비는 용해 방식과 대상 금속에 따라 여러가지로 나뉜다. 가장 기본이 되는 진공 유도 용해로(VIM, Vacuum Induction Melting)로는 금속의 산화와 오염을 진공 환경을 통해 방지한다. 금속이 대기 중의 산소와 반응할 경우 재료의 특성을 손상하는 산화물을 형성하기 때문이다. VIM은 통상 1차적으로 기본 용해를 진행할 때 사용한다.

다음으로 진공 아크 재용해(VAR, Vacuum Arc Remelting)는 1차로 VIM을 통해 용해한 뒤 순도를 더 높이기 위해 전자 아크를 이용한 2차 재용해 과정에서 사용된다. 티타늄Ti, 니오븀Nb, 지르코늄Zr 같은 활성 금속 및 몰리브덴Mo과 같은 내화성 금속에 적합하다. 이외 융점(녹는 온도)이 높은 금속은 진공 플라즈마 아크 용해(PACHM, Plasma Arc Cold Hearth Melting)와 진공 전자빔 용해(Electron Beam Cold Heearth Melting)를 통해 진행된다. 기타 방법으로는ESR (Electrode Slag Remelting)과 대기용해(IM+AOD, Argon Oxgen Decarburization)가 있다.

지난 6월 28일 상장 이후 1, 3개월 단위 보호예수 주식의 거래제한이 해제됐다. 3개월물 보호예수가 해제되기 전 1개월 물량 1,275,463주 중 약 60만주 가량이 남아있는 것으로 추정되고 3개월 물량은 현재 시점에서 알 수 없으나 1개월 물량의 잔존 비중이 높은 점을 고려할 때 실현 비율이 높지 않을 것으로 판단한다.

제조 공정 및 주요 생산 설비

공정	주요 공정설비	비고
용해공정	VIM, VAR, AOD, ESR, 프라즈마용해로,전자빔용해로 등	원료를 특정비율로 결합하고 고온으로 가열하여 소재를 녹여 합금화하는 공정
단조, 압연	단조프레스, 압연기, 가열로 등	가열된 잉곳을 압축하거나 타격하여 형상을 만드는 공정
열처리	열처리로	금속을 고온에서 가열, 냉각하여 금속재료의 성질을 개선하는 공정
절단, 가공	톱기계, 밀링기, 샤링기, 바필링기	기계, 도구 등을 이용하여 금속을 원하는 형태로 만드는 과정
검사	측정기, 성분분석기, 비파괴검사기 등	제품의 특성 및 불량을 체크하는 공정

자료: 회사 자료, 신한투자증권

HVM 보호예수물량 해제 일시(1~3개월물 19.6%)

유통 관련	주주	주식수	지분율	보호예수기간	해제 일시
유통제한	최대주주	3,692,000	31.02	1년	2025-06-28
	특수관계인	1,988,000	16.7	1년	2025-06-28
	우리사주조합	72,000	0.6	1년	2025-06-28
	상장주선인	55,555	0.47	3개월	2024-09-28
	전문투자자	1,000,735	8.41	3개월	2024-09-28
	전문투자자	1,275,463	10.72	1개월	2024-07-28
유통가능	공모주주	2,328,000	19.56		
	전문투자자	1,490,178	12.52		

자료: 회사 자료, 신한투자증권

II. 산업 분석

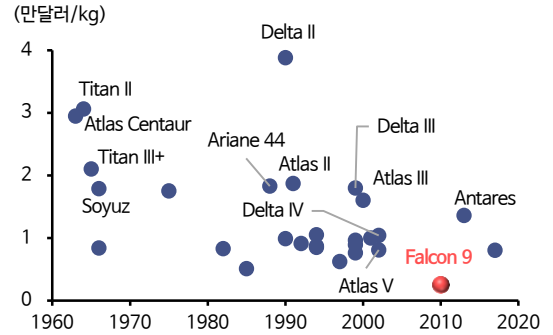
재활용 발사체의 발사체 시장 독과점 지속 전망

특수첨단금속 제조사의 적용 산업은 다양하기 때문에 특정 고객사 대응력은 감소

특수첨단금속을 제조하는 글로벌 업체로는 ATI Specialty Materials, Meterion, Special Metals, VDM-Metals, Carpenter Technology 등이 있다. 대부분 글로벌 금속업체들은 우주 외 반도체, 산업재, 자동차, 에너지 등 다른 산업에도 금속을 납품하는 것으로 파악된다. 예를 들어 Meterion의 우주방산 관련 매출액 비중은 2Q24 기준 18.3%다. 특정 금속은 고객사와 함께 개발되는 측면도 감안할 때 고객사 수가 많을수록 대응력은 비교적 감소할 것이라 판단한다.

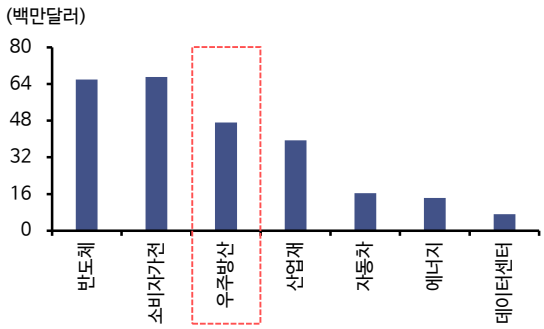
우주 산업에서 발사체 시장은 소수 기업이 독과점하고 있는 상태다. 발사체 산업에서 독과점이 해소되기 어려운 가장 큰 이유는 재사용 발사에 성공한 기업이 극소수기 때문이다. 현재 중형 발사체 중 발사 원가가 가장 낮은 것이 Falcon9으로 발사 원가는 대략 60백만달러로 추정된다. 1단 발사체를 재활용하기 때문에 원가를 절감할 수 있었다. 같은 회사의 개발 예정 발사체인 Starship은 1, 2단 발사체를 모두 재활용하기 때문에 발사원가 2백만달러를 목표로 개발되고 있다.

중형 발사체 발사 원가 비교



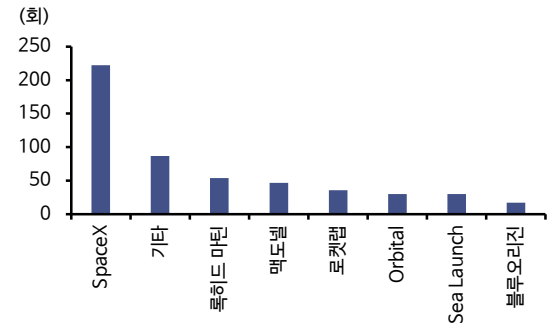
자료: CSIS, 신한투자증권
주: 2021년 통화 가치 고정, 중형 발사체는 2,000~20,000kg 급

Meterion 2Q24 실적: 비교적 낮은 우주 비중



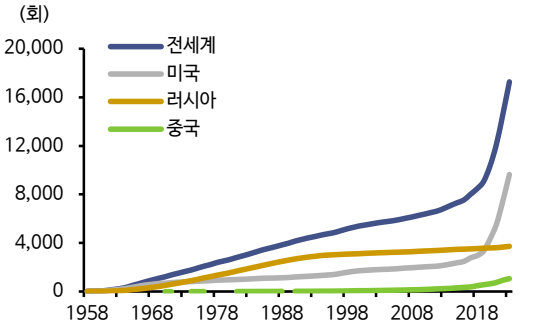
자료: Meterion, 신한투자증권

미국 기업체별 발사 허가 누적 건수('89~'23년)



자료: chartr, 신한투자증권

국가별 누적 발사 횟수



자료: UNOOSA, 신한투자증권

III. 투자 포인트

첫째. 우주 산업의 성장과 장기적으로 동행

국내 나로호, 누리호를 레퍼런스로 미국 발사체 업체로 진입

장기적으로 우주 산업 분야의 실적 증가가 기대된다. 한국항공우주연구원과 소재 공동연구개발(2012년~현재)을 통해 나로호와 누리호 발사체에 첨단금속을 납품한 레퍼런스를 확보하고 있다. 이를 토대로 미국 소재 상위 우주업체로부터 직접 연락 받아 2022년부터 밸류체인에 편입됐다. 소재 유통은 국내외 국내외 1차 벤더(비상장)사에게 봉/플레이트 형태로 납품 후 최종 고객사로 가는 것으로 추정되며 2차 벤더들 간의 최종 고객사 및 1차 벤더 내 점유율은 알 수 없다.

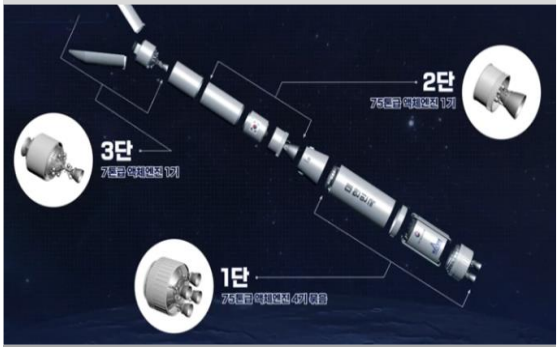
물량 구속은 따로 없는 것으로 파악되며 최종 고객사와 제품을 공동개발했기 때문에 미국 내 타 발사체 기업에게 납품하는 것은 어렵다고 판단한다. 제품의 최종 사용 발사체, 사용 부품의 위치는 직접적으로 언급되지 않지만 요구되는 온도 스펙을 기준으로 극저온 연료 계통 및 초고온 연소 계통에 사용되는 것으로 추정하고 있다. 또한 기술 검증, 재고 확보 목적으로 제품을 조달하기 때문에 발사 횟수와 직접적인 상관관계는 떨어지나, 장기적으로 발사횟수가 증가하며 조달 납품수도 증가할 것으로 판단한다. 납품 시 선박 운송비는 모두 고객사가 부담한다.

한국 발사체 개발 현황

구분	KSR-I	KSR-II	KSR-III	KSLV-I(나로)	KSLV-II(누리)
개발비 (십억원)	2.8	5.2	78	502.5	1,957.2
길이 (m)	6.7	11.1	14	33	47.2
직경 (m)	0.42	0.42	1	2.9	3.5
중량 (kg)	1,268	2,048	6,000	140,000	200,000
최종 발사일	1993.09	1998.06	2002.11	2013.01	2022.06
특징	1단형 고체추진 과학로켓	2단형 고체추진 과학로켓 비행 중 2단 분리 성공	최초 액체추진 로켓 위성발사체 기반 기술	최초 위성발사체 러시아와 공동개발	최초 실용위성 발사체 국내 독자개발

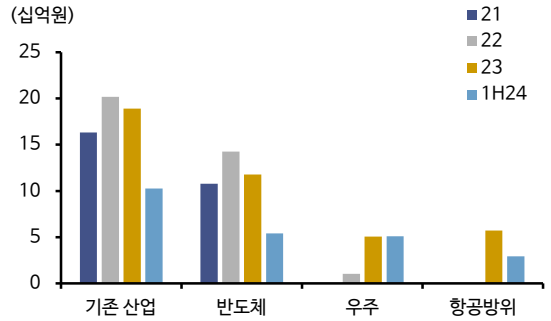
자료: 한국항공우주연구원, 신한투자증권

누리호 구조



자료: 업계 자료, 신한투자증권

사업부별 실적 추이



자료: 회사 자료, 신한투자증권

글로벌 경쟁사 대비
1) 낮은 가격
2) 빠른 납기
3) 유사한 품질

글로벌 특수첨단금속 업체 대신 금속을 납품하게 된 배경에는 1) 가격 우위(30~40% 낮은 가격), 2) 리드 타임 우위(경쟁사 2년 vs. 당사 6개월) 3) 경쟁사와 유사한 수준의 품질 때문으로 판단한다. 금속의 스펙이 산업 요구 수준 이상으로 충족되면 제품의 차이가 크지 않기 때문에 빠른 납기와 낮은 가격이 중요하다고 판단한다. 나아가 합금 시 금속 간 비율과 조건은 레시피와 유사하기 때문에 고객사가 직접 장비를 내재화해 대체할 확률은 낮다고 판단한다.

우주 산업과 관련된 품목은 HVM5091, 제품A(개발중), 제품B(개발중)로 나뉜다. HVM5091은 고강도로 프레임 및 지지대 역할을 한다. 연소기가 움직이는 경우 지지하는 역할로 상용화되지 않고 고객사와 공동개발한 품목이다. 반면 제품A와 제품B는 상용 품목으로 타 고객사로도 쓰임새가 확장될 여지가 있다. 제품A는 극저온 내성을 갖고 연소기 배관에 사용되는 반면 제품B은 초고온 내성을 갖고 엔진과 노즐에 사용되는 편이다.

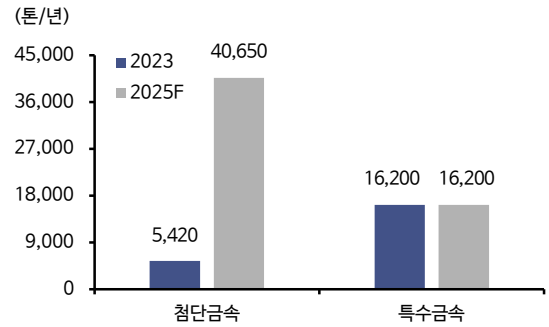
상장 시 공모자금으로 2공장을 신설하기 시작했다. 이후 올해 7월과 9월 각각 추가증설 공시를 했다. 1차 증설 공시는 '25년 2월 증설 완료 후 4월에 생산이 시작되며 Capa는 첨단금속 22,000톤이고 매출액 기준으로 1500억원이다. 2차 증설 공시는 '25년 9월 증설 완료 후 11월 생산 시작이다. 첨단금속 Capa는 40,000톤으로 매출액 기준으로 3000억원으로 늘어날 예정이다.

증설 관련 공시 내용

시작일	종료일	출처	투자금액	비고
1H24	-	증권신고서	4.5	제2공장 건물신축(1천평)
1H24	-	증권신고서	1.0	제2공장 부대시설 구축
2H24	-	증권신고서	2.0	제2공장 VAR 6t 2기
2H24	-	증권신고서	10.5	제2공장 VIM 12t 1기
1H25	-	증권신고서	2.5	제2동장 ESR 12t 1기
2024-09-24	2025-09-24	자율공시	5.5	VAR 6t(22.8억), RVAR 12t(31.8억)
2024-07-08	2025-01-31	자율공시	5.5	첨단금속 전문 용해 및 제조공장 건축

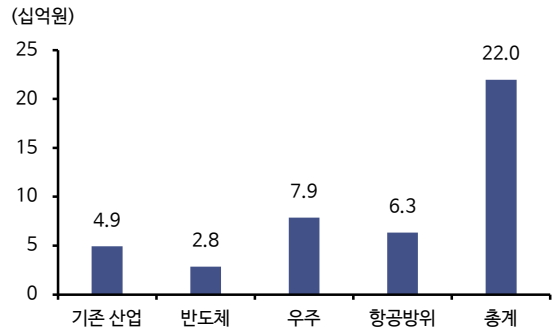
자료: 회사 자료, 신한투자증권

금속별 예상 Capa



자료: 회사 자료, 신한투자증권

2Q24 기준 사업부별 수주잔고



자료: 회사 자료, 신한투자증권

둘째. FMM과 스퍼터링 타겟으로 하방 확보

스퍼터링 타겟
TAM 5천억원, FMM 원재료
TAM 2천억원 규모 추정

성장하는 우주 산업 외 반도체와 디스플레이 사업에 대한 노출 역시 성장 동력이 될 수 있다. 현재 반도체 사업부에서 박막 증착 시 사용되는 스퍼터링 타겟을 린데AMT를 통해 반도체 IDM사에게 납품 중이다. 기존 판매 중인 제품은 니켈Ni, 구리Cu계 스터터링 타겟으로 현재는 경쟁이 치열하기 때문에 탄탈륨Ta계로 린데AMT와 공동 개발 중이다. 현재 탄탈륨Ta계는 미국과 유럽쪽에서 독점 중이며 개발 성공 시 총 시장 규모는 5천억원으로 추정된다.

현재 매출이 발생하지 않지만 FMM 원재료 산업 역시 시장에 진입할 시 소재 국산화로 인한 실적 증가가 기대된다. OLED 증착 시 사용하는 마스크의 한 종류인 FMM은 완제품 시장이 약 6천억원, 소재 비중은 30%로 추정돼 약 2천억원 규모의 시장으로 추정한다. 현재 시장은 일본의 DNP가 독점하고 있으며 DNP는 일본의 Proterial로부터 원재료를 조달받는다. 소재 이원화에 대한 수요가 최종 고객사에게 있으며 FMM 제조사가 최종 고객사로부터 퀄테스트에 통과해야 소재 납품이 가능하고 2025년 내 결과가 나올 것으로 보인다. Proterial 대비 품질은 비슷하며 현재 실적 및 Capa에는 FMM이 반영되지 않았다.

FMM 밸류체인

자료: 회사 자료, 신한투자증권

스퍼터링 타겟 원재료 납품 구조

자료: 회사 자료, 신한투자증권

FMM 대표제품(Invar 36) 스펙 비교

구분	글로벌 수준	국내 요구 수준	HVM
금속열팽창계수 (10^-6℃)	1.3 (DNP)	1.3	1.2
최소 비금속개재물 크기(um)	2.0 (Proterial)	2.0	2
2.0um 이상 비금속개재물 수 (ea/mm2)	3.0 이하 (Proterial)	3.0	2.5

자료: 회사 자료, 신한투자증권

IV. 실적 분석

분기 단위 지연일 뿐 큰 방향은 변함없다

2025년, 기존 추정 물량에 이연되는 2024년 물량까지 추가

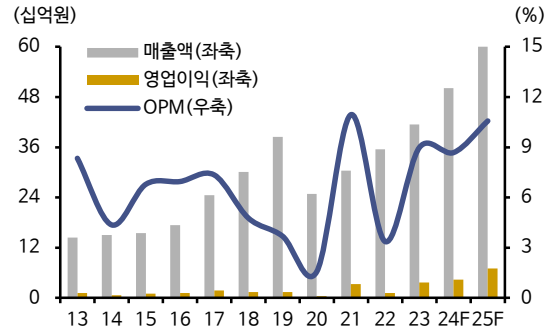
2024년 매출액 502억원(+21% YoY), 영업이익 44억원(+17% YoY)을 추정한다. 증권신고서 상 2024년 예상 매출액 574억원 대비 13% 감소한 것으로 추정한다. 우주 산업 부분에서 고객사의 주문 지연이 발생했다. 계약 자체는 4분기에 체결된다고 하더라도 주문 이후 생산까지 평균 6개월이 소요되기 때문에 매출 인식은 2025년으로 이연될 수 있다. 다른 산업 분야에서는 계획한대로 계약이 진행되고 있다. 우주 산업 역시 2024년 수주가 이연된 것이기 때문에 2025년 기존 계약 물량에 더해 매출액은 예상보다 추가로 나올 여지가 있다고 전망한다.

