

# 우주계와 우주 정책

The Cosmos is within US



Y U A N T A





# 우주는 우리 안에

The Cosmos is within US



**백종민**

방산/우주/AI/로보틱스

02 3770 5598

[jongmin.baik@yuantakorea.com](mailto:jongmin.baik@yuantakorea.com)



**황병준**

US Market Analyst

02 3770 3523

[byeongjun.hwang@yuantakorea.com](mailto:byeongjun.hwang@yuantakorea.com)

# SUMMARY



## 우주 산업도 “Scale-Up & Out Effects”: 발사 Cadence + 차세대 장비 용량 확대

미국 우주 업종 P/S Multiple은 업종 평균 20배 수준에서 형성되어 있다. 이는 발사 인프라 운영 효율 개선에 따른 발사 횟수 증가, 발사당 탑재체 투입 용량 확대, 탑재체 네트워크 처리 용량 개선에 따른 TAM 확장에 대한 기대를 반영하고 있다.

한편 민수-방산-위성통신(궤도경제)-심우주(달&화성경제) 등 Value-Chain별로 P/S 수준이 차별화되어 있는데 이는 하위 업종별 사업 Mix와 베타 차이, 수익화 시점 등에 대한 시장의 평가가 반영된 결과다.

우주 산업은 구조적으로 호흡이 길고 프로젝트 성공 여부에 따른 변동성이 큰 업종이기 때문에 지속적인 자산회전을 개선을 뒷받침하는 다채로운 사업 파이프라인, 수직계열화가 경쟁 우위다. 여기에 더해 단기간의 Event-Driven 모멘텀을 기대할 수 있는 업체에 대한 접근이라면 그 전략은 더욱 유효하다.

## 한국 우주산업, 내러티브가 실적으로 전환되는 국면 진입

연초부터 스페이스X 상장 기대감에 한국 우주산업 주가에는 순풍이 불고 있다. 올해를 시작으로, 단순 기대감이 숫자로 전환되는 국면에 진입할 것으로 예상된다. 우주항공청은 적극적인 민간 기술 이전, 앵커 수요자 및 생태계 조성자 역할을 수행하며, 한국의 글로벌 5대 우주 강국을 향해 박차를 가하고 있다. 이에 국내 위성 시장은 향후 10년 간 약 45조원의 규모를 형성할 것으로 전망되며, 발사 서비스 시장 역시 2027년 이후 본격 개화될 것으로 전망한다. 시기와 규모의 차이는 있겠지만, 한국 기업들도 중장기적으로 선두 기업들과 유사한 경로로 성장할 것으로 예상된다. 스페이스X 상장 외에도 공공의 대규모 프로젝트 등에 따라 우주 기업들에 대한 투자 심리는 연중 우상향할 것으로 예상된다. 국내 우주산업의 비중 확대를 권고한다.

## 기업분석

한국: 한화시스템(272210), 인텔리안테크(189300) 세트렉아이(099320), 에이치브이엠(295310), 스피어(347700), 나라스페이스테크놀로지(478340), 이노스페이스(462350), 컨텍(451760), 제노코(361390), 루미르(474170)

미국: Planet Labs(PL), Rocket Lab(RKLB), Firefly Aerospace(FLY), Viasat(VSAT), Hexcel Corp.(HXL)



# CONTENTS

## I. 미국 08

저궤도 위성과 발사 인프라 사업으로 \$2조 도전 08

우주 우위 확보: 탐사+안보+민간+인프라 14

## II. 한국' 20

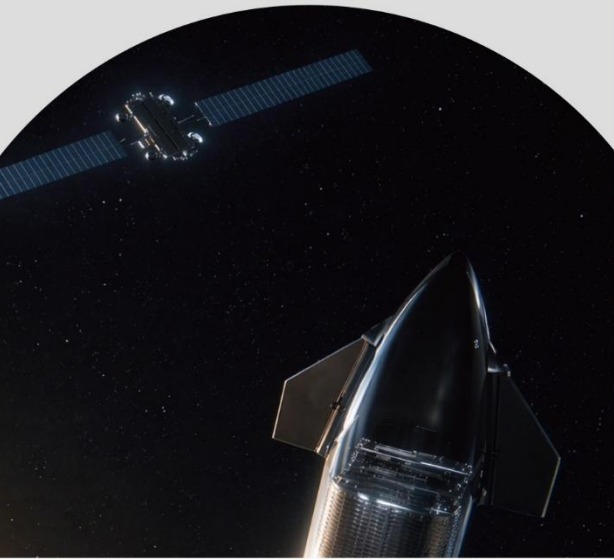
한국 우주산업 비중 확대(Overweight) 의견 제시 20

Deep dive in K-Space 26

## III. 국내외 우주 기업 Peer Table 43

## 기업 분석 47





# 산업분석

## 1. 미국

1-1. 저궤도 위성과 발사 인프라 사업으로 \$2조 도전

1-2. 우주 우위 확보: 탐사+안보+민간+인프라

## 2. 한국

2-1. 한국 우주산업 비중 확대(Overweight) 의견 제시

2-2. Deep dive in K-Space

2-3. 국내외 우주 기업 Peer Table

## 저궤도 위성과 발사 인프라 사업으로 \$2조 도전

Space Exploration Technologies Corp.(이하 SpaceX)은 1) Starlink와 Starshield 기반 저궤도 위성 상업/정부/국방 통신 서비스, 2) SpaceX Launch Service 기반 상업/정부 발사 서비스 사업을 영위하는 업체다. SpaceX는 IPO 목표 기업 가치 2조 달러, 공모 규모 최대 750억 달러를 내세우고 있는데, 근거로는 1) Starlink 가입자와 매출 성장, 2) 독점적인 재사용 가능 발사체 Falcon 9 기반 발사 인프라 플랫폼, 3) Direct-to-Cell, 4) 장기적인 관점에서 우주 환경 내 AI 인프라 구축 로드맵을 제시하고 있다.

크게 저궤도 위성과 발사 인프라 운용 사업을 영위하고 있는 동사의 기업 가치를 업종 KPI 지표 1) 운용 위성 대수, 2) 발사 횟수 기반의 Multiple을 Peer 업체 시가총액에 적용하고 이를 통해 산출한 각 부문별 사업 가치를 합해 전체 기업 가치를 도출하는 SoTP(Sum of the Parts) 방식을 적용해 보았다. 두 사업 부문 외 xAI 등 KPI 기반 사업 가치를 도출하기 힘든 타 사업은 가치 산출에서 제외했다.

글로벌 저궤도 상 운용 중인 위성은 전체 14,572대로, 70.5%인 위성 10,281대를 운용 중인 SpaceX의 저궤도 위성 사업에 M/S 기반, 20%의 프리미엄을 부여하고 글로벌 발사 횟수 2위 업체 Rocket Lab(RKLB)의 연간 발사 횟수 5Y CAGR(25%)의 1.17배 5Y CAGR(45%)을 시험한 SpaceX의 발사 인프라 사업에 17%의 프리미엄을 부여해 산출한 각 사업 가치 \$1.44조(저궤도 위성), \$0.48조(발사 인프라)를 합해 \$1.92조의 사업 가치를 도출했다.

