

우주항공 (Positive)

위성, 패권 전쟁의 다음 승부처



| C o n t e n t s |

I.	핵심요약.....	03
II.	주요 도표.....	05
III.	투자전략.....	08
IV.	위성, 패권 전쟁의 다음 승부처	
	1. 패권 전쟁의 다음 전장.....	10
	2. UP-DOWN 밸류체인 확장하는 기업에 주목	15
V.	관측위성: 국방용 감시정찰 수요 폭발	
	1. 국방용 감시정찰 위성 수요 폭발	17
	2. 위성영상(다운스트림) 판매, 돈 되는 사업	21
VI.	통신위성: Starlink 밖으로 시야 확장	
	1. Non-Starlink 밸류체인의 반격.....	25
	2. 모든 통신위성에게는 지상체가 필요하다.....	28
VII.	기업분석	
	1. 한화시스템 (272210)	34
	2. 씨트렉아이 (099320)	38
	3. 인텔리안테크 (189300).....	42

I. 핵심 요약

우주항공 업종 Positive 투자 의견 유지

우주항공 업종에 대해 Positive 투자 의견을 유지한다. 지난 2~3년간 섹터별 리레이팅의 핵심은 단연 미중 패권전쟁이었다. 패권전쟁이 심화되면서 세계는 각자도생의 시대로 접어들었다. 에너지 안보와 반도체 공급망은 물론이고 방위산업에 대한 각국의 주도권 경쟁이 치열하다. 방산은 지상, 항공, 그리고 해양을 넘어 이제는 우주로까지 눈을 돌리고 있다. 우주는 패권 전쟁의 다음 전장이고, 그 전장에서의 무기는 위성이다. 본 보고서는 특히 국방 정찰감시 임무를 수행하게 될 관측 위성에서의 투자 기회에 집중한다.

다운스트림으로 밸류체인을 확장하는 업체 선호

섹터 내에서는 업스트림에서 다운스트림으로 밸류체인을 확장해 나가는 업체를 특히 선호한다. 대표적으로는 세트랙이아가 위성 제조 능력을 기반으로 영상 판매/분석 사업으로의 확장 국면에 있다. 작년에 자체 초고해상도 광학(EO) 위성 SpaceEye-T 1호기 발사에 성공한 이후, 올해부터 영상 판매를 통한 고정비 레버리지 효과를 본격적으로 확인할 수 있을 것으로 기대한다. 중장기적으로는 한화에어로스페이스(발사체), 한화시스템(SAR/지상체) 등 한화 계열사간의 시너지도 기대한다.

초소형/소형 위성 반복 제작 수요 본격화

한국에서는 '28년부터 초소형/소형 위성 발사 수요가 본격 확대될 것으로 전망한다. 우주항공청에 따르면, 국내 초소형/소형 위성 발사는 '25년 14기에서 '28년 100기, '30년 185기로 빠르게 증가할 전망이다. 특히 저궤도(LEO) 소형 위성은 3~5년 수준의 짧은 수명을 가지기 때문에 지속적인 군집 운용을 위해 주기적인 반복 제작 수요가 구조적으로 발생한다. 약 1~2년의 위성 제작 리드타임을 고려할 경우, 양산 체계 구축을 위한 수주는 '26~'27년부터 시작될 가능성이 높다. 저궤도 위성 시장은 '많이, 자주, 반복적으로' 발사가 이루어질 수밖에 없는 구조적 특성을 가진다. 그리고 이에 따라 점차 과학적 개발 산업에서 양산 기반의 고정비 레버리지 산업으로 전환되고 있다.

425 사업을 시작으로 감시정찰 위성 사업 확대

국내 감시정찰 위성 프로젝트는 425 사업을 기점으로 확대되고 있다. 군은 '30년대 초까지 최대 130여 기의 저궤도 정찰 위성 배치를 추진하는 것으로 알려져 있다. 425 위성 5기(EO 1기, SAR 4기)는 작년에 발사가 완료됐으며 이후 425 위성 후속 사업(EO 2기, SAR 8기 예상), 초소형 위성체계 사업(EO 4기, SAR 40기 예상)이 순차적으로 진행될 것으로 전망한다. 425-후속-초소형 세 사업을 통해 발사되는 위성은 약 60기에 불과하기 때문에 투자자들이 알기 힘든 비닉 사업도 다수 존재할 것으로 판단한다.

한화 제주우주센터에 주목 → 위성 대량 양산이 가능해진 대표적인 사례

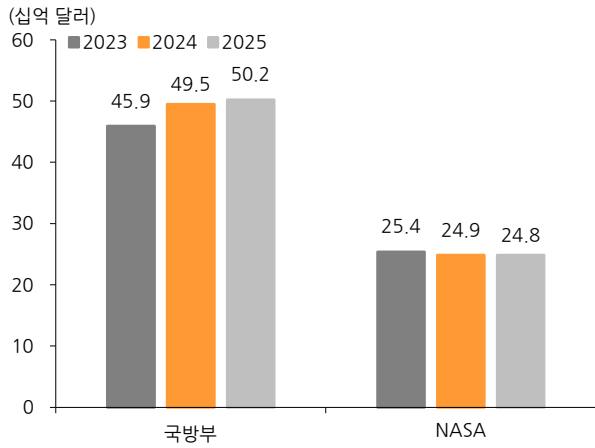
한화시스템이 '25년 12월 준공한 국내 최대 민간 위성 생산기지인 한화 제주우주센터에 주목한다. 향후 위성 본격 양산을 통한 고정비 레버리지 효과를 기대해 볼 수 있게 된 대표적 사례다. 1,000억 규모의 설비투자를 진행해 완공했으며, SAR 위성 중심으로 생산이 이루어질 예정이다. 초기 생산 Capa는 월 2기 수준으로 예상하며, 수주 성과에 따라 월 8기까지 늘어날 것으로 기대한다.

이에 하반기 초소형 위성체계 사업자 선정 결과에 주목한다. 한화시스템과 KAI 중 승자는 40기 이상의 SAR 위성 양산 레퍼런스가 생기며 향후 반복 제작 수요 또한 높을 것으로 판단한다. 한화시스템이 수주할 경우, 초소형 위성체계 사업 이후에도 다양한 군비닉 사업과 K-LEO 사업(200기 이상 운용 예상)까지 진출하며 대량 위성 양산 체계를 구축해 나갈 것으로 전망한다.

K-방산의 다음 수출 품목은 위성	한국은 납기와 가격 경쟁력, 현지화 조건을 앞세워 무기체계를 유럽, 중동, 아시아 등 전 세계로 수출하고 있다. 다음 방산 수출은 지상/해양/항공을 넘어 위성 및 ISR 체계로 확장될 가능성이 높다고 판단한다. 특히 UAE, 사우디, 이라크 등 중동 국가들이 KAMD(한국형 미사일 방어체계)의 핵심 대공방어 시스템인 천궁-II를 이미 도입하고 있으며 향후 킬체인이 핵심인 정찰감시 위성으로도 관심은 확대될 전망이다.
긍정적인 해외 수주 출현 중	썬트렉아이는 지난 2월 해외기관을 대상으로 2,830억원 규모의 '위성영상 획득 장비 공급' 계약을 체결했다. 계약의 내용, 상대방, 판매 지역 등의 공시가 유보되어 세부 내용을 알 수 없으나 EUR로 계약했기 때문에 유럽 지역에 판매된 것으로 추정한다. 또한, '위성영상 획득 장비'가 정확히 무엇인지도 알 수 없다. 이에 \$100M 수준의 중형 광학 위성 최대 2기 공급 계약 건이라고 가정할 수도 있고, 다양한 해석이 가능하다. 정보가 극히 제한적이나 '25년 연간 매출액 2,069억원을 뛰어넘는 규모의 수출 계약이 체결됐'다는 점이 상당히 고무적이고, 고마진에 대한 기대도 충분히 가져볼 수 있다.
통신위성 분야에서는 Non-Starlink 밸류체인에도 기회가 있다	통신위성 분야에서는 글로벌 Non-Starlink 밸류체인에서 투자 기회를 포착할 수 있다. 비록 Starlink가 운영 위성 수, 발사 능력(SpaceX) 등에서 압도적임에도 2가지 이유에서 Non-Starlink 밸류체인에 관심을 가져야 한다. 첫째, 각국이 단일 민간 기업에 대한 위성 통신 인프라 의존도가 너무 높다는 것을 전쟁 이후 인지하기 시작했다. 둘째, Non-Starlink 사업자들은 경쟁 구도 상 SpaceX처럼 지상체 공급망을 모두 내재화할 시간이 없다. 이에 해당 진영에 지상체(안테나)를 납품하는 인텔리안테크에도 기회가 있다.
Non-Starlink 진영의 지상 인프라 구축은 지금부터가 시작	Non-Starlink 진영의 지상 인프라 구축은 지금부터가 시작이다. 모든 통신위성에게는 지상체가 필요하다. LEO 통신망은 구조적으로 3개 레이어로 구성된다. 위성(공간), 게이트웨이(지상), 단말기/유저터미널(사용자)가 그것이다. 특히, 게이트웨이 안테나는 발사 이전에 이미 구축 완료되어야 하는 선행 투자 인프라다. 위성 궤도 진입 직후 트래픽 처리가 필요하고, 초기 서비스의 통신 커버리지를 확보해야 하기 때문이다.
후발주자들은 Starlink보다도 더 많은 게이트웨이를 설치	Amazon을 비롯한 후발주자들도 본격적으로 지상 기지국 및 게이트웨이 구축을 시작했다. Starlink는 이미 150개 이상의 지상 기지국(Ground Station)을 설치한 것으로 알려져 있다. Amazon도 60개 이상의 지상 기지국을 이미 세팅한 것으로 추정한다. 보도된 내용을 종합하면, Amazon은 300~350개의 게이트웨이 사이트를 구축하는 것을 목표로 한다. 아직 ISL 운용 기술이 Starlink에 비해 상대적으로 미성숙한 후발주자들은 초기 서비스 품질을 확보하기 위해 지상 인프라에 투자를 아끼지 않을 것이다.
최선희주 썬트렉아이 투자의견 Buy 목표주가 220,000원	최선희주로 썬트렉아이를 제시한다. ①0.25m급 자체 광학위성 SpaceEye-T 영상 판매 본격화를 통한 고정비 레버리지 효과가 가시화되고 있으며, ②2월 2,830억원 규모의 해외 수주를 달성한 이후 올해 수주잔고 1조원 달성(현재 6,000억원 추정)을 기대하고, ③ 위성 영상 Peer 중 유일하게 연간 흑자전환에 성공했음에도 EV/Backlog는 2.8배로 Planet Labs(10.5배) 대비 저평가 받고 있다고 판단하기 때문이다. 차선희주로는 한화시스템(목표주가 160,000원)과 인텔리안테크(목표주가 150,000원)를 제시한다.

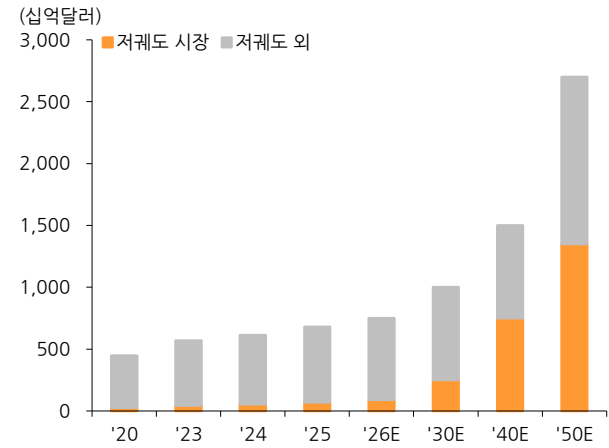
II. 주요 도표

[그림1] 미국 정부 기관별 우주분야 예산



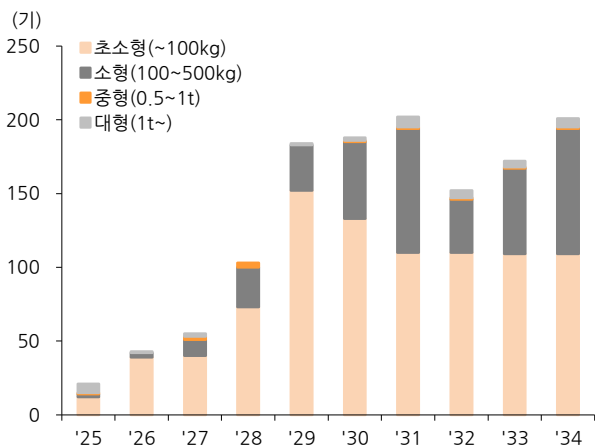
자료: 우주항공청, The Space Report, Space Foundation, 한화투자증권 리서치센터

[그림2] 글로벌 우주시장 규모 추이 및 전망



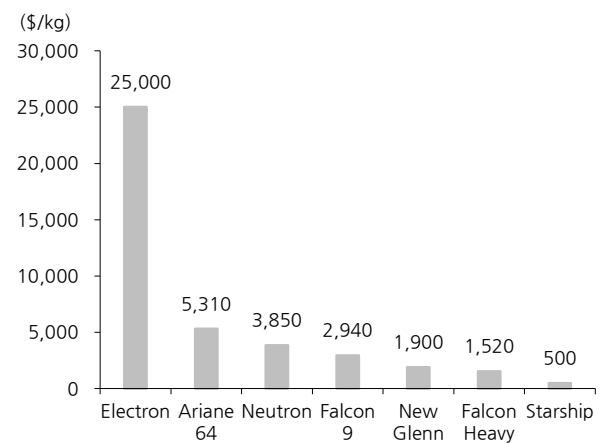
자료: Space Foundation, McKinsey, BoA, 유니콘팩토리, 한화투자증권 리서치센터

[그림3] 국내 '23~'34년 위성발사 수요(안)



자료: 제4차 우주개발진흥 기본계획 수정계획(25.12), 한화투자증권 리서치센터

[그림4] 2026년 주요 발사체 발사 비용 비교



주: Neutron, New Glenn은 추정치, Starship은 목표치

자료: CSIS, 한화투자증권 리서치센터

[그림5] 한화시스템 제주 우주센터



자료: 한화시스템, 한화투자증권 리서치센터

[표1] 국내 주요 공공 위성 사업

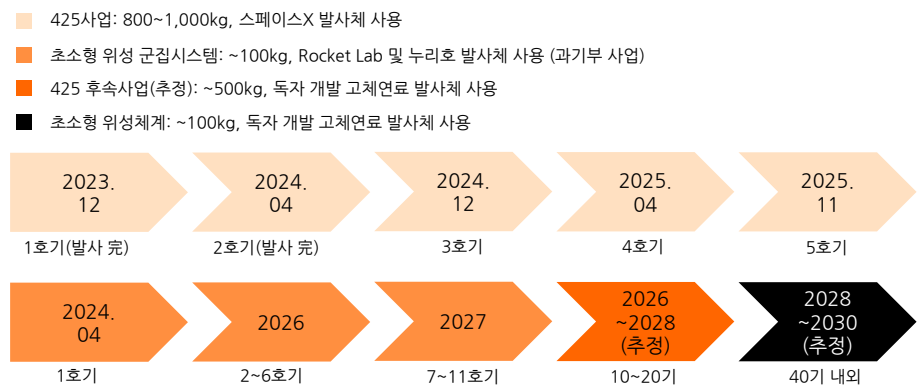
(단위: 억원)

관련 기관	임무	프로젝트	예산	비고
우주청	항법	한국형 위성항법(KPS)	37,000	'29년 1호 발사, '30~'35년 2~8호 발사 전망
	통신	저궤도 위성통신(6G)	3,200	'30년 이후 시험위성 2기 발사 전망
	지구관측	다목적 실용위성(아리랑)		'26년 6호, '27년 이후 7호, 7A호 발사 전망
	지구관측	차세대 중형위성	1,200	4~5호 '26년 이후 발사 전망
	지구관측	차세대 소형위성	2,100	3~4호 '26년 이후 발사 전망
	지구관측	초소형 군집위성(EO 10기)	2,400	'26년 2~6호, '27년 7~11호, 이후 12~31호(미정) 발사 전망
	복합(기상/통신)	천리안위성	4,118(3호) / 5,980(5호)	'27년 3호, '29년 5호 발사 전망
	검증	달궤도투입 성능검증위성	3,000	'32년까지 발사 전망
방사청	감시정찰	425 위성 (EO 1기, SAR 4기)	12,000	'25년까지 EO위성 1기, SAR 위성 4기 발사 완료
	감시정찰	425 위성 후속 (EO 2기, SAR 8기 추정)	20,000+	'30년까지 후속 위성 10기 발사 전망
	감시정찰	초소형 위성체계(SAR 40기, EO 4기 추정)	15,000+	'32년까지 위성 배치 완료 전망

주: 주황색 음영은 저궤도 위성 사업

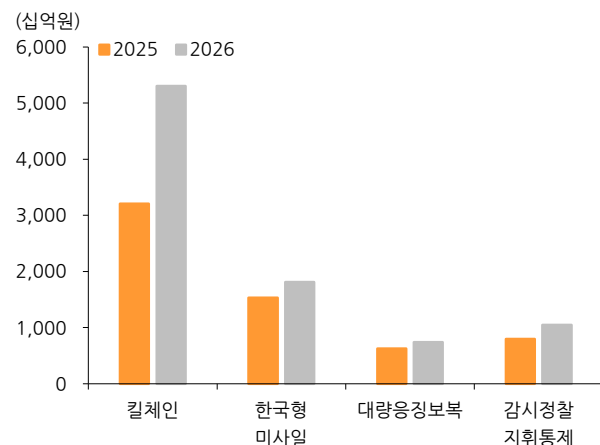
자료: 우주항공청, 국방부, 한화투자증권 리서치센터

[그림6] 주요 정찰감시 위성사업 진행 일정



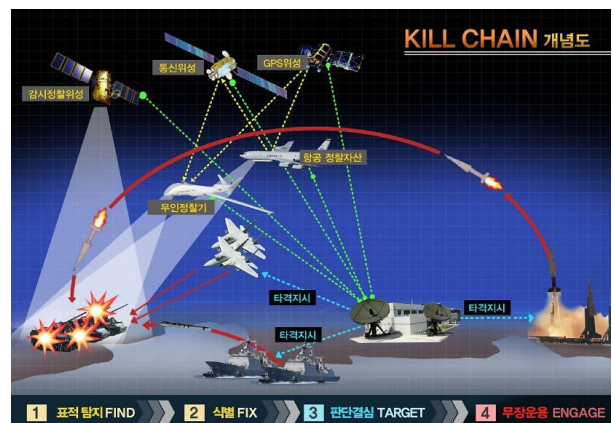
자료: 방위사업청, 언론 보도 종합, 한화투자증권 리서치센터

[그림7] 2025~2026년 국방예산안 주요 내역



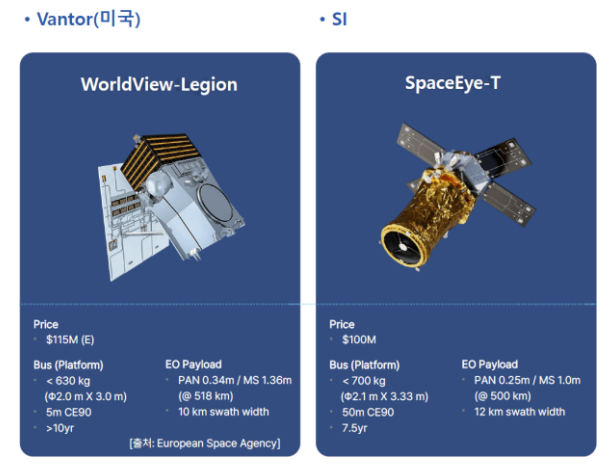
자료: 방위사업청, 한화투자증권 리서치센터

[그림8] 대한민국 킬체인 개념도



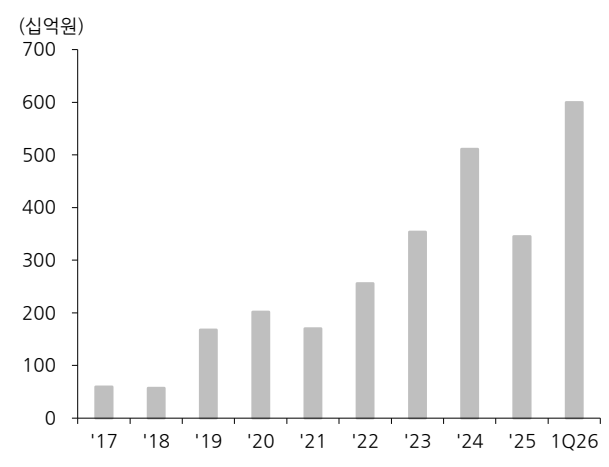
자료: 국방부, 한화투자증권 리서치센터

[그림9] 초고해상도 위성 제원 비교



자료: European Space Agency, 세트렉아이, 한화투자증권 리서치센터

[그림10] 세트렉아이 연간 수주잔고 추이



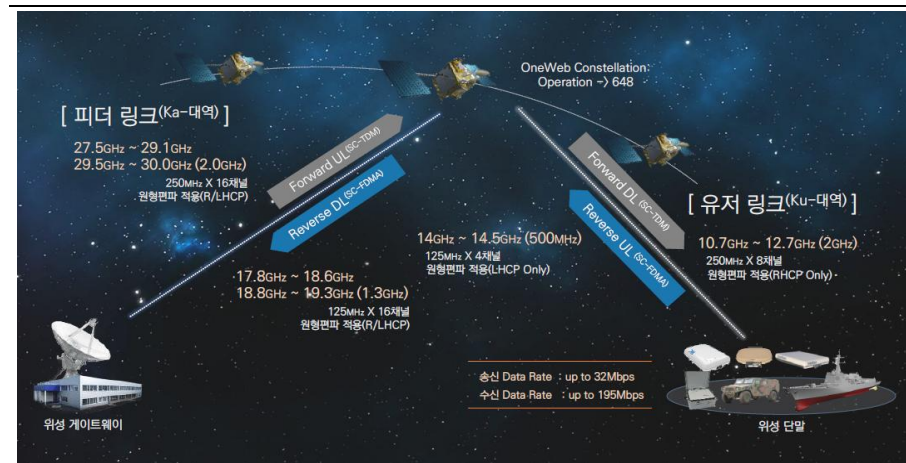
자료: 세트렉아이, 한화투자증권 리서치센터

[표2] 주요 저궤도 위성통신 사업자들의 특징

구분	SpaceX	OneWeb	Telesat	Amazon	AST SpaceMobile	Blue Origin
프로젝트명	Starlink	OneWeb	Lightspeed	Amazon Leo	BlueBird	TeraWave
서비스 개시	2020	2024	2027	2026	2026	2027
목표 위성 수	42,000 (Gen1 12,000 + Gen2 30,000)	648 (Gen1) Gen2 계획	198 (Gen 1)	3,232 (Gen 1) 4,504 (Gen 2)	168	5,408 (LEO 5,280 + MEO 128) *추가 논의: ~51,600기 AI 위성군
발사 위성 수	9,000+(active)	634 (완료)	0	180+	5	0
운용 높이(km)	340/550/1,200	1,200	~1000	590~630	~700	540/8,000
위성 무게(kg)	~300(v1.5) / ~800(v2 mini)	~150	~700	~600	~1,500	-
지연시간(ms)	20~40	50~70	30~50	30~50	40~60	-
다운로드 속도(Mbps)	80~220	~195	50~	100~400	10~120	~144
업로드 속도(Mbps)	5~20	~32	~10	10~40	2~20	-

자료: 각 사, 언론 보도 종합, 한화투자증권 리서치센터

[그림11] Oneweb 저궤도 네트워크 개념도



자료: 한화시스템, 한화투자증권 리서치센터

III. 투자전략

우주항공 업종 Positive 투자의견 유지

우주항공 업종에 대해 Positive 투자의견을 유지한다. 지난 2~3년간 섹터별 리레이팅의 핵심은 단연 미중 패권전쟁이었다. 패권전쟁이 심화되면서 세계는 각자도생의 시대로 접어들었고 각종 무기를 선점하기 위한 전쟁은 다양한 영역에서 일어났다. 에너지 안보와 반도체 공급망은 물론이고 방위산업에 대한 각국의 주도권 경쟁이 치열하다. 방산은 지상, 항공, 그리고 해양을 넘어 이제는 우주로까지 눈을 돌리고 있다. 우주는 패권 전쟁의 다음 전장이고, 그 전장에서의 무기는 위성이다.