연간 실적 테이블

(십억원, %)	21	22	23	24F	25F
매출액	**30.4**	**35.49**	**41.5**	**50.2**	**66.3**
YoY	*22.5*	*16.7*	*16.8*	*21.0*	*32.2*
기존 산업	16.3	20.2	18.9	16.8	18.0
YoY	-	23.7	(6.4)	(10.9)	6.9
반도체	10.8	14.2	11.8	10.5	11.4
YoY	-	32.1	(17.3)	(10.5)	8.4
우주	-	1.0	5.1	15.0	27.6
YoY	-	-	384.4	195.6	84.5
항공방위		0.0	5.7	7.8	9.3
YoY	-	-	40,821.4	36.6	18.8
영업이익	3.3	1.2	3.7	4.4	7.0
YoY	751.1	(64.1)	211.5	16.9	61.0
OPM	11.0	3.4	9.0	8.7	10.6
당기순이익	2.3	(0.4)	(6.1)	3.1	5.4
YoY	51.6	(118.4)	1,321.2	(151.4)	73.4
NPM	7.6	(1.2)	(14.6)	6.2	8.1

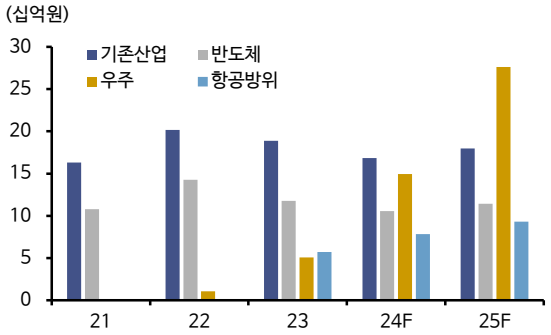
자료: 신한투자증권 추정

연간 실적 추이 및 전망



자료: 회사 자료, 신한투자증권 추정

사업부별 매출액 추이 및 전망



자료: 회사 자료, 신한투자증권 추정

재무상태표

12월 결산 (십억원)	2022	2023	2024F	2025F	2026F
자산총계	**69.1**	**85.2**	**91.4**	**110.7**	**127.2**
유동자산	36.8	47.5	52.4	71.2	87.6
현금및현금성자산	7.3	5.3	1.4	3.7	2.8
매출채권	6.3	6.1	7.4	9.8	12.3
재고자산	22.4	34.3	41.5	54.9	69.0
비유동자산	32.2	37.7	39.0	39.6	39.6
유형자산	31.4	36.2	37.5	38.0	38.0
무형자산	0.0	0.1	0.1	0.1	0.1
투자자산	0.2	0.2	0.2	0.3	0.3
기타금융업자산	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
부채총계	**62.4**	**54.8**	**58.0**	**71.9**	**79.9**
유동부채	45.6	38.9	41.6	54.6	61.7
단기차입금	19.7	18.9	20.5	26.8	26.8
매입채무	3.8	9.7	11.8	15.6	19.6
유동성장기부채	2.2	2.6	0.0	0.0	0.0
비유동부채	16.8	15.9	16.4	17.3	18.2
사채	1.7	1.8	1.8	1.8	1.8
장기차입금(장기금융부채 포함)	13.7	11.9	11.9	11.9	11.9
기타금융업부채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	**6.6**	**30.4**	**33.5**	**38.9**	**47.3**
자본금	1.4	4.7	4.7	4.7	4.7
자본잉여금	0.2	26.9	26.9	26.9	26.9
기타자본	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타포괄이익누계액	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
이익잉여금	5.0	(1.2)	1.9	7.3	15.7
지배주주지분	**6.6**	**30.4**	**33.5**	**38.9**	**47.3**
비지배주주지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
*총차입금	54.3	35.4	34.5	40.8	40.8
*순차입금(순현금)	46.9	30.0	33.0	37.0	38.0

포괄손익계산서

12월 결산 (십억원)	2022	2023	2024F	2025F	2026F
매출액	**35.5**	**41.5**	**50.2**	**66.3**	**83.4**
증감률 (%)	31.0	16.8	21.0	32.2	25.7
매출원가	**30.1**	**33.4**	**40.6**	**52.3**	**64.2**
매출총이익	**5.4**	**8.1**	**9.5**	**14.0**	**19.2**
매출총이익률 (%)	15.3	19.4	19.0	21.1	23.0
판매관리비	**4.2**	**4.3**	**5.2**	**7.0**	**8.4**
영업이익	**1.2**	**3.7**	**4.4**	**7.0**	**10.7**
증감률 (%)	(64.3)	211.5	17.0	60.9	52.8
영업이익률 (%)	3.4	9.0	8.7	10.6	12.9
영업외손익	(1.8)	(10.0)	(1.3)	(1.4)	(1.6)
금융손익	(1.9)	(10.0)	(1.4)	(1.5)	(1.7)
기타영업외손익	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
종속 및 관계기업관련손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
세전계속사업이익	**(0.6)**	**(6.2)**	**3.0**	**5.6**	**9.2**
법인세비용	(0.2)	(0.2)	(0.1)	0.2	0.8
계속사업이익	(0.4)	(6.1)	3.1	5.4	8.4
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	**(0.4)**	**(6.1)**	**3.1**	**5.4**	**8.4**
증감률 (%)	적전	적지	흑전	73.0	55.5
순이익률 (%)	(1.2)	(14.6)	6.2	8.1	10.0
(지배주주)당기순이익	(0.4)	(6.1)	3.1	5.4	8.4
(비지배주주)당기순이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
총포괄이익	(0.3)	(6.2)	3.1	5.4	8.4
(지배주주)총포괄이익	(0.3)	(6.2)	3.1	5.4	8.4
(비지배주주)총포괄이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
EBITDA	**2.9**	**6.1**	**8.9**	**11.7**	**15.4**
증감률 (%)	(40.5)	108.4	46.1	30.8	31.7
EBITDA 이익률 (%)	8.3	14.8	17.8	17.6	18.5

현금흐름표

12월 결산 (십억원)	2022	2023	2024F	2025F	2026F
영업활동으로인한현금흐름	**(1.5)**	**2.5**	**2.9**	**1.2**	**3.7**
당기순이익	(0.4)	(6.1)	3.1	5.4	8.4
유형자산상각비	1.7	2.4	4.6	4.7	4.7
무형자산상각비	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
외화환산손실(이익)	0.1	0.1	0.0	0.0	0.0
자산처분손실(이익)	0.0	(0.0)	(0.0)	(0.0)	(0.0)
지분법, 종속, 관계기업손실(이익)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
운전자본변동	(3.9)	(2.4)	(4.8)	(8.8)	(9.3)
(법인세납부)	(0.4)	0.0	0.1	(0.2)	(0.8)
기타	1.4	8.5	(0.1)	0.1	0.7
투자활동으로인한현금흐름	**(5.0)**	**(5.8)**	**(5.8)**	**(5.3)**	**(4.7)**
유형자산의증가(CAPEX)	(5.1)	(5.5)	(5.8)	(5.2)	(4.6)
유형자산의감소	0.2	0.0	0.0	0.0	0.0
무형자산의감소(증가)	0.0	(0.1)	0.0	0.0	0.0
투자자산의감소(증가)	(0.0)	(0.0)	(0.0)	(0.1)	(0.1)
기타	(0.1)	(0.2)	0.0	0.0	(0.0)
FCF	(6.1)	(1.6)	(2.0)	(3.5)	(0.4)
재무활동으로인한현금흐름	**8.9**	**1.3**	**(0.9)**	**6.3**	**0.1**
차입금의 증가(감소)	9.0	(3.3)	(0.9)	6.3	0.1
자기주식의처분(취득)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
배당금	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타	(0.1)	4.6	0.0	0.0	0.0
기타현금흐름	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
연결범위변동으로인한현금의증가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
환율변동효과	(0.0)	(0.1)	0.0	0.0	0.0
현금의증가(감소)	**2.4**	**(2.0)**	**(3.8)**	**2.2**	**(0.9)**
기초현금	4.9	7.3	5.3	1.5	3.7
기말현금	7.3	5.3	1.5	3.7	2.8

자료: 회사 자료, 신한투자증권

주요 투자지표

12월 결산	2022	2023	2024F	2025F	2026F
EPS (당기순이익, 원)	(47)	(661)	290	453	704
EPS (지배순이익, 원)	(47)	(661)	290	453	704
BPS (자본총계, 원)	736	3,216	2,814	3,267	3,971
BPS (지배지분, 원)	736	3,216	2,814	3,267	3,971
DPS (원)	0	0	0	0	0
PER (당기순이익, 배)	0.0	0.0	57.9	37.1	23.9
PER (지배순이익, 배)	0.0	0.0	57.9	37.1	23.9
PBR (자본총계, 배)	0.0	0.0	6.0	5.1	4.2
PBR (지배지분, 배)	0.0	0.0	6.0	5.1	4.2
EV/EBITDA (배)	16.0	4.9	26.1	20.3	15.5
배당성향 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
배당수익률 (%)	N/A	N/A	0.0	0.0	0.0
수익성					
EBITTDA 이익률 (%)	8.3	14.8	17.8	17.6	18.5
영업이익률 (%)	3.4	9.0	8.7	10.6	12.9
순이익률 (%)	(1.2)	(14.6)	6.2	8.1	10.0
ROA (%)	(0.7)	(7.9)	3.5	5.3	7.0
ROE (지배순이익, %)	(6.3)	(32.7)	9.7	14.9	19.4
ROIC (%)	1.2	5.6	6.9	9.3	11.8
안정성					
부채비율 (%)	942.3	180.4	173.1	184.8	169.2
순차입금비율 (%)	708.3	98.9	98.5	95.1	80.3
현금비율 (%)	16.1	13.6	3.4	6.8	4.6
이자보상배율 (배)	0.7	1.9	2.9	4.3	6.1
활동성					
순운전자본회전율 (회)	1.7	1.7	1.8	1.9	1.9
재고자산회수기간 (일)	205.0	249.7	276.1	265.4	271.4
매출채권회수기간 (일)	66.6	54.8	49.4	47.5	48.5

자료: 회사 자료, 신한투자증권

인텔리안테크 (189300)

원웹을 기다리며

2024년 10월 16일

✓ 투자판단	매수 (유지)	✓ 목표주가	72,000 원 (하향)
✓ 상승여력	30.4%	✓ 현재주가 (10월 14일)	55,200 원

[우주]

명지운 선임연구원

✉ jiunmyoung@shinhan.com

신한생각 전방 산업 확장 임박

2분기 원웹(Eutelsat Oneweb) 평판 안테나, A사 게이트웨이 안테나 초도 물량 납품 시작. 원웹 전세계 위성 통신 서비스의 공식 개시 시점이 관건. 원웹은 올해 중반 서비스 시작 계획이었으나 지연되어 올해말, 내년초 예상. 전세계 각지에서 서비스 테스트 및 협업중. 이미 인텔셋(Intelsat)과 6년 계약(2.5억달러)을 했고, 소프트뱅크(SoftBank)와 파트너쉽을 맺었음. 그 외 많은 DP(Distribution Partner)와 손을 잡음. 원웹의 훌륭한 BTB 영업력을 감안하여 내년에는 저궤도 위성 안테나 매출 2배 이상 성장 추정

게이트웨이 안테나는 위성 통신을 위한 인프라(지상국) 구축에 필요. 동사는 올해 2번의 수주(합산 1,247억원) 달성. 향후 1~2년 동안 안정적으로 실적에 기여

위성 통신 시장 개화로 R&D 투자 결실

2025년 매출액 4,106원(YoY +51%), 영업이익 269원(YoY 흑전) 전망. 지상용 안테나 부문 실적 향상 두드러짐. 원웹이 글로벌 서비스를 시작하면서 저궤도 위성 통신 안테나 매출 대폭 증가. 전체 매출의 약 13%(2023년 기준)에 달하는 연구개발 투자가 드디어 결실을 맺을 때. 올해 게이트웨이 안테나 수주분 중 1,000억원 이상이 2025년 매출로 시현 예정. 매출 성장에 따른 영업 레버리지 및 연구 인력 효율화로 수익성도 개선

Valuation&Risk

투자의견 '매수' 유지. 목표주가를 72,000원으로 하향(-1%). 실적 추정치를 조금 낮춘 영향. 원웹 서비스 개시 지연을 반영해서 매출을 이연. 원웹의 서비스 시작 및 시장 침투 속도에 따라 다시 상향할 수 있음. 리스크는 고객사 원웹, A사의 사업 부진 및 해상 부문 매출 불안정

12월 결산	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	지배순이익 (십억원)	PER (배)	ROE (%)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	DY (%)
2022	239.5	15.3	16.0	39.0	9.4	3.5	24.9	0.1
2023	305.0	10.7	5.5	131.8	2.4	2.8	26.2	0.1
2024F	272.2	(6.1)	(2.0)	-	-	2.2	40.7	0.2
2025F	410.6	26.9	21.5	27.2	7.8	2.0	12.6	0.2
2026F	486.2	34.7	29.2	20.1	9.7	1.9	10.5	0.2

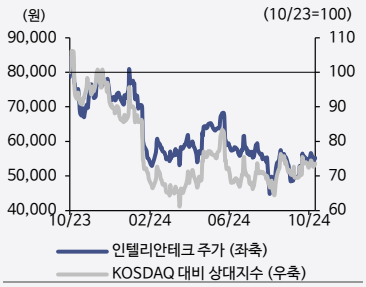
자료: 회사 자료, 신한투자증권

Revision	
실적추정치	하향
Valuation	유지

시가총액	585.0 십억원
발행주식수(유동비율)	10.7 백만주(72.9%)
52주 최고가/최저가	81,000 원/44,900 원
일평균 거래액 (60일)	3,567 백만원
외국인 지분율	10.7%
주요주주 (%)	
성상엽 외 6 인	23.1

수익률 (%)	1M	3M	12M	YTD
절대	8.6	(1.8)	(29.5)	(27.4)
상대	(0.1)	8.6	(25.3)	(17.3)

주가

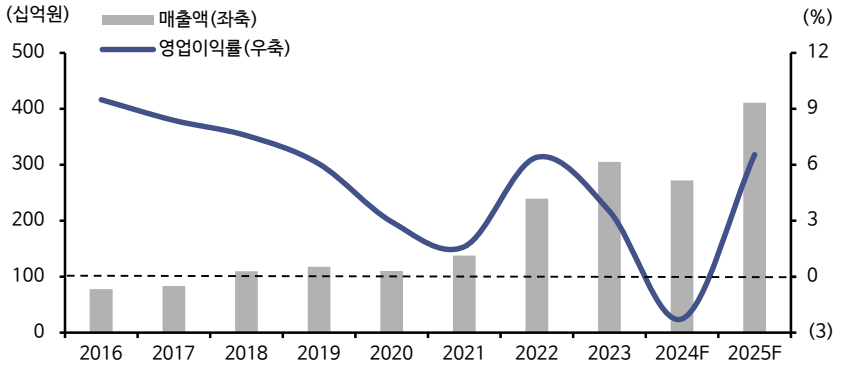


인텔리안테크 영업실적 추이 및 전망

(십억원, %)		1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24F	4Q24F	2021	2022	2023	2024F	2025F
매출액	전체	64.4	87.6	66.8	86.3	46.7	71.7	74.1	79.7	138.0	239.5	305.0	272.2	410.6
	해상용	38.6	46.1	32.1	29.7	34.3	42.0	38.7	43.4	123.0	219.1	201.0	158.3	174.1
	지상용	11.2	23.0	23.0	38.9	9.5	26.6	32.4	33.3	12.4	15.0	96.2	100.2	224.4
	기타	1.0	2.0	2.8	2.0	2.9	3.1	3.0	3.0	2.5	5.3	7.8	12.1	12.1
매출총이익		24.9	38.3	25.1	34.0	17.5	30.3	31.4	33.9	57.3	102.0	122.4	113.1	178.3
판관비		24.1	30.6	26.7	30.3	24.1	30.6	26.7	30.3	55.1	86.7	111.7	119.2	151.4
영업이익		0.8	7.8	(1.6)	3.8	(9.3)	0.9	1.1	1.2	2.2	15.3	10.7	(6.1)	26.9
세전이익		1.9	6.3	0.2	(1.2)	(4.0)	3.0	1.5	(1.3)	6.6	16.8	7.2	(0.8)	25.3
순이익		1.0	5.7	0.5	(1.7)	(4.9)	2.7	1.3	(1.1)	6.0	16.0	5.5	(2.0)	21.5
매출액	YoY	49.7	53.7	17.1	4.7	(27.5)	(18.1)	11.0	(7.6)	25.3	73.5	27.4	(10.8)	50.8
증가율	QoQ	(21.9)	36.0	(23.8)	29.2	(45.9)	53.5	3.4	7.5	-	-	-	-	-
영업이익	YoY	(50.2)	87.3	적전	(56.4)	적전	(88.3)	(167.2)	(66.9)	(31.3)	588.0	(30.1)	적전	흑전
증가율	QoQ	(91.0)	900.2	적전	흑전	적전	흑전	16.4	17.3	-	-	-	-	-
매출총이익률		38.7	43.8	37.6	39.4	37.5	42.2	42.4	42.5	41.5	42.6	40.1	41.6	43.4
판관비율		37.5	34.9	40.0	35.1	57.5	41.0	41.0	41.0	39.9	36.2	36.6	43.8	36.9
영업이익률		1.2	8.9	(2.4)	4.4	(20.0)	1.3	1.4	1.6	1.6	6.4	3.5	(2.3)	6.6
세전이익률		3.0	7.2	0.3	(1.4)	(8.7)	4.1	2.1	(1.6)	4.8	7.0	2.3	(0.3)	6.2
순이익률		1.6	6.5	0.8	(1.9)	(10.4)	3.7	1.8	(1.4)	4.3	6.7	1.8	(0.7)	5.2

자료: 회사 자료, 신한투자증권 추정
주: 해상용 - VSAT(GEO/MEO/LEO), FBB, TVRO, 지상용 - VSAT(MEO/LEO), 게이트웨이