[표 1] SpaceX 시가총액 \$1.92 조원 - 1) 저궤도 위성, 2) 발사 인프라, 각 부문 운용 위성 수와 25년 발사 수 대비 시가총액을 적용, Sum of the Parts(SOTP)로 산출

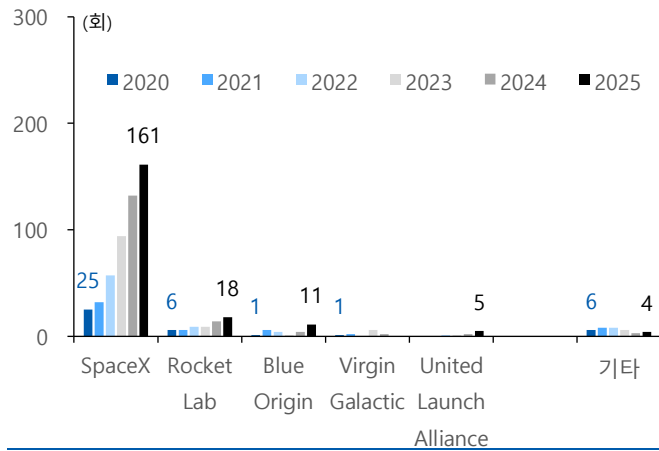
| 1) 저궤도 위성 |       | 시가총액 (A) | 위성승수(B)                   |      | AxB             | AxBxPremium 20% | 사업 가치        |         |
|-----------|-------|----------|---------------------------|------|-----------------|-----------------|--------------|---------|
|           | PL    | \$128억   | 44.6배*<br>(10,487* ÷ 235) | 136대 | \$5,695억        | \$6,835억        | \$1.22~1.47조 |         |
|           | IRDM  | \$42억    |                           | 80대  | \$1,859억        | \$2,231억        |              |         |
|           | GSAT  | \$105억   |                           | 19대  | \$4,687억        | \$5,625억        |              |         |
|           | Total | \$275억   |                           | 235대 | \$1.22조         | \$1.47조         |              |         |
|           |       |          |                           | *참조  | SpaceX<br>운용 위성 | Starlink        | Starshield   | 전체      |
|           |       |          |                           |      |                 | 10,281대         | 206대         | 10,487대 |

| 2) 발사 인프라 |      | 시가총액 (A) | 발사승수* (B)        |        | AxB      | AxBxPremium 10%* | 사업 가치          |                       |
|-----------|------|----------|------------------|--------|----------|------------------|----------------|-----------------------|
|           | RKLB | \$454억   | 8.9배* (161회/18회) |        | \$4,075억 | \$4,768억         | \$4,075~4,768억 |                       |
|           |      |          | *참조              | 발사 수   | 2020년    | 2025년            | 5Y CAGR        | Premium               |
|           |      |          |                  | SpaceX | 25회      | 161회             | 45%            | 17%*<br>(1.45 ÷ 1.25) |
|           |      |          |                  | RKLB   | 6회       | 18회              | 25%            |                       |

|               |  |  |  |  |  |  |  |              |
|---------------|--|--|--|--|--|--|--|--------------|
| 산출 사업가치 1)+2) |  |  |  |  |  |  |  | \$1.63~1.95조 |
|---------------|--|--|--|--|--|--|--|--------------|

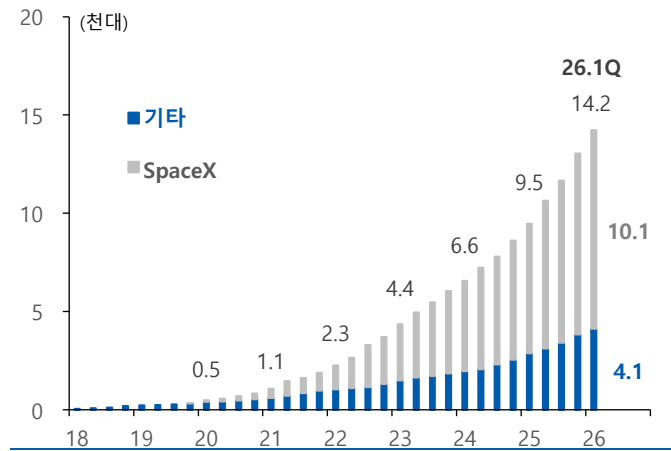
자료: Jonathan's Space Report, Federal Aviation Administration(연방항공국), 유안타증권 리서치센터

[차트 1] 20년대 발사 횟수 상위 5개 업체별 연간 발사 횟수 추이



자료: Federal Aviation Administration(연방항공국), 유안타증권 리서치센터

[차트 2] 글로벌 저궤도 위성 운용 현황 (2018년 1월 이후)



자료: Jonathan's Space Report, 유안타증권 리서치센터

[표 2] 발사 인프라 운용 주요 업체별 발사대 운용 및 확장 계획 현황

| 업체                 | 발사대 |    | 비고                                                                               |
|--------------------|-----|----|----------------------------------------------------------------------------------|
|                    | 운용  | 계획 |                                                                                  |
| SpaceX             | 4   | 1  | LC-39A, SLC-40, SLC-4E, Starbase* 4곳 / SLC-6(재개발/증축) 포함 시 5곳                     |
| Rocket Lab         | 3   | 1  | LC-1A, LC-1B, LC-2 3곳 / LC-3 1곳 건설 중                                             |
| Blue Origin        | 2   | 1  | Launch Site One(New Shepard), LC-36(Orbital, New Glenn) 2곳 / SLC-9 확장/계획 포함 시 3곳 |
| Firefly Aerospace  | 1   | 3  | Vandenberg SLC-2 1곳 / 미국 Wallops, 스웨덴 Esrange LC-3C, 플로리다 Cape Canaveral 3곳      |
| Intuitive Machines | -   | -  | 발사대 확보 계획 x                                                                      |

자료: 유안타증권 리서치센터

\*주: Starbase는 발사대(Pad)가 아닌 발사 거점(Site)으로 개발/제조/시험/발사 활동을 수행하는 Starship/Super Heavy 비행 시험 단지