패권 전쟁 우주로 확산, 국방용 관측 위성 시장 주목

우리나라도 다양한 저궤도 위성 사업을 진행하고 있으며 그 중에서도 국방용 관측 위성 시장에 주목한다. 우리나라 군은 '30년대 초까지 최대 130여 기의 저궤도 정찰 위성 배치를 추진하는 것으로 알려져 있다. 실제로 425 사업(EO 1기, SAR 4기) 위성 5기는 발사가 완료됐으며 이후 425 후속(EO 2기, SAR 8기 예상), 초소형 위성체계 사업(EO 4기, SAR 40기 예상) 등이 순차적으로 진행될 전망이다. 저궤도 소형 위성을 '많이, 자주, 반복해서' 발사해야 하는 구조 속에서 위성 산업은 양산 기반의 고정비 레버리지 산업으로 전환 중이다. 국내 양산 이후 해외 수출까지 가능한 업체가 수익성 개선에 유리하다. 이에 네트워크와 레퍼런스가 풍부한 한화그룹(한화시스템, 씨트랙아이)에 주목한다.

한화시스템의 제주우주센터(월 최대 생산 8기 가능)는 위성 대량 양산이 시작되는 대표적인 사례가 될 것으로 기대한다. 이에 하반기 초소형 위성체계 사업의 사업자 선정 결과가 중요한 이벤트가 될 것으로 판단하며 이후 군 비닉 사업 및 K-LEO 통신 위성 사업(총 200기 이상 운용 예상)으로의 확장까지 기대한다.

다운스트림으로 밸류체인을 확장하는 업체 선호

업스트림에서 다운스트림으로 밸류체인을 확장해 나가는 업체에 주목한다. 대표적으로 씨트랙아이가 위성 제조 능력을 기반으로 영상 판매/분석 사업으로의 확장 국면에 있다. 자체 초고해상도 광학(EO) 위성 SpaceEye-T 영상 판매를 통한 고정비 레버리지 효과를 본격적으로 확인할 수 있을 것으로 기대한다. 중장기적으로는 한화에어로스페이스(발사체), 한화시스템(SAR/지상체) 등 한화 계열사간의 시너지도 기대한다.

통신위성 분야에서는 Non-Starlink 밸류체인에도 기회가 있다

통신위성 분야에서는 글로벌 Non-Starlink 밸류체인에서 투자 기회를 포착할 수 있다. 비록 Starlink가 운영 위성 수, 발사 능력(SpaceX) 등에서 압도적임에도 2가지 이유에서 Non-Starlink 밸류체인에 관심을 가져야 한다. 첫째, 각국이 단일 민간 기업에 대한 위성 통신 인프라 의존도가 너무 높다는 것을 전쟁 이후 인지하기 시작했다. 둘째, Non-Starlink 사업자들은 경쟁 구도 상 SpaceX처럼 지상체 공급망을 모두 내재화할 시간이 없다. 이에 해당 진영에 지상체(안테나)를 납품하는 인텔리안테크에도 기회가 있다.

최선호주 씨트랙아이 투자의견 Buy 목표주가 220,000원

최선호주로 씨트랙아이를 제시한다. ①0.25m급 자체 광학위성 SpaceEye-T 영상 판매 본격화를 통한 고정비 레버리지 효과가 가시화되고 있으며, ②2월 2,830억원 규모의 해외 수주를 달성한 이후 올해 수주잔고 1조원 달성(현재 6,000억원 추정)을 기대하고, ③ 위성 영상 Peer 중 유일하게 연간 흑자전환에 성공했음에도 EV/Backlog는 2.8배로 Planet Labs(10.5배) 대비 저평가 받고 있다고 판단하기 때문이다. 차선호주로는 한화시스템(목표주가 160,000원)과 인텔리안테크(목표주가 150,000원)를 제시한다.

[표3] 우주항공 3개사 목표주가 및 밸류에이션

항목		한화시스템	썬트랙아이	인텔리안테크
투자의견		Buy(유지)	Buy(유지)	Buy(유지)
목표주가(원)		160,000	220,000	150,000
현재주가(원, 4/1)		128,800	174,400	119,500
시가총액(십억원, 4/1)		24,333	1,910	1,283
상승여력(%)		▲24.2	▲26.1	▲25.5
2026E	P/E	95.3	98.1	38.4
	P/B	4.8	7.1	4.1
	P/S	5.5	7.5	3.1
	ROE	5.1	7.5	10.8
2027E	P/E	53.3	56.4	25.9
	P/B	4.5	6.4	3.6
	P/S	4.5	6.1	2.5
	ROE	8.7	11.9	14.2

자료: 한화투자증권 리서치센터

[표4] 글로벌 우주항공 업체 Valuation Table

기업명	국가	시가총액 (십억달러)	상대수익률			P/E			P/B			P/S			ROE		
			1M	6M	1Y	26	27	28	26	27	28	26	27	28	26	27	28
Planet Labs	US	9.7	23.3	120.0	712.1	-	-	489.3	56.9	49.8	47.3	23.7	17.9	13.6	-7.6	-10.7	2.7
Spire Global	US	0.4	40.7	12.2	32.3	-	-	-	-	-	-	5.3	4.3	3.0	-	-	-
BlackSky Tech	US	0.8	24.0	13.9	170.4	-	-	-	14.0	15.2	-	6.1	4.8	3.9	-46.5	-6.3	-
Rocket Lab	US	35.5	-9.2	24.9	207.9	-	1,435	208.7	22.0	21.8	22.8	41.7	29.7	22.5	-5.8	2.7	0.8
AST SpaceMobile	US	28.2	1.0	55.6	211.6	-	1,210	41.8	13.6	16.2	11.8	156.3	33.2	14.5	-20.2	-16.9	33.7
Moog	US	9.5	-8.1	41.8	50.7	28.2	24.5	23.0	4.0	3.5	3.0	2.2	2.1	2.0	29.8	29.3	28.4
Intuitive Machines	US	3.5	7.0	60.6	106.4	-	71.7	40.9	-	-	30.3	3.8	3.3	2.5	-26.8	-	95.8
Iridium Comm.	US	2.8	19.7	58.7	-14.9	24.0	18.0	18.9	5.2	3.6	2.7	3.2	3.1	3.0	27.2	25.1	26.2
Telesat	CA	1.7	14.2	20.6	50.5	-	-	-	-	-	-	7.1	5.3	4.1	-	-	-
Viasat	US	5.9	3.3	54.4	306.5	51.6	43.7	31.7	1.4	1.4	1.4	1.2	1.2	1.2	-0.4	0.8	-1.7
SES	LU	3.2	-	-	-	30.0	20.3	11.0	1.1	1.2	1.3	0.8	0.8	0.8	-0.8	-1.5	1.6
Eutelsat	FR	2.9	3.2	-18.9	-37.9	-	-	-	0.6	0.7	0.7	2.1	1.9	1.8	-5.6	-4.0	1.1
Safran	FR	131.7	-9.9	-7.0	13.6	27.4	22.2	19.5	7.4	6.5	5.2	3.2	2.9	2.7	27.0	29.0	27.6
Ovzon	SE	0.6	1.0	32.9	88.2	21.6	23.5	24.5	2.9	2.5	2.3	5.7	6.4	6.3	16.3	13.2	11.5
Gilat Satellite	IL	1.1	-7.0	-11.7	63.6	34.4	18.5	17.0	-	-	-	2.1	1.9	1.7	-	-	-
Elbit Systems	IL	38.0	9.5	38.9	51.8	55.7	47.2	42.2	8.1	7.2	6.8	4.3	3.9	3.7	15.7	16.5	19.1
Airbus	FR	144.7	-4.2	-17.8	-1.2	21.9	18.2	14.7	4.3	3.7	3.1	1.6	1.4	1.3	21.0	22.1	23.1
평균						32.7	30.8	25.9	7.1	7.0	7.6	15.9	7.3	5.2	1.7	7.6	20.8

주: 2026.03.31 Bloomberg 기준, 평균은 극단치 제외

자료: Fnguide, Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

IV. 위성, 패권 전쟁의 다음 승부처

1. 패권 전쟁의 다음 전장

>> 결론: 국방 위성은 선택이 아닌 필수

미·중 패권 전쟁은 우주로
확장되는 중

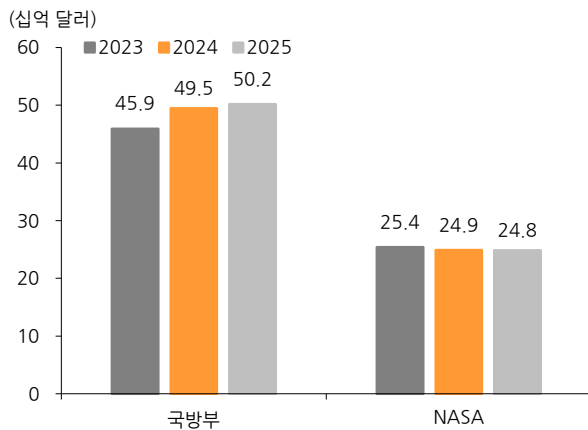
위성은 더 이상 과학적 성취를 위한 선택적 기술이 아닌 필수적인 국방 인프라다. 미·중 패권 전쟁은 에너지 안보, 기술 주도권, 첨단 무기를 넘어 우주로 확장되고 있다. 특히 위성은 국방용 감시정찰 및 정밀타격 역량 확보에 필수적이다. 미국 국방부의 우주 분야 예산은 \$50B 수준으로 NASA의 \$24.8B 대비 2배에 달한다(그림12).

'26년 2월 기준 활성 위성을 가장 많이 보유한 국가는 미국이다(표5). 미국은 현재 약 1.2만기의 활성 위성을 보유하고 있으며 이는 중국의 약 10배에 달한다. 아울러, 미국은 SpaceX를 필두로 115만기의 위성에 대한 발사를 신청했으며 중국도 약 20만기의 위성 발사를 계획하면서 추격 중이다.

저궤도 선점 경쟁 시작

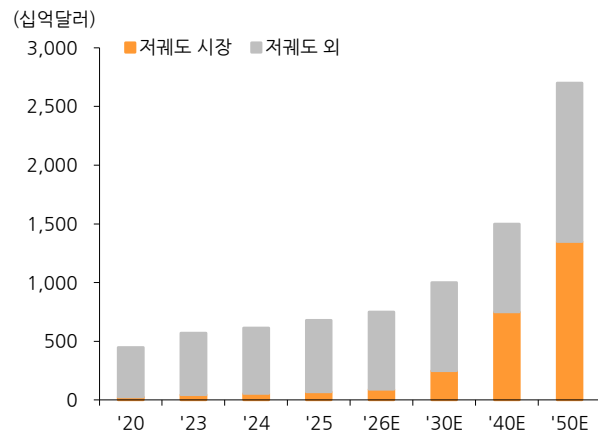
전체 우주 시장에서 저궤도가 차지하는 비중은 현재 10% 수준에서 '40년 50%까지 늘어날 전망이다(그림13). 저궤도가 전파 지연이 짧고 발사 비용도 저렴하기 때문이다. 고도 및 주파수는 한정되어 있으며 이에 각국의 저궤도 선점 경쟁은 이미 시작됐다. 한국도 올해를 기점으로 다양한 저궤도 위성 사업들이 본격 개화할 것으로 기대한다.

[그림12] 미국 정부 기관별 우주분야 예산



자료: 우주항공청, The Space Report, Space Foundation, 한화투자증권 리서치센터

[그림13] 글로벌 우주시장 규모 추이 및 전망



자료: Space Foundation, McKinsey, BoA, 유니콘팩토리, 한화투자증권 리서치센터

[표5] 글로벌 주요국 위성 현황 및 목표치 비교

	'30년 위성 목표 개수	활성 위성 수	위성 발사 신청 수
미국	42,000	12,094	1,150,000
중국	26,000	1,235	203,000
EU	1,500	510	7,200
영국	1,000	662	2,100
일본	300	216	1,800
한국	150	47	300 미만

주: '26년 2월 기준, 목표치와 위성발사 신청 수는 누적 기준 / 자료: FCC, ITU, N2YO, 유니콘팩토리, 한화투자증권 리서치센터

>> 통신 위성뿐 아니라 관측위성도 필요

통신 위성뿐 아니라 관측 위성도 많이 필요

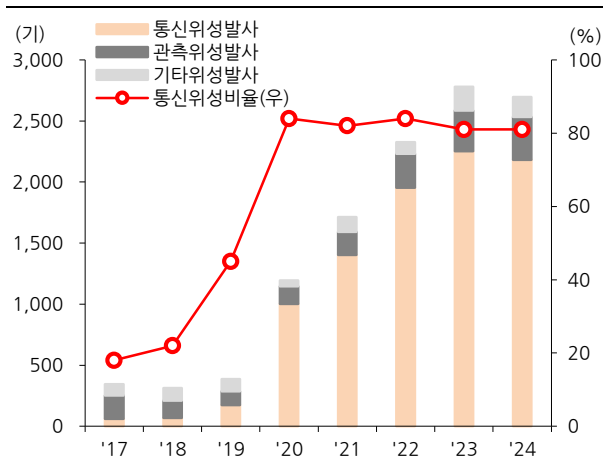
국방용 위성으로는 통신 위성뿐 아니라 관측 위성도 많이 필요하다. SIA에 따르면, '24년에 발사된 위성은 총 2,695기이며 이 중 81%가 통신 위성이다(그림14). 다만, 매년 발사된 통신 위성 중 80% 이상은 Starlink일 것으로 추정된다. 따라서 자체 위성을 매년 2,000기 가량 발사할 수 있는 특수한 케이스인 SpaceX를 제외하면 정찰/관측 위성 수요도 꾸준히 증가('17년 약 190기→'24년 약 350기 발사)하고 있다는 점에 주목한다.

Starlink 외에도 각국의 저궤도 위성 발사가 본격화될 것

현재 운용 중인 위성의 90%는 LEO에서 활동하고 있다(그림15). 여기서도 Starlink의 저궤도 위성의 영향이 절대적으로 작용했을 것이다. 하지만 앞서 살펴본 바와 같이 우주산업 내 저궤도 시장 규모는 아직 10~12% 수준이다. 이는 저궤도 소형 위성의 개별 단가가 낮고 서비스 수익화가 초기 단계에 머물러 있기 때문인 것으로 해석된다.

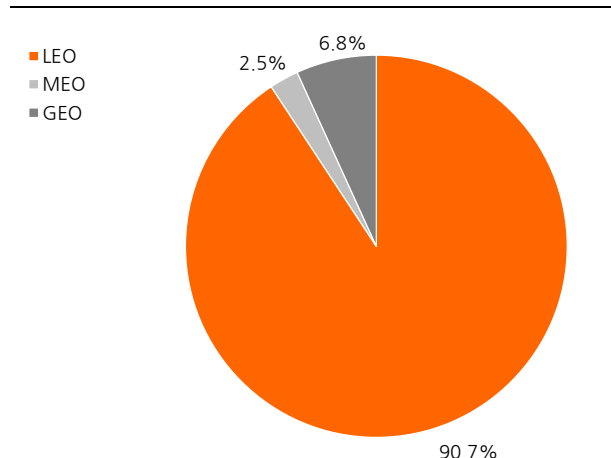
지난 <우주, 더는 먼 미래가 아니다(24.04.23)>에서 다룬 바와 같이 앞으로 SpaceX와 발사체 후발주자들의 발사 단가가 지속적으로 낮아지고 발사 가능 횟수가 늘어남에 따라 Starlink 외에도 각국의 저궤도 위성 발사가 지속적으로 증가할 것으로 기대한다. 실제로 우리나라도 다양한 저궤도 위성 사업을 진행 중이며(표6), 본 보고서에서는 특히 정찰감시 임무를 수행하게 될 관측 위성에서 투자 기회를 포착해 보고자 한다.

[그림14] 통신위성 및 기타 위성 발사 수 추이



자료: SIA, 한화투자증권 리서치센터

[그림15] 운용 중 위성의 궤도별 비중



자료: Orbiting Now, 한화투자증권 리서치센터

[표6] 국내 주요 위성 사업 예산 변화 (25.04 기준)

(단위: 백만원)

사업명	예산		증감		주관기관
	'24(A)	'25(B)	(B-A)	(%)	
다목적실용위성 6호 개발사업	-	6,510	6,510	순증	우주항공청 등
다목적실용위성 7호 개발사업	비공개	비공개	-	-	우주항공청 등
다목적실용위성 7호 성능개량사업(7A호)	비공개	비공개	-	-	우주항공청 등
차세대중형위성 개발사업(3,4,5호)	33,233	36,274	3,041	9%	우주항공청/농촌진흥청/산림청/환경부
425사업	비공개	-	-	-	방위사업청
초소형위성 군집시스템 개발사업	39,339	53,439	14,100	36%	우주항공청 등
초소형위성체계 개발사업	비공개	비공개	-	-	우주항공청/방위사업청/해양경찰청/수요처
저궤도위성통신기술개발	-	31,650	31,650	순증	과기부/우주항공청
정지궤도 기상위성(천리안위성 5호) 개발	-	24,500	24,500	순증	우주항공청/기상청

자료: 과학기술정보통신부, 국방부, 한화투자증권 리서치센터

>> 양산 기반 레버리지 산업으로 변화 중인 위성

초소형/소형 위성
반복 제작 수요 본격화

한국에서는 '28년부터 초소형/소형 위성 발사 수요가 본격 확대될 것으로 전망한다. 우주항공청에 따르면, 국내 초소형/소형 위성 발사는 '25년 14기에서 '28년 100기, '30년 185기로 빠르게 증가할 전망이다(그림16). 특히 저궤도 소형 위성은 3~5년 수준의 짧은 수명을 가지기 때문에 지속적인 군집 운용을 위해 주기적인 반복 제작 수요가 구조적으로 발생한다. 약 1~2년의 위성 제작 리드타임을 고려할 경우, 양산 체계 구축을 위한 수주는 '26~'27년부터 시작될 가능성이 높다.

단일 고가 위성 중심 구조
→ 다수 저가 위성 분산
배치 구조

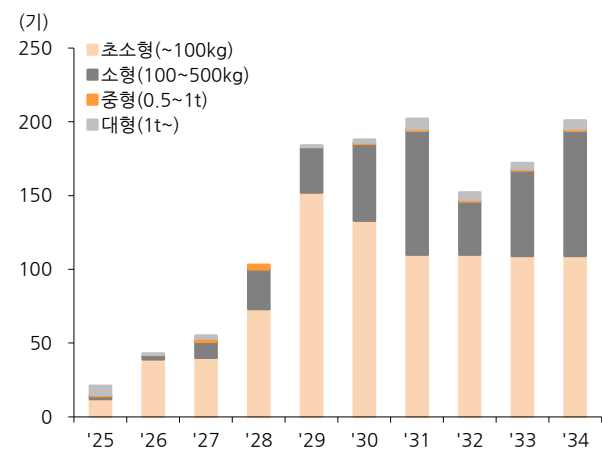
통신 위성과 관측 위성은 모두 저궤도로 내려오면서 통신 지연시간과 관측 해상도가 크게 개선됐다. 예를 들어, GEO(정지궤도)의 지연시간(Latency)이 왕복 600ms 수준이라면, LEO(저궤도)는 20~40ms 수준이다. 관측 위성도 촬영 거리가 짧아질수록 화질이 선명해진다. LEO 환경에서는 군집 위성 운용이 필요하며 위성 소형화 현상이 나타난다.

먼저, 거리가 가까워지니 통신 안테나 혹은 관측 센서/광학계가 클 필요가 없어진다. 또한, 발사 비용 측면에서도 다수의 위성을 동시에 쏘는 방식이 kg 당 단가를 낮추는 데 도움이 된다. 600km 이하의 저궤도는 희박하지만 대기 저항이 존재하고, 궤도 유지를 위해 추진제(propellant)를 지속적으로 사용해야 한다. 따라서 위성 수명도 5년 이하로 짧아지는데, 반도체 및 전자 기술의 발전으로 인해 위성을 크게(비싸게) 만들 필요가 없어졌다. 소형화 자체가 수명 추가 단축 요인이기도 하지만, 위성 발전 속도가 워낙 빨라 수명을 무리해서 늘릴 필요는 없어졌다. 따라서 소형 위성을 자주 쏘게 된 것이다.