인텔리안테크 매출액, 영업이익률 추이 및 전망



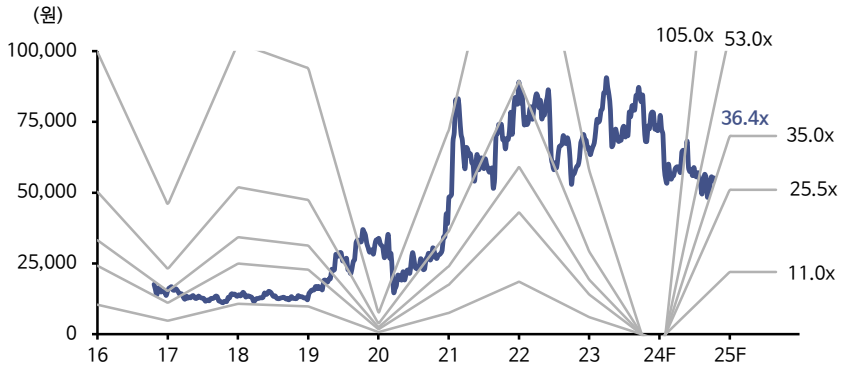
자료: 회사 자료, 신한투자증권 추정

인텔리안테크 PER Valuation – 목표주가 72,000원

목표주가 (원)	72,000	글로벌 위성 사업자 Intuitive Machines, SES, Viasat, Iridium Communications, 2025년 평균 PER
Target PER (배)	35.0	
현재주가 (원)	55,200	* 투자 포인트 1) 저궤도 평판, 게이트웨이 안테나 매출 성장 2) 보급형 시장 타켓으로 양산 기술력, 탄탄한 고객사 네트워크
상승여력 (%)	30.4	
2025년 선행 EPS (원)	2,001	

자료: 신한투자증권 추정

인텔리안테크 12개월 선행 PER 밴드 추이 및 전망



자료: QuantiWise, 신한투자증권 추정

인텔리안테크 고객사

고객군	회사
통신사	Eutelsat, OneWeb, Inmarsat, Marlink, SES, Telesat, Singtel, Speedcast
해운사/크루즈선사	Carnival, MSC, CMA CGM, K-Line, Princess Cruises
정부 기관	한국 해양경찰청, 미 육군

자료: 회사 자료, 신한투자증권

저궤도 위성통신 사업자

사업자	발사 위성(개)	서비스 출시	주 영업 형태	인텔리안테크 고객사 여부
Space X	약 7,000	2022	BTC	-
Oneweb	640	2024 (예정)	BTB	LEO 안테나 개발/공급 계약
Globalstar	97	2022	BTB	-
Amazon	2 (시제품)	2024말(예정)	BTC	게이트웨이 안테나(추정)
Globalstar	97	2022	BTB	-

자료: 각 사 자료, 언론보도 취합, 신한투자증권 추정
주: 위성 수는 발사 기준

재무상태표

12월 결산 (십억원)	2022	2023	2024F	2025F	2026F
자산총계	**370.4**	**453.7**	**479.9**	**511.1**	**548.5**
유동자산	214.3	283.3	286.2	329.4	377.0
현금및현금성자산	24.4	55.9	28.5	49.5	81.9
매출채권	61.7	65.9	67.4	74.3	79.1
재고자산	107.3	82.7	99.1	109.3	116.3
비유동자산	156.1	170.4	193.7	181.8	171.6
유형자산	101.6	113.5	112.6	102.0	93.1
무형자산	19.7	27.0	37.8	36.3	35.0
투자자산	18.7	15.6	30.1	30.2	30.2
기타금융업자산	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
부채총계	**191.7**	**178.7**	**213.4**	**224.2**	**234.6**
유동부채	134.7	101.7	128.8	138.2	145.0
단기차입금	63.6	50.6	59.4	59.4	59.4
매입채무	33.8	16.6	37.2	43.0	47.1
유동성장기부채	7.1	13.5	8.4	8.4	8.4
비유동부채	57.0	76.9	84.6	86.0	89.5
사채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금(장기금융부채 포함)	42.7	59.6	67.6	67.6	67.6
기타금융업부채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	**178.7**	**275.0**	**266.5**	**287.0**	**314.0**
자본금	4.6	5.4	5.4	5.4	5.4
자본잉여금	120.4	209.8	210.2	210.2	210.2
기타자본	(2.3)	(1.1)	(4.7)	(4.7)	(4.7)
기타포괄이익누계액	(0.7)	(0.3)	0.2	0.2	0.2
이익잉여금	56.7	61.3	55.4	75.8	102.9
지배주주지분	**178.7**	**275.0**	**266.5**	**287.0**	**314.0**
비지배주주지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
*총차입금	114.2	123.7	135.4	135.4	135.4
*순차입금(순현금)	82.4	0.2	29.4	4.4	(30.6)

포괄손익계산서

12월 결산 (십억원)	2022	2023	2024F	2025F	2026F
매출액	**239.5**	**305.0**	**272.2**	**410.6**	**486.2**
증감률 (%)	73.5	27.4	(10.8)	50.8	18.4
매출원가	**137.5**	**182.7**	**159.1**	**232.3**	**272.2**
매출총이익	**102.0**	**122.4**	**113.1**	**178.3**	**214.0**
매출총이익률 (%)	42.6	40.1	41.6	43.4	44.0
판매관리비	**86.7**	**111.7**	**119.3**	**151.4**	**179.3**
영업이익	**15.3**	**10.7**	**(6.1)**	**26.9**	**34.7**
증감률 (%)	588.0	(30.1)	적전	흑전	29.1
영업이익률 (%)	6.4	3.5	(2.3)	6.6	7.1
영업외손익	1.5	(3.6)	5.3	(1.6)	(0.4)
금융손익	(3.1)	(2.6)	(1.5)	(1.6)	(0.4)
기타영업외손익	4.5	(0.9)	6.8	0.0	0.0
종속 및 관계기업관련손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
세전계속사업이익	**16.8**	**7.2**	**(0.8)**	**25.3**	**34.3**
법인세비용	0.8	1.6	1.2	3.8	5.1
계속사업이익	16.0	5.5	(2.0)	21.5	29.2
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	**16.0**	**5.5**	**(2.0)**	**21.5**	**29.2**
증감률 (%)	167.5	(65.5)	적전	흑전	35.8
순이익률 (%)	6.7	1.8	(0.7)	5.2	6.0
(지배주주)당기순이익	16.0	5.5	(2.0)	21.5	29.2
(비지배주주)당기순이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
총포괄이익	16.5	5.8	(3.2)	21.5	29.2
(지배주주)총포괄이익	16.5	5.8	(3.2)	21.5	29.2
(비지배주주)총포괄이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
EBITDA	**28.4**	**29.7**	**15.1**	**46.9**	**53.0**
증감률 (%)	120.5	4.6	(49.3)	210.9	12.9
EBITDA 이익률 (%)	11.9	9.8	5.5	11.4	10.9

현금흐름표

12월 결산 (십억원)	2022	2023	2024F	2025F	2026F
영업활동으로인한현금흐름	**(26.1)**	**29.8**	**18.9**	**34.0**	**45.0**
당기순이익	16.0	5.5	(2.0)	21.5	29.2
유형자산상각비	8.9	14.3	16.1	14.5	12.9
무형자산상각비	4.2	4.7	5.2	5.5	5.3
외화환산손실(이익)	4.8	1.9	(3.7)	0.0	0.0
자산처분손실(이익)	0.0	0.0	(0.5)	0.0	0.0
지분법, 종속, 관계기업손실(이익)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
운전자본변동	(70.3)	(5.9)	(2.0)	(7.5)	(2.4)
(법인세납부)	(0.5)	(2.5)	(1.1)	(3.8)	(5.1)
기타	10.8	11.8	6.9	3.8	5.1
투자활동으로인한현금흐름	**(27.6)**	**(87.6)**	**(47.7)**	**(12.0)**	**(10.7)**
유형자산의증가(CAPEX)	(37.7)	(16.6)	(8.7)	(4.0)	(4.0)
유형자산의감소	0.1	0.0	1.2	0.0	0.0
무형자산의감소(증가)	(6.9)	(13.7)	(16.0)	(4.0)	(4.0)
투자자산의감소(증가)	0.0	0.0	(0.0)	(0.1)	(0.0)
기타	16.9	(57.3)	(24.2)	(3.9)	(2.7)
FCF	(67.8)	7.7	0.8	30.1	38.0
재무활동으로인한현금흐름	**55.9**	**89.0**	**0.4**	**(1.0)**	**(2.1)**
차입금의 증가(감소)	58.6	3.1	7.5	0.0	0.0
자기주식의처분(취득)	0.6	0.0	(3.9)	0.0	0.0
배당금	(0.9)	(0.9)	(1.1)	(1.0)	(2.1)
기타	(2.4)	86.8	(2.1)	0.0	0.0
기타현금흐름	0.0	0.0	0.2	0.1	0.1
연결범위변동으로인한현금의증가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
환율변동효과	(0.3)	0.3	0.9	0.0	0.0
현금의증가(감소)	**1.9**	**31.5**	**(27.4)**	**21.0**	**32.4**
기초현금	22.5	24.4	55.9	28.6	49.6
기말현금	24.4	55.9	28.6	49.6	82.0

자료: 회사 자료, 신한투자증권

주요 투자지표

12월 결산	2022	2023	2024F	2025F	2026F
EPS (당기순이익, 원)	1,689	550	(186)	2,001	2,716
EPS (지배순이익, 원)	1,689	550	(186)	2,001	2,716
BPS (자본총계, 원)	18,829	25,624	24,832	26,736	29,258
BPS (지배지분, 원)	18,829	25,624	24,832	26,736	29,258
DPS (원)	97	100	100	100	100
PER (당기순이익, 배)	39.0	131.8	(292.3)	27.2	20.1
PER (지배순이익, 배)	39.0	131.8	(292.3)	27.2	20.1
PBR (자본총계, 배)	3.5	2.8	2.2	2.0	1.9
PBR (지배지분, 배)	3.5	2.8	2.2	2.0	1.9
EV/EBITDA (배)	24.9	26.2	40.7	12.6	10.5
배당성향 (%)	5.6	19.0	(52.1)	4.9	3.6
배당수익률 (%)	0.1	0.1	0.2	0.2	0.2
수익성					
EBITTDA 이익률 (%)	11.9	9.8	5.5	11.4	10.9
영업이익률 (%)	6.4	3.5	(2.3)	6.6	7.1
순이익률 (%)	6.7	1.8	(0.7)	5.2	6.0
ROA (%)	5.1	1.3	(0.4)	4.3	5.5
ROE (지배순이익, %)	9.4	2.4	(0.7)	7.8	9.7
ROIC (%)	7.1	3.7	(5.6)	8.6	11.2
안정성					
부채비율 (%)	107.3	65.0	80.1	78.1	74.7
순차입금비율 (%)	46.1	0.1	11.0	1.5	(9.8)
현금비율 (%)	18.1	55.0	22.1	35.8	56.5
이자보상배율 (배)	9.9	1.8	(1.0)	4.4	5.7
활동성					
순운전자본회전율 (회)	2.7	2.5	2.3	3.3	3.7
재고자산회수기간 (일)	117.7	113.6	121.9	92.6	84.7
매출채권회수기간 (일)	79.9	76.3	89.4	63.0	57.6

자료: 회사 자료, 신한투자증권

한화시스템 (272210)

우주에 가장 가까운 방산주

2024년 10월 16일

✓ 투자판단	매수 (유지)	✓ 목표주가	25,000 원 (유지)
✓ 상승여력	39.7%	✓ 현재주가 (10월 14일)	17,900 원

신한생각 방산 중심의 국내 우주산업에서 핵심적 위치

방산업체로는 세트업체의 후속 지원에 가깝지만 국내 우주산업에서는 핵심적 위치. 위성 탑재체를 시작으로 위성통신, 안테나, 위성 제작 등 다양한 분야로 확장. '25년 국내 위성 발주 증가가 전환점이 될 것으로 판단

방산과 우주, 현재와 미래를 모두 가진 업체

한화시스템은 위성용 전자광학(EO) 및 적외선 센서와 고성능 영상레이다(SAR) 탑재체의 동시 공급이 가능한 국내 유일의 업체. 국내 최초 독자 군정찰위성 425사업의 SAR위성 탑재체를 공급, '25년 425 2차사업이 진행 예정. 다부처초소형 SAR위성의 복수개발이 진행 중이며 '25년 양산업체를 결정할 예정. 장기적으로 SAR위성의 수출에도 접근, 숏리스트 선정 기대

통신위성 관련 '23년말 원웹과 저궤도 위성통신 서비스 유통계약을 체결, 정부의 국경 간 공급 협정 승인을 위한 수순. 원웹은 세계 3대 위성통신 기업인 유텔셋(프)과 합병, 유텔셋 원웹은 634기의 통신위성을 발사. 알래스카, 캐나다 지역을 시작으로 서비스 론칭. 한화시스템은 주요 파트너로 중장기 위성의 직접 발사도 계획, UAM, 저궤도 위성 연계를 기대

이외 제주도에 위성 개발, 제조 시설을 구축. 위성을 월 4~8기 생산할 수 있는 시설, 제주도는 지리적 입지상 위성 발사에 용의. 민간 주도 위성 개발, 제조의 첨병 역할을 할 것으로 기대. 확장되는 우주 밸류체인 내재화

Valuation & Risk

매수 투자의견과 목표주가 2.5만원을 유지. 목표주가는 '19~21년 평균 PBR을 10% 할증, '25년 추정 BPS를 적용. 방산과 우주사업의 성장을 반영. 우주는 장기사업으로 단기실적에 미치는 영향이 적은 점을 유념

12월 결산	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	지배순이익 (십억원)	PER (배)	ROE (%)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	DY (%)
2022	2,188.0	39.1	(76.6)	-	-	1.0	6.8	2.4
2023	2,453.1	92.9	349.2	9.4	16.9	1.5	14.5	1.6
2024F	2,803.2	191.6	148.1	22.7	6.8	1.5	12.3	0.7
2025F	3,130.9	220.8	195.1	17.2	8.4	1.4	11.2	0.9
2026F	3,506.1	278.0	201.6	16.7	8.2	1.3	9.4	0.9

자료: 회사 자료, 신한투자증권

[방위산업]

이동헌 연구위원
✉ ldh@shinhan.com

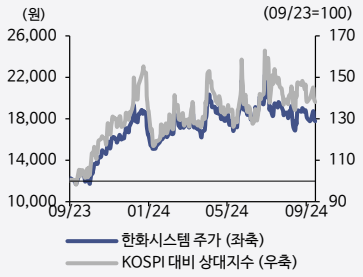
이지한 연구원
✉ leews307@shinhan.com

Revision	
실적추정치	유지
Valuation	유지

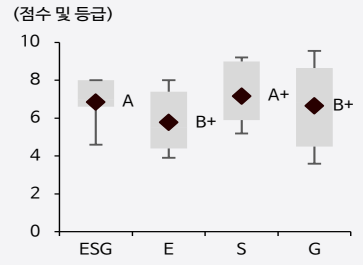
시가총액	3,387.3 십억원
발행주식수(유동비율)	188.9 백만주(35.0%)
52주 최고가/최저가	22,250 원/11,740 원
일평균 거래액 (60일)	49,203 백만원
외국인 지분율	5.2%
주요주주 (%)	
한화에어로스페이스 외 2 인	59.5
국민연금공단	7.2

수익률 (%)	1M	3M	12M	YTD
절대	(0.3)	(5.8)	41.9	(2.1)
상대	(3.2)	4.0	31.2	0.5

주가



ESG 컨센서스



한화시스템 영업실적 추이 및 전망

(십억원, %)		1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24F	4Q24F	2021	2022	2023	2024F	2025F	2026F
수주잔고	방산	5,940	5,794	5,978	7,200	7,050	6,834	7,832	7,714	5,532	5,628	6,788	7,337	7,671	7,960
신규수주	방산	407	450	281	2,528	392	468	1,692	759	2,976	1,737	2,977	2,644	2,708	2,979
매출액	전체	440	611	621	782	544	687	694	877	2,090	2,188	2,453	2,803	3,131	3,506
	방산	292	448	459	617	382	493	521	699	1,514	1,641	1,817	2,095	2,374	2,690
	ICT	147	162	161	165	161	190	174	178	576	547	636	702	757	816
영업이익	전체	12	30	40	11	39	80	45	27	112	39	93	192	221	278
	방산	13	28	34	23	34	61	40	38	93	90	99	172	212	266
	ICT	8	11	12	(4)	12	23	12	(2)	43	4	27	45	33	37
	신사업	(9)	(9)	(6)	(8)	(7)	(4)	(6)	(8)	(24)	(55)	(33)	(25)	(25)	(24)
세전이익	전체	225	109	52	15	59	9	42	40	128	(57)	400	150	236	244
순이익	전체	186	76	43	44	52	28	35	33	98	(77)	349	148	195	202
매출액 증가율	YoY	2.3	19.6	35.1	(0.8)	23.9	12.6	11.9	12.1	27.2	4.7	12.1	14.3	11.7	12.0
	QoQ	(44.3)	38.9	1.7	26.0	(30.4)	26.3	1.0	26.3	-	-	-	-	-	-
영업이익 증가율	YoY	(19.1)	82.3	356.3	흑전	219.2	167.0	14.1	147.7	20.6	(78.6)	287.0	106.3	15.2	25.9
	QoQ	흑전	143.1	32.8	(72.4)	257.9	103.3	(43.3)	(40.0)	-	-	-	-	-	-
영업이익률	전체	2.8	4.9	6.4	1.4	7.2	11.6	6.5	3.1	5.4	1.1	3.8	6.8	7.1	7.9
	방산	4.5	6.3	7.4	3.8	8.9	12.3	7.6	5.4	6.1	5.5	5.4	8.2	9.0	9.9
	ICT	5.2	6.8	7.6	(2.2)	7.5	12.2	6.8	(1.3)	7.5	0.7	4.3	6.4	4.4	4.5
세전이익률	전체	51.1	17.8	8.3	2.0	10.9	1.2	6.1	4.5	6.1	(2.6)	16.3	5.4	7.5	7.0
순이익률	전체	42.4	12.5	6.9	5.6	9.5	4.1	5.0	3.8	4.7	(3.5)	14.2	5.3	6.2	5.7

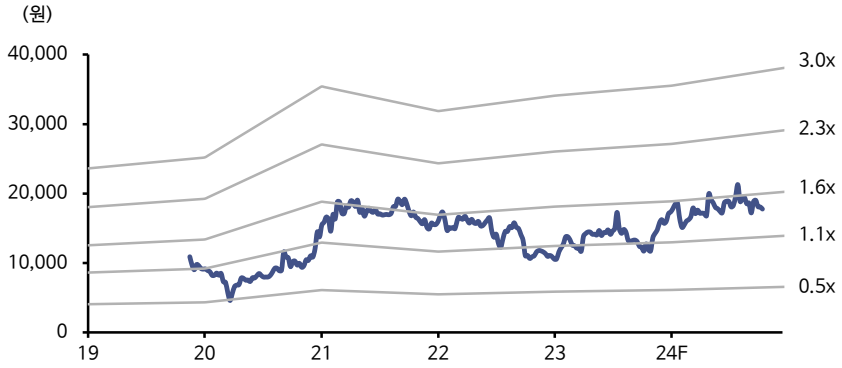
자료: 회사 자료, 신한투자증권 추정

한화시스템 PBR Valuation – 목표주가 25,000원 유지

	Valuation	비고
목표주가 (원)	25,000	유지
Target PBR (배)	1.97	- 2019~21년 평균 PBR 1.79배를 10% 할증(기존과 동일) : 방산 성장과 신성장 산업의 조화를 반영
현재주가 (원)	17,900	시가총액 33,873억원, 목표 시가총액 46,352억원
상승여력 (%)	39.7	투자의견 매수 유지
BPS (원)	12,685	- '25년 추정 BPS 적용, 기존 12,588원, 변동폭 미미 : 방산 수출 확대와 우주사업 성장을 반영