[표 3] 발사 인프라 운용 주요 업체별 발사체 운용 및 개발 현황

| 업체                | 발사체                    | 단계 | 분류  | 비고*                                                   |
|-------------------|------------------------|----|-----|-------------------------------------------------------|
| SpaceX            | Falcon 9               | 운용 | 중형  | 저궤도 22.8t 급, SpaceX 주력 궤도 발사체                         |
|                   | Falcon Heavy           |    | 대형  | 저궤도 63.8t 급                                           |
|                   | Starship / Super Heavy | 개발 | 초대형 | 달-화성-대형 화물, Artemis HLS와 관련, 26년 시험 비행, 27년 운용        |
| Rocket Lab        | HASTE                  | 운용 | 준궤도 | Electron 기반 (극초음속/시험용) 플랫폼                            |
|                   | Electron               |    | 소형  | 320kg 급 소형 발사체                                        |
|                   | Neutron                | 개발 | 중형  | 13t 급, 26년 말 첫 시험 비행, 27년 5회 운용 목표                    |
| Blue Origin       | New Shepard            | 운용 | 준궤도 | Sub-Orbital (유인/실험용)                                  |
|                   | New Glenn              |    | 대형  | 저궤도 45t 급                                             |
| Firefly Aerospace | Alpha                  | 운용 | 소형  | 저궤도 1t+급                                              |
|                   | Eclipse                | 개발 | 중형  | Firefly, Northrop Grumman 공동 개발, 저궤도 16t+급, 27년 운용 예정 |

자료: 유안타증권 리서치센터

\*주: 준궤도 (Suborbital): 궤도에 오르지 않는 비행체 / 소형 (Small-lift): 대체로 저궤도 수백 kg ~ 약 2t 이하 / 중형 (Medium-lift): 대체로 저궤도 약 2~20t 급

대형 (Heavy-lift): 대체로 저궤도 20t 이상 / 초대형 (Super heavy-lift): 보통 저궤도 50t 이상

## 업종 P/S, 발사 Cadence 와 차세대 장비 용량 확대 가시성 반영

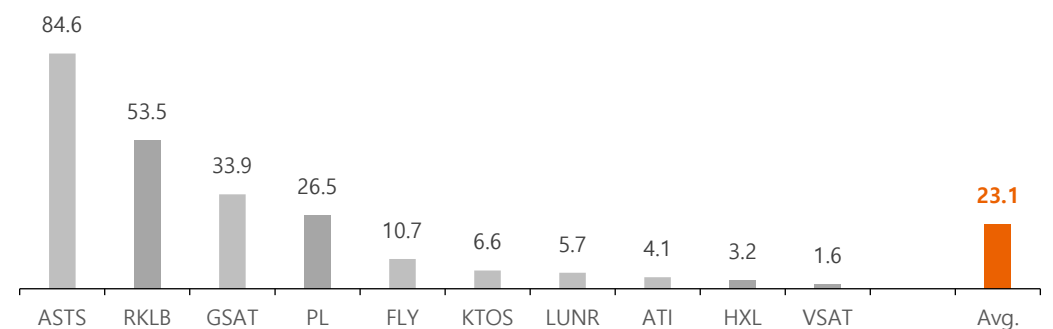
위성 서비스, 발사 인프라, 우주/착륙선 플랫폼 업체 등으로 구성된 미국 우주 산업 업체 P/S는 업종 평균 23배에서 형성되어 있다. AST 스페이스모바일 85배, GlobalStar 34배, Planet Labs 27배 등 위성 서비스 업체를 중심으로 고펙률을 부여하고 있다. 이는 발사 인프라 운영 효율 개선에 따른 발사 횟수 증가, 탑재체 용량 확대에 따른 TAM 가속에 대한 가시성을 반영하고 있다.

미국 연방항공국 허가 발사체별 발사 횟수 조사에 따르면, SpaceX 22.8t급 저궤도 주력 발사체 Falcon 9의 2025년 연간 발사 횟수는 총 156회로 지난 5년간 연평균 48% 속도로 증가해왔다. 25년 발사 횟수는 22%(yoy) 증가에 그쳤는데, 25년 하반기 연방정부 섰다운 영향과 AI인프라 투자발 단기 시장 유동성 고갈 영향을 반영한 결과로 판단한다. 하지만, 25년 12월 트럼프 대통령 행정 명령 서명(미국 우주 우위 확보를 위한 25년 유인 달 착륙, 30년 달 기지 건설 계획 공식화 등)과 Artemis 모멘텀, 미국 유동성 공급 차질 완화 국면 진입 등 발사 횟수 관련 호재가 잇따르고 있다.

발사 횟수 호재와 더불어 SpaceX Launch System이 대표하는 업계 내 발사 인프라 운영 효율성 개선에 따른 산업 TAM 확대도 가속하고 있다. 발사 1회당 발사 탑재체 수 증가 트렌드가 지속하고 있다. 23년 7월 Starlink의 1세대 위성(V1.0, V1.5) 탑재가 중단된 23년 7월 이후 발사당 탑재체 수는 2세대(V2.0 Mini) 탑재 시작 직전인 22년 4분기 53대에서 된 23년 4분기 23대로 위성 중량 증가만큼 감소하였으나 V2 Mini 중량을 22% 경량화(약 575kg)한 V2 Mini Optimized 탑재가 본격화한 25년 1분기 탑재체수는 21대에서 26년 1분기 27대로 27%(yoy) 증가했다.

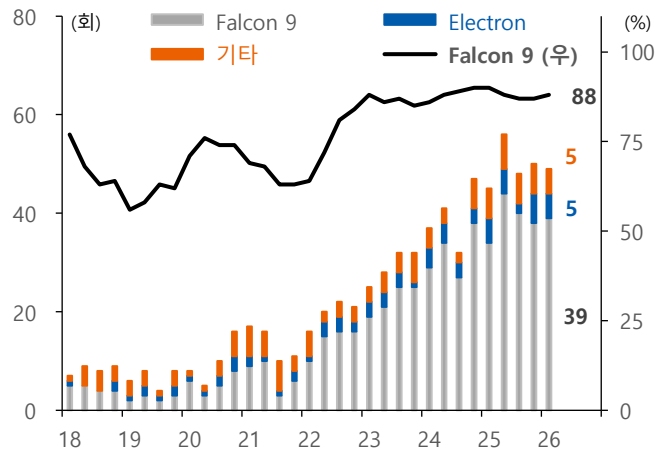
발사 횟수 증가 지속, 횟수당 탑재체 발사 증가 뿐만 아니라 탑재체(위성)의 네트워크 처리 용량 또한 가속화하고 있다. [차트 6] 현 주력 모델 V2 Mini의 네트워크 처리 용량은 21~22년 당시 모델인 Gen-1 V1.5 대비 4배 증가했다. 26.1H 발사를 목표하고 있는 차세대 위성 V3는 Gen-2 용량 대비 Downlink는 10배, Uplink는 24배 늘어난다(중량은 +4배 증가 추정). 대역폭 증가 가속은 27년 초대형 발사체 Starship 탑재로 발사당 네트워크 용량이 20배 증가하며 지속될 전망이다.