위성을 '많이, 자주,
반복적으로' 발사

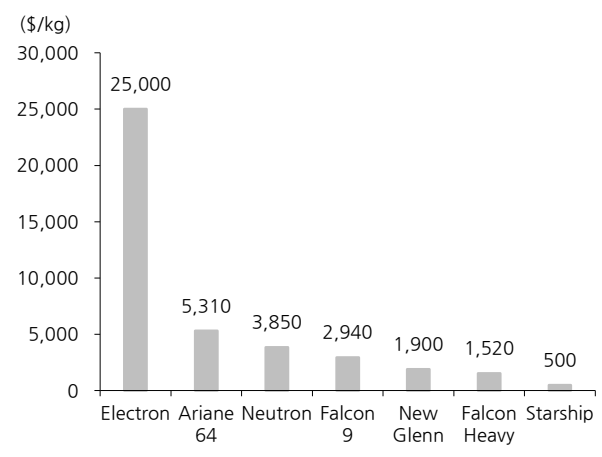
상대적으로 저가에 수명이 짧은 소형 위성들이 저궤도에 올라가게 되면, 한 기가 커버하는 영역이 작아진다. 따라서 전 세계를 실시간으로 커버하려면 위성이 수백 기 이상 필요해진다. 위성 1기당 용량 제한과 고장이나 궤도 이탈까지 고려하면 더 많은 위성이 필요해진다. 따라서 LEO 위성 시장은 '많이, 자주, 반복적으로' 발사가 이루어질 수밖에 없는 구조적 특성을 가진다. 그리고 이에 따라 점차 과학적 개발 산업에서 양산 기반의 고정비 레버리지 산업으로 전환되고 있다.

[그림16] 국내 '23~'34년 위성발사 수요(안)



자료: 제4차 우주개발진흥 기본계획 수정계획(25.12), 한화투자증권 리서치센터

[그림17] 2026년 주요 발사체 발사 비용 비교



주: Neutron, New Glenn은 추정치, Starship은 목표치

자료: CSIS, 한화투자증권 리서치센터

한화 제주우주센터에 주목
→ 위성 대량 양산이
가능해진 대표적인 사례

한화시스템이 '25년 12월 준공한 국내 최대 민간 위성 생산기지인 한화 제주우주센터에 주목한다. 1,000억 규모의 설비투자를 진행해 완공했으며, SAR 위성 중심으로 생산이 이루어질 예정이다. 초기 생산 Capa는 월 2기 수준으로 예상하며, 수주 성과에 따라 월 8기까지 늘어날 것으로 기대한다. 향후 위성 본격 양산을 통한 고정비 레버리지 효과를 기대해 볼 수 있게 된 대표적 사례다. 한화시스템은 '23년 1m급 해상도 SAR 위성의 발사 성공 이후 0.5m와 0.25m급을 개발 중이며, 400km 이하 초저궤도(VLEO)에서 0.15m급 촬영이 가능한 UHR(Ultra High Resolution) SAR 위성 개발도 진행 중이다.

올해는 초소형 위성체계
사업 수주 여부가 중요
(시스템 vs KAI)

초소형 위성체계 사업은 약 1.4조원을 들여 '30년까지 SAR 위성을 8기씩 5차례에 걸쳐 발사하는 사업이다. 한화시스템과 KAI가 각각 SAR 검증위성을 개발한 뒤 최종 사업자를 선정하게 된다. 승자는 내년 초까지 검증위성 발사 후 양산 단계에 돌입할 것으로 전망한다. 1~3회차는 SpaceX를 통해, 4~5회차는 누리호에 위성을 탑재해 발사할 가능성도 있다. 위험 분산 필요성이 제기되면서 KAI는 복수 기업 참여에 찬성했으나 한화시스템은 반대한 것으로 파악되며 하반기에 최종 사업자가 선정될 것으로 기대한다.

승자는 반복적으로 위성을
양산할 기회 포착

정찰위성은 재방문 주기가 핵심 성능 지표이며 이는 위성 수 증가에 따라 비선형적으로 개선된다. 한국의 대표적인 정찰위성 사업은 425 사업(SAR 4기, EO 1기)으로, 약 2시간의 재방문 주기를 제공한다. 이후 425 후속 사업(SAR 8기, EO 2기 내외 예상), 초소형 위성체계(SAR 40기, EO 4기 내외 예상)가 순차적으로 마무리되면서 '30년대 초에는 재방문 주기가 30분에 가까워질 것으로 기대한다. 해당 사업들은 3~5년 단위로 반복될 확률이 높기 때문에 최근 제주우주센터를 완공한 한화시스템 입장에서는 이번 초소형 위성체계 사업 수주 여부가 향후 우주 사업 전개에 있어 특히 중요할 것으로 평가한다.

우리가 알지 못 하는 비닉
사업도 다수 기대

언론에 보도된 내용을 종합하면 한국군은 '30년대 초까지 최대 130여 기의 정찰감시 위성을 저궤도에 배치할 것으로 추정된다. 이를 위해서는 일반 투자자들이 파악하기 힘든 비닉 사업도 다수 진행되어야 할 것이다. 더 나아가 정부가 양산 역량을 보유한 민간 업체의 위성 시스템을 임차하는 방식도 충분히 확대될 수 있다. 글로벌 SAR 위성 플레이어들도 굉장히 제한적(ICEYE, Umbra, Capella Space 등)이기 때문에 민간 위성 제조 인프라를 구축한 한화그룹과의 정부 협력은 지속 확대될 것으로 전망한다.

미래에는 민간 위성 임차
방식도 확대될 전망

[그림18] 한화시스템 제주 우주센터



자료: 한화시스템, 한화투자증권 리서치센터

제주우주센터에서는 국내외
통신 위성 사업도
유의미하게 진행될 전망

제주우주센터에서 연간 최대 100기 위성을 생산할 수 있게 될 때 최대 매출 Capa는 1.5조원~2조원 수준으로 예상된다. 이는 소형 위성의 ASP를 150~200억원으로 가정한 경우다. 한화시스템의 '25년 연간 총 매출액이 3조 6,641억원, 방산 매출액이 2조 4,388억원임을 감안해 보면 유의미한 숫자다. 그런데 연간 100기를 생산하기 위해서는 초소형위성체계 사업만으로는 부족하다. 앞서 언급한 대로 군 비닉 사업이나 정부의 민간 임차 사업도 있을 수 있겠으나 결국 통신 위성 사업도 진행돼야 할 것이다. 중장기적으로는 제주우주센터가 해외 위성의 글로벌 생산 거점으로 활용될 가능성도 있다.

K-LEO 사업을 한화그룹이
주도할 가능성

K-LEO는 '30년까지 3,200억원을 들여 LEO 위성 2기와 지상국/단말국 시스템을 구축하는 사업이다. 현재는 시험 위성을 중심으로 제한적인 규모에서 시작할 것으로 알려져 있으나 중장기적으로는 군집위성을 구축할 가능성이 매우 높다. 따라서 K-LEO 통신 위성도 결국 150~200기 이상 운용이 필요해 지고 이 또한 반복 생산 수요로 이어질 것으로 전망한다. K-LEO 사업에서는 한화시스템이 주도적 위치를 확보할 가능성이 매우 높아보인다. 통신 위성 관련 지상체/위성/네트워크 경험을 동시에 쌓고 있기 때문이다.

캐나다 등 국제 협력 기반도
다져나가는 중

한화시스템은 이미 상용 저궤도 위성통신망 사업을 통해 군 저궤도 통신망 구축 및 차량/함정용 이동형 ESA 위성 단말기 개발 경험을 쌓은 바 있다. 최근에는 Telesat, MDA Space와 MOU를 체결하며 한화오션의 캐나다 CPSP 잠수함 수주전의 우군 역할을 하기도 했다. 시스템은 Telesat Lightspeed 저궤도 네트워크와 K-LEO에 모두 호환되는 방산 단말기를 개발하고 국제협력 기반 K-LEO 구축을 제안했다. MDA와는 SW 정의 디지털 위성 AURORA를 활용하는 방안을 모색할 예정이다. 군 저궤도 위성통신은 산간/해양/극지 환경에서도 안정적 통신이 가능해진다는 점에서 필수적이다.

ISL 등을 활용해 단순 위성
제조가 아닌 네트워크
인프라 구축

동사는 단순 위성 제조가 아닌 위성 네트워크 인프라를 구축할 준비를 해 나가고 있다. 한화시스템은 '24년 국내 최초로 ISL(저궤도 위성용 레이저 통신) 장비 성능시험에 성공했다. ISL은 지상국을 거치지 않고 위성 간 데이터를 전달하는 방식이며 우주에서는 대기 간섭이 없어 기존 전파(RF) 대신 빛(레이저)을 이용한 통신이 가능하다.

[그림19] 한화시스템-Telesat MOU (K-LEO Partnership)



자료: 한화시스템, 한화투자증권 리서치센터

2. UP-DOWN 밸류체인 확장하는 기업에 주목

>> 결론: 업스트림→ 다운스트림으로 확장하는 업체 선호

업스트림에서
다운스트림으로 밸류체인
확장하는 업체에 주목

투자 관점에서는 업스트림에서 다운스트림으로 밸류체인을 확장해 나가는 업체에 주목한다. 업스트림은 초기 투자 규모가 크고 기술 난이도가 높아 진입장벽이 높다. 하지만 업스트림만으로는 한계가 있다. 아직은 정부 주도의 프로젝트성 매출 비중이 크다보니 매출 변동성이 크고 내수 방산 분야에서는 마진도 제한적인 경우가 많기 때문이다. 우주 산업은 위성 단위가 아닌 네트워크 단위로 가치가 창출되는 구조로 변화하고 있다.

다운스트림으로 사업을 확장하게 되면 네트워크/서비스를 통해 매출을 반복적으로 발생 시키면서 규모의 경제를 일으킬 수 있다. 따라서 업스트림 역량을 기반으로 통신/데이터 서비스로 밸류체인을 확장하는 기업은 고정비 레버리지를 극대화할 가능성이 높다고 판단한다. 국내에서는 쉐트랙이아가 대표적으로 업→다운스트림 확장 국면에 있다고 판단하며, 중장기 관점에서는 한화시스템에도 관심을 가져야 한다고 판단한다.

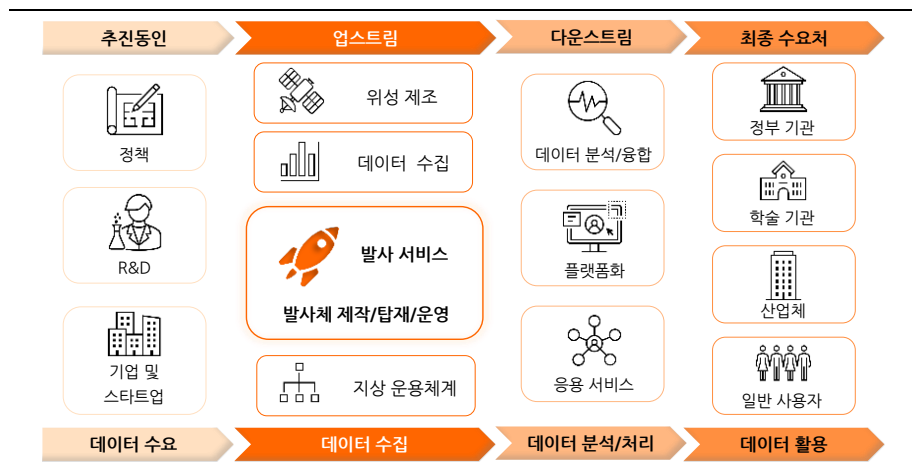
업스트림과 다운스트림 분류

업스트림이란 발사체 제작 및 운영, 위성 제작(bus+payload), 핵심 부품 공급(SAR, 추진제 등) 등을 통해 데이터를 수집하는 단계를 말한다. 다운스트림은 위성통신 서비스(Broadband, 군 통신), 데이터 서비스(EO, SAR 데이터), 플랫폼(분석, SaaS) 등을 통해 데이터를 분석/활용하는 단계다(그림20).

확장기에 위치한 기업들에게
리레이팅 기회 발생

업스트림에서 기술 진입장벽과 레퍼런스를 확보한 이후 다운스트림으로 밸류체인을 확장하는 기업이 구조적 이익 성장 달성에 가장 유리할 것으로 판단한다. 업스트림은 프로젝트 중심의 매출 구조로 인해 수익의 변동성이 클 수 있다는 한계가 존재한다. 반대로 다운스트림 사업만 영위하는 비즈니스 모델은 위성 인프라에 대한 의존도가 높다는 구조적 제약이 존재한다. 따라서 업→다운 전환기에 위치한 기업들에게 밸류에이션 리레이팅 기회가 발생한다. 미국 상장사 중에서는 Rocket Lab이 대표적이다. Planet Labs는 위성 데이터를 활용한 서비스 사업을 목표로 이를 구현하기 위해 위성 제작을 내재화한 사례로, 결과적으로는 밸류체인 통합을 달성하고 있다.

[그림20] 우주 산업 밸류체인 개념도



자료: 한화투자증권 리서치센터

>> 밸류체인을 완성하고 있는 한화 그룹

밸류체인을 완성하고 있는 한화 그룹

국내 우주 밸류체인을 완성도 측면에서는 한화 그룹을 지속적으로 관심있게 지켜볼 필요가 있다. 앞서 언급한 것처럼 쉘트랙아이와 한화시스템은 자체적인 업→다운스트림 확장 측면에서 기대되는 바가 있으나 계열사간 시너지도 발생할 수 있다고 판단한다. 한화에어로스페이스는 발사체 체계 종합, 한화시스템(SAR 중심)-쉘트랙아이(EO 중심)는 위성체 제조 및 지상체 운용을 담당하게 될 예정이다(그림21). 향후 데이터 활용 등 다운스트림 사업에서도 한화시스템-쉘트랙아이(자회사 SIIS/SIA) 간 협력을 기대한다.

한화와 KAI의 협력 강화

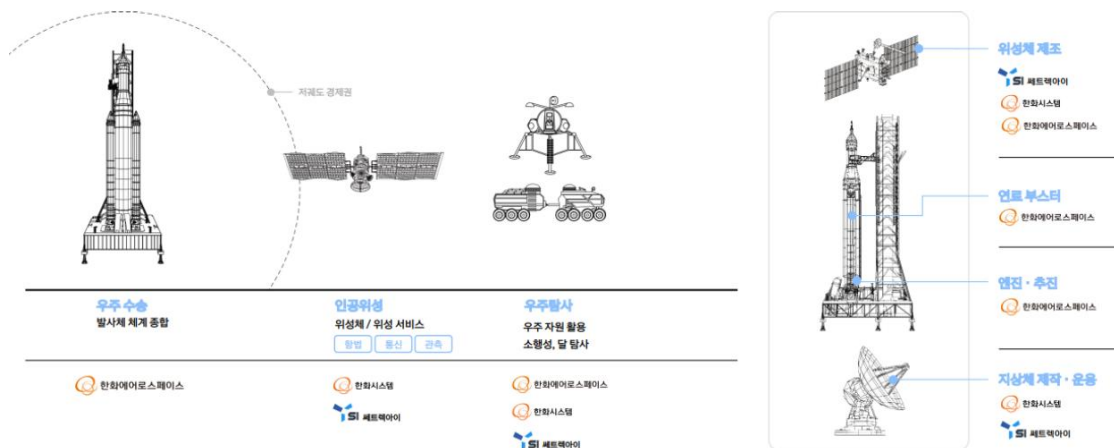
한화는 KAI와의 협력도 강화해 나가는 모습이다. 한화에어로스페이스와 한국항공우주는 지난 2월 방산·우주항공 협력을 위한 MOU를 체결했다. 해당 협력 방안에는 위성·발사체·서비스를 포함한 글로벌 상업 우주 시장 공동 진출도 포함됐다. 이후 한화에어로는 사업보고서를 통해 연결 기준 KAI 지분을 4.99%(시스템 지분 0.58% 포함) 확보했다고 밝히기도 했다.

단순 경쟁 구도로만 해석할 필요 없음

앞서 언급한 것처럼 사실 한화시스템과 KAI는 초소형 위성체계 사업을 통해 경쟁 중이다. 국방과학연구소(ADD)는 '23년 5월 한화시스템, KAI와 각각 679억원(H모델), 670억원(K모델) 규모의 초소형 SAR 검증 위성 개발 계약을 체결했다. ADD는 올해 하반기 두 검증 위성 평가를 거쳐 최종 주관 업체를 선정하고 양산에 돌입할 예정이다.

향후 한화와 KAI간 협력 관계가 강화되거나 지분 확대 등을 통해 전략적 통합이 이뤄질 경우, 현재의 경쟁 구도는 오히려 한화그룹 밸류체인 완성도를 높이는 방향으로 전환될 수 있다고 판단한다. KAI는 위성 플랫폼(버스) 개발 및 체계종합, 항공기 기반의 양산 및 품질관리 역량 등을 보유하고 있다. 이에 KAI와 한화와의 관계를 단순 경쟁 구도로만 해석하기보다는, 중장기 전략적 협력 가능성을 내포한 관계로 볼 필요가 있다.

[그림21] 한화그룹 우주산업 밸류체인



자료: 쉘트랙아이, 한화투자증권 리서치센터

V. 관측위성: 국방용 감시정찰 수요 폭발

1. 국방용 감시정찰 위성 수요 폭발

≫ 결론: 국내는 당분간 감시정찰 위성 사업이 핵심

국내는 당분간 감시정찰
위성 사업이 핵심

국내는 K-LEO 사업이 2030년대 본격화되기 전까지는 감시정찰 위성을 중심으로 핵심 사업이 전개될 것으로 전망한다. 이에 쉐트랙아이, 한화시스템, KAI, LIG넥스원 등의 지속적인 활약이 기대된다. 우리나라는 지정학적 특성 상 킬체인(Kill Chain)과 정찰감시(ISR)가 전쟁 억제 체계의 핵심 축이다. 서울-DMZ의 거리는 약 50~60km에 불과해 장사정포 및 단거리 미사일이 즉시 타격 가능한 수준이며 북한의 TEL(이동식 발사대), 갯도, 산악지형 활용 가능성을 감안하면 발사 징후 탐지도 어렵다.

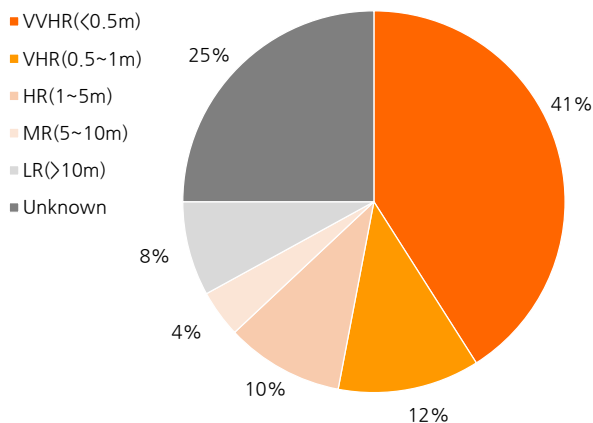
자주, 자세히, 넓게 봐야
한다

따라서 한국은 전쟁 시 수 분 단위 내 의사결정이 필요하다. 탐지→판단→타격 사이클을 줄이기 위해서는 위성 ISR을 통한 상시 감시 체계가 필수다. ISR의 핵심 3요소는 ① Revisit(자주), ②Resolution(자세히), ③Coverage(넓게) 보는 것이다. 재방문 주기를 줄이기 위해 수십 기 이상의 군집 위성 운용도 필요하지만 높은 해상도도 중요하다. Novaspace에 따르면, '24년~'33년 위성 영상 시장 규모의 41%는 VVHR(초고해상도) 위성이 점유할 것으로 전망된다(그림22). VVHR 영상을 활용하면 미사일 종류 식별, 위장 병력 파악, 타격 좌표 정밀화 등이 가능해지며 AI 분석 정확도도 개선된다.

SAR 위성과 EO 위성의
협력(탐지+식별)이 필수적

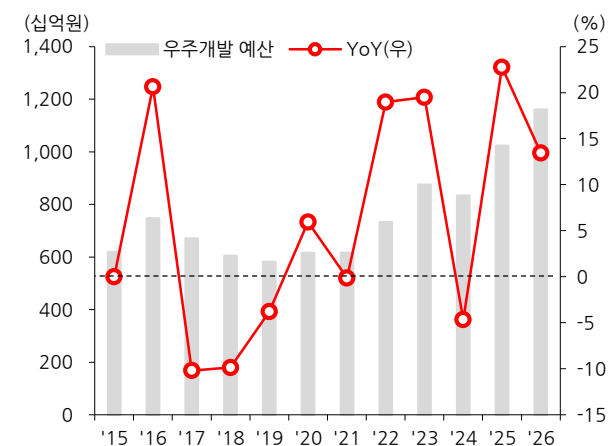
실제로 ISR은 러-우 전쟁에서 다방면으로 활용되면서 더욱 주목 받기 시작했다. 최근 ISR 활용 사례를 참고해 보면, 앞으로도 Cueing(센서 간 역할 분담)이 중요할 것으로 판단한다. 예를 들어, 날씨/주야 무관하게 스캔이 가능한 SAR 위성으로 넓게 자주 본다. SAR 위성이 패턴 데이터를 기반으로 의심 좌표(AOI; Area of Interest)를 탐지하면 VVHR EO 위성으로 정밀 관측한다. 따라서 탐지 빈도를 높이기 위해 SAR 위성을 EO 보다 더 많이 쏘는 현상이 발생한다. 실제로 우리나라의 대표적인 감시정찰 위성 사업 425(SAR+EO) 사업도 SAR 위성 4기, EO 위성 1기를 발사했다. SAR(탐지):EO(식별)=4:1 비율은 다른 ISR 프로젝트에서도 크게 변하지 않을 것으로 예상된다.

[그림22] 세계 위성 영상 시장 비중('24~'33 전망)



자료: Novaspace, 쉐트랙아이, 한화투자증권 리서치센터

[그림23] 한국 정부 우주개발 예산 추이



주: 국방 관련은 방위력개선에 따라 포함 / 자료: 과기부, 한화투자증권 리서치센터

>> 425 사업을 기점으로 감시정찰 위성 사업 확대

425 사업을 시작으로 감시정찰 위성 사업 확대

국내 감시정찰 위성 프로젝트는 425 사업을 기점으로 확대되고 있다(표7). 군은 2030년 대 초까지 최대 130여 기의 저궤도 정찰 위성 배치를 추진하는 것으로 알려져 있다. 425 위성 5기(EO 1기, SAR 4기)는 작년까지 발사가 완료됐으며 이후 425 위성 후속 사업(EO 2기, SAR 8기 예상), 초소형 위성체계 사업(EO 4기, SAR 40기 예상)이 순차적으로 진행될 것으로 전망한다. 425 위성은 무게가 800kg급으로 알려져 있으나 후속 사업은 500kg 미만, 초소형 위성 사업은 100kg 미만으로 점점 소형화 될 것으로 보인다.