자료: 회사 자료, 신한투자증권 추정

한화시스템 12개월 선행 PBR 밴드 추이 및 전망

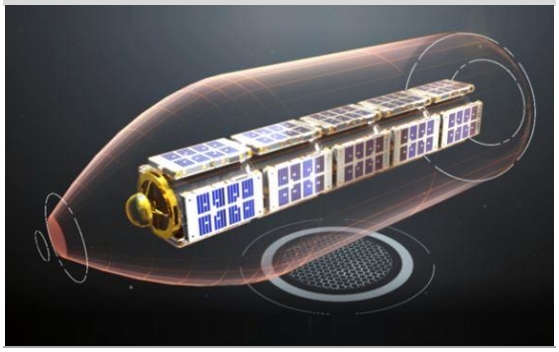


자료: QuantiWise, 회사 자료, 신한투자증권 추정

기존 위성과 초소형 SAR 위성 비교

자료: 회사 자료, 신한투자증권

초소형 SAR 위성 발사체 탑재 구조



자료: 회사 자료, 신한투자증권

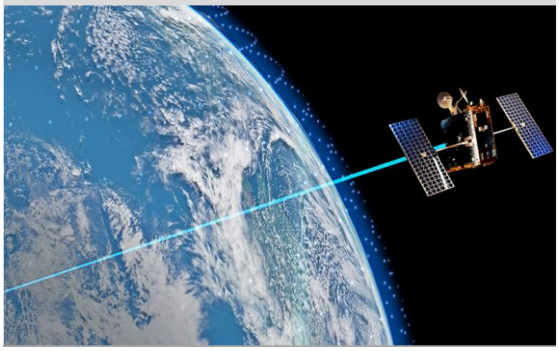
제주한화우주센터 조감도

자료: 회사 자료, 언론 보도, 신한투자증권

제주한화우주센터 기공식

자료: 회사 자료, 언론 보도, 신한투자증권

한화시스템-원웹 저궤도 위성통신 네트워크



자료: 회사 자료, 언론 보도, 신한투자증권

원웹 위성 발사 로켓 개념도

자료: 원웹, 언론 보도, 신한투자증권

방산업체 Global Peer Valuation 요약 비교

국가	회사 이름	시가총액	주가상승률 (%)		PER (배)		PBR (배)		EV/EBITDA (배)		ROE (%)		EPS성장률 (%)	
		(조원)	1M	YTD	24F	25F	24F	25F	24F	25F	24F	25F	24F	25F
한국	한화에어로스페이스	16.6	21.5	183.0	28.5	19.5	4.3	3.6	14.8	12.4	15.6	19.6	(28.5)	48.1
	한국항공우주	5.3	5.7	7.8	23.2	18.0	3.0	2.6	13.5	10.9	13.3	15.3	0.7	28.8
	현대로템	6.6	23.0	128.6	18.8	13.9	3.3	2.7	14.0	10.1	19.2	20.9	119.1	35.3
	한화시스템	3.4	4.4	3.5	23.0	18.0	1.5	1.4	11.2	9.9	6.6	7.8	(56.9)	24.2
	LIG넥스원	5.4	39.7	87.4	25.1	21.0	4.4	3.8	17.3	14.5	19.1	19.8	22.7	20.7
	평균				23.7	18.1	3.3	2.8	14.2	11.6	14.7	16.7	11.4	31.4
미국	RAYTHEON	224.3	5.6	48.6	22.7	20.4	2.8	2.7	16.1	14.7	11.1	12.2	132.1	10.7
	LOCKHEED MARTIN	194.6	6.9	33.6	22.8	21.3	23.9	21.4	16.4	15.7	98.0	103.9	(8.7)	4.9
	NORTHROP GRUMMAN	105.3	3.7	14.1	21.2	19.2	5.4	5.0	15.8	14.6	24.9	26.1	80.7	7.8
	GENERAL DYNAMICS	110.2	1.5	14.5	20.7	18.1	3.6	3.4	15.1	13.7	18.3	19.8	19.8	12.7
	평균				21.9	19.7	8.9	8.1	15.8	14.7	38.1	40.5	56.0	9.0
유럽	SAFRAN	128.6	5.5	27.3	28.8	23.9	6.5	5.6	16.0	13.8	23.0	24.8	(13.3)	20.9
	BAE SYSTEMS	69.0	(0.2)	16.3	19.0	16.8	3.4	3.1	12.5	11.4	18.5	19.1	10.0	10.8
	THALES	46.2	2.3	10.6	17.3	15.3	4.0	3.6	11.5	10.4	24.5	24.1	70.3	12.3
	RHEINMETALL	32.6	0.1	75.8	23.2	16.9	5.6	4.5	12.9	10.0	25.4	28.3	75.8	39.1
	LEONARDO-FINMECCANICA	18.0	3.1	40.7	13.3	12.1	1.4	1.3	8.3	7.5	11.0	11.2	40.0	10.1
	평균				20.3	17.0	4.2	3.6	12.2	10.6	20.5	21.5	36.6	18.6
아시아	BHARAT	32.5	(2.3)	50.4	43.3	36.1	10.7	9.1	32.3	27.0	26.4	27.1	56.3	19.0
	ELBIT	12.5	5.0	(2.0)	26.3	22.7	-	-	15.8	14.0	-	-	76.0	18.0
	ASELSAN	10.4	1.3	28.7	19.3	13.8	2.2	1.6	10.8	7.7	11.9	10.0	127.5	45.3
	평균				29.6	24.2	6.4	5.3	19.6	16.3	19.1	18.5	86.6	27.5
	전체 평균				23.3	19.2	5.4	4.7	15.0	12.8	22.9	24.4	42.6	21.7

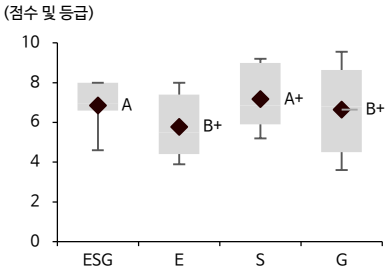
자료: Bloomberg, 신한투자증권

ESG Insight

Analyst Comment

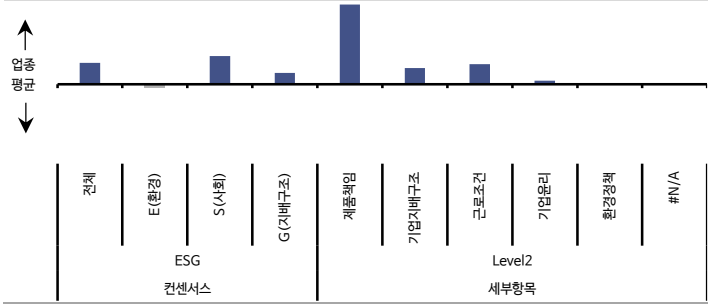
- 환경: 친환경, ICT 첨단 기술을 통해 세상의 이로운 변화에 이바지
- 사회: 인권, 상생협력 및 사회공헌을 통해 지역사회 발전에 공헌
- 지배구조: 견고하고 투명한 지배구조체계 확립

신한 ESG 컨센서스 분포



자료: 신한투자증권

ESG 컨센서스 및 세부 항목별 업종 대비 점수차



자료: 신한투자증권

Key Chart

취약계층 사랑의 김장나눔

자료: 회사 자료, 신한투자증권

제주도 학생들을 위한 우주 체험 콘서트 개최

자료: 회사 자료, 신한투자증권

공정위 2023 공정거래 자율준수 등급평가 'AA' 획득

자료: 회사 자료, 신한투자증권

제대군인 고용 우수기업 인증

자료: 회사 자료, 신한투자증권

재무상태표

12월 결산 (십억원)	2022	2023	2024F	2025F	2026F
자산총계	**3,945.6**	**4,483.2**	**5,344.7**	**5,808.8**	**6,295.9**
유동자산	2,326.8	1,890.1	2,421.7	2,720.0	3,052.2
현금및현금성자산	1,228.2	476.1	247.1	280.0	313.4
매출채권	198.0	200.4	330.7	371.1	416.5
재고자산	373.0	501.1	719.7	807.5	906.4
비유동자산	1,618.8	2,593.1	2,922.9	3,088.8	3,243.8
유형자산	274.4	347.6	377.0	411.0	416.2
무형자산	557.8	558.9	574.0	565.5	557.3
투자자산	591.3	1,480.5	1,625.0	1,765.3	1,923.3
기타금융업자산	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
부채총계	**1,926.7**	**2,329.1**	**3,103.2**	**3,409.4**	**3,754.1**
유동부채	1,618.5	1,951.4	2,422.1	2,692.0	2,995.9
단기차입금	80.0	132.3	180.0	180.0	180.0
매입채무	117.8	163.1	165.3	185.5	208.2
유동성장기부채	0.0	30.0	30.0	30.0	30.0
비유동부채	308.1	377.7	681.1	717.4	758.2
사채	30.0	49.9	299.0	299.0	299.0
장기차입금(장기금융부채 포함)	75.5	89.1	85.2	85.2	85.2
기타금융업부채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	**2,019.0**	**2,154.1**	**2,241.5**	**2,399.4**	**2,541.8**
자본금	944.6	944.6	944.6	944.6	944.6
자본잉여금	1,085.5	1,100.1	845.6	845.6	845.6
기타자본	(34.1)	(34.1)	(34.1)	(34.1)	(34.1)
기타포괄이익누계액	(112.6)	(83.2)	(66.7)	(66.7)	(66.7)
이익잉여금	116.9	212.5	540.6	707.2	858.6
지배주주지분	**2,000.4**	**2,139.8**	**2,229.9**	**2,396.5**	**2,547.9**
비지배주주지분	18.6	14.3	11.6	2.9	(6.1)
*총차입금	214.2	330.4	626.5	630.4	634.9
*순차입금(순현금)	(1,036.7)	(177.9)	225.7	177.9	127.9

포괄손익계산서

12월 결산 (십억원)	2022	2023	2024F	2025F	2026F
매출액	**2,188.0**	**2,453.1**	**2,803.2**	**3,130.9**	**3,506.1**
증감률 (%)	4.7	12.1	14.3	11.7	12.0
매출원가	**1,932.6**	**2,148.8**	**2,403.1**	**2,712.7**	**3,009.6**
매출총이익	**255.4**	**304.3**	**400.1**	**418.2**	**496.5**
매출총이익률 (%)	11.7	12.4	14.3	13.4	14.2
판매관리비	**216.3**	**211.4**	**208.6**	**197.4**	**218.6**
영업이익	**39.1**	**92.9**	**191.6**	**220.8**	**278.0**
증감률 (%)	(65.1)	137.6	106.3	15.2	25.9
영업이익률 (%)	1.8	3.8	6.8	7.1	7.9
영업외손익	(81.1)	320.6	(39.9)	15.2	(34.2)
금융손익	23.1	13.9	4.6	(0.4)	(3.4)
기타영업외손익	(77.5)	336.4	25.0	60.1	17.2
종속 및 관계기업관련손익	(26.7)	(29.8)	(69.5)	(44.4)	(48.1)
세전계속사업이익	**(42.0)**	**413.4**	**151.6**	**236.0**	**243.8**
법인세비용	23.7	57.4	7.9	49.5	51.2
계속사업이익	(65.8)	356.1	143.7	186.4	192.6
중단사업이익	(15.0)	(13.0)	(1.4)	0.0	0.0
당기순이익	**(80.8)**	**343.1**	**142.3**	**186.4**	**192.6**
증감률 (%)	적전	흑전	(58.5)	31.0	3.3
순이익률 (%)	(3.7)	14.0	5.1	6.0	5.5
(지배주주)당기순이익	(76.6)	349.2	148.1	195.1	201.6
(비지배주주)당기순이익	(4.2)	(6.1)	(5.8)	(8.7)	(9.0)
총포괄이익	(197.1)	166.7	158.9	186.4	192.6
(지배주주)총포괄이익	(192.8)	172.9	164.3	194.1	200.6
(비지배주주)총포괄이익	(4.3)	(6.2)	(5.4)	(7.7)	(8.0)
EBITDA	**144.0**	**214.8**	**292.0**	**315.2**	**369.8**
증감률 (%)	(30.7)	49.1	36.0	7.9	17.3
EBITDA 이익률 (%)	6.6	8.8	10.4	10.1	10.5

현금흐름표

12월 결산 (십억원)	2022	2023	2024F	2025F	2026F
영업활동으로인한현금흐름	**268.6**	**83.4**	**112.7**	**374.2**	**395.1**
당기순이익	(80.8)	343.1	142.3	186.4	192.6
유형자산상각비	77.2	98.7	87.0	86.0	83.6
무형자산상각비	27.8	23.2	13.5	8.5	8.2
외화환산손실(이익)	0.6	(0.4)	(6.5)	0.0	0.0
자산처분손실(이익)	0.6	(53.9)	0.6	0.0	0.0
지분법, 종속, 관계기업손실(이익)	27.1	45.6	69.4	44.4	48.1
운전자본변동	104.4	(167.8)	(208.3)	48.9	62.6
(법인세납부)	(24.1)	(27.8)	(36.5)	(49.5)	(51.2)
기타	135.8	(177.3)	51.2	49.5	51.2
투자활동으로인한현금흐름	**(679.4)**	**(863.7)**	**(577.5)**	**(323.5)**	**(316.0)**
유형자산의증가(CAPEX)	(48.3)	(132.3)	(101.3)	(120.0)	(88.8)
유형자산의감소	0.2	0.1	0.1	0.0	0.0
무형자산의감소(증가)	(32.5)	(27.0)	(30.9)	0.0	0.0
투자자산의감소(증가)	(596.7)	(692.0)	(171.5)	(184.8)	(206.1)
기타	(2.1)	(12.5)	(273.9)	(18.7)	(21.1)
FCF	241.4	5.1	(32.6)	165.1	240.9
재무활동으로인한현금흐름	**(2.7)**	**26.7**	**234.1**	**(17.8)**	**(45.7)**
차입금의 증가(감소)	48.9	102.2	300.8	3.9	4.4
자기주식의처분(취득)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
배당금	(29.9)	(46.7)	(52.4)	(21.7)	(50.2)
기타	(21.7)	(28.8)	(14.3)	0.0	0.1
기타현금흐름	(5.1)	0.0	0.0	0.0	0.0
연결범위변동으로인한현금의증가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
환율변동효과	10.0	1.5	1.8	0.0	0.0
현금의증가(감소)	**(408.6)**	**(752.1)**	**(228.9)**	**32.9**	**33.4**
기초현금	1,636.8	1,228.2	476.1	247.1	280.0
기말현금	1,228.2	476.1	247.1	280.0	313.4

자료: 회사 자료, 신한투자증권

주요 투자지표

12월 결산	2022	2023	2024F	2025F	2026F
EPS (당기순이익, 원)	(427)	1,816	753	987	1,019
EPS (지배순이익, 원)	(405)	1,849	784	1,033	1,067
BPS (자본총계, 원)	10,687	11,402	11,865	12,701	13,455
BPS (지배지분, 원)	10,588	11,327	11,803	12,685	13,487
DPS (원)	250	280	116	152	157
PER (당기순이익, 배)	(24.7)	9.6	23.6	18.0	17.4
PER (지배순이익, 배)	(26.0)	9.4	22.7	17.2	16.7
PBR (자본총계, 배)	1.0	1.5	1.5	1.4	1.3
PBR (지배지분, 배)	1.0	1.5	1.5	1.4	1.3
EV/EBITDA (배)	6.8	14.5	12.3	11.2	9.4
배당성향 (%)	(61.1)	15.0	14.7	14.6	14.6
배당수익률 (%)	2.4	1.6	0.7	0.9	0.9
수익성					
EBITTDA 이익률 (%)	6.6	8.8	10.4	10.1	10.5
영업이익률 (%)	1.8	3.8	6.8	7.1	7.9
순이익률 (%)	(3.7)	14.0	5.1	6.0	5.5
ROA (%)	(2.1)	8.1	2.9	3.3	3.2
ROE (지배순이익, %)	(3.6)	16.9	6.8	8.4	8.2
ROIC (%)	11.6	18.2	21.9	21.3	27.0
안정성					
부채비율 (%)	95.4	108.1	138.4	142.1	147.7
순차입금비율 (%)	(51.3)	(8.3)	10.1	7.4	5.0
현금비율 (%)	75.9	24.4	10.2	10.4	10.5
이자보상배율 (배)	6.8	6.5	8.7	9.0	11.3
활동성					
순운전자본회전율 (회)	(6.3)	(6.5)	(11.7)	(22.2)	(22.1)
재고자산회수기간 (일)	65.0	65.0	79.5	89.0	89.2
매출채권회수기간 (일)	31.2	29.6	34.6	40.9	41.0

자료: 회사 자료, 신한투자증권

이노스페이스 (462350)

3월을 기다리며

2024년 10월 16일

✓ 투자판단	Not Rated	✓ 목표주가	-
✓ 상승여력	-	✓ 현재주가 (10월 14일)	20,600 원

[우주]

명지운 선임연구원

✉ jiunmyoung@shinhan.com

신한생각 3월 첫 발사가 전환점

소형 발사체 개발 막바지 단계. 2025년 3월 첫 상업 발사가 전환점. 성공 시, 회사 매출 가이던스 달성 확률 급상승. 추가 수주 기대. 혹시 실패하는 경우에도 한 번의 기회가 더 있음. 7월에 재발사 가능(발사장 확보 완료)

소형 발사체가 니치 마켓을 장악하려면

2025년 가이던스는 매출액 478억원(YoY +2,290%), 영업이익 18억원(YoY 흑전). 2025년 발사 7회 목표. 지난 8월 14일, 발사서비스 수주잔고는 약 1,490만달러(194억원). 이탈리아, 태국의 위성사 계약 포함. 그외 해외 위성사 다수와 협의중. MOU 맺은 UAE 발사장 구축 계약도 기대

작년 3월, 추력 15톤급 1단 하이브리드 발사체 시험 수행. 1단 엔진과 발사 운영 등 검증. 미검증 부분은 추력 높인 1단 엔진(25톤), 2단 엔진, 단/페어링 분리 등. 단/페어링 분리는 항우연의 기술을 이전받아 안정적

경쟁력은 1) 고체 연료 파라핀: 액체 연료 대비 안정적이기 때문에 비방폭 설비 사용하며 원가 하락, 추력 상승 수월 2) 발사장: 공급이 제한적인 발사장을 선제 확보(브라질, 호주, UAE(예정), 한국(예정)), 신속 발사 가능