[차트 3] 미국 우주 산업 업체 P/S Multiple (Fwd.12M) 비교 (4/27) - AST 스페이스모바일 85 배, 위성 서비스 업체 중심 고펙률 부여 (배)



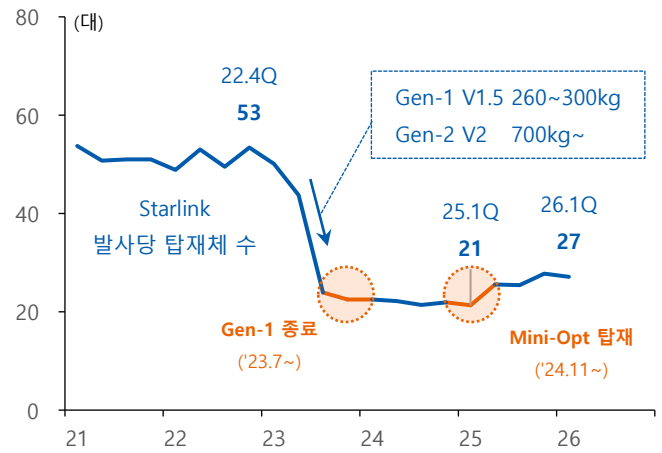
자료: Jonathan's Space Report, 유안타증권 리서치센터

[차트 4] 연방항공국 허가 발사체별 발사 회수 - SpaceX Falcon 9, M/S 88%



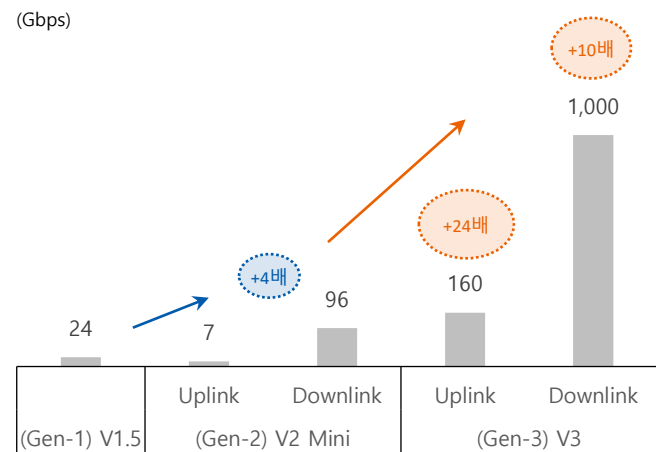
자료: Federal Aviation Administration(연방항공국), 유안타증권 리서치센터

[차트 5] Starlink 발사 1 회당 발사 탑재체 수: V2 위성 중량 2.33 배, 용량 +4 배



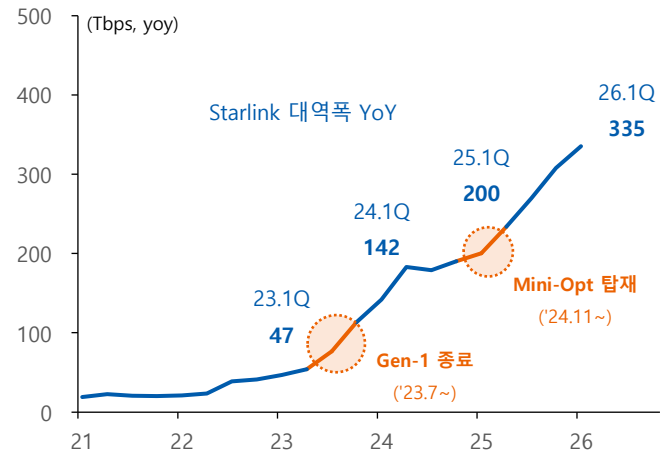
자료: Jonathan's Space Report, 유안타증권 리서치센터

[차트 6] Starlink 위성 세대별 네트워크 처리 용량 (대역폭): V1.5 / V2 Mini / V3



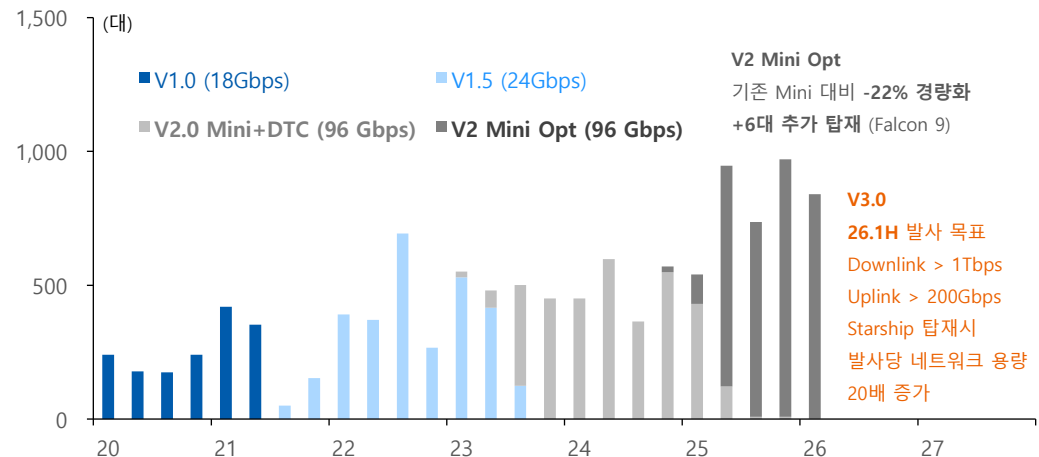
자료: SpaceX Progress Report, 유안타증권 리서치센터

[차트 7] Starlink 운용 위성 전체 네트워크 처리 용량 전년 대비 증가 규모



자료: Jonathan's Space Report, 유안타증권 리서치센터

[차트 8] Starlink 위성 세대별 발사 추가: 5-6개 분기 주기 장비 사이클, 대역폭(Gbps) 18→24→96Gbps, 탑재용량 +28% 증가



자료: Jonathan's Space Report, 유안타증권 리서치센터

## SpaceX 發 역(逆)메기효과, Event-Driven 모멘텀만이 출구 전략

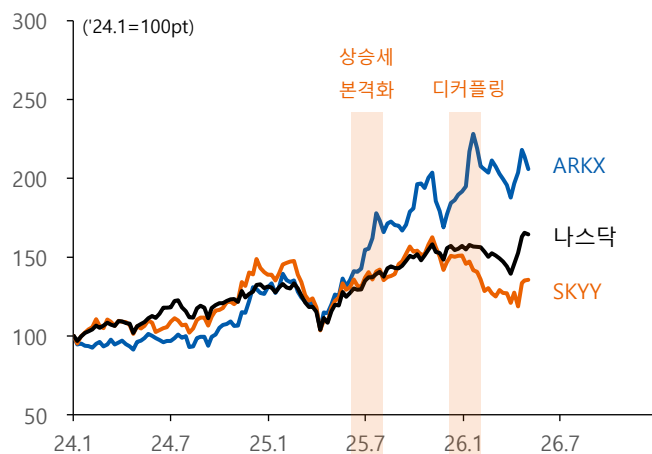
SpaceX 상장 이후 기존 증시 주도주 매도발 증시 불확실성 확대는 제한적일 것으로 판단한다. 이미 25년 초부터 본격화한 Starlink 주도 탑재체 궤도 투입 증가(V2 Mini Opt 채택)와 위성 대역폭 증가 가속, 차세대 위성, Artemis 이벤트 기대감 등의 호재를 반영하며 방산/우주 업종 주가는 시장을 크게 아웃퍼폼했다. 특히 작년 하반기는 방산/우주 업종의 Outperform과 함께 NVDA, MSFT, AMZN M7 중심의 기존 AI 주도주들이 Underperform하는 엄격한 종목/테마 장세가 진행되었던 시기다. 해당 시기를 지나며 불확실성은 일정 부분 소화되었다고 판단한다.