비닉 사업과 민간 겸용 사업도 다수 존재

425-후속-초소형 사업은 모두 방사청 주관 사업이며 실제로 대부분의 주요 군집 위성 사업은 국방부가 주도할 것으로 예상된다. 세 사업을 통해 발사되는 위성 수는 약 60기에 불과하기 때문에 투자자들이 알기 힘든 비닉 사업도 다수 존재할 것으로 판단한다(그림24). 썬트랙이아가 참여하는 초소형 군집위성(EO 10기+검증위성 1기) 사업의 경우 우주청 주관 사업이지만 안보용 ISR 위성으로도 충분히 활용될 수 있다고 판단한다.

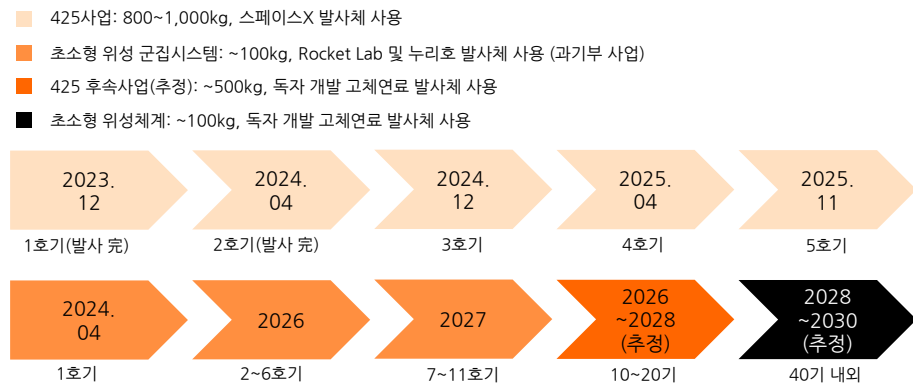
[표7] 국내 주요 공공 위성 사업

(단위: 억원)

관련 기관	임무	프로젝트	예산	비고
우주청	항법	한국형 위성항법(KPS)	37,000	'29년 1호 발사, '30~'35년 2~8호 발사 전망
	통신	저궤도 위성통신(6G)	3,200	'30년 이후 시험위성 2기 발사 전망
	지구관측	다목적 실용위성(아리랑)		'26년 6호, '27년 이후 7호, 7A호 발사 전망
	지구관측	차세대 중형위성	1,200	4~5호 '26년 이후 발사 전망
	지구관측	차세대 소형위성	2,100	3~4호 '26년 이후 발사 전망
	지구관측	초소형 군집위성(EO 10기)	2,400	'26년 2~6호, '27년 7~11호, 이후 12~31호(미정) 발사 전망
	복합(기상/통신)	천리안위성	4,118(3호)/5,980(5호)	'27년 3호, '29년 5호 발사 전망
	검증	달궤도투입 성능검증위성	3,000	'32년까지 발사 전망
방사청	감시정찰	425 위성 (EO 1기, SAR 4기)	12,000	'25년까지 EO위성 1기, SAR 위성 4기 발사 완료
	감시정찰	425 위성 후속 (EO 2기, SAR 8기 추정)	20,000+	'30년까지 후속 위성 10기 발사 전망
	감시정찰	초소형 위성체계(SAR 40기, EO 4기 추정)	15,000+	'32년까지 위성 배치 완료 전망

주: 주황색 음영은 저궤도 위성 사업 / 자료: 우주항공청, 국방부, 한화투자증권 리서치센터

[그림24] 주요 정찰감시 위성사업 진행 일정



자료: 방위사업청, 언론 보도 종합, 한화투자증권 리서치센터

국방 예산의 핵심, 킬체인

‘26년 국방부 킬체인 예산은 5.3조원으로 전년 대비 2조원 가량 늘었다. 이는 KAMD(한국형 미사일 방어체계) 1.8조원, 대량응징보복 7,400억원 대비 월등히 큰 규모다(그림25). 국방부가 적의 공격 징후를 사전에 탐지하고 선제 타격하는 킬체인, 즉 전쟁 억제 능력에 큰 비중을 두고 있다는 뜻이다. 감시정찰 지휘통제 사업(‘26년 예산 1조원)은 예산상으로는 킬체인과 분리 편성되어 있지만 작전 개념 상 킬체인의 탐지·판단 단계에 해당하는 핵심 구성 요소로 해석할 수 있다.

킬체인 임무 수행을
위해서는 위성 데이터
확보가 필수

킬체인이 선제 공격 및 전쟁 유발이 아닌 선제적 자위권 행사로 인정 받으려면 적의 공격이 임박했다는 객관적 증거 확보가 필요하다. 국제법 상 위협이 즉각적(imminent)이고, 다른 선택지가 없으며(necessity), 대응이 비례적(proportionality)일 때는 임박한 공격에 대한 선제적 자위권 행사가 허용된다. 따라서 북한의 TEL 이동 추적, 미사일 발사 준비 활동 감지, 연료 주입이나 장비 전개 확인을 위해서 위성 데이터 확보가 필수적이다(그림26). 즉, ISR은 단순 정보 자산이 아닌 법적 정당성을 뒷받침하는 증거 체계이기도 한 것이다.

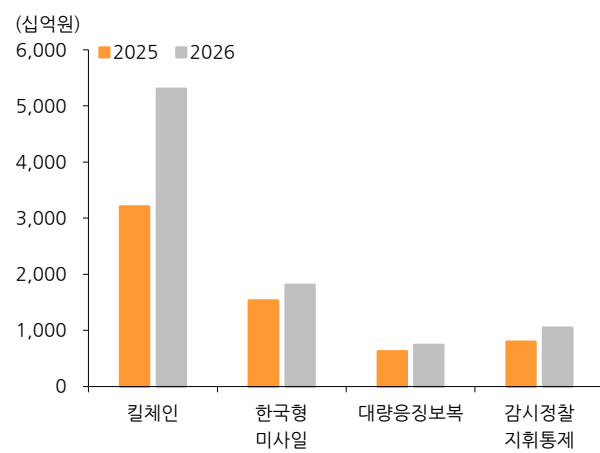
K-방산의 다음 수출 품목은
위성

최근 글로벌 지정학적 리스크는 냉전 이후 가장 빠른 속도로 확대되고 있다. 그리고 한국은 무기체계를 납기와 가격 경쟁력, 현지화 조건을 앞세워 유럽, 중동, 남미, 아시아, 호주, 북미 등 전 세계로 수출하고 있다. 현재 지상, 해양, 항공 무기들이 동시다발적으로 판매되고 있으나 다음은 위성 및 ISR 체계로 확장될 가능성이 높다고 판단한다.

KAMD 체계를 도입하는
중동은 킬체인과 위성 ISR
체계도 필요해진 상황

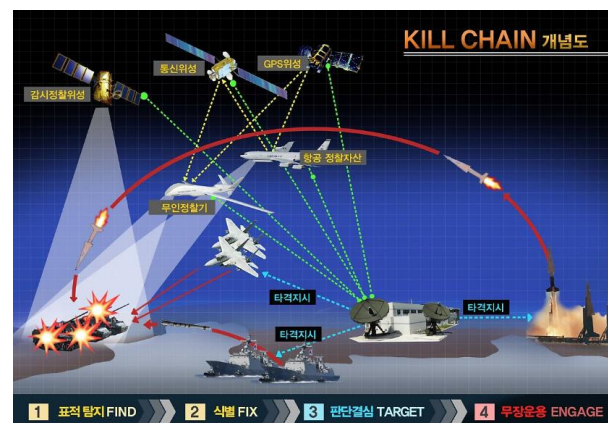
특히 UAE, 사우디, 이라크 등 중동 국가들이 KAMD(한국형 미사일 방어체계)의 핵심 대공방어 시스템인 천궁-II를 이미 도입하고 있다는 점에 주목한다. 중동은 한반도와 유사한 미사일 위협 환경을 갖고 있고, 최근 2년 간 다양한 전쟁을 겪으면서 대공방어의 중요성을 다시금 되새기게 되었다. 이에 중동을 비롯한 다양한 국가들이 미사일 방어체계를 넘어 킬체인과 위성 ISR 체계를 갖추고자 할 것으로 예상된다. 쉐트랙아이의 자체 위성 SpaceEye-T의 위성 영상 판매도 유럽 외 중동이나 아시아 지역에서 충분히 이뤄질 수 있는 조건이 갖춰진 상황이다. 위성 자체의 수출도 물론 가능하다.

[그림25] 2025-2026년 국방예산안 주요 내역



자료: 방위사업청, 한화투자증권 리서치센터

[그림26] 대한민국 킬체인 개념도



자료: 국방부, 한화투자증권 리서치센터

썬트랙아이의 초고해상도
광학 위성(EO) 수출
가능성에 주목

투자자 관점에서는 K-방산에서의 경험을 바탕으로 국내 업체들의 수출 비중이 늘어나는 시점에 주목해야 한다. 특히, 썬트랙아이는 초고해상도 광학 위성(EO 위성) 수출 및 자체 광학 위성 영상 데이터의 해외 판매 본격화가 기대되는 업체다. 한화 우주 밸류체인 내 유의미한 수출 비중 확대가 가장 먼저 일어날 수 있는 업체라고 판단한다.

SpaceEye-T의 성공적 발사,
위성 수출 가능성도 커짐

썬트랙아이는 '25년 3월 0.25m급 초고해상도 광학 위성 SpaceEye-T 1호기(ST-1)를 Falcon 9을 통해 발사하는 데 성공했다. 이후 8월경 유럽 기관과 수천만 유로의 첫 번째 위성 영상 장기 공급 계약을 체결했다. 동사가 초고해상도 중형관측위성의 성공적인 발사 및 운영 레퍼런스를 보유하게 됨에 따라 유사한 스펙의 위성을 수출하게 될 가능성도 높아진 상황이라고 판단한다.

긍정적인 해외 수주 출현 중

동사는 지난 2월 해외기관을 대상으로 2,830억원 규모의 '위성영상 획득 장비 공급' 계약을 체결했다. 계약의 내용, 상대방, 판매 지역 등에 대한 공시가 유보되어 세부 내용을 알 수 없으나 EUR로 계약했기 때문에 유럽 지역에 판매된 것으로 추정한다. 또한, '위성영상 획득 장비'가 정확히 무엇인지도 알 수 없다. 이에 \$100M 수준의 중형 광학 위성 최대 2기 공급 계약 건이라고 가정할 수도 있고, 다양한 해석이 가능하다.

정보가 극히 제한적이나 '25년 연간 매출액 2,069억원을 뛰어넘는 규모의 수출 계약이 체결됐다는 점이 상당히 고무적이다. 이는 '24년 7월 공시된 한국항공우주연구원을 계약상대방으로 한 1,727억원 규모의 '민간 광학위성(1호 및 2호) 개발' 수주 이후 최대 규모이기도 하다. 만약 '위성영상 획득 장비' 수출 계약도 유사한 제원의 위성 수주였다 고 가정한다면 계약 규모로 미루어볼 때 마진에 대한 기대도 충분히 가져볼 수 있다.

참고: 위성의 분류

참고로, 위성은 크게 통신 위성과 관측 위성으로 나눌 수 있다. 관측 위성은 크게 EO(Earth Observation; 광학) 위성과 SAR(Synthetic Aperture Radar; 레이더) 위성으로 나뉜다(그림27). EO는 가독성이 뛰어나나 기상조건에 따른 촬영 제약이 존재한다. SAR는 합성개구면레이더로 전파를 발사해 반사되어 돌아오는 신호를 수신한다. 주/야간 전천후로 영상을 획득할 수 있으나 광학에 비해 시각적 가독성이 떨어진다.

[그림27] 관측위성 종류별 영상사진 비교



자료: 썬트랙아이, 한화투자증권 리서치센터

[그림28] 위성영상(EO) 해상도 비교



자료: 썬트랙아이, 한화투자증권 리서치센터

2. 위성영상(다운스트림) 판매, 돈 되는 사업

>> 결론: 세트렉아이의 영업 레버리지 가능성에 주목

세트렉아이의 영상 판매를
통한 영업 레버리지 효과에
주목

한화그룹은 업스트림과 다운스트림 밸류체인을 연결하는 시도를 적극적으로 하고 있으며 다운스트림, 즉 위성 영상 판매/분석 분야에서는 세트렉아이의 역할이 클 것으로 전망한다. 특히, 세트렉아이의 SpaceEye-T 영상 판매가 본격화됨에 따라 영업 레버리지 효과가 점차 커질 것으로 기대한다.

세트렉아이는 SIIS와 SIA라는 두 자회사를 보유하고 있으며, 각각 위성영상 판매 사업과 위성영상 AI 딥러닝 분석 사업을 영위하고 있다. SIIS는 아리랑 위성(다목적 실용위성 3호, 5호, 3A호) 영상을 주로 판매하는 사업 모델을 갖고 있다. 기존 아리랑 위성들은 노후화되고 후속 위성(6호, 7호, 7A호) 발사가 지연된 가운데, SIIS는 ST-1(SpaceEye-T 1호기) 영상의 해외 판매를 통해 매출 반등을 노리고 있다(그림29, 30).

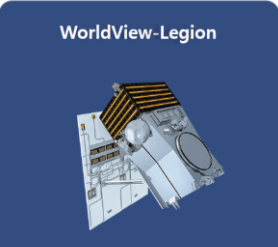
SpaceEye-T의 매출 인식
구조 추정

ST-1의 매출 인식에 대해서는 자세히 알려진 바가 없으나 다음과 같은 구조일 것으로 추정한다. 7년 정도의 위성 수명 기간 동안 특정 지역의 직수신권 사용료를 SIIS의 매출로 인식한다. 총 사용 가능 용량이 정해져 있고 고객이 영상을 사용하는만큼 비용이 발생한다. 더 많은 용량을 원한다면 추가 계약을 통해 금액을 상향 조정할 수 있다. SIIS는 세트렉아이(ST-1 상각비 인식)에게 위성 활용에 대한 일종의 임대료를 지급한다.

영상 판매를 통한 고정비
레버리지 효과 극대화 기대

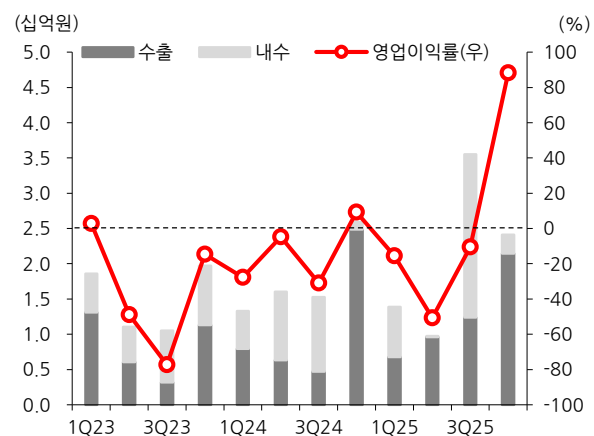
ST-1 영상 매출은 '25년 12월부터 본격 발생하기 시작한 것으로 보이며 연 60~70억 원(아리랑 위성 매출 미포함임을 참고) 이상 매출이 가능할 것으로 추정한다. 연간 1개 이상의 추가 고객 확보 가정 시 향후 2~3년간 상당한 고정비(위성 상각비) 레버리지 효과가 기대된다. 그동안 VVHR(0.5m급 이상 초고해상도) 시장은 Vantor(煎 Maxar), Airbus 등이 과점하고 있었으나 동사가 작년에 신규 진입하게 되었다. 물론 Planet Labs와 같은 대량 위성 데이터 사업자도 잠재적 경쟁자로 볼 수 있다. 그러나 동사의 직접적인 경쟁은 초고해상도 프리미엄 시장에서 먼저 나타날 것으로 전망한다.

[그림29] 초고해상도 위성 제원 비교

• Vantor(미국)	• SI
 WorldView-Legion Price • \$115M (E) Bus (Platform) • < 630 kg (Φ2.0 m X 3.0 m) • 5m CE90 • >10yr EO Payload • PAN 0.34m / MS 1.36m (@ 518 km) • 10 km swath width [출처: European Space Agency]	 SpaceEye-T Price • \$100M Bus (Platform) • < 700 kg (Φ2.1 m X 3.33 m) • 50m CE90 • 7.5yr EO Payload • PAN 0.25m / MS 1.0m (@ 500 km) • 12 km swath width

자료: European Space Agency, 세트렉아이, 한화투자증권 리서치센터

[그림30] 세트렉아이 SIIS 매출 및 영업이익률 추이



주: 내부거래 제거 연결 조정 기준 / 자료: 세트렉아이, 한화투자증권 리서치센터

>> 위성 영상 업체들에 대한 리레이팅 나타나는 중

위성 영상 업체들의
리레이팅 나타나는 중

위성 영상 업체들에 대한 리레이팅이 나타나고 있다. 쉘트랙아이는 그동안 위성 제조 업체로 인식돼 왔으나 이제는 제조를 기반으로 한 영상 판매/분석 업체로 인식의 전환이 일어나고 있다. 미국 Planet Labs(PL)와 쉘트랙아이는 지난 4년간 주가가 매우 유사한 흐름으로 움직였다(그림31). 두 기업 모두 '25년 하반기부터 폭발적으로 주가가 상승했다. 국방 관련 대형 수주들이 나오기 시작하면서 단순 위성 제조 업체가 아닌 '위성 제조+영상 판매+영상 분석' 업체로서 영업 레버리지 효과를 기대하며 리레이팅 받았다는 공통점이 있다.

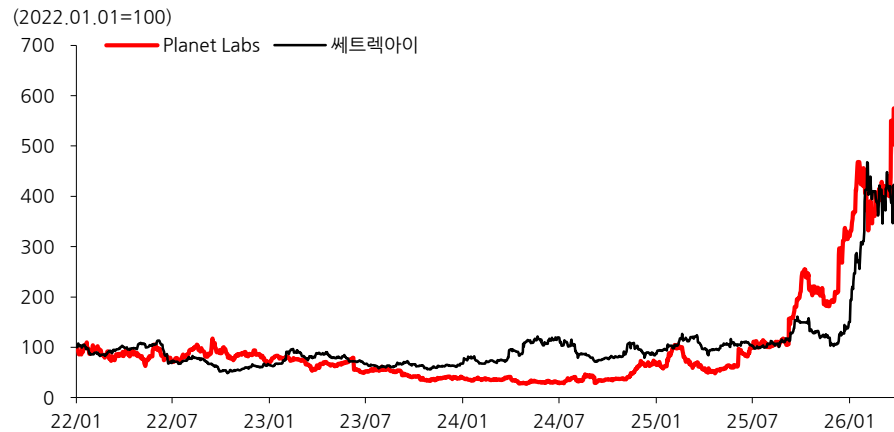
PL은 FY4Q26(25.11~26.01)에 매출 \$86.8M(YoY +41%), 수주잔고 \$900M(+79%)을 기록했다. 조정 EBITDA는 \$2.3M를 기록하면서 첫 연간 EBITDA 흑자를 달성했다. 아울러, 동사는 NVIDIA와 협력해 차세대 Pelican 및 Owl 위성군에 GPU를 통합하는 방안을 발표했다. Google과 태양에너지로 구동되는 우주 기반 데이터센터를 구축하기 위한 Project Suncatcher를 공동 추진 중이라고 밝히기도 했다.

쉘트랙아이와 PL 간
밸류에이션 격차 좁혀나갈
수 있을 것으로 기대

쉘트랙아이는 PL과 여전히 밸류에이션 격차가 크다. 3/31 기준 쉘트랙아이는 '27E PSR 7.0배(당사 추정치 3,144억원 기준), PL은 '27E PSR 17.9배(블룸버그 컨센서스 28FY \$538.1M 기준; 1월 결산)를 받고 있다. EV/Backlog는 쉘트랙아이 2.8배(현 수주잔고 6,000억원 추정치 기준), PL 10.5배(수주잔고 \$900M 추정치 기준)다.

이러한 밸류에이션 격차는 쉘트랙아이의 다운스트림 사업이 아직 본격적으로 실적에 반영되지 않았고, 보안 문제로 인해 국방 관련 협의나 수주에 대한 정보가 제한적이기 때문이라고 판단한다. 따라서 이러한 격차는 SIIS의 실적 개선세가 올해부터 뚜렷하게 나타날 경우 점진적으로 좁혀질 것으로 예상된다. 한편, 쉘트랙아이(별도)와 SIIS는 모두 '25년에 이미 영업이익 기준 연간 흑자전환을 달성했다. 따라서 ST-1의 영업 성과에 따라 고정비 레버리지가 가속화되는 시점은 PL보다도 빠르게 기대해 볼 수 있다.

[그림31] Planet Labs와 쉘트랙아이 주가 추이 비교



주: '26.03.31 기준 / 자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

자체 위성의 추가 확보도 준비 중

썬트렉아이의 추가 리레이팅을 위해서는 자체 위성의 추가 확보도 필요하다고 판단한다. 초고해상도 중형 위성 시장을 타겟한다는 점에서 PL과는 차이가 있으나 이는 오히려 차별화 포인트다.

ST-2 '28년 발사 후 군집 운용 예정

썬트렉아이는 '28년 ST-2를 발사할 예정이며 이후에도 SpaceEye-T(700kg, 수명 7년 예상) 시리즈를 발사해 군집 위성을 운용할 전망이다. 아울러, 2030년대 초까지는 0.1m급 초고해상도 위성을 개발하겠다고 밝히기도 했다. 2030년대 초에는 해상도 0.25m급 이상의 광학위성 4~6기를 운영하면서 글로벌 탐타어 VVHR 플레이어로 거듭날 수 있을 것으로 기대한다. 다양한 해상도의 군집 위성 운용 시 고객에게 보다 다양한 사용 옵션을 제공할 수 있게 되기 때문에 영업 환경도 크게 개선될 것으로 판단한다.

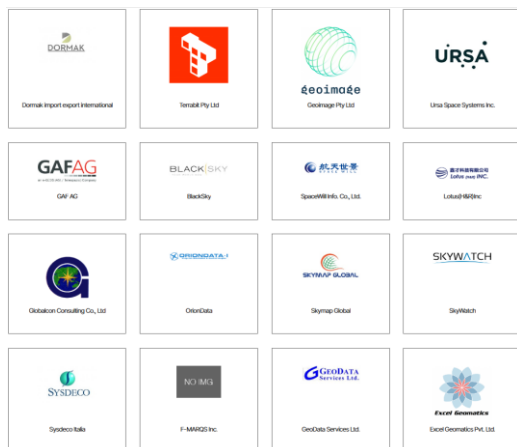
글로벌 경쟁자들 대비 속도, 가격 매력도 높을 것으로 전망

글로벌 경쟁자들 대비 동사의 SpaceEye-T 영상이 갖는 장점은 크게 3가지로 제시한다. 첫째, VVHR 제공자가 Vantor, Airbus 등으로 제한적인 상황에서 각 경쟁사들의 주요 타겟 외 시장에 속한 고객에게 우선순위를 제공할 수 있다. 둘째, 기존 플레이어들 대비 가격 매력도가 높은 것으로 추정된다. 셋째, 대한민국 정부와 우호적인 방산 협력 네트워크를 구성한 국가들이 한국 위성 영상 사용을 우호적으로 검토할 수 있다.