소형 발사체 업체로서 고객의 니즈에 맞춘 서비스(발사 시점, 궤도 접근성 등) 제공. 그러나 스페이스엑스(SpaceX)의 저렴한 가격(1kg당 Falcon9 6,000달러 vs 한빛 나노 28,000달러)도 고려해야함. 재사용 발사체 기술 확보로 비용을 감축하는 것이 향후 성장의 열쇠

Valuation & Risk

안정적인 발사를 이어나가야 실적의 가시성이 생길 것. 리스크는 연이은 발사 실패로 매출 지연, 스페이스엑스의 약진으로 소형 발사체 수요 부진

12월 결산	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	지배순이익 (십억원)	PER (배)	ROE (%)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	DY (%)
2019	-	-	-	-	-	-	-	-
2020	-	-	-	-	-	-	-	-
2021	-	-	-	-	-	-	-	-
2022	0.3	(25.8)	(48.3)	-	-	-	-	-
2023	0.2	(15.9)	(83.2)	-	-	-	0.8	-

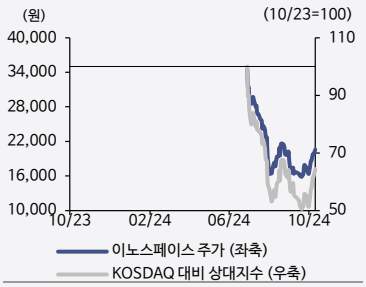
자료: 회사 자료, 신한투자증권

Revision	
실적추정치	-
Valuation	-

시가총액	185.2 십억원
발행주식수(유동비율)	9.4 백만주(68.4)
52 주 최고가/최저가	34,450 원/15,860 원
일평균 거래액 (60 일)	3,323 백만원
외국인 지분율	1.5%
주요주주 (%)	
김수종 외 1 인	21.1
코오롱인베스트먼트 외 4 인	7.0

수익률 (%)	1M	3M	12M	YTD
절대	20.2	(33.5)	-	(42.7)
상대	10.6	(26.5)	-	(34.3)

주가



이노스페이스 연간 실적 추이 및 전망

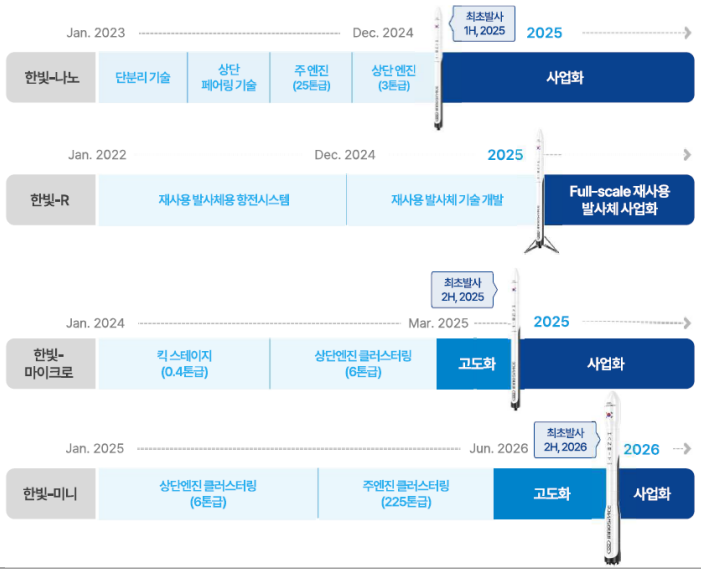
(십억원, %)	2022	2023	2024F	2025F	2026F
매출액	0.3	0.2	2	48	97
YoY	-	(32)	766	2,290	103
영업이익	(24)	(16)	(17)	2	21
YoY	-	적지	적지	흑전	1,078
영업이익률	(7,112)	(6,944)	(865)	4	22

자료: 회사 자료, 신한투자증권

이노스페이스 발사체 라인업

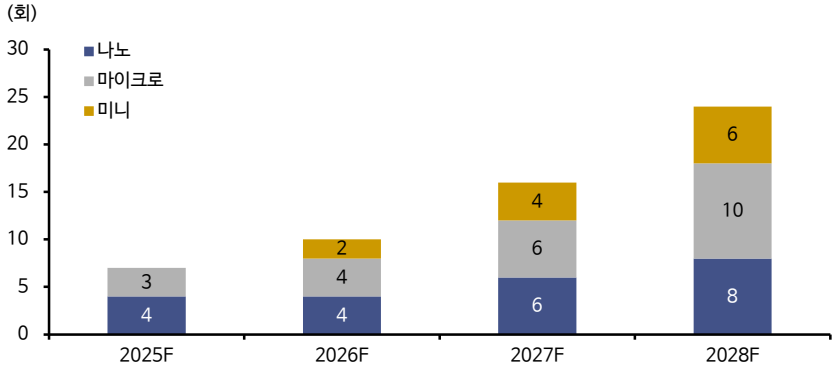
자료: 회사 자료, 신한투자증권 / 주: 브라질 알칸타라 우주센터 발사장 기준 (적도 남위 2°)

이노스페이스 발사체 기술 개발 로드맵



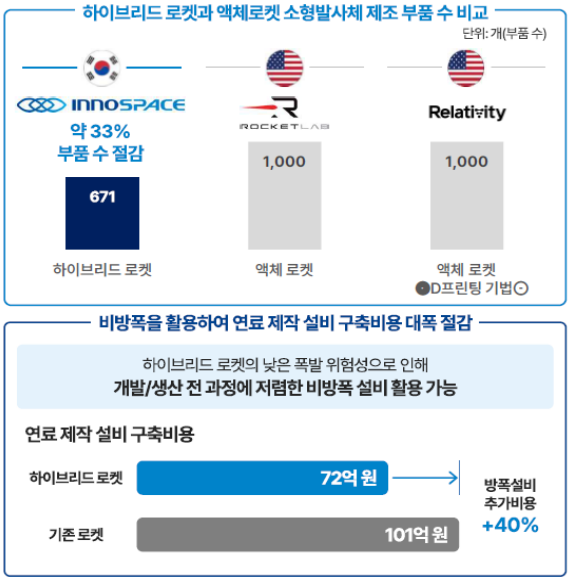
자료: 회사 자료, 신한투자증권

이노스페이스 한빛 발사체 별 발사 목표



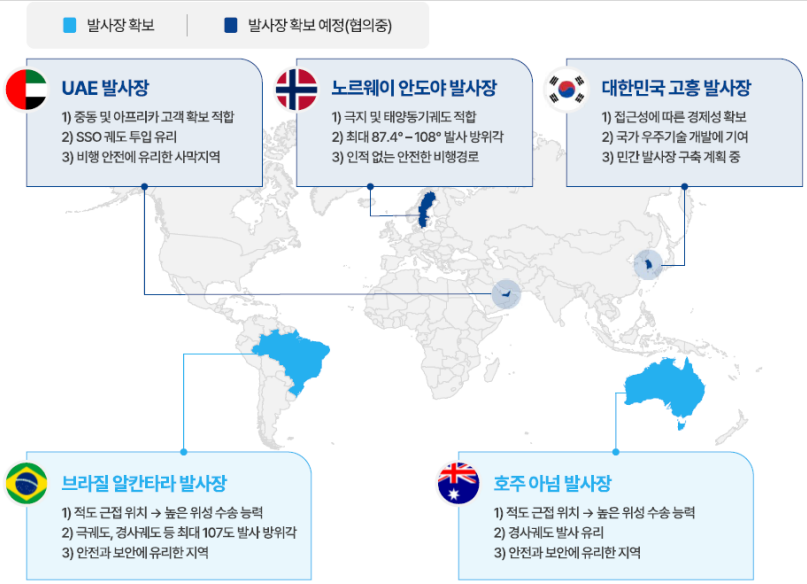
자료: 회사 자료, 신한투자증권

이노스페이스 하이브리드 발사체 원가 경쟁력



자료: 회사 자료, 신한투자증권

이노스페이스 발사장 확보 현황



자료: 회사 자료, 신한투자증권

글로벌 발사체 비교

발사체 분류	높이 (m)	직경 (m)	탑재 중량 (kg, LEO)	판매가 (천달러/kg)	원가 (천달러/kg)	GPM (%)	연료	산화제
영업중								
Falcon heavy	70.0	12.2	63,800	-	-	-	케로신	LOx
Falcon9	70.0	3.7	22,800	6	1.3~2.6	60~80	케로신	LOx
Electron	18.0	1.2	300	26	19	20	케로신	LOx
개발중								
Starship	121.0	9.0	100,000~150,000	-	-	-	메탄	LOx
Neutron	43.0	7.0	13,000	-	-	-	메탄	LOx
한빛 나노	21.7	1.4	~90	28	-	-	파라핀	LOx
한빛 마이크로	22.5	1.4	~170	-	-	-	파라핀/메탄	LOx
한빛 미니	39.6	3.7	~1,300	-	-	-	파라핀/메탄	LOx

자료: 회사 자료, 언론 보도, 신한투자증권

재무상태표

12월 결산 (십억원)	2019	2020	2021	2022	2023
자산총계				**23.5**	**24.0**
유동자산				13.0	13.7
현금및현금성자산				11.8	5.3
매출채권				0.0	0.0
재고자산				0.3	0.6
비유동자산				10.5	10.4
유형자산				9.5	8.6
무형자산				0.5	1.2
투자자산				0.5	0.4
기타금융업자산				0.0	0.0
부채총계				**107.3**	**4.2**
유동부채				62.1	2.3
단기차입금				0.1	0.1
매입채무				0.0	0.0
유동성장기부채				1.2	1.1
비유동부채				45.2	1.9
사채				0.0	0.0
장기차입금(장기금융부채 포함)				44.3	0.3
기타금융업부채				0.0	0.0
자본총계				**(83.8)**	**19.8**
자본금				0.2	8.0
자본잉여금				0.0	178.0
기타자본				0.3	1.4
기타포괄이익누계액				(0.0)	0.0
이익잉여금				(84.3)	(167.6)
지배주주지분				**(83.8)**	**19.8**
비지배주주지분				0.0	0.0
*총차입금				104.4	1.4
*순차입금(순현금)				92.6	(11.1)

포괄손익계산서

12월 결산 (십억원)	2019	2020	2021	2022	2023
매출액				**0.3**	**0.2**
증감률 (%)				N/A	(32.4)
매출원가				**0.2**	**0.2**
매출총이익				**0.2**	**0.1**
매출총이익률 (%)				45.1	33.6
판매관리비				**26.0**	**16.0**
영업이익				**(25.8)**	**(15.9)**
증감률 (%)				-	적지
영업이익률 (%)				(7,546.0)	(6,883.1)
영업외손익				(22.6)	(67.3)
금융손익				(22.5)	(67.3)
기타영업외손익				(0.1)	0.1
종속 및 관계기업관련손익				0.0	0.0
세전계속사업이익				**(48.4)**	**(83.2)**
법인세비용				(0.0)	0.1
계속사업이익				(48.3)	(83.2)
중단사업이익				0.0	0.0
당기순이익				**(48.3)**	**(83.2)**
증감률 (%)				-	적지
순이익률 (%)				(14,127.6)	(35,971.5)
(지배주주)당기순이익				(48.3)	(83.2)
(비지배주주)당기순이익				0.0	0.0
총포괄이익				(48.2)	(83.3)
(지배주주)총포괄이익				(48.2)	(83.3)
(비지배주주)총포괄이익				0.0	0.0
EBITDA				**(24.4)**	**(14.0)**
증감률 (%)				-	적지
EBITDA 이익률 (%)				(7,118.3)	(6,030.8)

현금흐름표

12월 결산 (십억원)	2019	2020	2021	2022	2023
영업활동으로인한현금흐름				**(23.3)**	**(13.3)**
당기순이익				(48.3)	(83.2)
유형자산상각비				1.3	1.8
무형자산상각비				0.1	0.2
외화환산손실(이익)				(0.0)	0.0
자산처분손실(이익)				0.0	0.0
지분법, 종속, 관계기업손실(이익)				0.0	0.0
운전자본변동				0.2	(1.3)
(법인세납부)				(0.0)	(0.1)
기타				23.4	69.3
투자활동으로인한현금흐름				**(3.3)**	**(8.2)**
유형자산의증가(CAPEX)				(3.0)	(0.4)
유형자산의감소				0.0	0.0
무형자산의감소(증가)				(0.1)	(0.7)
투자자산의감소(증가)				0.0	0.0
기타				(0.2)	(7.1)
FCF				-	(15.2)
재무활동으로인한현금흐름				**19.7**	**15.0**
차입금의 증가(감소)				(0.0)	(0.2)
자기주식의처분(취득)				0.0	0.0
배당금				0.0	0.0
기타				19.7	15.2
기타현금흐름				0.0	0.0
연결범위변동으로인한현금의증가				0.0	0.0
환율변동효과				0.0	0.0
현금의증가(감소)				**(7.0)**	**(6.5)**
기초현금				18.8	11.8
기말현금				11.8	5.3

자료: 회사 자료, 신한투자증권

주요 투자지표

12월 결산	2019	2020	2021	2022	2023
EPS (당기순이익, 원)				(7,365)	(10,745)
EPS (지배순이익, 원)				(7,365)	(10,745)
BPS (자본총계, 원)				(11,142)	2,471
BPS (지배지분, 원)				(11,142)	2,471
DPS (원)				-	-
PER (당기순이익, 배)				-	-
PER (지배순이익, 배)				-	-
PBR (자본총계, 배)				-	-
PBR (지배지분, 배)				-	-
EV/EBITDA (배)				(3.8)	0.8
배당성향 (%)				-	-
배당수익률 (%)				-	-
수익성					
EBITTDA 이익률 (%)				(7,118.3)	(6,030.8)
영업이익률 (%)				(7,546.0)	(6,883.1)
순이익률 (%)				(14,127.6)	(35,971.5)
ROA (%)				(205.6)	(350.1)
ROE (지배순이익, %)				57.7	260.2
ROIC (%)				-	(167.4)
안정성					
부채비율 (%)				(128.1)	21.3
순차입금비율 (%)				(110.5)	(55.8)
현금비율 (%)				19.0	227.3
이자보상배율 (배)				(292.7)	(145.6)
활동성					
순운전자본회전율 (회)				(0.5)	(0.7)
재고자산회수기간 (일)				321.7	677.4
매출채권회수기간 (일)				-	-

자료: 회사 자료, 신한투자증권

컨텍 (451760)

우주 밸류체인 다변화의 표본

2024년 10월 16일

✓ 투자판단	Not Rated	✓ 목표주가	-
✓ 상승여력	-	✓ 현재주가 (10월 14일)	10,110원

[우주]
허성규 연구원
✉ sqheo@shinhan.com

신한생각 지상국 엔지니어링부터 GSaaS와 위성 영상 서비스까지

현재 주가는 기대했던 GSaaS 사업의 속도가 더뎌지며 기대감이 하락한 상태에서 10/7 해외 기업 레이돔 공시로 재반응한 상황. 지상국 규모 안테나는 프랑스 Safran사가 시장의 60%를 과점하며 출고에만 1년 이상 소요. 현재 7개 지상국 가동 중으로 파악. 고객사는 컨텍이 보유한 여러 지상국을 동시에 계약하기 때문에 전지구 영역을 커버하는 수준인 최소 12개가 수요가 급증하는 변곡점이 될 것으로 판단. 현재 고객사 위성수 약 100여개 저궤도 위성 위주이며 미국, 유럽 포함 해외 고객사 비중 80% 수준

1) 해외 구축 사업 증가 전망, 2) AP위성 인수의 영향력

약 126억원 규모 해외 지상국 레이돔 구축 사업 공시. 선금 20%인 25억원을 1개월 이내 지급받기 때문에 4Q24 실적에 긍정적 영향. 나머지 80%는 진행률에 따라 분할 지급하는 방식. 북미향 고객사인 것으로 파악되며, 해당 고객사가 보유한 전세계의 여러 지상국에 레이돔을 구축하는 방식. 상장 후 공시 요건 충족 기준 첫 해외기업으로 이번 지상국 엔지니어링 수주를 계기로 향후 유관 고객사의 추가 수주 더 발생할 것으로 전망

AP위성 인수는 위성 탑재체 개발 능력, 통신 위성 진출, 단말기 현금흐름 확보 등 시너지 효과로 작용. 3월 발사한 오름샛(16U, 26kg, 해상도 1.5m 광학 위성)을 테스트로 '26년부터 30기 규모 군집위성 사업 추진 예정. 단기적으로 지상국 운용 보조부터 중장기 관점에서 위성 영상 사업성 기대

Valuation & Risk

별도회사의 경우 약 200억원 내외 여유자금 확보, 3Q24 이후 AP위성 연결재무제표 인식 등으로 재무위험 축소 예상. 광학 카메라 개발 목적의 자회사 CSO는 '24년 1월 RCPS 발행해 35억원 규모 시리즈A 유치 성공

12월 결산	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	지배순이익 (십억원)	PER (배)	ROE (%)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	DY (%)
2019	-	-	-	-	-	-	-	-
2020	-	-	-	-	-	-	-	-
2021	5.8	(1.8)	(12.4)	-	111.6	-	1.3	-
2022	12.8	(1.9)	(20.7)	-	98.4	-	19.2	-
2023	15.8	(10.0)	(64.9)	-	-	-	-	-

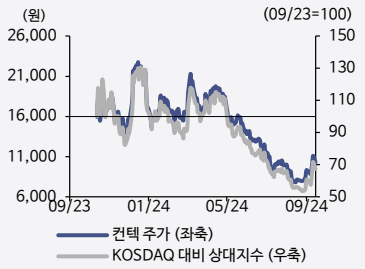
자료: 회사 자료, 신한투자증권

Revision	
실적추정치	유지
Valuation	NR

시가총액	153.9 십억원
발행주식수(유동비율)	14.9 백만주(63.8)
52주 최고가/최저가	22,750 원/7,800 원
일평균 거래액 (60일)	1,381 백만원
외국인 지분율	0.0%
주요주주 (%)	
이성희 외 5 인	28.5
힐스프링인베스트먼트 외 2 인	7.9

수익률 (%)	1M	3M	12M	YTD
절대	30.5	(20.0)	0.0	(43.3)
상대	20.1	(11.6)	0.0	(35.3)

주가



수주 관련 내역

시작일	종료일	계약금액	계약상대방	비고
2024-10-04	2025-11-28	12.595	해외 기업	해외 지상국(레이돔) 구축 사업
2024-07-26	2027-01-21	1.581	한국수자원공사	위성기반 접경모니터링 고해상도 위성영상 제조구매
2024-07-25	2027-03-26	1.09	한국수자원공사	수자원위성 활용기술 개발(II)
2024-07-25	2024-12-13	2.588	OO부대	OO부대 영상처리시스템 납품
2023-12-27	2028-05-31	13.087	시스템 제조업체	하드웨어 및 소프트웨어 01 개발
2024-01-01	2024-12-31	1.286	한국항공우주연구원	위성지상 안테나시스템 유지보수 및 운용관리 용역
2023-12-19	2025-07-31	4.439	국방과학연구소	7.3m급 S/X-band 겸용 안테나 시스템 제작
2023-11-22	2027-03-01	1.831	한국수자원공사	표준영상 생성시스템(SAR Processor) 구매
2023-11-13	2025-08-31	8.727	OO부대	OO부대 안테나시스템 구축