그래서 특히 중요한 변수가 발행 및 유통 시장 내 유동성이다. 작년 연말 엔비디아(vs. 메모리, 광통신), 알파벳(vs. 엔트로픽), 가상 자산 부진이 그러했다. 시장 내 유동성 부족으로 엄격한 옥석 고르기와 종목 장세가 진행되며 펀더멘털 대비 과도한 De-Rating 반영되었던 종목들이다. SpaceX 상장 기간, 우주 업종 역시 추가적인 옥석 고르기 장세가 진행될 가능성이 높다. 글로벌 저궤도 위성 및 발사 인프라 서비스 시장에서 70~90%의 M/S를 차지하고 있는 SpaceX의 주가 변동성이 확대된다면 시장 Narrative는 당장 업체별 Event-Driven 모멘텀 유무에 대한 검증으로 전환될 것으로 판단한다.

물론 업종 Value-Chain이 민수-방산-위성통신(궤도경제)-심우주(달&화성경제) 등으로 세분화되어 있고 업체별 사업 Mix와 베타 차이 등 성장성에 대한 시장의 평가가 이미 P/S Multiple에 반영되어 있다. 하지만 그 P/S Multiple이 작년 하반기간 크게 확대되었던 업체가 해당 밸류에이션을 유지하기 위해서는 상승 재료가 풍부해야 한다. 우주 산업은 구조적으로 호흡이 길고 프로젝트 성공 여부에 따른 변동성이 큰 업종이기 때문에 지속적인 자산회전을 개선을 뒷받침하는 다채로운 사업 파이프라인과 수직계열화가 경쟁 우위다.

수직계열화와 규모의 경제로 SpaceX의 단기적 독주가 예상되는 가운데 다채로운 파이프라인을 기반으로 단기간 다양한 Event-Driven 모멘텀을 기대할 수 있는 업체에 대한 접근이 유효하다.

[차트 9] ARKX, SKYY ETF 주가 및 나스닥 지수 추이 - 25.7~ 주가 흐름 차별화



자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

[표 4] ARKX, SKYY ETF 구성 종목별 비중

| SKYY |                 |             | ARKX |                       |             |
|------|-----------------|-------------|------|-----------------------|-------------|
|      |                 | (%)         |      |                       | (%)         |
| 1    | Digital Ocean   | 3.85        | 1    | L3Harris Technologies | 9.49        |
| 2    | Oracle          | <b>3.76</b> | 2    | Rocket Lab            | <b>7.20</b> |
| 3    | IBM             | 3.75        | 3    | Teradyne              | 6.66        |
| 4    | Nutanix         | 3.69        | 4    | Kratos Defence        | 6.63        |
| 5    | Amazon          | <b>3.68</b> | 5    | Deere & Co            | 6.30        |
| 6    | Microsoft       | <b>3.50</b> | 6    | Aerovironment         | 5.30        |
| 7    | Alphabet        | <b>3.42</b> | 7    | AMD                   | 4.65        |
| 8    | Arista Networks | 3.41        | 8    | Trimble               | 4.03        |
| 9    | Everpure        | 3.41        | 9    | Archer Aviation       | 3.77        |
| 10   | Lumen Tech.     | 3.02        | 10   | Palantir              | 3.53        |

자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

[표 5] 우주 산업 주요 종목 Value-Chain(인프라) 보유 및 운용 현황

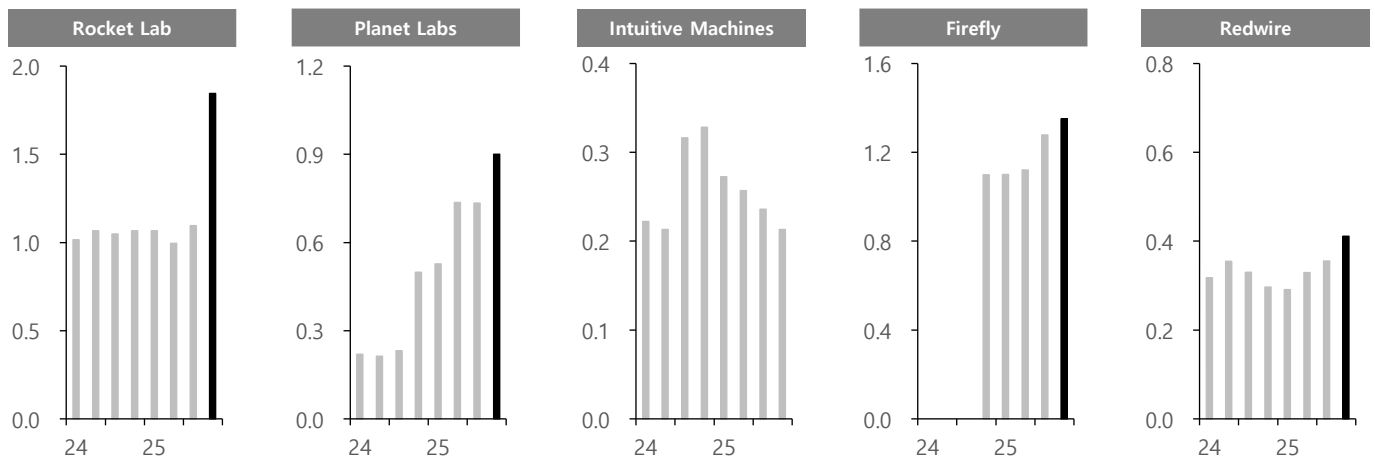
| 업체                 | 발사대 [표 2] | 발사체 [표 3] | 우주선 | 착륙선 |
|--------------------|-----------|-----------|-----|-----|
| SpaceX             | ●         | ●         | ●   | ●   |
| Blue Origin        | ●         | ●         | ●   | ●   |
| Firefly Aerospace  | ●         | ●         | ●   | ●   |
| Rocket Lab         | ●         | ●         | ●   | -   |
| Intuitive Machines | -         | -         | ●   | ●   |