위성영상 분석 솔루션이 밸류체인 마지막 단계

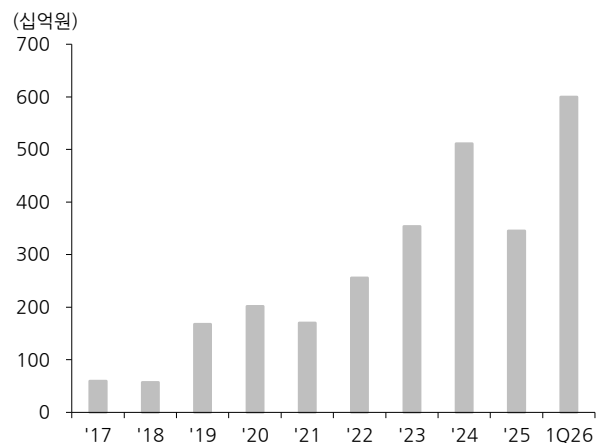
한화그룹 우주 밸류체인의 가장 마지막 단계는 위성영상 분석 솔루션이 될 것으로 전망한다. 이에 위성 영상 분석 솔루션을 개발하는 썬트렉아이 자회사 SIA도 중장기적으로 주목 받을 수 있을 것으로 판단한다. AI를 사용한 영상분석은 인간의 역할을 단순 작업자에서 최종 결정자로 전환시킨다. 다운스트림은 멀티센서(E0/IR/SAR/Hyperspectral 등)를 사용할수록 다양한 고객 니즈에 대응할 수 있다. 따라서 한화시스템(SAR 중심)-썬트렉아이(E0 중심)-SIA(분석) 간의 협력 관계는 더욱 공고해 질 것으로 기대한다.

[그림32] 썬트렉아이 SIRS 주요 리셀러 네트워크



자료: SIRS, 한화투자증권 리서치센터

[그림33] 썬트렉아이 연간 수주잔고 추이 및 전망



주: 1Q26은 추정치

자료: 썬트렉아이, 한화투자증권 리서치센터

SIA, 자체 위성과의 시너지
기대

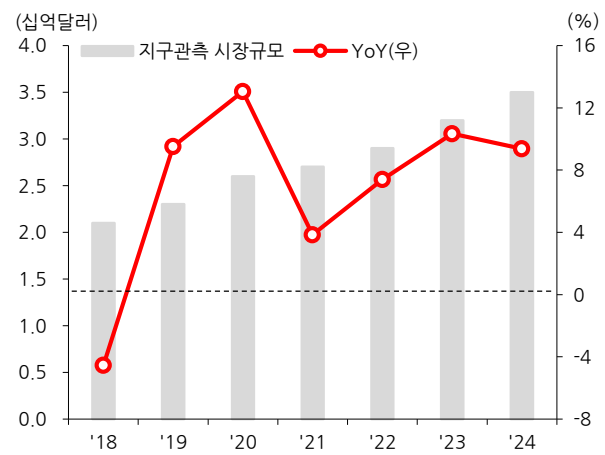
SIA의 경우 아직까지는 국내 정부 주도 사업을 기반으로 서비스를 제공하고 있으나 해외 고객사 유치도 적극적으로 진행 중이다. 단순 용역 제공에서 AI 플랫폼 서비스 공급으로 사업을 확장해 나가는 모습이다. SIA도 SpaceEye-T 위성 군집을 통해 딥러닝 학습용 영상 데이터를 제공 받는 등 쉐트랙아이 자체 위성과의 시너지 효과를 기대한다.

SIA의 핵심 제품 Ovison,
국방 분야 분석 분야에서
잠재력 보유

SIA의 핵심 제품은 Ovison으로, 자동변화탐지(ACD), 자동표적식별(ATR)을 통한 이상 징후에 대한 자동 탐지를 지원하는 플랫폼이다. 이 외에도 동사는 Super X(해상도 개선), WeatheO(기상 관측), Ovison Earth(환경 문제 분석 및 예측) 등의 솔루션을 포트폴리오로 갖고 있다.

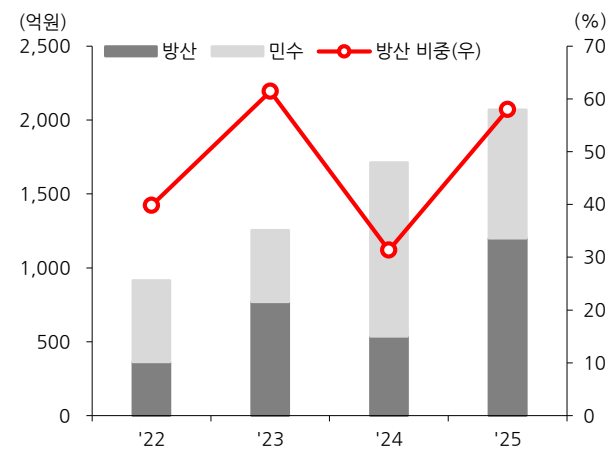
쉐트랙아이는 '25년 매출 내 방산 비중이 58%로 증가(YoY +27%p)했으며, '26~'27년에도 55% 이상의 방산 비중은 유지될 것으로 예상한다(그림35). SIA의 경우에도 Ovison을 활용한 국방 분야 분석이 메인 솔루션의 지위를 유지하며 지속 성장할 것으로 전망한다. 전시에 인간이 일일이 수작업으로 위성 영상을 분석하는 시대는 끝났다.

[그림34] 글로벌 EO(지구관측) 서비스 분야 시장 규모 추이



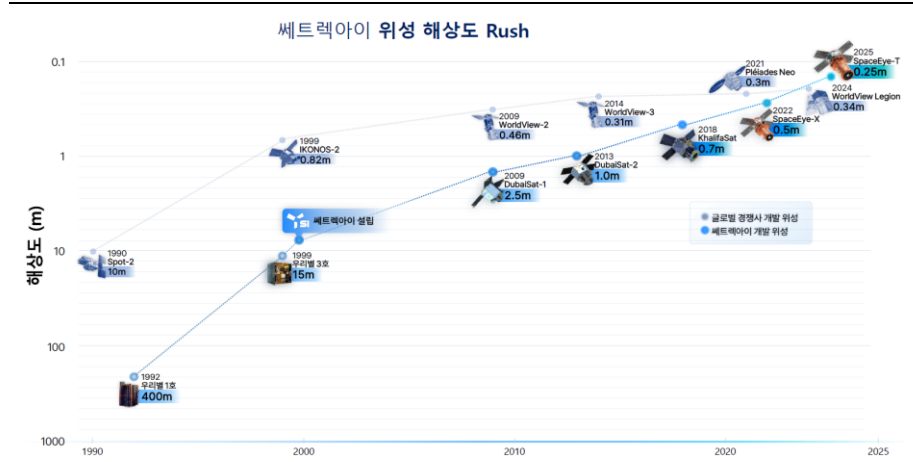
자료: SIA, 한화투자증권 리서치센터

[그림35] 쉐트랙아이 부문별 매출 추이



자료: 쉐트랙아이, 한화투자증권 리서치센터

[그림36] 쉐트랙아이 위성 해상도 발전 역사



자료: 쉐트랙아이, 한화투자증권 리서치센터

VI. 통신위성: Starlink 밖으로 시야 확장

1. Non-Starlink 밸류체인인 반격

≫ 결론: Non-Starlink 밸류체인에도 투자 기회가 있다

Non-Starlink 밸류체인에도
투자 기회가 있다

통신위성 분야에서는 글로벌 통신위성 사업자들의 밸류체인에 접근하는 방식이 유효하다고 판단한다. 그 중에서도 Non-Starlink 밸류체인에서 투자 기회를 포착할 수 있다고 판단한다. 연내 SpaceX의 상장 기대감이 높아지면서, 위성 수와 서비스 규모에서 압도적인 위치에 있는 Starlink에 관심이 쏠리고 있다. 실제로 Starlink는 현재 초창기 1세대와 1.5세대, 2세대(V2 mini)를 모두 포함해 9,000기 이상의 위성을 운영하고 있는 것으로 알려져 있다(표8). 올해 1월에는 FCC(미 연방통신위원회)가 2세대 스타링크 위성 7,500기 추가 배치 요청을 승인하면서 운영 가능 2세대 위성이 15,000대로 증가했다.

Non-Starlink 밸류체인에
관심을 갖는 이유 2가지

비록 Starlink가 운영 위성 수, 발사 능력(SpaceX), 서비스 규모 면에서 압도적임에도 Non-Starlink 밸류체인에 관심을 갖는 이유는 크게 2가지다. 첫째, 각국이 단일 민간 기업에 대한 위성 통신 인프라 의존도가 너무 높다는 것을 인지하기 시작했다. 특히 러-우 전쟁에서 Starlink가 전시 작전 수행과 연관되기 시작하면서 안보 차원에서 공급망 다변화 혹은 자립화에 대한 관심도가 확대되기 시작했다.

1) 국가 안보 차원에서 너무
높은 단일 기업 의존도

2) 속도 경쟁에서 뒤쳐지지
않기 위해서 지상체는 외부
업체에 의존할 가능성

둘째, Non-Starlink 사업자들은 경쟁 구도 상 SpaceX처럼 부품 및 지상체 공급망을 모두 내재화할 시간이 없다. 따라서 후발주자들의 경쟁이 심화될수록 그들에게 안테나 등 지상체를 납품하는 업체의 TAM이 커진다. 따라서 본 보고서에서는 Non-Starlink 진영에 지상체를 납품하는 인텔리안테크에서도 투자 아이디어를 발견하고자 한다.

[표8] 주요 저궤도 위성통신 사업자들의 특징

구분	SpaceX	OneWeb	Telesat	Amazon	AST SpaceMobile	Blue Origin
프로젝트명	Starlink	OneWeb	Lightspeed	Amazon Leo	BlueBird	TeraWave
서비스 개시	2020	2024	2027	2026	2026	2027
목표 위성 수	42,000 (Gen1 12,000+ Gen2 30,000)	648 (Gen1) Gen2 계획	198 (Gen 1)	3,232 (Gen 1) 4,504 (Gen 2)	168	5,408 (LEO 5,280 + MEO 128) *추가 논의: ~51,600기 AI 위성군
발사 위성 수	9,000+(active)	634 (완료)	0	180+	5	0
운용 높이(km)	340/550/1,200	1,200	~1000	590~630	~700	540/8,000
위성 무게(kg)	~300(v1.5) / ~800(v2 mini)	~150	~700	~600	~1,500	-
지연시간(ms)	20~40	50~70	30~50	30~50	40~60	-
다운로드 속도(Mbps)	80~220	~195	50~	100~400	10~120	~144
업로드 속도(Mbps)	5~20	~32	~10	10~40	2~20	-

자료: 각 사, 언론 보도 종합, 한화투자증권 리서치센터

>> 위성 통신에서의 안보 자립화 문제 대두

너무 높은 Starlink 의존도

Non-Starlink 진영이 확대될 수 있는 가장 큰 이유는 각국의 Starlink 의존도가 너무 높아 안보 자립화를 위해서는 위성 통신 인프라 공급망을 다변화할 필요가 있다는 점이다. 따라서 유럽을 비롯한 주요국들은 국가 차원에서 위성 자국의 통신 인프라를 지원하고자 할 것이다.

자국 인프라 구축에 시간이 걸린다면, B2G에 특화된 다른 업체와 협력할 수도 있다. 일례로, 우리나라 상용 저궤도 위성통신 사업은 Eutelsat Oneweb의 저궤도 위성통신망을 기존 전술망에 추가로 연결하는 것을 목표로 한다. 여기서 한화시스템은 지상체 및 네트워크 통합 서비스를 제공하는 역할을 담당한다.

안보에서 중요한 건 결국
성능보다도 통제권

한국이 상용 저궤도 위성통신 사업에서 업계 1위인 Starlink를 사용하지 않은 이유는 성능이 아니라 통제권 때문일 것으로 추측한다. Starlink는 B2C 중심이기도 하지만 자체 단말, 자체 네트워크를 사용하면서 직접 서비스를 통제하기 때문이다. 또한, Starlink의 누적 가입자 수는 이미 연초 900만명을 돌파한 상황으로 B2G 성격의 사업에 통제권을 넘겨주면서까지 협상하고자 할 유인은 없어보인다(그림37).

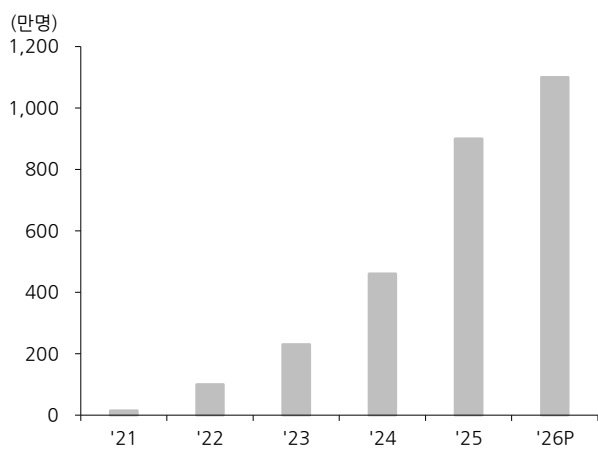
Non-Starlink 진영과의 군
협력 사례가 많아질 것

우리나라도 결국에는 K-LEO 사업을 통해 위성 통신 자립화를 추진하겠지만 이러한 Non-Starlink 진영과의 협력 사례는 다른 국가에서도 많이 확인될 것으로 기대한다. 러-우 전쟁에서는 초기에 우크라이나 지상 통신망이 파괴되고 군 통신망은 전자전(재밍)으로 불안정해지자 빠른 배치가 가능한 Starlink를 사용했다. 이후 Starlink는 드론 통제, 포병 타격 좌표 공유, 전장 영상 전송 등 전쟁의 핵심 인프라로 등극했다.

대표적인 위성 통신 자립화
사례, 유럽의 IRIS²

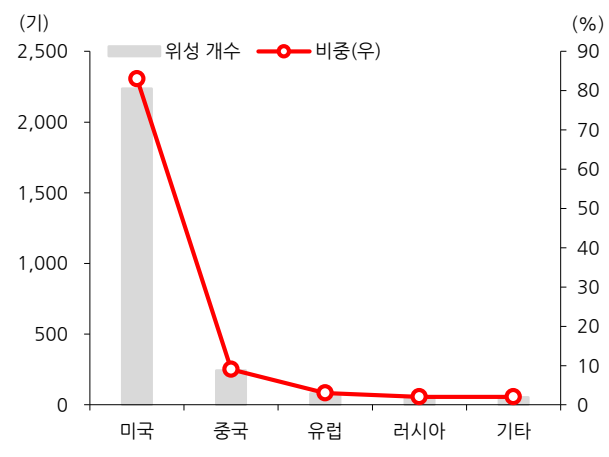
그러나 국가 통신망이 단일 민간 기업에 의존하다보니 비용 문제와 미국 국방부와의 협상 이슈 등이 발생했다. 또한, 상용 broadband 기반 네트워크다보니 군용으로 사용하기에 한계도 존재한다. 따라서 유럽은 군용 LEO 통신망 IRIS² 프로젝트를 추진 중이다. 해당 프로젝트는 다중궤도(LEO+MEO+GEO) 구조이며 Airbus, Thales, Eutelsat Oneweb 등 자국 기업들이 참여한다.

[그림37] Starlink 누적 가입자 수 추이



자료: Starlink, 언론 보도 종합, 한화투자증권 리서치센터

[그림38] '24년 민간 제작사에 의해 제작된 위성의 국가별 분포



자료: SIA, 우주청, 한화투자증권 리서치센터

위성 통신의 패러다임 전환,
음영지역 인터넷에서
국가 단위 안보 인프라로

앞서 표8에서 확인한 것처럼 Starlink 출현 이후 위성 통신 업계에 후발주자들이 많이 생겼다. Starlink 초창기만 하더라도 인터넷 음영지역에 인터넷을 보급하는 것이 위성 통신의 제1 목표로 인식됐다(그림39). 따라서 이미 압도적인 리더인 Starlink가 있기 때문에 후발주자에 대한 기대감이 그리 크지 않았다. 그러나 러-우 전쟁 이후 위성 통신이 단순 민간 서비스가 아닌 안보 인프라라는 패러다임의 전환이 나타났다. 따라서 유럽의 Eutelsat Oneweb, 캐나다의 Telesat 등의 네트워크도 기회를 얻기 시작한 것이다.

후발주자도 기회를 얻기
시작

Amazon은 B2C 시장에서 Starlink와 1:1 경쟁을 하고자 하는 기업으로 인식되고 있으나 사실 AWS 클라우드를 활용해 ISR 위성 데이터를 처리할 수 있다는 점에서 확장 네트워크로서의 매력에 있다. 이는 Amazon도 B2G 차원에서 활약할 수 있게 만드는 요소다. D2C(Direct-to-Cell) 네트워크를 추진 중인 AST SpaceMobile도 B2G 서비스도 타겟하고 있으며 실제로 지난 2월 SDA(미 우주개발국)와 \$30M 규모의 군 통신 실증 사업(HALO) 계약을 체결하기도 했다.

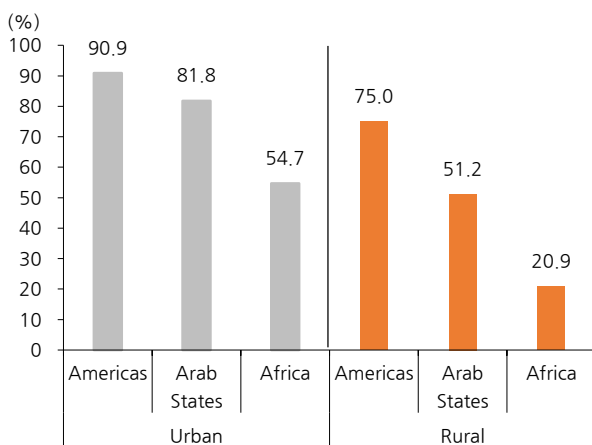
이들에게 지상체 등을
납품하는 업체의 타겟
시장은 계속 커지는 중

이에 따라 Non-Starlink 진영에도 충분히 성장 기회가 발생하고 있다. 단순히 Starlink의 B2C 시장 지배력만 보고 후발주자들에서 발생하는 투자 기회를 놓치기는 아쉽다고 판단한다. 그리고 이들은 후발주자인 만큼 각자 타겟하는 시장을 선점하거나 Starlink를 빠르게 따라잡는 것이 중요하다. 따라서 이들에게 지상체를 납품하는 인텔리안테크와 같은 외부 업체에게도 투자 포인트가 발생하는 구조다.

우리나라에서는
중장기적으로 K-LEO
프로젝트의 전개에 관심

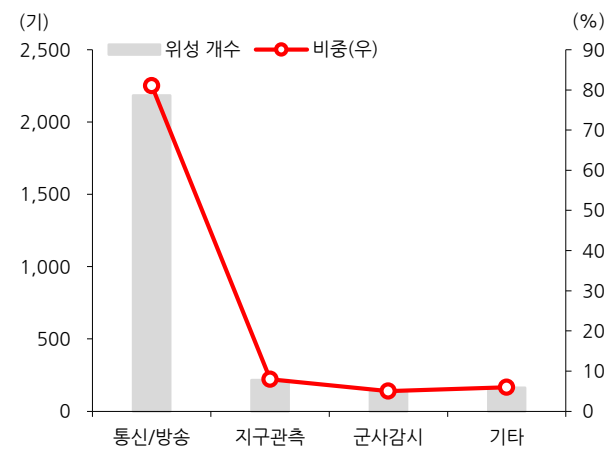
한편, 우리나라에서는 한화시스템도 결국 앞서 언급한 것처럼 K-LEO 사업이 진행됨에 따라 2030년대에는 통신위성 분야에서 경쟁력을 갖춰 나갈 가능성이 높다고 판단한다. 상용 저궤도 위성통신 사업을 진행하며 Oneweb의 네트워크를 활용해 군 통신 네트워크를 통합하는 경험을 쌓은 것도 레퍼런스가 될 것이다. 중장기적으로는 K-LEO 프로젝트의 전개도 관심있게 지켜볼 필요가 있다.

[그림39] 2025년 지역별 도시/도시외 인터넷 보급률 비교



자료: ITU, 한화투자증권 리서치센터

[그림40] '24년 민간 제작사에 의해 제작된 위성의 분야별 분포



자료: SIA, 우주청, 한화투자증권 리서치센터

2. 모든 통신위성에게는 지상체가 필요하다

>> 결론: Non-Starlink 진영의 지상 인프라 시장 본격 개화

Non-Starlink 진영의 지상
인프라 구축은 지금부터가
시작

Non-Starlink 진영의 지상 인프라 구축은 지금부터가 시작이다. 모든 통신위성에게는 지상체가 필요하다. LEO 통신망은 구조적으로 3개 레이어로 구성된다. 위성(공간), 게이트웨이(지상), 단말기/유저터미널(사용자)가 그것이다. 특히, 게이트웨이 안테나는 발사 이전에 이미 구축 완료되어야 하는 선행 투자 인프라다. 위성 궤도 진입 직후 트래픽 처리가 필요하고, 초기 서비스의 통신 커버리지를 확보해야 하기 때문이다.