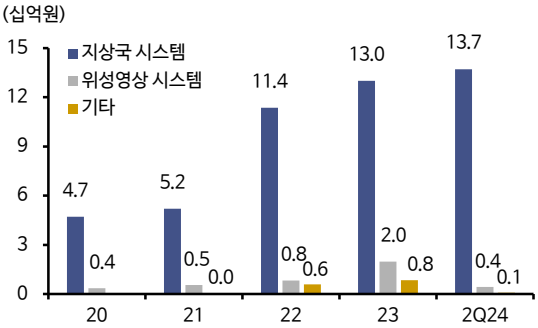
자료: 회사 자료, 신한투자증권

기업 연혁

연도	내용
2019	시리즈A 16억원 유치
2019	해외 영업 목적 룩셈부르크 해외 지사 설립
2021	시리즈B 120억원 유치
2021	위성 영상 수급 목적 자체 위성 계약 체결 완료
2022	시리즈C 610억원 유치
2022	CES(Contec Earth Service), 위성영상 판매 서비스 설립
2023	CSO(Contec Space Optics), 위성 탑재 카메라 제작 설립
2024	컨텍 자체위성(오름 SAT) 발사 성공

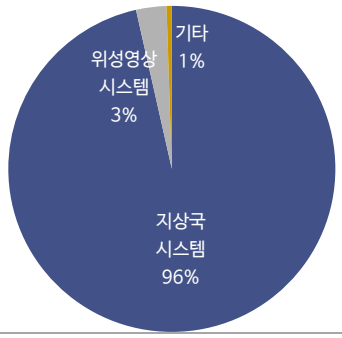
자료: 회사 자료, 신한투자증권

사업부별 실적 추이



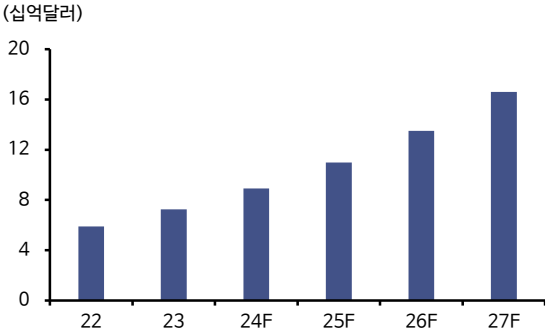
자료: 회사 자료, 신한투자증권

2Q24 기준 사업부별 매출액 비중



자료: 회사 자료, 신한투자증권

차트 제목



자료: 회사 자료, 신한투자증권

재무상태표

12월 결산 (십억원)	2019	2020	2021	2022	2023
자산총계			**18.0**	**82.9**	**121.8**
유동자산			10.6	59.5	89.6
현금및현금성자산			6.9	23.6	77.9
매출채권			1.8	0.8	0.2
재고자산			0.5	1.5	1.3
비유동자산			7.5	23.4	32.2
유형자산			5.4	18.4	27.4
무형자산			0.2	0.4	0.4
투자자산			0.0	0.0	0.3
기타금융업자산			0.0	0.0	0.0
부채총계			**29.2**	**113.9**	**12.1**
유동부채			28.6	111.3	8.6
단기차입금			0.6	0.0	0.0
매입채무			0.0	0.5	2.2
유동성장기부채			0.1	0.4	0.7
비유동부채			0.6	2.6	3.5
사채			0.0	0.0	0.0
장기차입금(장기금융부채 포함)			0.1	1.8	2.5
기타금융업부채			0.0	0.0	0.0
자본총계			**(11.2)**	**(30.9)**	**109.7**
자본금			0.5	0.5	7.3
자본잉여금			0.8	1.6	198.2
기타자본			0.5	0.7	2.9
기타포괄이익누계액			0.0	0.0	0.0
이익잉여금			(12.9)	(33.7)	(98.7)
지배주주지분			**(11.2)**	**(30.9)**	**109.6**
비지배주주지분			(0.0)	(0.0)	0.1
*총차입금			5.9	38.5	3.2
*순차입금(순현금)			(2.0)	(17.2)	(80.7)

포괄손익계산서

12월 결산 (십억원)	2019	2020	2021	2022	2023
매출액			**5.8**	**12.8**	**15.8**
증감률 (%)			N/A	120.5	23.9
매출원가			**4.6**	**11.0**	**15.4**
매출총이익			**1.2**	**1.8**	**0.4**
매출총이익률 (%)			20.0	14.0	2.6
판매관리비			**3.0**	**3.6**	**10.4**
영업이익			**(1.8)**	**(1.9)**	**(10.0)**
증감률 (%)			-	적지	적지
영업이익률 (%)			(31.1)	(14.6)	(63.1)
영업외손익			(11.2)	(19.4)	(52.8)
금융손익			(11.3)	(19.4)	(50.7)
기타영업외손익			0.1	0.1	(2.1)
종속 및 관계기업관련손익			0.0	0.0	0.0
세전계속사업이익			**(13.0)**	**(21.2)**	**(62.8)**
법인세비용			(0.6)	(0.5)	2.1
계속사업이익			(12.4)	(20.7)	(64.9)
중단사업이익			0.0	0.0	0.0
당기순이익			**(12.4)**	**(20.7)**	**(64.9)**
증감률 (%)			-	적지	적지
순이익률 (%)			(215.1)	(162.3)	(410.3)
(지배주주)당기순이익			(12.4)	(20.7)	(64.9)
(비지배주주)당기순이익			(0.0)	0.0	(0.0)
총포괄이익			(12.3)	(20.8)	(65.0)
(지배주주)총포괄이익			(12.3)	(20.8)	(65.0)
(비지배주주)총포괄이익			(0.0)	0.0	(0.0)
EBITDA			**(1.5)**	**(0.9)**	**(8.2)**
증감률 (%)			N/A	적지	적지
EBITDA 이익률 (%)			(26.0)	(7.0)	(51.9)

현금흐름표

12월 결산 (십억원)	2019	2020	2021	2022	2023
영업활동으로인한현금흐름			**(1.4)**	**3.3**	**(6.1)**
당기순이익			(12.5)	(20.7)	(64.9)
유형자산상각비			0.3	0.9	1.7
무형자산상각비			0.0	0.1	0.1
외화환산손실(이익)			0.1	0.4	0.3
자산처분손실(이익)			0.0	0.0	0.0
지분법, 종속, 관계기업손실(이익)			0.0	0.0	0.0
운전자본변동			(0.7)	2.3	0.5
(법인세납부)			(0.0)	(0.0)	(0.3)
기타			11.4	20.3	56.5
투자활동으로인한현금흐름			**(5.6)**	**(45.7)**	**11.3**
유형자산의증가(CAPEX)			(4.4)	(14.4)	(13.8)
유형자산의감소			0.0	0.0	0.0
무형자산의감소(증가)			(0.2)	(0.3)	(0.1)
투자자산의감소(증가)			(0.0)	0.0	(0.3)
기타			(1.0)	(31.0)	25.5
FCF				(14.0)	(21.3)
재무활동으로인한현금흐름			**11.7**	**59.2**	**49.2**
차입금의 증가(감소)			(0.3)	(0.6)	0.0
자기주식의처분(취득)			0.0	0.8	(1.4)
배당금			0.0	0.0	0.0
기타			12.0	59.0	50.6
기타현금흐름			0.0	0.0	0.0
연결범위변동으로인한현금의증가			0.0	0.0	0.0
환율변동효과			0.1	(0.1)	(0.1)
현금의증가(감소)			**4.8**	**16.8**	**54.3**
기초현금			2.1	6.9	23.6
기말현금			6.9	23.6	77.9

자료: 회사 자료, 신한투자증권

주요 투자지표

12월 결산	2019	2020	2021	2022	2023
EPS (당기순이익, 원)			(2,058)	(3,153)	(6,213)
EPS (지배순이익, 원)			(2,055)	(3,153)	(6,212)
BPS (자본총계, 원)			(1,805)	(4,495)	7,520
BPS (지배지분, 원)			(1,804)	(4,494)	7,517
DPS (원)			0	0	0
PER (당기순이익, 배)			0.0	0.0	(2.5)
PER (지배순이익, 배)			0.0	0.0	(2.5)
PBR (자본총계, 배)			0.0	0.0	2.0
PBR (지배지분, 배)			0.0	0.0	2.0
EV/EBITDA (배)			1.3	19.2	(17.5)
배당성향 (%)			0.0	0.0	0.0
배당수익률 (%)					0.0
수익성					
EBITTDA 이익률 (%)			(26.0)	(7.0)	(51.9)
영업이익률 (%)			(31.1)	(14.6)	(63.1)
순이익률 (%)			(215.1)	(162.3)	(410.3)
ROA (%)			(138.0)	(41.0)	(63.4)
ROE (지배순이익, %)			111.6	98.4	(164.8)
ROIC (%)			-	(20.6)	(38.1)
안정성					
부채비율 (%)			(261.8)	(368.0)	11.0
순차입금비율 (%)			17.8	55.4	(73.6)
현금비율 (%)			24.0	21.2	905.6
이자보상배율 (배)			(2.6)	(0.5)	(3.9)
활동성					
순운전자본회전율 (회)			178.0	(21.9)	(9.2)
재고자산회수기간 (일)			30.1	28.9	32.4
매출채권회수기간 (일)			110.7	37.2	11.7

자료: 회사 자료, 신한투자증권

로켓랩 (RKLB.US)

재사용 발사체와 뉴트론을 기다리며

2024년 10월 16일

✓ 투자판단	★★★☆☆	✓ 목표주가	-
✓ 상승여력	-	✓ 현재주가 (10월 14일)	9.88 달러

[우주]
명지운 선임연구원
✉ jiunmyoung@shinhan.com

신한생각 프로젝트 진행 성과 따라 변동성 확대

지난 6개월 동안 주가 159% 상승. 실적 성장 및 프로젝트 진행 성과에 기인. 1) 실적 성장: 가파른 매출 증가(1H24 매출 YoY +70%), 수주잔고 증가(2Q24 YoY +113%) 2) 프로젝트 진행: 4월에 처음으로 재사용 발사체를 생산 라인으로 투입, 8월 뉴트론(Neutron) 첫 엔진 시험 발사 성공, NASA 향 위성 2기(ESCAPADE 프로젝트) 운송 시작

향후 이벤트는 3분기 실적 발표(11월 12일 예정), 재사용 발사체 발사(연내 목표), 액체 산소 시험 위성 LOXSAT 발사(연내 목표), 신형 발사체 Neutron 발사(2025년 목표)

위성 사업이 이끈 오늘의 외형 성장

2006년 설립, 2021년 상장한 발사체 업체. 2020년 발사체 부문 매출 3,300만 달러(비중 94%). 2021년부터 위성 사업(Space Systems) 부문 매출이 급증하면서 2024년 2분기 위성 사업 매출액 7,700만달러(비중 약 70%). 전체 매출의 절반에 달하는(2023년 기준) 연구개발비 커버를 위해 NASA 프로젝트를 수주한 영향

발사체(Launch) 부문도 외형 성장(2Q24 매출 YoY +30%), 수익성 개선(발사비용 YoY -20%) 지속. 저궤도 페이로드 13톤에 달하는 Neutron 개발 성공 시점이 중요한 마일스톤

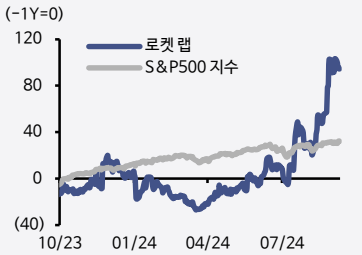
흑전은 먼 미래, 이벤트에 따라 큰 변동성

아직은 연구개발비(1H24 매출 대비 39%)를 커버하지 못하는 실적. 시장 추정치는 내년도 적자 지속. 그럼에도 스페이스엑스 뒤를 잇는 발사체 업체이기 때문에 시장의 관심이 큼. 주요 이벤트에 따라 주가가 민감하게 움직일 것

S&P500 지수 (pt)	5,815.0
시가총액 (조원)	6.5
발행주식수 (백만주)	488.9
유동주식비율 (%)	85.4
52주 최고가 (달러)	10.3
52주 최저가 (달러)	3.5
주요주주 (%)	
VK Services, LLC	13.1
Beck (Peter)	10.3

수익률 (%)	1M	3M	12M	YTD
절대	45.2	82.0	100.8	75.4
상대	(6.7)	(12.7)	(46.3)	(48.0)

주가



12월 결산	매출액 (백만달러)	증가율 (%)	영업이익 (백만달러)	영업이익률 (%)	순이익 (백만달러)	EPS (백만달러)	증가율 (%)	PER (배)	ROE (%)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)
2022	211	499.9	(135.2)	(64.1)	(135.9)	(0.56)	적전	-	-	6.8	-
2023	245	15.9	(177.9)	(72.7)	(180.8)	(0.37)	적지	-	-	8.6	-
2024F	423	73.1	(182.8)	(43.2)	(192.5)	(0.39)	적지	-	-	12.7	-
2025F	597	40.9	(131.4)	(22.0)	(130.1)	(0.23)	적지	-	-	15.8	-
2026F	888	48.8	(12.5)	(1.4)	(4.9)	(0.02)	적지	-	-	13.8	4.92

자료: Factset, 신한투자증권 / 주: Non-GAAP 기준

사업 부문 개요

사업 부문	개요	주요 제품
발사 서비스 (Laucnch Services)	발사체 생산 및 발사 서비스 제공 부문	Electron(일렉트론), Neutron(뉴트론)
우주 시스템 (Space Systems)	위성용 부품 제조 부문	별 추적기, 반작용 휠, 위성 버스 등

자료: 회사 자료, 신한투자증권

발사체 Electron (상업 발사 진행중)

자료: 회사 자료, 신한투자증권

발사체 Neutron (개발중)

자료: 회사 자료, 신한투자증권

포톤(Photon) 위성 플랫폼

자료: 회사 자료, 신한투자증권

별 추적기(Star Tracker)

자료: 회사 자료, 신한투자증권

로켓랩 주요 프로젝트

프로젝트명	고객	계약 금액 (백만달러)	비고
ESCAPADE	NASA	-	SIMPLEx (화성 탐사) 프로그램, 위성 2개 공급, 24년말 발사 예정
LOXSAT	ETA Space	-	궤도에 연료 창고 건설. Photon을 이용해서 테스트
SDA	미국 국방부	515	국방부 LEO 통신 PWSA 프로그램, 18개 위성 설계부터 운영까지
GLOBALSTAR	Globalstar	1.43(부계약 기준)	통신 위성 17개 공급, 관리 플랫폼 SOCC 개발 중, 25년 말 발사 예상
VIASAT	Viasat	-	NASA CSP 프로그램 관련. 위성 생산 및 운영 지원
VCTUS HAZE	미국 우주군	32	문제 발생 시 즉각적(24시간 내) 발사 대응을 위한 시스템 개발. 25년 목표

자료: 언론 보도, 신한투자증권

SpaceX, RocketLab 발사체 비교

발사체 분류	높이 (m)	직경 (m)	탑재 중량 (kg, LEO)	판매가 (천달러/kg)	원가 (천달러/kg)	GPM (%)	연료	산화제
영업중								
Falcon9	70.0	3.7	22,800	6	1.3~2.6	60~80	케로신	LOx
Falcon heavy	70.0	12.2	63,800	-	-	-	케로신	LOx
Electron	18.0	1.2	300	26	19	20	케로신	LOx
개발중								
Starship	121.0	9.0	100,000~150,000	-	-	-	메탄	LOx
Neutron	43.0	7.0	13,000	-	-	-	메탄	LOx

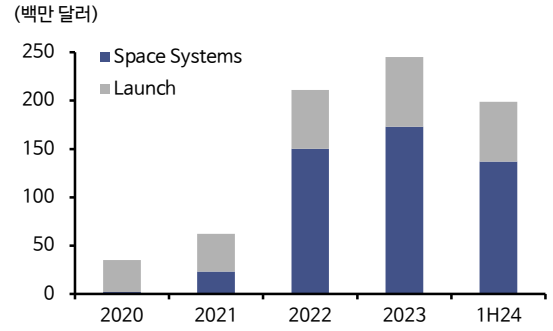
자료: 회사 자료, 언론 보도, 신한투자증권

영업실적 추이 및 전망

(백만달러, %)	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24F	4Q24F	2022	2023	2024F	2025F
매출액	54.9	62.0	67.7	60.0	92.8	106.3	102.3	121.9	211.0	244.6	423.3	596.5
우주 시스템	35.3	39.6	46.3	51.5	60.0	76.9	81.5	83.5	150.3	172.7		
발사 서비스	19.6	22.5	21.3	8.5	32.7	29.4	21.3	37.5	60.7	71.9		
매출총이익	6.4	14.6	15.0	15.5	24.2	27.2	29.3	34.6	19.0	51.4	121.0	198.6
영업이익	(46.0)	(45.2)	(38.9)	(47.9)	(43.1)	(43.3)	(52.5)	(48.7)	(135.2)	(177.9)	(182.8)	(131.4)
순이익	(45.6)	(45.9)	(40.6)	(48.8)	(44.3)	(41.6)	(56.3)	(55.0)	(135.9)	(180.8)	(192.5)	(130.1)
EPS	(0.10)	(0.10)	(0.08)	(0.10)	(0.09)	(0.08)	(0.11)	(0.11)	(0.29)	(0.37)	(0.39)	(0.23)
매출액 YoY	34.9	11.9	7.3	15.9	69.0	71.2	51.2	103.2	239.0	15.9	73.1	40.9
우주 시스템	3.4	8.8	15.6	29.5	70.2	94.4	75.9	62.1	161.6	14.9		
발사 서비스	198.4	17.7	(7.3)	(29.5)	66.8	30.5	(0.1)	343.2	285.4	18.5		
매출총이익 YoY	70.2	194.3	76.8	746.6	278.1	86.3	95.3	123.2	흑전	170.5	135.4	64.1
영업이익 YoY	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지
순이익 YoY	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지
매출 총이익률	11.7	23.5	22.2	25.8	26.1	25.6	28.6	28.4	9.0	21.0	28.6	33.3
영업이익률	(83.8)	(72.8)	(57.4)	(79.8)	(46.4)	(40.7)	(51.3)	(39.9)	(64.1)	(72.7)	(43.2)	(22.0)
순이익률	(83.1)	(74.0)	(60.0)	(81.3)	(47.7)	(39.2)	(55.1)	(45.1)	(64.4)	(73.9)	(45.5)	(21.8)