자료: 유안타증권 리서치센터

\*주: ● 보유 및 운용 중 / ● 개발 및 확장 계획 발표 / - 없음, 계획 없음

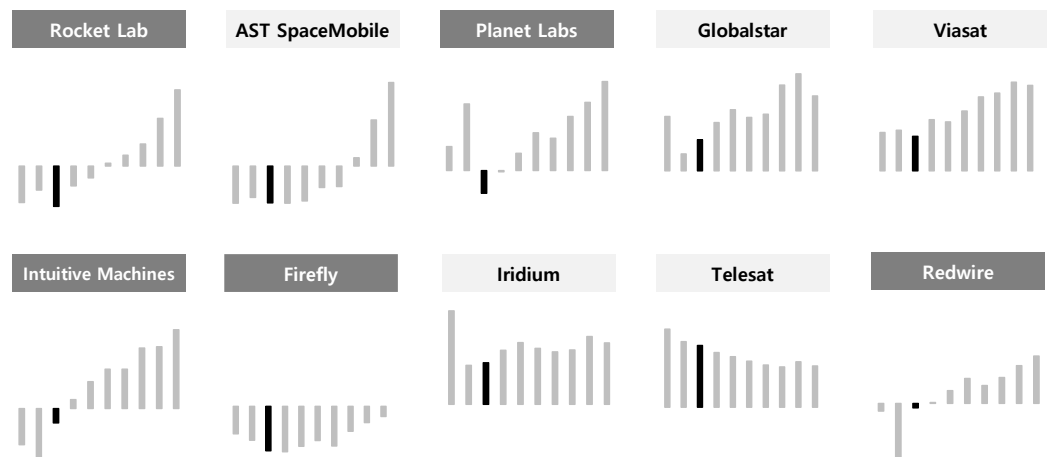
[차트 10] 우주 산업 주요 종목 최근 8개 분기 수주 잔고 추이 (24.1Q~25.4Q)

(단위: 십억달러)



자료: sec.gov(10-K/Q), 유안타증권 리서치센터

[차트 11] 25.3Q~27.4Q 우주 Value Chain 주요 업체 10개 분기 조정 EBITDA 및 Bloomberg 컨센서스 추이 (26.1Q)



자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

## 우주 우위 확보 : 우주탐사 + 국가안보 + 민간경제 + 우주인프라

트럼프 정부는 2030년까지 민간 주도의 경쟁적인 발사 시장을 조성해 우주 산업의 경쟁력을 확보하고 이를 통해 국가 안보 기반을 강화하려 하고 있다. 25년 8월, 백악관은 우주 산업 경쟁을 촉진하기 위해 국방부, 교통부, NASA, 연방항공국 등 우주 산업 관련 기관 주도 규제 병목을 줄이기 위한 행정 명령을 발표했다. 『Enabling Competition in the Commercial Space Industry (‘25.8.13)』

크게 세 줄기로 구성된 본 행정 명령은 1) 발사/임무/재진입/인프라개발 관련 허가 와 라이선스 절차 간소화, 2) 위험에 직접적이지 않은 요건에 대한 수정 및 폐지 3) 신규 우주 상업 활동에 대한 승인 절차 마련을 상무부가 주도한다는 내용으로 구성되어 있다. 이에 26년 3월, FAA의 민간 우주 발사/재진입 인허가 규칙 Part 450의 하위 규칙 4개가 하나로 통합, 향후 발사체 업체의 허가 절차가 이에 따라 전환되었다(SpaceX, Blue Origin, Rocket Lab, ULA, Firefly 등).

이어 25년 12월, 백악관은 우주탐사, 국가안보, 상업경제, 우주인프라를 우주 우위 확보를 위한 전략적 목표를 제시한 행정 명령을 발표했다. 『Ensuring American Space Superiority (‘25.12.18)』 [표 6]

크게 네 줄기로 구성된 본 행정 명령은 1) 30년까지 달 기지 구축을 통한 경제 개발과 화성 탐사 기반 마련(우주탐사), 2) 28년까지 미사일 방어를 위한 차세대 기술 개발(국가안보), 3) 28년까지 발사/재진입 빈도 확대와 우주 인프라 개선(국제우주정거장 등) 추진을 위한 최소 \$500억 달러 추가 투자 유치(상업경제), 4) 30년까지 발사가능 원자로 개발 및 달 궤도/표면 배치(우주인프라)를 추진한다는 내용으로 구성되어 있다.

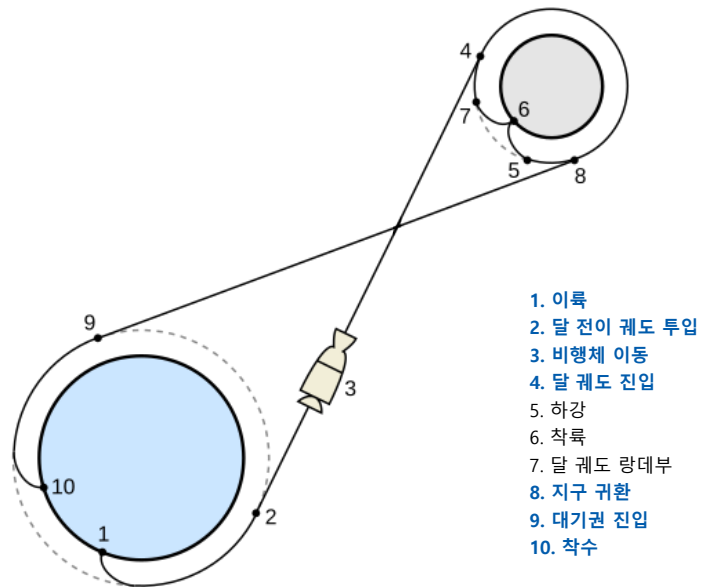
이에 4월 14일, 백악관 과학기술정책실(OSTP)은 NASA/전쟁부간 2030년 원자로 설계/배치 경쟁 추진을 지시, 4월 24일, 우주 시스템 사령부(SCC)는 우주 기반 미사일 방어/추적/요격 시스템 Golden Dome 지원을 위한 \$32억 규모 OTA 계약을 지난 연말, 올해 초 체결했다.

[표 6] 트럼프 대통령 행정 명령 “미국 우주 우위 확보(Ensuring American Space Superiority)” 핵심 내용 (‘25.12.18)

| 구분 |           | 내용                                                                                                                                                     |
|----|-----------|--------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 목적 |           | <ul style="list-style-type: none"> <li>- 미국의 우주 우위 확보를 위한 탐사 범위 확대</li> <li>- 경제/안보 이익 보호, 상업 개발 촉진</li> </ul>                                         |
| 정책 | 1) 우주 탐사  | <ul style="list-style-type: none"> <li>- Artemis 프로젝트 기반 28년 미국인을 달로 보내 달경제개발/화성탐사 기반 마련</li> <li>- 30년까지 달 전초 기지 초기 요소 구축</li> </ul>                  |
|    | 2) 국가 안보  | <ul style="list-style-type: none"> <li>- 28년까지 차세대 미사일 방어 기술 개발/시연</li> <li>- 국가 안보 우주 아키텍처 구축</li> </ul>                                              |
|    | 3) 상업 경제  | <ul style="list-style-type: none"> <li>- 28년까지 최소 \$500억 추가 투자 유치, 발사/재진입 cadence 확대</li> <li>- 스펙트럼 리더십 확보, 30년까지 민간 우주 정거장 기반 상업 경로 확보 촉진</li> </ul> |
|    | 4) 우주 인프라 | <ul style="list-style-type: none"> <li>- 30년까지 발사가능 원자로 개발 및 달 궤도/표면 배치</li> <li>- 지상/우주/달 인프라 표준 구축</li> </ul>                                        |