위성 발사 계획이 수립되는
시점이 곧 게이트웨이
발주가 현실화되는 시점

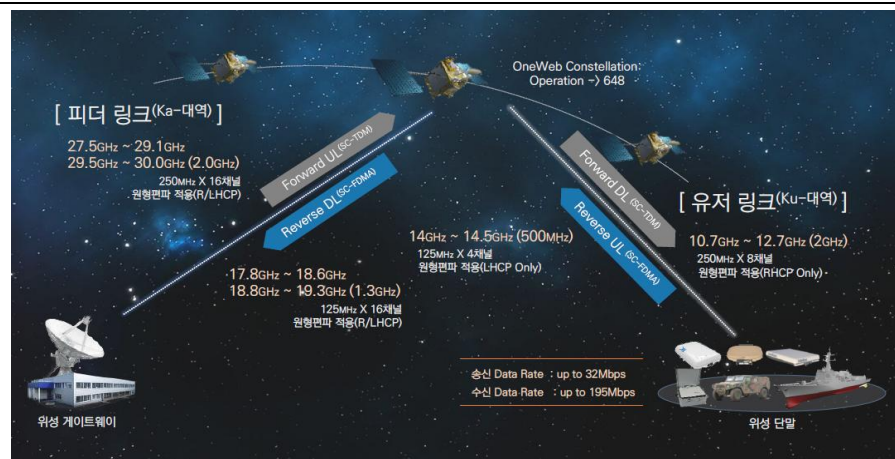
따라서 위성 발사 계획이 수립되는 시점이 곧 게이트웨이 발주가 현실화되는 지점이다. 현재 Non-Starlink 진영은 여전히 위성 발사 초기 단계에 해당한다. Oneweb은 Gen2(2세대)를 준비 중이며, Amazon은 Leo 프로젝트를 위해 180기 이상의 위성을 발사했다. Amazon은 향후 저궤도 위성을 3,200기 이상으로 늘릴 계획이다. 기업형 대형 단말 기준 최대 속도 1Gbps를 구현해 Starlink와 경쟁 구도를 구축할 전망이다.

아울러, Amazon 창업자 Jeff Bezos가 이끄는 Blue Origin은 데이터센터, 정부기관, 기업 등을 대상으로 백본(Backbone) 네트워크 서비스를 제공하는 위성 5,408기를 저궤도에 배치하겠다는 목표를 발표했다. 프로젝트 명은 TeraWave이며 4Q27부터 위성 배치가 시작될 것으로 예상된다. 위성 통신이 백본 등에 활용되면서 네트워크 용량이 커지게 되면 트래픽 처리 과정에서 게이트웨이 인프라가 병목 요인으로 작용할 가능성이 크다.

참고: 게이트웨이와
유저터미널 개념

이해를 돕기 위해 게이트웨이와 유저터미널(단말)의 개념을 Oneweb LEO 네트워크를 기반으로 살펴 보고자 한다(그림41). 먼저, 게이트웨이는 위성 네트워크의 출구다. 게이트웨이는 위성과 지상 인터넷망을 연결하며 주로 Ka-band(27~30 GHz)를 사용한다. 대형 안테나를 사용해 수십~수백 Gbps 이상을 처리하며 데이터센터/백본망과 연결한다. 다수 사용자의 트래픽이 집결되는 구조를 가지므로 위성 처리 용량 증가(Tbps급) 및 사용자 수 증가에 따라 병목이 발생할 수 있다. 반면, 유저터미널은 통신 서비스를 분산해서 소비하는 단말이다. 단말이 사용자 데이터를 송수신하고 주로 Ku-band(10.7~12.7 GHz)를 사용한다. 대량 트래픽 처리는 게이트웨이에 비해 제한적이다.

[그림41] Oneweb 저궤도 네트워크 개념도



자료: 한화시스템, 한화투자증권 리서치센터

>> 후발주자들도 지상 기지국 세팅 중

후발주자들은 Starlink보다도 더 많은 게이트웨이를 설치

Amazon을 비롯한 후발주자들도 본격적으로 지상 기지국 구축을 시작했다. Starlink는 이미 150개 이상의 지상 기지국(Ground Station)을 설치한 것으로 알려져있다(그림42). Amazon도 60개 이상의 지상 기지국을 이미 세팅한 것으로 추정한다. 보도된 내용을 종합하면, Amazon은 300~350개의 게이트웨이 사이트를 구축하는 것을 목표로 한다. Starlink는 사이트 당 8~9개의 게이트웨이 안테나를 설치하는 것으로 추정하며, Amazon은 초기 단계라 이보다 살짝 적은 개수(6~7개)를 설치할 것으로 예상된다.

ISL 기술이 상대적으로 미성숙한 후발주자들은 지상 기지국에 아낌없이 투자

Amazon Leo의 초기(Gen 1) 목표 운영 위성 수가 약 3,200기라는 점을 감안하면 약 10,000기의 위성을 운영하는 Starlink 대비 공격적으로 보인다. 이는 Starlink가 ISL(위성 간 레이저 링크) 네트워크를 사용해 상대적으로 트래픽 우회 활용도가 높기 때문으로 추정한다. Amazon이 AWS 데이터센터와의 연계를 중심으로 한 지상 인프라 중심 구조를 채택한 영향도 있을 것이다. 아직 ISL 운용 기술이 상대적으로 미성숙한 후발주자들은 초기 서비스 품질을 확보하기 위해 지상 인프라에 투자를 아끼지 않을 것이다.

Amazon Leo Gen 2에서는 게이트웨이 개수 폭발적으로 늘어날 전망

Amazon Leo는 지난 2월 FCC로부터 Gen 2 위성 4,504기에 대한 저궤도 발사 승인(20.2~21.2GHz 등 일부 대역에서의 운영은 결정 보류)을 받았다. Amazon은 기존에 목표한 Gen 1 위성의 50%(약 1,600기)를 '26년 7월까지, 전체(약 3,200기)를 '29년 7월까지 발사해야 했으나 최근 50% 배치 기한을 '28년 7월까지로 2년 연장 요청했다. Gen 1+2 위성 총 배치 기한은 '35년 2월 10일이다. 따라서 '30년대에는 2세대 위성이 발사될 예정이며 이때는 기지국 사이트가 400개 이상 추가로 필요할 것으로 추정한다. 사이트당 게이트웨이 개수도 트래픽 분산 처리를 위해 11~12개까지 늘어날 수 있다.

Non-Starlink 진영에 게이트웨이를 납품하는 인텔리안테크의 TAM 확장

인텔리안테크의 경우, 공시된 내용에 따르면 주요 고객사인 Company A('23.08 306억원, '24.04 356억원, '24.09 890억원, '25.12 864억원 수주) 이외에도 SES('24.09 123억원), Telesat('24.10 290억원), AST SpaceMobile('25.08 280억원)으로부터 게이트웨이 수주를 받고 개발을 진행 중인 것으로 파악된다. Non-Starlink 진영에 게이트웨이를 납품하는 동사의 TAM이 확장되는 모습이다.

[그림42] 스타링크 지상국 분포



자료: Dishy Central, 인텔리안테크, 한화투자증권 리서치센터

AST SpaceMobile과 같은
D2C에도 게이트웨이는
필요하다

앞서 언급한 바와 같이 AST SpaceMobile은 D2C(Direct-to-Cell) 기반 네트워크를 추진하고 있다(그림43). D2C의 경우 유저 터미널이 없어지는 대신 게이트웨이의 중요도는 올라간다. AST는 초대형 위성을 사용하기 때문에 게이트웨이 설치 대수는 상대적으로 적을 수 있어도 개별 게이트웨이 혹은 사이트에 트래픽이 집중되는 구조일 것으로 예상된다. 또한, 게이트웨이 링크(위성-게이트웨이)가 고주파(Q/V)를 사용할 것으로 예상되는 바, 게이트웨이 사이트 당 투자 규모는 오히려 높아질 가능성도 있다.

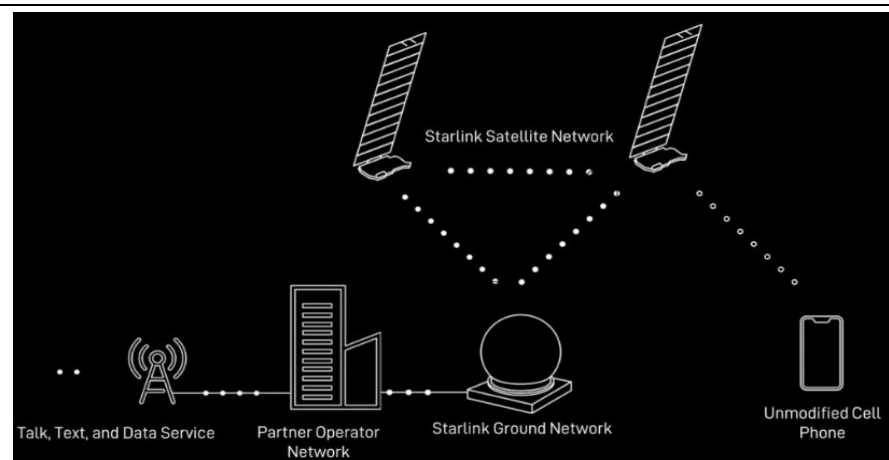
AST SpaceMobile은 대형 위성에 초대형 안테나를 달아서 D2C 전용 서비스(음성/데이터까지 제공 목표)를 제공하고자 하고 있다. AST의 테스트 위성 Blue Walker 3는 위성 1.5톤, 안테나 직경 약 10m급이며 상용 위성 BlueBird는 크기가 더 커질 것으로 예상된다. 이는 대규모 위성망을 이미 확보한 상태에서 D2C 기능을 추가하려는 Starlink와는 차별화되는 지점이다.

Eutelsat Oneweb 등
유럽에서도 게이트웨이 사업
기회가 확장될 것

반면, Amazon이나 Eutelsat Oneweb 같은 경우에는 상대적으로 소형 위성을 다수 운영하기 때문에 지상 기지국 사이트 자체가 늘어나는 구조다. Eutelsat Oneweb 같은 경우, 150kg급 이하의 소형 위성을 운영하는 것으로 알려져 있다. Oneweb은 '23년 Gen 1 위성 약 630기를 모두 궤도에 올렸으나 게이트웨이를 포함한 ground network 때문에 서비스가 지연되는 상황을 겪었다. 각국에서의 승인이 늦어진 문제도 있었겠지만 게이트웨이 선행 설치의 중요성을 보여준 사례로 해석된다.

보도된 내용을 종합해 보면 Oneweb Gen 1 당시에는 Hughes Network Systems가 게이트웨이 공급사 역할을 한 것으로 파악된다. Oneweb은 당시 지상 네트워크 구축에 병목을 겪었기 때문에 향후 Gen 2를 준비하거나 유럽의 IRIS² 프로젝트에 참여할 때는 공급망 다변화를 시도할 가능성이 매우 높다고 판단한다. 따라서 Non-Starlink 진영에서 레퍼런스를 쌓고 있는 인텔리안테크에게 유럽에서도 추가적인 사업 확장 기회가 있을 것으로 기대한다.

[그림43] D2C(Direct to Cell) 개념도



자료: Starlink, 한화투자증권 리서치센터

>> 저궤도 평판형 안테나의 해상용 시장 침투

유저 터미널 분야에서는
평판형 안테나의 성장이
돌보임

유저 터미널(단말기) 분야에서는 평판형 안테나의 성장이 돋보인다. 과거에는 GEO 중심의 파라볼릭(접시형) 안테나가 대표적인 모델이었다. 그러나 LEO 시장이 커지면서 전자식 빔 조향 평판형 안테나(ESA; Phased Array)가 성장하기 시작했다. 평판형 안테나는 얇고 가벼워 다중 위성 트래킹 및 이동체(선박/항공/차량) 연결에 특화되어 있다.

평판형 안테나의 성장은 역시 Starlink가 주도했다. 기존 가정용 단말에서 해양/항공/모빌리티로 활동 영역을 확대해 나가면서 고성능 평판형 안테나를 출시했다. Eutelsat Oneweb의 경우에도 인텔리안테크로부터 평판형 안테나를 공급 받으면서 저궤도 위성 통신 시장에 진출하고 있다. 지상용과 해상용 안테나 모두 판매가 확대되는 국면이다.

해상용 시장에서는
하이브리드 네트워크
서비스가 도입되는 중

해상용 시장(크루즈/상선)에서 VSAT 파라볼릭 안테나는 Starlink의 등장 이후 점차 대체되는 모습이였다. 다만, 최근에는 Marlink의 Sealink, Inmarsat의 NexusWave와 같은 하이브리드 네트워크가 도입되기 시작하면서 시장 구조가 재편되고 있다(그림44). 해당 서비스들은 GEO, LEO, LTE, L-Band 등 다양한 통신망을 통합한다. 다중망을 이용할 경우 Starlink 단독 사용 시보다 안정성과 일관성을 확보할 수 있기 때문이다.

VSAT 판매 회복과 해상용
평판형 안테나 매출 확대
기대

Inmarsat(Viasat 자회사)은 LEO 네트워크에 Oneweb을 사용하고, Marlink는 Starlink와 Oneweb을 모두 사용한다. 이에 두 업체 모두 고객사로 보유 중인 인텔리안테크는 기존 VSAT 판매뿐 아니라 Oneweb형 해상용 평판형 안테나 판매 본격화도 기대해 볼 수 있게 됐다. NexusWave는 지난 '25년 7월 출시 6개월 만에 1,000척 이상의 선박에 도입됐다고 밝히기도 했다.

Oneweb의 군용 시장
진출도 가시화

Oneweb의 군용 시장 진출도 가시화 되고 있다. 실제로 인텔리안테크는 지난 2월 Oneweb 통신망을 지원하는 차세대 전술 터미널 OW7MP(맨팩)를 출시했다. 이는 군 운용 환경 표준 규격을 충족시킨 개인 휴대용 저궤도 단말기(최대 수신 70Mbps, 송신 14Mbps)다. 통신위성 시장도 결국은 안보로 읽어내야 하는 시대다.

[그림44] Inmarsat의 하이브리드 솔루션 NexusWave



자료: Inmarsat, 한화투자증권 리서치센터

본 페이지는 편집상 공백 페이지입니다

This image shows a single sheet of white paper with horizontal ruling lines. The lines are evenly spaced and run across the width of the page. There are no margins, text, or other markings on the paper.



VII.

기업분석

1. 한화시스템 (272210)
2. 씨트렉아이 (099320)
3. 인텔리안테크 (189300)



한화시스템 (272210)

필리조선소, 제주우주센터, 중동 수출의 잠재력

▶ Analyst 배성조 seongjo.bae@hanwha.com 3772-7611

Buy (유지)

목표주가(상향): 160,000원

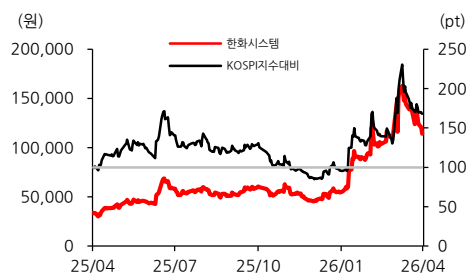
현재 주가(4/1)	128,800원
상승여력	▲24.2%
시가총액	243,328억원
발행주식수	188,919천주
52 주 최고가 / 최저가	162,700 / 30,150원
90 일 일평균 거래대금	3,889.02억원
외국인 지분율	8.6%
주주 구성	
한화에어로스페이스 (외 3 인)	59.5%
국민연금공단	7.2%
자사주	1.0%

주가수익률(%)	1개월	3개월	6개월	12개월
절대수익률	13.4	136.8	112.2	279.9
상대수익률(KOSPI)	25.6	106.8	53.7	162.7

(단위: 십억 원, 원, %, 배)

재무정보	2025	2026E	2027E	2028E
매출액	3,664	4,464	5,402	6,681
영업이익	120	313	517	789
EBITDA	300	577	804	1,081
지배주주순이익	242	253	452	703
EPS	1,282	1,351	2,415	3,758
순차입금	1,128	1,276	1,249	1,156
PER	100.5	95.3	53.3	34.3
PBR	5.0	4.8	4.5	4.1
EV/EBITDA	84.8	44.4	31.8	23.6
배당수익률	0.4	0.5	0.5	0.6
ROE	6.6	5.1	8.7	12.4

주가 추이



1Q25 Preview: 적자폭을 줄여나갈 필리조선소

한화시스템의 1분기 실적은 매출액 8,189억원(YoY +18.7%, 이하 YoY), 영업이익 490억원(-15.9%, OPM 6.0%)으로 컨센서스를 하회할 것으로 추정한다. 이는 ①1Q25 고수익성의 수출 비중이 35%로 이례적으로 높았던 기저를 감안(1Q26은 21% 추정)하고, ②필리조선소 적자를 140억 수준으로 보수적으로 추정했기 때문이다. 작년 필리는 누락됐던 원가 및 PPA 상각비(4Q25 310억원 일시 반영; 이후 완화된 규모로 월 단위 결산 예상)가 크게 반영되면서 1,400억원 이상의 순손실을 기록했다. 올해부터는 해당 비용이 크게 감소하고 적자 선종(NSMV 등) 인도가 마무리되므로 4분기 흑자전환까지도 기대한다.

제주우주센터, 위성을 찍어낸다

동사가 작년 말 준공한 제주우주센터의 월 생산 Capa는 초반 2기에서 최대 8기까지 늘어날 전망이다. 연간 최대 100기 위성을 생산할 수 있을 때 매출 Capa는 1.5조원 이상(ASP 150억원+ 가정)으로 전망한다. 올해는 먼저 초소형 위성체계('30년까지 SAR 위성 40기 발사 예상) 최종 사업자 선정 결과를 관심있게 지켜볼 필요가 있다. 한국군이 '30년대 초까지 100기 이상의 정찰감시 위성을 배치할 것으로 기대되는 바, 이후 비닉 사업도 다수 진행될 것으로 예상한다. 아울러, 2~3년 내로는 K-LEO 사업 및 수출 사업도 점차 가시화될 것으로 기대한다.

중동을 중심으로 방산 수출 비중 확대 전망

올해 방산 수출 비중은 작년과 유사한 22% 수준을 예상한다. 내년부터는 중동향 천궁-III(UAE/사우디/이라크)가 모두 양산 단계에 돌입하면서 수출 비중이 25%를 넘어설 것으로 전망한다. 1년 내 체계 업체의 K2 전차 추가 수출 계약(이라크/페루/폴란드 등)도 기대되는 상황이며 최근 전쟁으로 인해 중동에서의 대공방어 시스템 수요 또한 매우 높다. '25년 방산 OPM은 연구개발비 확대로 작년과 유사하겠으나 수출 비중 확대로 '28년에는 13% 이상을 달성할 수 있을 것으로 전망한다.

투자의견 Buy 유지, 목표주가 160,000원으로 상향

목표주가를 160,000원으로 상향한다. 필리조선소와 제주우주센터 투자 성과가 본격 가시화될 것으로 예상되는 시점인 '28년의 평균 EPS에 Target P/E 42.5배(글로벌 방산전자/우주항공 Peer 평균)를 적용했다.

[표9] 한화시스템 실적 추이 및 전망

(단위: 십억 원, %)

구분	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26E	2Q26E	3Q26E	4Q26E	2025	2026E	2027E	2028E
매출액	690	768	808	1,398	819	933	993	1,718	3,664	4,464	5,402	6,681
방산	430	470	481	1,057	501	570	587	1,295	2,439	2,953	3,589	4,519
ICT	142	147	156	208	179	181	192	244	653	795	944	1,094
기타(필리 등)	118	151	171	133	140	183	214	179	573	716	869	1,069
영업이익	58	33	22	6	49	64	67	133	120	313	517	789
영업이익률	8.4	4.4	2.8	0.4	6.0	6.9	6.8	7.7	3.3	7.0	9.6	11.8
방산	50	53	50	77	49	62	62	108	229	280	391	622
영업이익률	11.7	11.2	10.3	7.2	9.7	10.9	10.5	8.4	9.4	9.5	10.9	13.8
ICT	11	11	12	17	14	15	16	21	51	67	83	99
영업이익률	7.6	7.3	7.7	8.3	8.1	8.3	8.4	8.8	7.8	8.4	8.8	9.1
기타(필리 등)	-3	-30	-39	-88	-14	-13	-11	4	-160	-34	43	67
영업이익률	-2.5	-19.7	-23.0	-66.2	-10.0	-7.0	-5.0	2.0	-27.9	-4.7	4.9	6.3
YoY 성장률												
매출액	26.8	11.8	26.4	49.8	18.7	21.5	22.9	22.9	30.7	21.8	21.0	23.7
방산	12.7	-4.7	2.9	39.8	16.4	21.2	21.9	22.6	16.2	21.1	21.5	25.9
ICT	-11.8	-22.7	-8.2	19.4	26.2	23.0	23.3	16.9	-6.1	21.8	18.8	15.9
영업이익	27.9	-60.3	-62.7	-80.1	-15.9	91.2	198.6	2,202.3	-45.3	161.2	65.1	52.6

자료: 한화시스템, 한화투자증권 리서치센터

[표10] 한화시스템 Valuation Table

구분	내용	비고
예상 EPS(원)	3,758	'28E 기준(필리조선소, 제주우주센터 투자 성과 본격 가시화 시점)
Target P/E(배)	42.5	글로벌 방산전자/우주항공 Peer의 '28E P/E 평균 적용
목표 주가(원)	160,000	
현재 주가(원)	128,800	26.04.01 종가 기준
상승여력(%)	▲24.2	

주: 글로벌 Peer는 Elbit Systems, Hensoldt, Karman Holdings 기준 / 자료: 한화투자증권 리서치센터

[표11] 한화 필리조선소 수주잔고 내역

선종	크기	인도	수주	발주처	선가
Chem & Oil	50,000 DWT	2029-02	2025-08-27	한화해운	
Chem & Oil	50,000 DWT	2029	2025-08-27	한화해운	
Chem & Oil	50,000 DWT	2029	2025-08-27	한화해운	
Chem & Oil	50,000 DWT	2029	2025-08-27	한화해운	
Chem & Oil	50,000 DWT	2029	2025-08-27	한화해운	
Chem & Oil	50,000 DWT	2030	2025-08-27	한화해운	
Chem & Oil	50,000 DWT	2030	2025-08-27	한화해운	
Chem & Oil	50,000 DWT	2030	2025-08-27	한화해운	
Chem & Oil	50,000 DWT	2030	2025-08-27	한화해운	
Chem & Oil	50,000 DWT	2030	2025-08-27	한화해운	
LNG	174,000 cu.m.	2028-02	2025-08-26	한화해운	\$250.0m
LNG	174,000 cu.m.	2028-01	2025-07-21	한화해운	\$250.0m
Container	3,600 TEU	2026-11	2022-11-03	Matson Inc	\$333.3m
Container	3,600 TEU	2027-03	2022-11-03	Matson Inc	\$333.3m
Container	3,600 TEU	2027-11	2022-11-03	Matson Inc	\$333.3m
Stone Dump/Fallpipe	15,037 GT	2026-05	2021-11-15	GLDD	\$197.0m