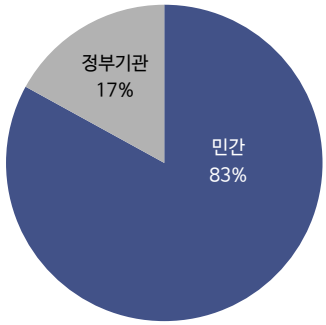
자료: Refinitiv, 신한투자증권
주: 추정치는 Refinitiv 컨센서스 기준

부문 별 매출 비중 추이



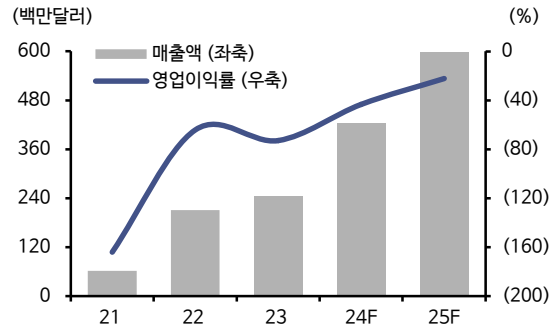
자료: 회사 자료, 신한투자증권

최종 수요별 매출 비중



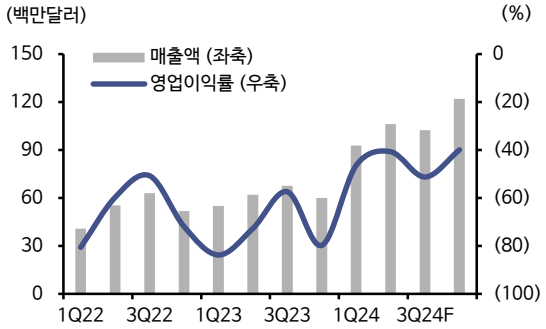
자료: Refinitiv, 신한투자증권

연간 매출액, 영업이익률 추이



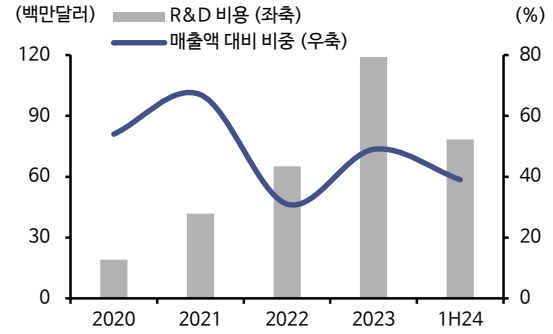
자료: Refinitiv, 신한투자증권

분기 매출액, 영업이익률 추이



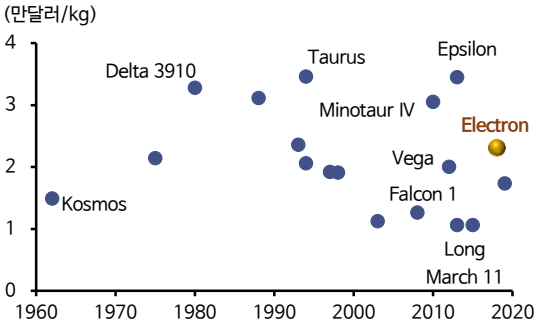
자료: Refinitiv, 신한투자증권

R&D 비용 및 매출액 대비 비중 추이



자료: 회사 자료, 신한투자증권

소형 로켓별 발사 비용



자료: CSIS, 신한투자증권
주: 2021년 통화가치 기준

플래닛랩 (PL.US)

저궤도 중저해상도 광학 위성의 고난

2024년 10월 16일

✓ 투자판단	★★☆☆☆	✓ 목표주가 (Refinitiv)	-
✓ 상승여력	-	✓ 현재주가 (10월 14일)	2.27 달러

[우주]
허성규 연구원
✉ sqheo@shinhan.com

신한생각 무너진 투자심리, 실적 쇼크로 시간외 최대 낙폭 기록

2021년 12월 상장한 보급형 큐브셋 탑재 저궤도 광학 위성 업체. FY2Q25 기준 고객사수 1,012개로 재계약률 101%(이전 계약 대비 지출 증가)에 도달. 위성 서비스는 총 두 가지 종류로 해상도 3~5m급 저해상도 Dove 위성 총 150기와 0.5m급 해상도 Skysat 위성 총 15기로 운용 중. 서비스는 구독 방식으로 운영되며 Dove 위성을 운영하는 PlanetScope는 저해상도와 일 단위 관측으로 과금하고 Skysat은 시간 단위 과금 방식

꾸준한 정부 주도 성장, 부족한 민간 시장 개화

관측 위성 대부분 사업자는 민간보다 정부와 군 관련 수요가 매출의 댑분을 차지하는 모습. FY2Q25 기준 고객군별 매출 비중은 민간 23%, 군 49%, 정부 28%로 대부분 군사 수요에서 오는 것을 확인. 이는 막사테크놀로지 같은 광학 위성 1위 업체부터 ICEYE 같은 SAR 위성 1위까지 대부분에 해당. 실제 FY2Q25 정부 매출은 전년비 27% 증가하고 군 부문 역시 30% 증가한 반면 상업은 13% 감소하며 이러한 흐름 가속화 중. FY2025년 체결된 계약은 독일우주청, 영국정부, 케냐우주청 등 군관 위주

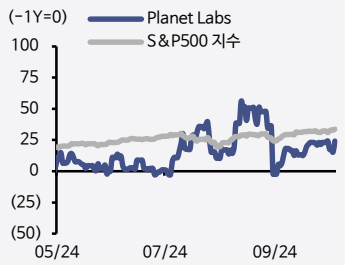
저궤도 광학 위성 중 저해상도 사업자로서 흑자까지 시간 소요 전망

저궤도는 위치 상 많은 위성이 필요하고 고해상도(0.5m 이하)가 아닌 중저해상도 사업자로서 흑자까지 시간이 소요될 예정. EBITDA 기준 2019년 27.6백만달러에서 2023년 122백만달러로 지속 확대 중. 막사가 8개의 위성으로 지구 전영역을 커버하는 것과 대비 저궤도에 위치한 소형 위성이기 때문에 150기까지 발사하는 과정에서 막대한 발사체 비용을 지불했을 것으로 추정. FY2025년 컨센서스 매출액 251백만달러(+13.8% YoY), 영업적자 80백만달러로, FY2026년 매출액 291백만달러(+15.9 YoY)로 늘어나며 영업적자와 EPS 손실폭은 축소될 전망

S&P500 지수 (pt)	5,815.0
시가총액 (조원)	0.9
발행주식수 (백만주)	290.3
유동주식비율 (%)	74.0
52주 최고가 (달러)	2.9
52주 최저가 (달러)	1.7
주요주주 (%)	
Alphabet.	11.7
Vanguard	5.4

수익률 (%)	1M	3M	12M	YTD
절대	5.1	11.9	3.7	(5.4)
상대	2.0	8.3	(30.7)	(28.0)

주가



12월 결산	매출액 (백만달러)	증가율 (%)	영업이익 (백만달러)	영업이익률 (%)	순이익 (백만달러)	EPS (백만달러)	증가율 (%)	PER (배)	EV/EBITDA (배)	PBR (배)	ROE (%)
FY2022	131	-	(130)	(98.9)	(93)	(1.17)	적전	-	-	2.5	-
FY2023	191	45.8	(100)	(52.4)	(84)	(0.31)	적지	-	-	2.3	(26.5)
FY2024	221	15.4	(99)	(44.9)	(70)	(0.25)	적지	-	-	1.3	(24.1)
FY2025F	251	13.8	(80)	(31.7)	(67)	(0.30)	적지	-	-	1.5	(18.4)
FY2026F	291	15.9	(48)	(16.6)	(44)	(0.19)	적지	-	25.6	1.6	(15.5)

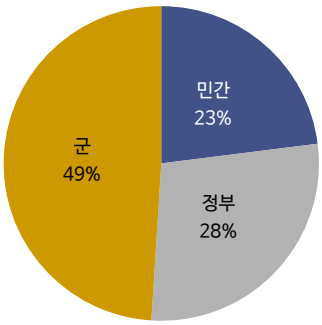
자료: Factset, 신한투자증권 / 주: Non-GAAP 기준

영업실적 추이 및 전망

(백만달러, %)	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25F	4Q25F	2024	2025F	2026F
매출액	53	54	55	59	60	61	68	70	221	251	291
YoY	*31.3*	*11.0*	*11.4*	*11.1*	*14.7*	*13.6*	*22.8*	*18.9*	*15.4*	*13.8*	*15.9*
QoQ	*(0.5)*	*2.0*	*3.0*	*6.3*	*2.7*	*1.1*	*11.3*	*2.9*			
영업이익	(29)	(43)	(24)	(20)	(20)	(17)	(13)	(12)	(99)	(80)	(48)
영업이익률	*(55.7)*	*(80.5)*	*(44.2)*	*(34.3)*	*(33.8)*	*(27.2)*	*(19.4)*	*(17.2)*	*(44.9)*	*(31.7)*	*(16.6)*
YoY	*적지*	*적지*	*적지*	*적지*	*적지*	*적지*	*적지*	*적지*	*적지*	*적지*	*적지*
QoQ	*적지*	*적지*	*적지*	*적지*	*적지*	*적지*	*적지*	*적지*			
순이익	(18)	(21)	(15)	(16)	(15)	(16)	(13)	(12)	(70)	(67)	(44)
순이익률	*(34.9)*	*(38.9)*	*(26.4)*	*(27.8)*	*(25.0)*	*(26.4)*	*(19.2)*	*(16.7)*	*(31.7)*	*(26.7)*	*(15.0)*
YoY	*적지*	*적지*	*적지*	*적지*	*적지*	*적전*	*적지*	*적지*	*적지*	*적지*	*적지*
QoQ	*적지*	*적지*	*적전*	*적지*	*적지*	*적지*	*적지*	*적지*			
EPS(달러)	(0.07)	(0.07)	(0.05)	(0.06)	(0.05)	(0.06)	(0.05)	(0.05)	(0.25)	(0.30)	(0.19)
YoY	*적지*	*적지*	*적지*	*적지*	*적지*	*적전*	*적지*	*적지*	*적지*	*적지*	*적지*
QoQ	*적지*	*적지*	*적전*	*적지*	*적지*	*적지*	*적지*	*적지*			

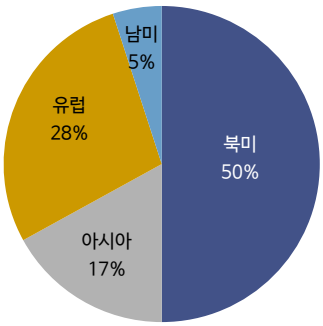
자료: Bloomberg, 신한투자증권 / 주: Non-GAAP 기준, FY2024년은 2024/01/02 회계연도 마감

고객사별 매출 비중



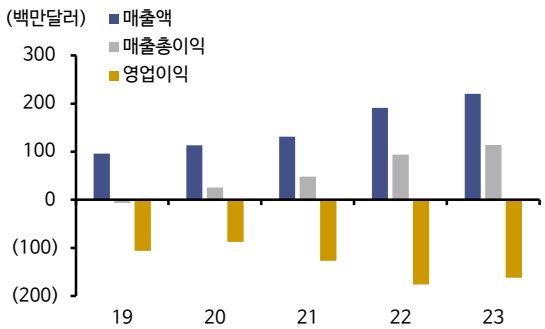
자료: 회사 자료, 신한투자증권 / 주: 2Q24 기준

고객사 지역별 비중



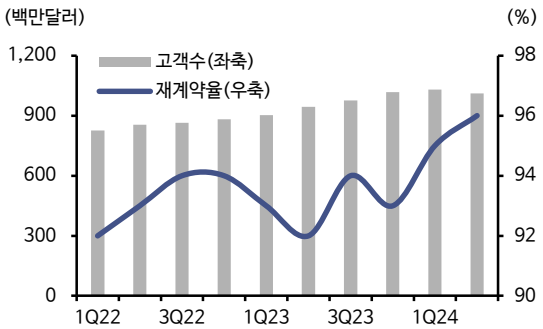
자료: 회사 자료, 신한투자증권 / 주: 2Q24 기준

실적 추이



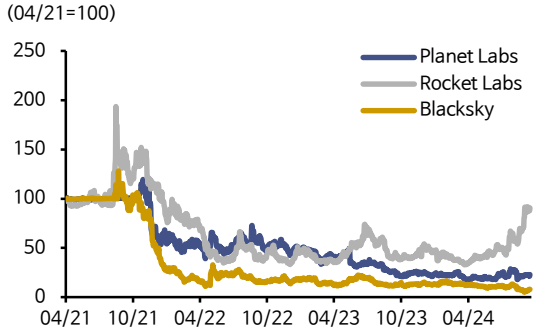
자료: 회사 자료, 신한투자증권

고객사수 및 재계약율 추이



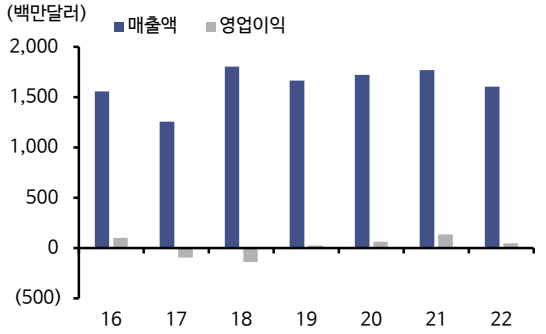
자료: 회사 자료, 신한투자증권 / 주: 2Q24 기준

피어 그룹 주가 추이



자료: Bloomberg, 신한투자증권

Maxar Technologies 실적 추이



자료: 회사 자료, 신한투자증권
주: 2023년 매각으로 상장폐지

비상장/벤처
시리즈 #50

The Search for
Unicorns
유니콘을 찾아서

글로벌코넷

위성 통신 니치 마켓을 노리는 다크호스

[산업재팀]

명지운 선임연구원

jiunmyoung@shinhan.com

신한투자증권
기업분석부

신한 리서치
투자정보

비상장/벤처
시리즈 #50

The Search for Unicorns
유니콘을 찾아서

글로벌코넷
GLOBAL KONET CO., LTD.

Post Value	비공개
투자 단계	Seris A

2016년
(주)글로벌코넷 설립

2017년
Viasat VSAT HUB 위성 시스템 이전 구축(KT)

2018년
국군통신사령부 위성운용국 유지보수(국통사)

2019년
- 안양시 신업진흥원으로 본사 이전
- 평판 자동포인팅 맨팩 안테나 개발 R&D (중기부)

2020년
- KT 중통단 긴급복구용 KONET Mpack 납품(KT)
- 일본 Softbank KONET Mpack 납품(Softbank)

2021년
무정전 위성 안테나 특허 취득

2022년
- 군용 M/W 통신망 구축사업(국통사)
- oo 공군부대 AM 및 위성통신망 시스템 구축 사업

2023년
- 글로벌 방위산업 강소기업 육성사업 참여
- 항공용 위성통신 전자 빔 조향 안테나 개발(국기연)

기업 개요

글로벌코넷

ESA 안테나 메이커

글로벌코넷은 ESA(Electronically Scanned Array) 안테나 전문업체이다. ESA란 전자식으로 빔의 방향을 제어하는 위성 통신 안테나 기술이다. 기계식 안테나에 대비 이점은 구동축이 없어 유지/보수가 용이, 평판 형태라서 설치/이동이 편리, 빠른 빔 전환 속도 등이다. 글로벌코넷의 ESA 안테나는 빔 전환 속도가 빠르고 전이중 통신(송신, 수신을 동시에 가능)을 지원한다. 또한 메타물질 개발을 통해 고주파 대역에서의 신호 이득(Gain)과 낮은 앙각(Elevation)에서의 손실(Gain Drop) 개선 등 평판 안테나의 한계를 극복하기 위해 노력중이다.

방사청, 과기정통부 등 정부 기관 소관의 프로젝트를 활발하게 진행하고 있다. 특히 2023년에는 방사청이 지원하는 글로벌 방위산업 강소기업 육성 사업에 참여해 항공용 ESA 위성 안테나를 개발중이다.

글로벌코넷 주요 경영진

성명	직위	경력
김연곤	대표이사	- 현) 6G 위성포럼 산업 위원 - KT 통합 M&C SW 개발 - Horn Array Antenna 개발 특허, 휴대용 위상배열 안테나 특허 등
정규선	부사장	- 현대전자 우주개발사업본부 근무 - 위성전파감시센터 구축 - 군 위성통신 수신장비 구축

자료: 회사 자료, 신한투자증권

글로벌코넷 주요 연혁

연도	내용
2016	- (주)글로벌코넷 설립
2017	- Viasat VSAT HUB 위성 시스템 이전 구축(KT) - 국군통신사령부 위성운용국 유지보수(국통사)
2018	- 국군통신사령부 위성운용국 유지보수(국통사)
2019	- 안양시 신업진흥원으로 본사 이전 - 평판 자동포인팅 맨팩 안테나 개발 R&D (중기부) - 무정전 자동포인팅 안테나 개발 R&D(안양산업진흥원)
2020	- KT 중통단 긴급복구용 KONET Mpack 납품(KT) - 일본 Softbank KONET Mpack 납품(Softbank)
2021	- 무정전 위성 안테나 특허 취득
2022	- 군용 M/W 통신망 구축사업(국통사) - 공군부대 AM 및 위성통신망 시스템 구축 사업
2023	- 글로벌 방위산업 강소기업 육성사업 협약 - 항공용 위성통신 전자 빔 조향 안테나 개발(국기연) - 해외 ESA 안테나 수출 17만달러 달성(관세청)

자료: 회사 자료, 신한투자증권

주요 제품

포터블, 차량/선박, IoT, 무인기/드론 라인업

글로벌코넷의 안테나 제품은 10여개의 라인업을 자랑한다. 대역(KU, KA, L), 이용 환경(휴대용, 차량/선박 등)에 따라 추적 알고리즘, 안테나 기구 및 패널 설계가 달라진다. 동사는 고객의 니즈에 맞게 다양한 제품을 구축했다.

포터블(맨팩) 라인은 휴대용 형태로, 오지 및 군 작전지역 등에서 원활한 위성통신을 제공한다. 가벼운 무게, 전원이 없는 환경에서 배터리로 정찰/보도/통신 활동을 보장한다. 지금 중점을 두고있는 라인은 ESA 안테나 Flip 42, GA460이다.