자료: whitehouse.gov, 유안타증권 리서치센터

[차트 12] 달 궤도 랑데부(LOR: Lunar Orbit Rendezvous) / 아폴로 계획식 달 착륙 Mission Sequence



자료: 언론 자료, 유안타증권 리서치센터

[차트 13] NASA Artemis 프로젝트 Timeline - 26년 4월 초 Project II 마무리

|                    |             |                                                                                                                                         |
|--------------------|-------------|-----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| Artemis I<br>22.12 | 무인 달 비행 시험  | <ul style="list-style-type: none"> <li>- SLS(발사체)+Orion(우주선)+지상 시스템을 묶어 시험한 첫 통합 비행</li> <li>- 달 궤도권 비행 능력 검증</li> </ul>                |
| Artemis II<br>26.4 | 유인 심우주 시험   | <ul style="list-style-type: none"> <li>- 50여년 만의 유인 달 접근 비행 시험</li> <li>- 심우주 환경 내 유인 비행 능력 검증</li> </ul>                               |
| Artemis III<br>27Y | 유인 달착륙 시험   | <ul style="list-style-type: none"> <li>- 달 남극 부근 첫 유인 착륙 임무, 연발 달궤도 정거장 핵심 모듈 발사</li> <li>- 저지구 궤도상 상업 달 착륙선과의 랑데부/도킹 역량 시험</li> </ul>  |
| Artemis IV<br>28Y  | 달 정거장 결합 시험 | <ul style="list-style-type: none"> <li>- 최초 달 궤도 우주정거장 Gateway와의 결합</li> <li>- Artemis IV 발사 이전 Gateway 핵심 요소가 달 궤도 선제 진입 예정</li> </ul> |
| Artemis V<br>29Y   | 달 탐사 수행     | <ul style="list-style-type: none"> <li>- 달 기지 구축 시작점. 달 남극 부근 과학/탐사 활동 수행</li> <li>- 유인 달 착륙 운영 6개월 Cadence 구축</li> </ul>               |

자료: 언론 자료, 유안타증권 리서치센터

## 1) 우주탐사: Artemis 프로젝트, 본격적인 상업 경로 확보는 29년부터

Artemis 프로젝트는 NASA가 주도하는 유인 달 탐사 프로그램으로, 달 궤도와 표면에 인간이 지속적으로 활동할 수 있는 체계를 구성하고, 축적된 기술과 노하우를 바탕으로 달 탐사를 화성 유인 탐사까지 연결하고자 하는 우주 캠페인이다. 달 궤도와 표면 활동을 위한 기초 체계 구축을 위해 1) 유/무인 달 궤도권 비행, 2) 유인 달 착륙, 3) 달 궤도 우주 정거장 건립, 4) 달 기지 구축, 크게 네 절차로 구성된 프로젝트를 2030년까지 수행한다.

결론적으로 현재 Artemis 프로젝트를 통한 민간 주도의 본격적인 사업 수익화는 28년 이후가 될 것으로 판단한다. 핵심 파트너사(발사체SLS: 보잉, 우주선Orion: 록히드마틴, 달 궤도 정거장 모듈HALO: 노스롭그루먼, 착륙선: SpaceX, 블루오리진)를 제외한 사업 수익화는 달 궤도/표면에서 진행될 예정이기 때문이다. 본격적인 사업 수익화는 탑재체를 달 궤도/표면으로 수송하는 CLPS(Commercial Lunar Payload Service) 수송이 본격화하는 시점으로 최단 달 궤도 정거장이 궤도에 투입된 이후가 될 것으로 판단한다. 현재 NASA의 CLPS Initiative 파트너십사로 선정된 14개 업체 중 달 착륙 임무에 성공한 업체는 Intuitive Machines와 Firefly Aerospace 단 두 업체다.

현재 가시화한 달 궤도 경제는 지구 궤도 위성 및 위성군이 제공하는 서비스와 마찬가지로 궤도/표면 탑재체 수송, 사진/영상 데이터 전송, 원격 통신 서비스 등의 사업 모델이다.

[표 7] CLPS 수행 연혁 - CLPS 계약, 무기한 인도/수량 계약으로 28년 말까지 총 최대 계약 금액은 \$26억

| 연도   | 업체                 | 임무                   | 내용                                                   |
|------|--------------------|----------------------|------------------------------------------------------|
| 2024 | Intuitive Machines | IM-1                 | NASA 탑재체 6개를 달 남극 지역 말라페르트 A에 전달                     |
| 2025 | Firefly            | Blue Ghost Mission 1 | 달 앞면 분지 마레 크리시움에 탑재체 10개 전달                          |
|      | Intuitive Machines | IM-2                 | PRIME-1 계측 장비와 LRA 장비를 달 남극 근처 몽스 무통에 전달             |
| 2026 | Intuitive Machines | IM-3                 | 탑재체 4개를 달 앞면 서쪽 가장자리 라이너 감마에 전달 예정                   |
|      | Firefly            | Blue Ghost Mission 2 | NASA 탑재체 2개 달 뒷면 전달, 통신/데이터 중계 위성 달궤도 투입, 주파수 교정 서비스 |
|      | Draper             | 1st Mission          | NASA 탑재체 6개 달 남극 운반                                  |
| 2027 | Intuitive Machines | IM-4                 | NASA 탑재체 6개 달 남극 근처 몽 무통 운반                          |
| 2028 | Firefly            | Blue Ghost Mission 3 | NASA 탑재체 6개 달 앞면 그루이트하우젠 돔 전달 - 달 화산 지형 연구 실험 장비     |
| 2029 | Firefly            | Blue Ghost Mission 4 | NASA 탑재체 5개 달 표면 배치 - 로버 2대, 과학 장비 3대                |

자료: nasa.gov 유안타증권 리서치센터

[표 8] CLPS Initiative 파트너십사 14 - CLPS 수행 성공 업체는 현재 Intuitive Machines, Firefly Aerospace 단 두 업체

| NASA 상업 달 탑재체 서비스 CLPS Initiative 파트너십사 14 |                     |                 |                              |              |
|--------------------------------------------|---------------------|-----------------|------------------------------|--------------|
| Astrobot Technology                        | Blue Origin         | Ceres Robotics  | Deep Space Systems           | Draper       |
| Firefly Aerospace                          | Intuitive Machines  | Lockheed Martin | Masten Space Systems         | Moon Express |
| Orbit Beyond                               | Sierra Nevada Corp. | SpaceX          | Tyvak Nano-Satellite Systems |              |