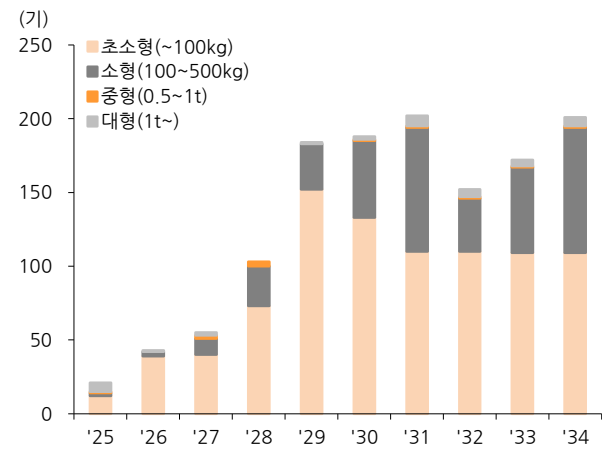
주: Clarksons에 표기된 기준으로, NSMV는 미포함되어 있으며 인도 일정은 변동 가능 / 자료: Clarksons, 한화투자증권 리서치센터

[그림45] 한화시스템 제주 우주센터



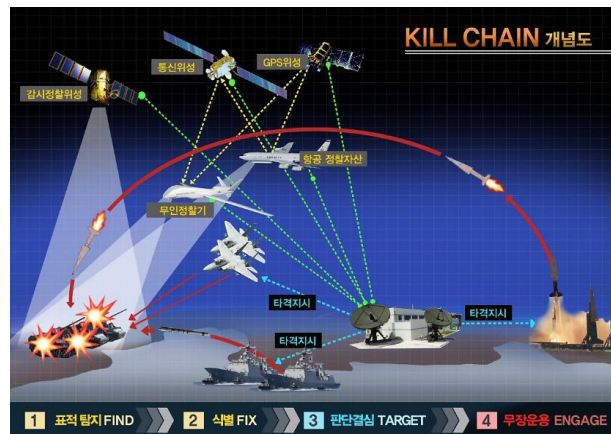
자료: 한화시스템, 한화투자증권 리서치센터

[그림46] 국내 '23~'34년 위성발사 수요(안)



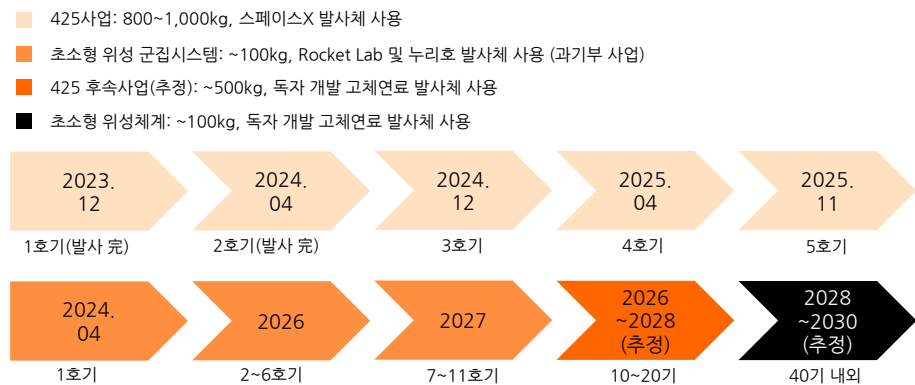
자료: 제4차 우주개발진흥 기본계획 수정계획(25.12), 한화투자증권 리서치센터

[그림47] 대한민국 킬체인 개념도



자료: 국방부, 한화투자증권 리서치센터

[그림48] 주요 정찰감시 위성사업 진행 일정



자료: 방위사업청, 언론 보도 종합, 한화투자증권 리서치센터

[재무제표]

손익계산서

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2024	2025	2026E	2027E	2028E
매출액	2,804	3,664	4,464	5,402	6,681
매출총이익	416	392	628	890	1,248
영업이익	219	120	313	517	789
EBITDA	333	300	577	804	1,081
순이자손익	-8	4	-53	-43	-38
외화관련손익	16	3	12	11	11
지분법손익	329	24	-5	-5	-5
세전계속사업손익	581	115	287	518	805
당기순이익	445	209	249	445	693
지배주주순이익	454	242	253	452	703
증가율(%)					
매출액	14.3	30.7	21.8	21.0	23.7
영업이익	78.9	-45.3	161.2	65.1	52.6
EBITDA	36.4	-9.9	92.0	39.3	34.6
순이익	29.8	-53.0	19.2	78.7	55.6
이익률(%)					
매출총이익률	14.8	10.7	14.1	16.5	18.7
영업이익률	7.8	3.3	7.0	9.6	11.8
EBITDA 이익률	11.9	8.2	12.9	14.9	16.2
세전이익률	20.7	3.1	6.4	9.6	12.0
순이익률	15.9	5.7	5.6	8.2	10.4

현금흐름표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2024	2025	2026E	2027E	2028E
영업현금흐름	133	79	308	582	653
당기순이익	445	209	249	445	693
자산상각비	114	180	264	287	292
운전자본증감	-218	-211	-213	-161	-347
매출채권 감소(증가)	-92	-143	57	-34	-74
재고자산 감소(증가)	-106	-188	-102	-123	-285
매입채무 증가(감소)	2	234	-173	-9	13
투자현금흐름	-442	-1,170	-397	-443	-429
유형자산처분(취득)	-240	-297	-271	-291	-281
무형자산 감소(증가)	-25	-19	-109	-134	-130
투자자산 감소(증가)	-129	-227	0	0	0
재무현금흐름	35	1,237	126	-90	-106
차입금의 증가(감소)	84	1,109	185	22	25
자본의 증가(감소)	-52	-65	-59	-112	-131
배당금의 지급	-52	-65	-93	-112	-131
총현금흐름	386	353	521	743	1,000
(-)운전자본증가(감소)	-224	134	213	161	347
(-)설비투자	240	299	271	291	281
(+)자산매각	-25	-18	-109	-134	-130
Free Cash Flow	345	-97	-71	156	242
(-)기타투자	490	704	17	18	18
잉여현금	-146	-801	-89	139	224
NOPLAT	180	87	272	444	679
(+) Dep	114	180	264	287	292
(-)운전자본투자	-224	134	213	161	347
(-)Capex	240	299	271	291	281
OpFCF	279	-165	52	279	344

주: IFRS 연결 기준

재무상태표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2024	2025	2026E	2027E	2028E
유동자산	2,286	2,929	3,017	3,228	3,705
현금성자산	321	488	525	573	691
매출채권	313	452	395	429	504
재고자산	610	811	913	1,036	1,321
비유동자산	3,524	7,399	7,527	7,679	7,811
투자자산	2,154	5,866	5,879	5,892	5,905
유형자산	636	823	893	959	1,011
무형자산	734	710	756	829	895
자산총계	5,810	10,327	10,544	10,907	11,516
유동부채	2,677	3,335	3,300	3,475	3,676
매입채무	436	722	549	540	553
유동성이자부채	109	426	553	726	914
비유동부채	678	1,991	2,049	1,898	1,734
비유동이자부채	364	1,190	1,248	1,097	933
부채총계	3,355	5,326	5,349	5,373	5,410
자본금	945	945	945	945	945
자본잉여금	1,092	1,123	1,123	1,123	1,123
이익잉여금	589	709	868	1,207	1,779
자본조정	-136	2,073	2,107	2,107	2,107
자기주식	-34	-34	-34	-34	-34
자본총계	2,456	5,001	5,194	5,534	6,106

주요지표

(단위: 원, 배)

12 월 결산	2024	2025	2026E	2027E	2028E
주당지표					
EPS	2,405	1,282	1,351	2,415	3,758
BPS	13,181	25,668	26,692	28,488	31,515
DPS	350	500	600	700	800
CFPS	2,041	1,871	2,758	3,933	5,293
ROA(%)	8.8	3.0	2.4	4.2	6.3
ROE(%)	19.6	6.6	5.1	8.7	12.4
ROIC(%)	27.8	12.9	36.7	41.7	46.4
Multiples(x, %)					
PER	53.6	100.5	95.3	53.3	34.3
PBR	9.8	5.0	4.8	4.5	4.1
PSR	8.7	6.6	5.5	4.5	3.6
PCR	63.1	68.9	46.7	32.8	24.3
EV/EBITDA	73.4	84.8	44.4	31.8	23.6
배당수익률	0.3	0.4	0.5	0.5	0.6
안정성(%)					
부채비율	136.6	106.5	103.0	97.1	88.6
Net debt/Equity	6.2	22.6	24.6	22.6	18.9
Net debt/EBITDA	45.6	375.4	221.1	155.4	106.9
유동비율	85.4	87.8	91.4	92.9	100.8
이자보상배율(배)	9.8	3.2	4.3	7.7	11.9
자산구조(%)					
투자자본	23.9	8.2	12.4	15.9	20.5
현금+투자자산	76.1	91.8	87.6	84.1	79.5
자본구조(%)					
차입금	16.2	24.4	25.7	24.8	23.2
자기자본	83.8	75.6	74.3	75.2	76.8



세트렉아이 (099320)

수주잔고 레벨 업, 영업 레버리지 본격화

▶ Analyst 배성조 seongjo.bae@hanwha.com 3772-7611

Buy (유지)

목표주가(상향): 220,000원

현재 주가(4/1)	174,400원
상승여력	▲26.1%
시가총액	19,099억원
발행주식수	10,951천주
52 주 최고가 / 최저가	214,000 / 38,700원
90 일 일평균 거래대금	518.61억원
외국인 지분율	9.5%

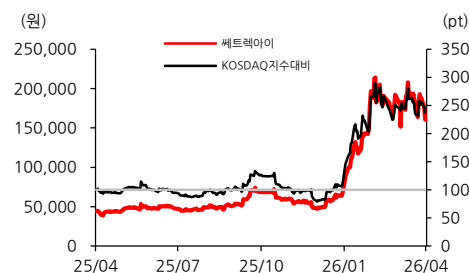
주주 구성	
한화에어로스페이스 (외 4 인)	36.4%
박성동	6.5%
세트렉아이우리사주	2.1%

주가수익률(%)	1개월	3개월	6개월	12개월
절대수익률	-8.3	154.2	153.5	291.5
상대수익률(KOSPI)	-1.9	133.6	121.4	230.0

(단위: 십억 원, 원, %, 배)

재무정보	2025	2026E	2027E	2028E
매출액	207	256	314	399
영업이익	10	19	33	52
EBITDA	17	37	55	78
지배주주순이익	15	19	34	53
EPS	1,396	1,778	3,092	4,863
순차입금	-45	-73	-95	-98
PER	124.9	98.1	56.4	35.9
PBR	7.7	7.1	6.4	5.4
EV/EBITDA	109.6	49.2	33.0	23.1
배당수익률	0.1	0.1	0.1	0.1
ROE	6.3	7.5	11.9	16.4

주가 추이



자체위성 SpaceEye-T 영상 판매 본격화

세트렉아이의 1분기 실적은 매출액 531억원(YoY +32.6%, 이하 YoY), 영업이익 29억원(+64.5%, OPM 5.4%)으로 추정한다. SpaceEye-T 1호기(ST-1)의 영상 판매 매출은 '25년 12월부터 본격 발생한 것으로 보이며 연 60~70억원(아리랑 위성 매출 미포함) 이상 매출이 가능할 것으로 추정한다. 연간 1개 이상의 추가 고객 확보를 가정해 본다면 향후 2~3년간 상당한 고정비 레버리지 효과가 기대된다. 올해 하반기 2번째 영상 수출 계약이 체결될 것으로 가정하고, '26년 실적은 매출액 2,563억원(+23.8%), 영업이익 189억원(OPM 7.4%)으로 전망한다.

대규모 해외 수주 완료, 잔고 1조원 달성 기대

동사는 지난 2월 해외기관(EUR로 계약)을 대상으로 2,830억원 규모의 '위성영상 획득 장비 공급' 계약을 체결했다. '위성영상 획득 장비'가 무엇인지도 공개된 바 없으나 '25년 연간 매출액을 뛰어넘는 규모의 수출 계약이 체결된 것은 매우 고무적이다. '24년 7월 1,727억원에 수주한 '민간 광학위성(1호 및 2호)' 이후 최대 규모다. 이번 수출 계약도 유사한 제원의 위성 수주였다고 가정할 경우에는 마진에 대한 기대도 충분히 가져볼 수 있다. 현재 수주잔고는 약 6,000억원으로 추정한다. 하반기 국내 초소형위성체계 사업을 한화시스템+세트렉아이 수주할 경우 이를 포함해 연말 수주잔고 1조원 달성을 기대한다.

28년 SpaceEye-T 2호기 발사, 군집위성 운용 전망

동사는 '28년 ST-2를 발사할 예정이며 이후에도 SpaceEye-T 시리즈를 발사해 군집 위성을 운용할 전망이다. 최근 회사는 '30년대 초까지 0.1m급 초고해상도 위성을 개발하겠다고 밝히기도 했다. 다양한 고해상도 위성을 군집으로 운용하게 될 경우 고객에게 더 많은 옵션을 제공할 수 있게 되어 영상 판매가 크게 촉진될 것으로 판단한다.

투자의견 Buy 유지, 목표주가 220,000원으로 상향

목표주가를 220,000원으로 상향한다. 목표주가는 자체 군집 위성 운영이 전망되는 '28년 EPS에 Target P/E 45.3배(글로벌 우주항공 Peer 평균)를 적용해 산출했다. 이는 '27E/'28E Target P/S 7.7배/6.1배 수준(Planet Labs 17.9배/13.6배)이다. EV/Backlog는 2.8배(잔고 6,000억원 기준)로, Planet Labs의 10.5배(잔고 \$900M 기준) 대비 현저히 낮다.

[표12] 세트렉아이 실적 추이 및 전망

(단위: 십억 원, %)

구분	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26E	2Q26E	3Q26E	4Q26E	2025	2026E	2027E	2028E
매출액	40.0	44.5	50.4	72.0	53.1	56.4	62.0	84.8	206.9	256.3	314.4	398.9
위성사업	38.2	43.2	46.5	68.9	49.2	53.1	56.0	78.6	196.8	236.8	284.6	348.4
SIS	1.4	1.0	3.6	2.4	3.4	3.0	5.6	5.4	8.3	17.3	27.3	47.3
SIA	0.5	0.3	0.4	0.7	0.5	0.4	0.4	0.8	1.8	2.1	2.5	3.2
영업이익	1.7	2.0	2.5	4.0	2.9	3.6	5.4	7.1	10.2	18.9	33.3	52.3
영업이익률	4.4	4.6	4.9	5.5	5.4	6.4	8.7	8.4	4.9	7.4	10.6	13.1
순이익	1.3	3.3	1.9	7.6	1.6	4.4	3.9	8.0	14.1	17.9	31.1	49.0
순이익률	3.2	7.5	3.8	10.5	3.0	7.7	6.3	9.4	6.8	7.0	9.9	12.3
YoY 성장률												
매출액	26.2	-6.3	15.5	48.6	32.6	26.8	22.9	17.8	20.8	23.8	22.7	26.9
위성사업	27.0	-5.2	12.2	54.3	28.8	22.9	20.4	14.1	21.7	20.4	20.2	22.4
SIS	4.4	-39.2	132.6	-7.0	144.1	205.2	56.3	124.4	18.1	108.1	57.7	73.2
SIA	43.6	7.8	-46.7	-44.1	15.0	15.8	16.5	17.4	-27.5	16.3	19.6	27.0
영업이익	흑전	흑전	213.2	228.4	64.5	78.2	119.4	79.1	흑전	86.1	75.6	57.3
순이익	흑전	-4.4	208.2	48.1	26.9	30.8	106.1	5.6	125.4	27.0	74.1	57.4

자료: 세트렉아이, 한화투자증권 리서치센터

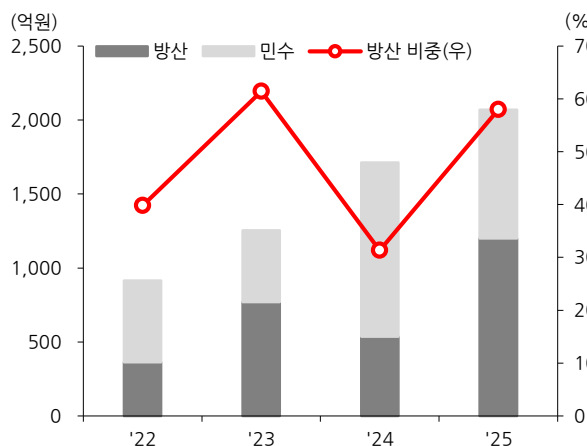
[표13] 세트렉아이 Valuation Table

구분	내용	비고
예상 EPS(원)	4,863	'28E 기준(자체 군집위성 운용 본격화 시점)
Target P/E(배)	45.3	글로벌 Peer의 '28년 P/E 평균
목표 주가(원)	220,000	
예상 매출액(십억원)	314 / 399	'27년 / '28년 예상 매출액
Target P/S(배)	7.7 / 6.1	목표주가 220,000원 가정 시 Target P/S 역산
현재 주가(원)	174,400	26.04.01 종가 기준
상승여력(%)	▲26.1%	

주: 글로벌 Peer는 Elbit Systems, Karman Holdings, Viasat 기준

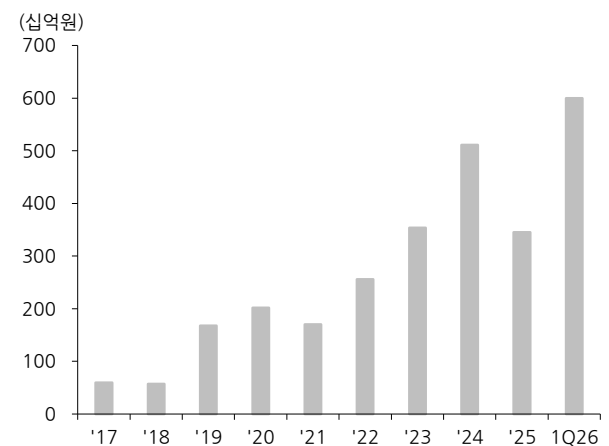
자료: 세트렉아이, Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

[그림49] 세트렉아이 부문별 매출 추이



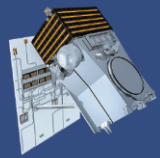
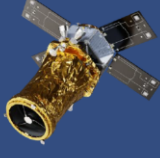
자료: 세트렉아이, 한화투자증권 리서치센터

[그림50] 세트렉아이 연간 수주잔고 추이 및 전망



주: 1Q26은 추정치 / 자료: 세트렉아이, 한화투자증권 리서치센터

[그림51] 초고해상도 위성 제원 비교

• Vantor(미국)	• SI
WorldView-Legion  Price • \$115M (E) Bus (Platform) • < 630 kg (Φ2.0 m X 3.0 m) • 5m CE90 • >10yr EO Payload • PAN 0.34m / MS 1.36m (@ 518 km) • 10 km swath width [출처: European Space Agency]	SpaceEye-T  Price • \$100M Bus (Platform) • < 700 kg (Φ2.1 m X 3.33 m) • 50m CE90 • 7.5yr EO Payload • PAN 0.25m / MS 1.0m (@ 500 km) • 12 km swath width

자료: European Space Agency, 셋트렉아이, 한화투자증권 리서치센터

[그림52] SpaceEye-T의 초고해상도 위성영상



자료: 셋트렉아이, 한화투자증권 리서치센터

[그림53] 관측위성 종류별 영상사진 비교



자료: 셋트렉아이, 한화투자증권 리서치센터

[그림54] 위성영상(EO) 해상도 비교



자료: 셋트렉아이, 한화투자증권 리서치센터

[표14] 국내 주요 공공 위성 사업

(단위: 억원)

관련 기관	임무	프로젝트	예산	비고
우주청	항법	한국형 위성항법(KPS)	37,000	'29년 1호 발사, '30~'35년 2~8호 발사 전망
	통신	저궤도 위성통신(6G)	3,200	'30년 이후 시험위성 2기 발사 전망
	지구관측	다목적 실용위성(아리랑)		'26년 6호, '27년 이후 7호, 7A호 발사 전망
	지구관측	차세대 중형위성	1,200	4~5호 '26년 이후 발사 전망
	지구관측	차세대 소형위성	2,100	3~4호 '26년 이후 발사 전망
	지구관측	초소형 군집위성(EO 10기)	2,400	'26년 2~6호, '27년 7~11호, 이후 12~31호(미정) 발사 전망
	복합(기상/통신)	천리안위성	4,118(3호) / 5,980(5호)	'27년 3호, '29년 5호 발사 전망
	검증	달궤도투입 성능검증위성	3,000	'32년까지 발사 전망
방사청	감시정찰	425 위성 (EO 1기, SAR 4기)	12,000	'25년까지 EO위성 1기, SAR 위성 4기 발사 완료
	감시정찰	425 위성 후속 (EO 2기, SAR 8기 추정)	20,000+	'30년까지 후속 위성 10기 발사 전망
	감시정찰	초소형 위성체계(SAR 40기, EO 4기 추정)	15,000+	'32년까지 위성 배치 완료 전망

주: 주황색 음영은 저궤도 위성 사업 / 자료: 우주항공청, 국방부, 한화투자증권 리서치센터

[재무제표]

손익계산서

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2024	2025	2026E	2027E	2028E
매출액	171	207	256	314	399
매출총이익	27	33	54	71	101
영업이익	-3	10	19	33	52
EBITDA	5	17	37	55	78
순이자손익	2	0	-2	-2	-1
외화관련손익	0	0	-1	-1	-1
지분법손익	0	0	0	0	0
세전계속사업손익	3	12	20	34	55
당기순이익	6	14	18	31	49
지배주주순이익	8	15	19	34	53
증가율(%)					
매출액	36.6	20.8	23.8	22.7	26.9
영업이익	적지	흑전	86.1	75.6	57.3
EBITDA	103.7	231.3	119.3	47.3	42.6
순이익	-84.9	125.4	27.4	73.9	57.3
이익률(%)					
매출총이익률	15.6	16.1	21.0	22.5	25.3
영업이익률	-1.8	4.9	7.4	10.6	13.1
EBITDA 이익률	3.0	8.2	14.6	17.5	19.7
세전이익률	1.8	6.0	7.8	10.9	13.9
순이익률	3.6	6.8	7.0	9.9	12.3