FLIP42 ESA 안테나 (Flip42)

FLIP42 ESA Antenna (GU330)
KU 대역, 포터블 빔포밍 안테나

- 작동 범위 : TX: 13.70 ~ 14.50GHz, RX: 10.70 ~ 12.70GHz
- G/T : ≥12 dB/K
- EIRP : ≥47 dBW
- Satellite Tracking : Open AMIP Support
- 스캐닝 범위 : Azimuth : 0° ~ 360°, Elevation 0° ~ 90°
- 편파 전환 속도 : < 0.5 ms
- 맨팩: Light mode service
- 사이즈 / 무게 : 48 x 36 x 15cm / ≤10kg

자료: 회사 자료, 신한투자증권

K-FLIP ESA 안테나 (GA460)

K-FLIP ESA 안테나 (GA460)
KA 대역, 포터블 빔포밍 안테나

- 작동 범위 : TX: 27.20 ~ 31.00Ghz RX: 17.5 ~21.2Ghz
- G/T : ≥9 dB/K
- EIRP : ≥49 dBW
- Satellite Tracking : Open AMIP Support
- 스캐닝 범위 : Azimuth : 0° ~ 360°, Elevation 0° ~ 90°
- 편파 전환 속도 : < 0.5 ms
- 맨팩: Light mode service
- 사이즈 / 무게 : 65 x 51 x 9cm / ≤21kg

자료: 회사 자료, 신한투자증권

차량/선박(OTM, OnTheMove) 라인은 차량 이동중 지휘/통제/제어 작업에 최적화된 OTM 솔루션을지원한다. 해양 선박, 해군 함정 등 높은 파고와 변침에 즉각 대응할 수 있는 최적 솔루션을 개발했다. 300km/h까지 움직이는 환경에서도 안정적으로 사용할 수 있다. 전자적 제어로 빠른 응답과 다운타임을 최소화했다. 대표 제품은 MINI ESA 안테나이다.

MINI ESA 안테나 (GU320)

MINI ESA 안테나 (GU320)
KU 대역 OTM Antenna, 포터블 빔포밍 안테나

- 작동 범위 : TX: 13.70 ~ 14.50GHz, RX: 10.70 ~ 12.75GHz
- EIRP (typical) : ≥41dBW
- G/T(typical) : ≥9dB/K
- Satellite Tracking : Open AMIP Support
- 스캐닝 범위 : Azimuth : 0° ~ 360°, Elevation 20° ~ 90°
- 편파 전환 속도 : < 0.5 ms
- 빔 스위칭 타임 : ≤ 0.3 ms
- 사이즈 / 무게 : 61 x 50 x 6cm / ≤11kg

자료: 회사 자료, 신한투자증권

Omega2 ESA 안테나 (GA450)

Omega2 ESA 안테나 (GA450)
KA 대역 OTM Antenna, 포터블 빔포밍 안테나

- 작동 범위 : TX: 27.20 ~ 31.00Ghz RX: 17.5 ~21.2Ghz
- EIRP (typical) : ≥52dBW
- G/T(typical) : ≥13dB/K
- Satellite Tracking : Open AMIP Support
- 스캐닝 범위 : Azimuth : 0° ~ 360°, Elevation 20° ~ 90°
- 편파 전환 속도 : < 0.5 ms
- 빔 스위칭 타임 : ≤ 0.3 ms
- 사이즈 / 무게 : 100x 70x 7.5cm / ≤26kg

자료: 회사 자료, 신한투자증권

IoT 주요 제품은 GA24, GU24이다. 작고 컴팩트한 구조와 높은 성능으로 용도가 확대되고있다. **무인기**는 차량/선박 라인의 GU320, GA450, **드론**은 IoT라인의 GA24, GU24에서 패널 성능을 향상하고 커스터마이징을 거쳐 고해상도(Full HD) 영상 전송이 가능하도록 개발중이다.

GA24 ESA 안테나 (GA24)

GA24 ESA 안테나 (GA230)
KA 대역 OTM Antenna, 포터블 빔포밍 안테나

- 작동 범위 : TX: 27.20 ~ 31.00Ghz
  RX: 17.5 ~21.2Ghz
- EIRP (typical) : ≥29dBW
- G/T(typical) : ≥3dB/K
- Satellite Tracking : Open AMIP Support
- 스캐닝 범위 : Azimuth : 0° ~ 360° , Elevation 20° ~ 90°
- 편파 전환 속도 : < 0.5 ms
- 빔 스위칭 타임 : ≤ 0.3 ms
- 사이즈 / 무게 : 33x 24.5x 4cm/ ≤2.5kg

자료: 회사 자료, 신한투자증권

GU24 ESA 안테나 (GU24)

GU24 ESA 안테나 (GU24)
KU 대역 OTM Antenna, 포터블 빔포밍 안테나

- 작동 범위 : TX: 13.70 ~ 14.50GHz,
  RX: 10.70 ~ 12.70GHz
- EIRP (typical) : ≥22dBW
- G/T(typical) : ≥-1.5dB/K
- Satellite Tracking : Open AMIP Support
- 스캐닝 범위 : Azimuth : 0° ~ 360° , Elevation 20° ~ 90°
- 편파 전환 속도 : < 0.5 ms
- 빔 스위칭 타임 : ≤ 0.3 ms
- 사이즈 / 무게 : ≤ 25 x 23 x 4cm / ≤2.5kg

자료: 회사 자료, 신한투자증권

글로벌코넷의 경쟁력

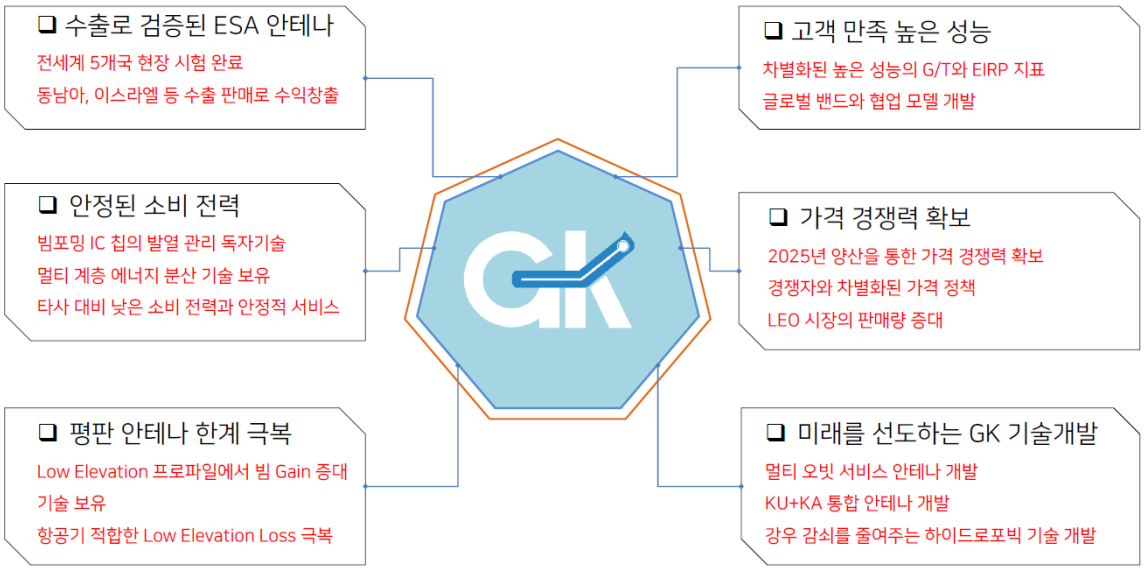
기술력을 통해 이뤄낸 우수한 성능

글로벌코넷의 핵심 기술은 다음과 같다. 1) 개발 단계에서 방사 패턴 시뮬레이션(EM Simulation, 안테나가 전파를 내보내는 패턴을 파악하는 시뮬레이션)을 통해 배열구조의 해석과 방사패턴의 조향성능 검증을 사전에 진행하여 최적의 패널을 설계한다. 2) 3D 설계 툴을 활용하여 적층 구조의 방사소자와 전원부를 설계하고, 빔포밍(전파를 만들어 위성에 데이터 송신) 칩을 집적화하여 효율적인 안테나 구조 설계가 가능하며 개발 과정의 오류를 최소화할 수 있다. 3) 축적된 공정 기술/노하우는 품질과 양산성을 향상시켜 고객의 요구를 반영한 다양한 제품을 개발하고 가격경쟁력을 확보할 수 있다.

글로벌코넷은 동남아시아, 이스라엘 등에 진출해 현장 실증이 끝난 상태이다. ESA 안테나의 IC칩은 발열 관리, 소비전력 관리가 중요하다. 동사는 발열 부분이 안정돼있고 16개층의 PCB 채널로 효율적인 분산 설계를 이뤘다.

평판 안테나의 한계인 낮은 각도에서의 빔 조향 문제를 극복하기 위해서 메타물질로 전파 특성을 개선하는 개발을 진행중이다.

글로벌코넷 ESA 안테나의 장점



자료: 회사 자료, 신한투자증권

글로벌코넷의 중·장기 성장 청사진

2025년 양산 체제 구축, 2026년 외형 성장

ESA 안테나 시장와 함께 성장

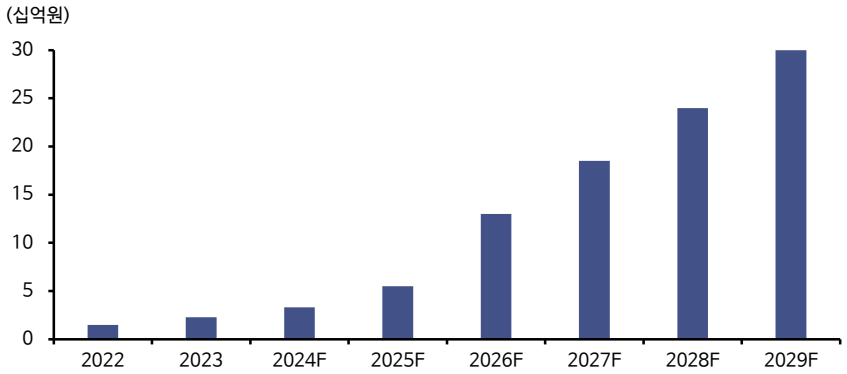
글로벌코넷은 2023년 매출액 23억원(YoY +53%, 이하 YoY)을 기록했으며 2026년 130억원(2023~26F CAGR +78%)의 매출액 달성을 목표로 한다. 현재는 주로 시제품이 매출의 대부분을 차지한다.

현재 30~40억원의 투자를 유치 중이다. 투자금은 시설 구축과 양산 준비에 대부분 사용할 계획이다. 경쟁사 대비 양산 시설이 없어서 고객사의 선택을 받기 어려웠다. 동사의 기술력에 양산 시설이 더해지며 폭발적인 외형 성장을 전망한다.

주요 전략 사업으로는 공공복합통신위성을 이용한 재난관리 솔루션용 위성 안테나 개발을 공공기관과 추진 중이다. 연내 시제품을 제작할 계획이며 2027년 상용화 예정이다. 또한 국내 및 동남아시아, 중동 향 드론용과 차량/선박용(OTM) 위성안테나 개발을 진행중이며 내년 중 수출 계약이 기대된다.

주요 국내거래처는 KT sat, SK 텔링크, 군(육군/해군) 등이 있으며, 해외거래처는 동남아시아, 이스라엘, 북미 등의 Enterprise VSAT 사업자(위성장비 솔루션 제공업체)들이 있다.

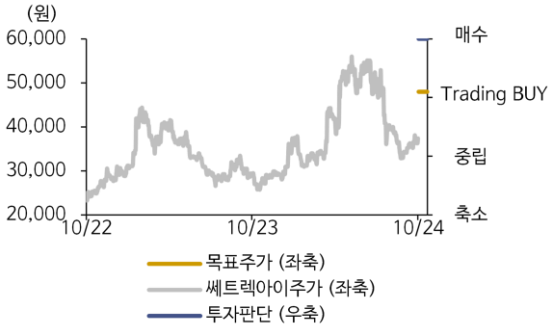
글로벌코넷 향후 매출 계획



자료: 회사 자료, 신한투자증권

투자의견 및 목표주가 추이

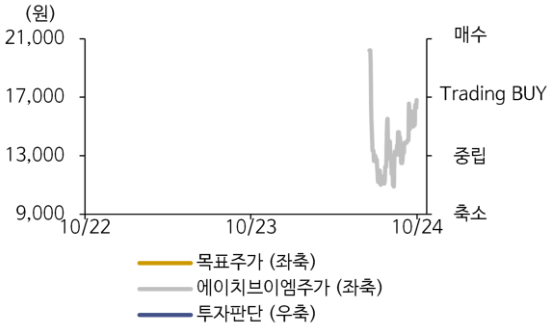
쎄트렉아이(099320)



일자	투자 의견	목표 주가 (원)	괴리율 (%) 평균	괴리율 (%) 최고/최저
2024년 10월 16일	매수	48,000		

주: 목표주가 괴리율 산출 기간은 6개월 기준

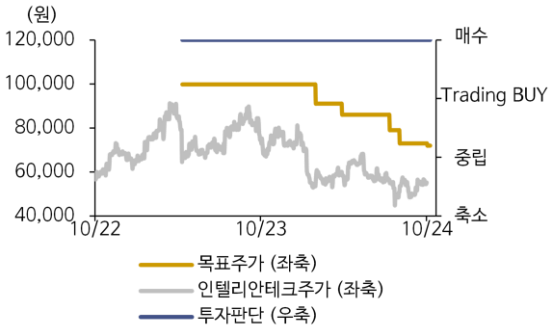
에이치브이엠(295310)



일자	투자 의견	목표 주가 (원)	괴리율 (%) 평균	괴리율 (%) 최고/최저

주: 목표주가 괴리율 산출 기간은 6개월 기준

인텔리안테크(189300)

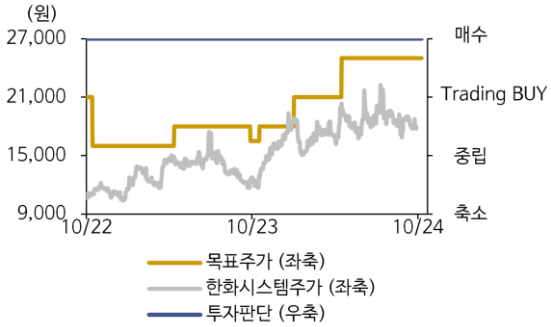


일자	투자 의견	목표 주가 (원)	괴리율 (%) 평균	괴리율 (%) 최고/최저
2023년 04월 25일	매수	99,713	(24.7)	(10.0)
2023년 10월 26일		6개월경과	(28.7)	(18.8)
2024년 02월 13일	매수	91,000	(36.7)	(32.0)
2024년 04월 11일	매수	86,000	(30.5)	(20.7)
2024년 07월 25일	매수	79,000	(35.2)	(29.9)
2024년 08월 16일	매수	73,000	(26.5)	(21.2)
2024년 10월 16일	매수	72,000	-	-

주: 목표주가 괴리율 산출 기간은 6개월 기준

투자의견 및 목표주가 추이

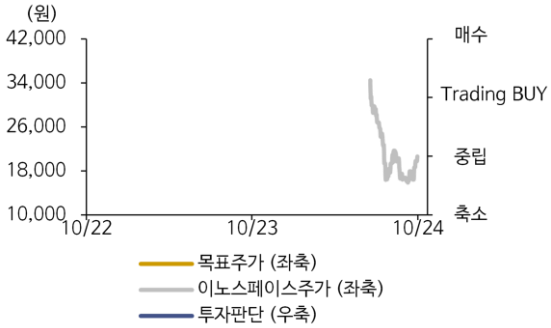
한화시스템(272210)



일자	투자 의견	목표 주가 (원)	괴리율 (%) 평균	괴리율 (%) 최고/최저
2022년 09월 20일	매수	21,000	(45.7)	(34.0)
2022년 10월 28일	매수	16,000	(22.7)	(5.9)
2023년 04월 26일	매수	18,000	(21.6)	(3.1)
2023년 10월 11일	매수	16,500	(25.1)	(21.4)
2023년 10월 31일	매수	18,000	(11.4)	7.5
2024년 01월 15일	매수	21,000	(18.6)	(5.0)
2024년 04월 29일	매수	25,000	-	-

주: 목표주가 괴리율 산출 기간은 6개월 기준

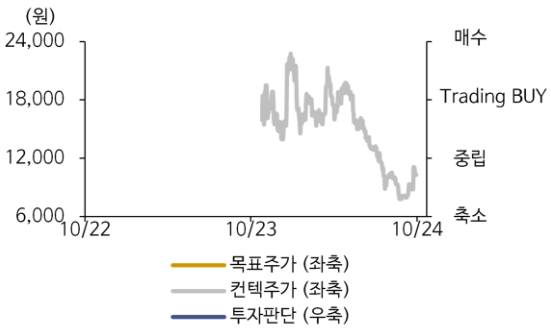
이노스페이스(462350)



일자	투자 의견	목표 주가 (원)	괴리율 (%) 평균	괴리율 (%) 최고/최저

주: 목표주가 괴리율 산출 기간은 6개월 기준

컨텍(451760)



일자	투자 의견	목표 주가 (원)	괴리율 (%) 평균	괴리율 (%) 최고/최저

주: 목표주가 괴리율 산출 기간은 6개월 기준

Compliance Notice

- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.(작성자: 명지운, 허성규, 이동헌, 이지한)
- 자료 제공일 현재 당사는 지난 1년간 상기 회사의 최초 증권시장 상장시 대표 주관사로 참여한 적이 없습니다.
- 자료 공표일 현재 당사는 상기 회사의 주식 등을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 자료제공일 현재 조사분석 담당자는 상기 회사가 발행한 주식 및 주식관련사채에 대하여 규정상 고지하여야 할 재산적 이해관계가 없으며, 추천의견을 제시함에 있어 어떠한 금전적 보상과도 연계되어 있지 않습니다.
- 당 자료는 상기 회사 및 상기 회사의 유가증권에 대한 조사분석담당자의 의견을 정확히 반영하고 있으나 이는 자료제공일 현재 시점에서의 의견 및 추정치로서 실적치와 오차가 발생할 수 있으며, 투자를 유도할 목적이 아니라 투자자의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 하고 있습니다. 따라서 종목의 선택이나 투자의 최종결정은 투자자 자신의 판단으로 하시기 바랍니다.
- 본 조사분석자료는 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로 어떠한 경우에도 당사의 허락 없이 복사, 대여, 재배포 될 수 없습니다.

투자등급 (2017년 4월 1일부터 적용)

종목	◆ 매수 : 향후 6개월 수익률이 +10% 이상 ◆ Trading BUY : 향후 6개월 수익률이 -10% ~ +10% ◆ 중립 : 향후 6개월 수익률이 -10% ~ -20% ◆ 축소 : 향후 6개월 수익률이 -20% 이하	섹터	◆ 비중확대 : 업종내 커버리지 업체들의 투자의견이 시가총액 기준으로 매수 비중이 높을 경우 ◆ 중립 : 업종내 커버리지 업체들의 투자의견이 시가총액 기준으로 중립적일 경우 ◆ 축소 : 업종내 커버리지 업체들의 투자의견이 시가총액 기준으로 Reduce가 우세한 경우

신한투자증권 유니버스 투자등급 비율 (2024년 10월 13일 기준)

매수 (매수)	94.59%	Trading BUY (중립)	3.47%	중립 (중립)	1.93%	축소 (매도)	0.00%