현금흐름표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2024	2025	2026E	2027E	2028E
영업현금흐름	68	-74	68	64	73
당기순이익	6	14	18	31	49
자산상각비	8	7	18	22	26
운전자본증감	57	-94	30	8	-6
매출채권 감소(증가)	4	-4	2	1	0
재고자산 감소(증가)	-12	-15	18	0	-8
매입채무 증가(감소)	31	-16	10	7	2
투자현금흐름	-62	19	-39	-41	-67
유형자산처분(취득)	-15	-23	-38	-40	-66
무형자산 감소(증가)	-8	-2	-1	-1	-1
투자자산 감소(증가)	-38	42	0	0	0
재무현금흐름	16	6	-1	-2	-2
차입금의 증가(감소)	7	8	0	0	0
자본의 증가(감소)	-2	-2	-1	-2	-2
배당금의 지급	-2	-2	-1	-2	-2
총현금흐름	8	20	38	56	79
(-)운전자본증가(감소)	-54	87	-30	-8	6
(-)설비투자	15	23	38	40	66
(+)자산매각	-8	-2	-1	-1	-1
Free Cash Flow	39	-92	30	23	6
(-)기타투자	-2	5	0	0	0
잉여현금	41	-97	30	23	6
NOPLAT	-2	7	17	30	46
(+) Dep	8	7	18	22	26
(-)운전자본투자	-54	87	-30	-8	6
(-)Capex	15	23	38	40	66
OpFCF	45	-96	28	20	0

주: IFRS 연결 기준

재무상태표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2024	2025	2026E	2027E	2028E
유동자산	289	225	234	254	267
현금성자산	175	83	111	132	136
매출채권	1	5	4	3	3
재고자산	28	42	23	23	31
비유동자산	158	186	206	225	266
투자자산	49	52	52	52	52
유형자산	97	121	141	160	201
무형자산	12	12	12	13	13
자산총계	447	411	440	479	533
유동부채	210	171	181	188	191
매입채무	50	37	47	54	56
유동성이자부채	18	38	38	38	38
비유동부채	13	3	3	3	3
비유동이자부채	11	0	0	0	0
부채총계	223	174	184	192	194
자본금	5	5	5	5	5
자본잉여금	138	138	138	138	138
이익잉여금	92	105	123	156	207
자본조정	0	0	0	0	0
자기주식	0	0	0	0	0
자본총계	224	237	255	288	339

주요지표

(단위: 원, 배)

12 월 결산	2024	2025	2026E	2027E	2028E
주당지표					
EPS	722	1,396	1,778	3,092	4,863
BPS	21,529	22,735	24,413	27,355	32,018
DPS	190	100	150	200	250
CFPS	764	1,801	3,455	5,073	7,243
ROA(%)	2.1	3.6	4.6	7.4	10.5
ROE(%)	3.5	6.3	7.5	11.9	16.4
ROIC(%)	-2.3	5.6	9.1	16.2	21.5
Multiples(x, %)					
PER	241.4	124.9	98.1	56.4	35.9
PBR	8.1	7.7	7.1	6.4	5.4
PSR	11.2	9.2	7.5	6.1	4.8
PCR	228.3	96.8	50.5	34.4	24.1
EV/EBITDA	343.5	109.6	49.2	33.0	23.1
배당수익률	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
안정성(%)					
부채비율	99.5	73.4	72.2	66.6	57.3
Net debt/Equity	-65.1	-18.9	-28.6	-32.9	-29.0
Net debt/EBITDA	-2,838.0	-262.9	-196.1	-172.1	-125.4
유동비율	137.8	132.0	129.1	135.0	139.7
이자보상배율(배)	n/a	5.2	5.2	11.5	19.4
자산구조(%)					
투하자본	24.9	58.3	52.7	51.1	56.0
현금+투자자산	75.1	41.7	47.3	48.9	44.0
자본구조(%)					
차입금	11.5	13.8	12.9	11.6	10.1
자기자본	88.5	86.2	87.1	88.4	89.9



인텔리안테크 (189300)

뚜렷한 턴어라운드 국면 진입

▶ Analyst 배성조 seongjo.bae@hanwha.com 3772-7611

Buy (유지)

목표주가(유지): 150,000원

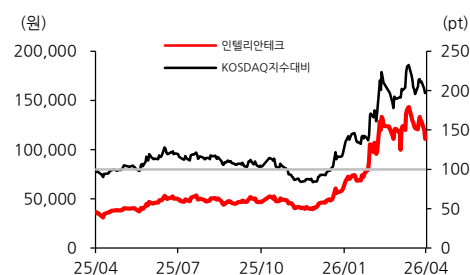
현재 주가(4/1)	119,500원
상승여력	▲25.5%
시가총액	12,831억원
발행주식수	10,737천주
52 주 최고가 / 최저가	143,400 / 31,050원
90 일 일평균 거래대금	281.64억원
외국인 지분율	17.7%
주주 구성	
성상업 (외 6 인)	23.1%
자사주	5.0%
KangTyrone	1.6%

주가수익률(%)	1개월	3개월	6개월	12개월
절대수익률	-1.2	100.8	155.3	223.0
상대수익률(KOSPI)	5.2	80.2	123.3	161.5

(단위: 십억 원, 원, %, 배)

재무정보	2024	2025	2026E	2027E
매출액	258	320	414	504
영업이익	-19	12	39	60
EBITDA	3	36	68	97
지배주주순이익	-3	7	32	48
EPS	-281	646	3,110	4,619
순차입금	65	107	91	87
PER	-425.9	185.0	38.4	25.9
PBR	4.8	4.5	4.1	3.6
EV/EBITDA	395.3	38.1	20.1	14.1
배당수익률	0.1	0.2	0.2	0.3
ROE	-1.1	2.4	10.8	14.2

주가 추이



고수익성 저궤도 기반 매출로의 전환

인텔리안테크의 4분기 실적은 매출액 1,243억원(YoY +61.4%, 이하 YoY), 영업이익 199억원(흑자전환, OPM 16.0%)으로 영업이익 기준 컨센서스를 93% 상회했다. 이는 특별한 일회성 이익 없이 영업 레버리지 효과 극대화로 달성한 성과다. VSAT(정지궤도) 기반 매출에서 고수익성의 게이트웨이/평판형 안테나(저궤도) 기반 매출로의 전환이 성공적으로 일어난 모습이다. 개발 과정 효율화 등 R&D 비용 감소도 이익을 개선에 기여했다. 1분기 실적은 매출액 745억원(+71.9%), 영업이익 14억원(OPM 1.9%)으로 추정하며, 상저하고의 '26년을 기대한다.

뚜렷한 턴어라운드 국면 진입

동사의 '26년 실적은 매출액 4,140억원(+29.5%), 영업이익 387억원(+223.4%, OPM 9.3%)으로 전망한다. 해상용과 지상용 매출은 각각 2,035억원(+12.7%), 2,105억원(+51.4%)을 기록할 것으로 추정한다. 해상용 내에서는 LEO 평판형 안테나 비중이 35% 이상으로 증가할 것으로 예상하며 GMDSS(해상조난안전시스템) 매출 또한 200억원 이상 본격 발생하면서 매출 성장에 기여할 것으로 기대한다. 개발 보조금 모델 등을 활용해 개발비 비중의 특별한 변화가 없을 것으로 가정하는 바, 향후 매출액 증가에 따른 영업 레버리지 효과 지속을 예상한다.

핵심은 게이트웨이

'25년 말 기준 동사의 게이트웨이 수주잔고는 약 2,900억원에 달하는 것으로 추정된다. 이를 바탕으로 '26년 게이트웨이 매출은 약 1,300억원(+18%)을 기록할 것으로 전망한다. 올해도 A사향 추가 수주('23.08, '24.04, '24.09, '25.12 기수주)가 지속되면서 '28년 인도분까지 잔고를 채울 것으로 예상된다. 아울러, '27년 이후에는 Oneweb의 2세대 (Gen2) 위성군 게이트웨이 프로젝트 참여도 가능할 것으로 기대한다.

투자의견 Buy, 목표주가 150,000원 유지

투자의견 Buy, 목표주가 150,000원을 유지한다. 하반기부터는 미국 현지 생산 기지 가동을 통한 게이트웨이 생산 능력 확대가 기대된다. 동사는 우주항공 섹터 내 밸류에이션 매력력이 뚜렷한 업체다. 4분기 슈퍼서프라이즈 이후 주가 상승했으나 여전히 '27E P/E는 30배 밑이다.

[표15] 인텔리안테크 실적 추이 및 전망

(단위: 십억 원, %)

구분	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26E	2Q26E	3Q26E	4Q26E	2024	2025	2026E	2027E
매출액	43.4	74.7	77.2	124.3	74.5	91.1	96.8	151.6	257.8	319.6	414.0	504.3
해상용 안테나	33.2	45.7	37.2	64.5	41.5	50.9	42.6	68.5	150.7	180.6	203.5	229.0
지상용 안테나	10.2	29.0	40.0	59.8	33.0	40.2	54.1	83.1	97.3	139.0	210.5	275.4
영업이익	-12.0	1.8	2.4	19.9	1.4	6.9	7.8	22.6	-19.4	12.0	38.7	60.4
영업이익률	-27.8	2.4	3.1	16.0	1.9	7.5	8.0	14.9	-7.5	3.7	9.3	12.0
순이익	-14.1	-4.1	3.4	21.5	0.7	4.8	7.0	19.5	-3.0	6.7	32.1	47.6
순이익률	-32.6	-5.4	4.3	17.3	0.9	5.3	7.3	12.9	-1.2	2.1	7.7	9.4
YoY 성장률												
매출액	-7.2	4.2	23.8	61.4	71.9	21.9	25.3	21.9	-15.5	24.0	29.5	21.8
해상용 안테나	-3.3	8.9	30.9	40.1	25.1	11.3	14.7	6.2	-25.0	19.8	12.7	12.5
지상용 안테나	7.3	9.2	25.7	103.0	225.0	38.5	35.2	39.0	1.2	42.8	51.4	30.8
영업이익	적지	94.1	흑전	흑전	흑전	288.4	227.9	13.8	적전	흑전	223.4	56.2
순이익	적지	적전	흑전	89.9	흑전	흑전	109.7	-9.3	적전	흑전	381.6	48.5

자료: 인텔리안테크, 한화투자증권 리서치센터

[그림55] Inmarsat의 하이브리드 솔루션 NexusWave



자료: Inmarsat, 한화투자증권 리서치센터

[재무제표]

손익계산서

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2023	2024	2025	2026E	2027E
매출액	305	258	320	414	504
매출총이익	122	99	125	188	230
영업이익	11	-19	12	39	60
EBITDA	30	3	36	68	97
순이자손익	-4	-2	-4	-3	-4
외화관련손익	0	14	-7	-13	-13
지분법손익	0	0	0	0	0
세전계속사업손익	7	-2	6	36	56
당기순이익	6	-3	7	32	48
지배주주순이익	6	-3	7	32	48
증가율(%)					
매출액	27.4	-15.5	24.0	29.5	21.8
영업이익	-30.1	적전	흑전	223.4	56.2
EBITDA	4.6	-88.5	969.4	87.2	41.9
순이익	-65.5	적전	흑전	381.6	48.5
이익률(%)					
매출총이익률	40.1	38.6	39.0	45.4	45.6
영업이익률	3.5	-7.5	3.7	9.3	12.0
EBITDA 이익률	9.8	1.3	11.4	16.5	19.2
세전이익률	2.3	-0.9	2.0	8.6	11.1
순이익률	1.8	-1.2	2.1	7.7	9.4

현금흐름표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2023	2024	2025	2026E	2027E
영업현금흐름	30	4	-3	84	82
당기순이익	6	-3	7	32	48
자산상각비	19	23	25	30	37
운전자본증감	-6	-18	-51	22	-2
매출채권 감소(증가)	-5	8	-30	3	-28
재고자산 감소(증가)	24	-5	-43	15	12
매입채무 증가(감소)	-21	-13	21	5	14
투자현금흐름	-88	-27	-19	-66	-76
유형자산처분(취득)	-17	-9	-27	-43	-50
무형자산 감소(증가)	-14	-20	-20	-22	-26
투자자산 감소(증가)	-57	2	27	0	0
재무현금흐름	89	-13	38	-12	-3
차입금의 증가(감소)	0	-7	25	-10	0
자본의 증가(감소)	89	-8	9	-2	-3
배당금의 지급	-1	-1	-1	-2	-3
총현금흐름	42	24	49	62	84
(-)운전자본증가(감소)	3	10	36	-22	2
(-)설비투자	17	10	27	43	50
(+)자산매각	-14	-19	-20	-22	-26
Free Cash Flow	8	-14	-33	18	6
(-)기타투자	4	8	15	0	0
잉여현금	5	-23	-48	18	6
NOPLAT	8	-14	9	35	52
(+) Dep	19	23	25	30	37
(-)운전자본투자	3	10	36	-22	2
(-)Capex	17	10	27	43	50
OpFCF	8	-11	-29	43	36

주: IFRS 연결 기준

재무상태표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2023	2024	2025	2026E	2027E
유동자산	283	225	275	265	284
현금성자산	123	60	45	51	55
매출채권	68	72	97	95	123
재고자산	83	87	124	109	97
비유동자산	170	215	241	277	316
투자자산	30	62	66	66	66
유형자산	114	115	125	149	175
무형자산	27	38	50	62	75
자산총계	454	441	516	541	601
유동부채	102	92	138	133	147
매입채무	34	28	47	52	66
유동성이자부채	64	58	75	65	65
비유동부채	77	84	96	96	96
비유동이자부채	60	67	77	77	77
부채총계	179	176	234	229	244
자본금	5	5	5	5	5
자본잉여금	210	210	211	211	211
이익잉여금	61	55	61	91	136
자본조정	-1	-6	5	5	5
자기주식	-4	-11	-13	-13	-13
자본총계	275	265	282	312	357

주요지표

(단위: 원, 배)

12 월 결산	2023	2024	2025	2026E	2027E
주당지표					
EPS	515	-281	646	3,110	4,619
BPS	25,624	24,656	26,270	29,064	33,260
DPS	100	100	200	250	300
CFPS	3,870	2,256	4,579	5,745	7,836
ROA(%)	1.3	-0.7	1.4	6.1	8.3
ROE(%)	2.4	-1.1	2.4	10.8	14.2
ROIC(%)	3.1	-4.7	2.4	8.8	12.2
Multiples(x, %)					
PER	231.8	-425.9	185.0	38.4	25.9
PBR	4.7	4.8	4.5	4.1	3.6
PSR	4.2	5.0	4.0	3.1	2.5
PCR	30.9	53.0	26.1	20.8	15.2
EV/EBITDA	43.1	395.3	38.1	20.1	14.1
배당수익률	0.1	0.1	0.2	0.2	0.3
안정성(%)					
부채비율	65.0	66.5	83.1	73.6	68.2
Net debt/Equity	0.1	24.5	38.0	29.1	24.5
Net debt/EBITDA	0.6	1,899.5	293.8	133.0	90.2
유동비율	278.5	245.7	199.5	198.5	192.9
이자보상배율(배)	1.8	n/a	2.3	9.7	14.7
자산구조(%)					
투자자본	64.2	72.9	77.8	77.4	78.6
현금+투자자산	35.8	27.1	22.2	22.6	21.4
자본구조(%)					
차입금	31.0	32.0	35.0	31.3	28.4
자기자본	69.0	68.0	65.0	68.7	71.6

[Compliance Notice]

(공표일: 2026년 4월 1일)

이 자료는 조사분석 담당자가 객관적 사실에 근거해 작성하였으며, 타인의 부당한 압력이나 간섭없이 본인의 의견을 정확하게 반영했습니다. 본인은 이 자료에서 다른 종목과 관련해 공표일 현재 관련 법규상 알려야 할 재산적 이해관계가 없습니다. 본인은 이 자료를 기관투자자 또는 제 3자에게 사전에 제공한 사실이 없습니다. (배성조)

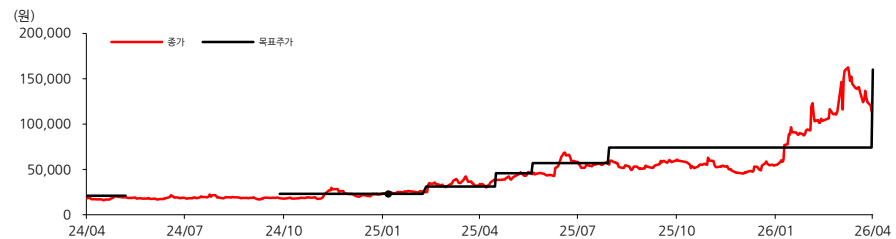
저희 회사는 공표일 현재 이 자료에서 다른 종목의 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.

한화에어로스페이스, 한화시스템은 당사와 '독점 규제 및 공정거래에 관한 법률'에 따른 계열회사 관계에 있는 법인입니다.

썬트렉아이는 한화에어로스페이스가 33.6% 지분을 보유하고 있는 자회사입니다.

이 자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위해 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로서 저작권이 당사에 있으며 불법 복제 및 배포를 금합니다. 이 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료나 정보출처로부터 얻은 것이지만, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 이 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과와 관련된 법적 책임소재에 대한 증빙으로 사용될 수 없습니다.

[한화시스템 주가와 목표주가 추이]



[투자 의견 변동 내역]

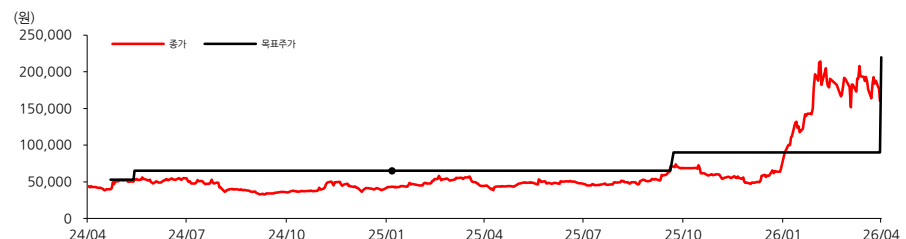
일 시	2022.12.13	2023.05.17	2023.08.24	2023.11.10	2023.11.28	2024.09.27
투자 의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	담당자변경
목표 가격	24,000	21,000	21,000	21,000	21,000	배성조
일 시	2024.09.27	2024.10.31	2025.02.10	2025.04.16	2025.04.30	2025.05.20
투자 의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표 가격	23,000	23,000	31,000	46,000	46,000	57,000
일 시	2025.07.30	2025.10.21	2026.04.01			
투자 의견	Buy	Buy	Buy			
목표 가격	74,000	74,000	160,000			

[목표주가 변동 내역별 괴리율]

*괴리율 산정: 수정주가 적용

일자	투자 의견	목표주가(원)	괴리율(%)	
			평균주가 대비	최고(최저)주가 대비
2023.05.17	Buy	21,000	-26.28	-3.10
2024.09.27	Buy	23,000	-2.78	29.78
2025.02.10	Buy	31,000	10.72	36.29
2025.04.16	Buy	46,000	-9.27	2.93
2025.05.20	Buy	57,000	-5.05	20.35
2025.07.30	Buy	74,000	0.01	119.86
2026.04.01	Buy	160,000		

[썬트렉아이 주가와 목표주가 추이]



[투자의견 변동 내역]

일 시	2024.04.22	2024.04.22	2024.05.14	2024.06.04	2024.06.27	2024.08.01
투자의견	담당자변경	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	배성조	53,000	65,000	65,000	65,000	65,000

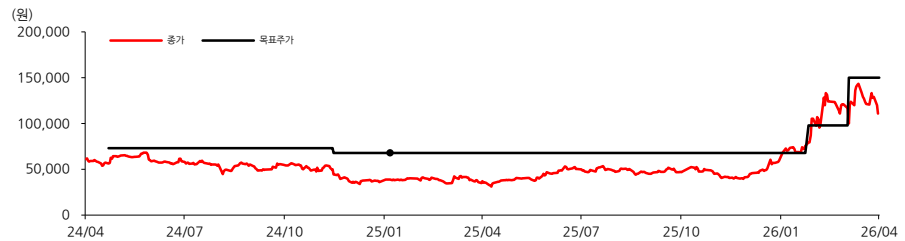
일 시	2024.11.04	2024.11.28	2025.02.04	2025.09.22	2026.04.01	
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	
목표가격	65,000	65,000	65,000	90,000	220,000	

[목표주가 변동 내역별 괴리율]

*괴리율 산정: 수정주가 적용

일자	투자의견	목표주가(원)	괴리율(%)	
			평균주가 대비	최고(최저)주가 대비
2024.04.22	Buy	53,000	-7.31	-0.57
2024.05.14	Buy	65,000	-30.39	-10.46
2025.09.22	Buy	90,000	21.59	137.78
2026.04.01	Buy	220,000		

[인텔리안테크 주가와 목표주가 추이]



[투자의견 변동 내역]

일 시	2024.04.22	2024.04.22	2024.05.16	2024.06.12	2024.08.16	2024.10.28
투자의견	담당자변경	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	배성조	73,000	73,000	73,000	73,000	73,000

일 시	2024.11.15	2025.03.10	2025.06.25	2025.08.18	2026.01.26	2026.03.04
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	68,000	68,000	68,000	68,000	98,000	150,000

일 시	2026.04.01					
투자의견	Buy					
목표가격	150,000					

[목표주가 변동 내역별 괴리율]

*괴리율 산정: 수정주가 적용

일자	투자의견	목표주가(원)	괴리율(%)	
			평균주가 대비	최고(최저)주가 대비
2024.04.22	Buy	73,000	-23.23	-6.58
2024.11.15	Buy	68,000	-36.57	-21.47
2026.01.26	Buy	98,000	12.93	36.12
2026.03.04	Buy	150,000		

[종목 투자등급]

당사는 개별 종목에 대해 향후 1 년간 +15% 이상의 절대수익률이 기대되는 종목에 대해 Buy(매수) 의견을 제시합니다. 또한 절대수익률 -15~+15%가 예상되는 종목에 대해 Hold(보유) 의견을, -15% 이하가 예상되는 종목에 대해 Sell(매도) 의견을 제시합니다. 밸류에이션 방법 등 절대수익률 산정은 개별 종목을 커버하는 애널리스트의 추정치에 따르며, 목표주가 산정이나 투자의견 변경 주기는 종목별로 다릅니다.

[산업 투자의견]

당사는 산업에 대해 향후 1 년간 해당 업종의 수익률이 과거 수익률에 비해 양호한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Positive(긍정적) 의견을 제시하고 있습니다. 또한 향후 1 년간 수익률이 과거 수익률과 유사한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Neutral(중립적) 의견을, 과거 수익률보다 부진한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Negative(부정적) 의견을 제시하고 있습니다. 산업별 수익률 전망은 해당 산업 내 분석대상 종목들에 대한 담당 애널리스트의 분석과 판단에 따릅니다.

[당사 조사분석자료의 투자등급 부여 비중]

(기준일: 2026년 3월 31일)

투자등급	매수	중립	매도	합계
금융투자상품의 비중	90.7%	9.3%	0.0%	100.0%