자료: nasa.gov 유안타증권 리서치센터

[표 9] NASA Artemis 프로젝트 달 궤도 경제 수행 핵심 파트너사

| 달 궤도 Lunar Orbit   |                                          |                     |                                                                      |
|--------------------|------------------------------------------|---------------------|----------------------------------------------------------------------|
| 구분                 |                                          | 파트너사                | 지원 내용                                                                |
| I                  | 달 궤도 수송<br>SLS 발사체<br>Orion 우주선          | Boeing              | 대형 발사체 본체 제작                                                         |
|                    |                                          | Northrop Grumman    | 대추력 고체 로켓 부스터 제작                                                     |
|                    |                                          | ULA                 | ICPS(Interim Cryogenic Propulsion Stage), 달 전이 비행 지원                 |
|                    |                                          | Lockheed Martin     | Orion 우주선 설계/개발/시험/생산                                                |
|                    |                                          | ESA                 | Orion 유럽서비스모듈(ESM) 기반 추진/전력/자원 공급 지원                                 |
| II                 | 달 궤도 거점 구축<br>CAPSTONE 궤도<br>Gateway 정거장 | Advanced Space      | CAPSTONE 임무 개발/운용. Gateway 예정 궤도(NRHO) 검증                            |
|                    |                                          | Terran Orbital      | CubeSat 플랫폼 제작. 소형 탐사선 본체 제공                                         |
|                    |                                          | Stellar Exploration | 추진 시스템. 궤도 조정과 NRHO 진입                                               |
|                    |                                          | Rocket Lab          | 발사 서비스 제공을 통해 CAPSTONE 을 달 전이 경로로 수송                                 |
|                    |                                          | Maxar               | PPE(Power and Propulsion Element) 제공, Gateway 전력/추진/허브 역할 수행         |
|                    |                                          | Northrop Grumman    | HALO(Habitation and Logistics Outpost) 공급, 승무원 거주/물류 지원              |
|                    |                                          | SpaceX              | Falcon Heavy 로 PPE 와 HALO 초기 요소 달 궤도 발사 서비스 지원                       |
|                    |                                          | CSA                 | 차세대 로봇팔 Canadarm3 및 외부 로봇 인터페이스. Gateway 외부 작업, Payload Handling 지원  |
|                    |                                          | ESA                 | Lunar I-Hab/View/Link. 거주, 보급, 통신 중계, 재급유 지원                         |
|                    |                                          | JAXA                | I-Hab 생명유지·열제어·카메라, 배터리, 향후 HTV-XG 물류선으로 Gateway 운영 지원               |
|                    |                                          | MBRSC               | 승무원·과학 에어록, 외부 과학 활동과 승무원 임무                                         |
| III                | 달 궤도↔표면<br>HLS 착륙                        | SpaceX              | Starship HLS 개발. 유인 달 착륙, 궤도 재진입. Artemis IV, Gateway 도킹. 중량 착륙으로 확장 |
|                    |                                          | Blue Origin         | Blue Moon HLS 개발. Artemis V, SpaceX 와 함께 유인 달 착륙                     |
| 달 표면 Lunar Surface |                                          |                     |                                                                      |
| 구분                 |                                          | 파트너사                | 지원 내용                                                                |
| IV                 | 달 표면 무인 수송<br>CLPS 탑재체 수송                | CLPS Provider 13개사  | NASA 에 달 표면 수송 서비스 제공                                                |
|                    |                                          | Firefly Aerospace   | Blue Ghost 계열 서비스 수행사                                                |
|                    |                                          | Intuitive Machines  | Nova-C 계열 서비스 수행사                                                    |
|                    |                                          | Astrobotic 등        | NASA 가 Task Order 방식으로 달 수송 서비스를 발주할 수 있도록 Provider Pool 구성          |
| V                  | 달 표면<br>활동, 체류<br>차세대 우주복<br>월면차LTV      | Axiom Space         | AxEMU 개발/생산. Artemis III 달 표면 보행용 우주복, 장비 등 Moonwalking System 납품    |
|                    |                                          | Intuitive Machines  | 달 표면 Rover Capability 개발. 장거리 표면 이동과 과학 활동 역량 제공                     |
|                    |                                          | Lunar Outpost       | LTV 후보 플랫폼 개발. 승무원 이동성 확대, 표면 과학 능력 제공                               |
|                    |                                          | Venturi Astrolab    | LTV 후보 플랫폼 개발. 자율주행/통신/표면운용 중심 Rover 서비스 제공                          |

자료: 유안타증권 리서치센터

## 2) 국가안보: Artemis 프로젝트, 본격적인 상업 경로 확보는 29년부터

국가 안보는 금번 트럼프 정부의 우주 우위 확보 행정 명령 추진에 있어 민간 업체가 당장 사업 수익화를 실현할 수 있는 핵심 수혜 부문이다.

**첫 번째 프로젝트는 “미사일 방어”**다. 28년까지 미사일 방어를 위한 차세대 기술을 개발하는 것으로, 방어 시스템이 기존 지상 레이더 및 요격 미사일 중심에서 방어 시스템에서 **저궤도 미사일 추적 위성, 위성군 기반 우주 요격체, 극초음속 미사일 탐지/추적, 극초음속 발사 인프라** 등이 이와 관련된다.

여기서 위성과 궤도 발사체 등 우주 자산 중심으로 진행되는 프로그램은 크게 세 프로그램이다. 최근 수 년간 수주 규모가 가장 컸던 프로젝트는 1) 우주개발국(SDA) 주관 Tracking Layer 프로그램이다. **적외선 센서 위성들을 저궤도에 배치해 탄도 미사일, 극초음속 미사일을 탐지 추적하고 전송 데이터를 전송하는 임무다.**

다음 주요 프로젝트는 지난 4월 말 발표한 2) 우주시스템사령부(SSC) 주관 Space-Based Interceptor(SBI) 프로그램이다. 최대 \$32억 규모의 프로젝트로 **저궤도 요격체 위성군에 기반해 미사일을 방어하고 요격하는 임무를 수행한다.** 다음 프로그램은 3) 전쟁부 주관 MACH-TB 2.0이다. **극초음속 무기 혹은 요격체 미사일 발사 테스트빈도를 확대하기 위한 프로젝트다.**

[표 10] NASA Artemis 프로젝트, “국가안보” 관련 프로그램 주관 부서 및 프로그램 내용

| 구분            | 주관                      | 프로그램                        | 목적                                |
|---------------|-------------------------|-----------------------------|-----------------------------------|
| 우주 기반 요격체     | Space Force / SSC       | Space-Based Interceptor     | 저궤도에 요격체 위성군 배치, 발사 미사일 단계별 방어 대응 |
| 저궤도 미사일 추적 위성 | SDA                     | Tracking Layer T1/T2/T3     | LEO 적외선 센서 기반 탄도/극초음속 미사일 탐지/추적   |
| 극초음속 추적 센서    | MDA / SDA               | HBTSS                       | 극초음속 활공체 추적                       |
| 극초음속 요격체      | MDA                     | Glide Phase Interceptor     | 극초음속 활공체 대기권 요격                   |
| 본토 ICBM 방어    | MDA                     | Next Generation Interceptor | 기존 GMD 체계의 차세대 지상 발사 요격체          |
| 극초음속 시험 인프라   | TRMC / NSWC Crane / DoW | MACH-TB 2.0                 | 극초음속 시험 빈도 확대, 저비용 반복 시험          |
| 본토 다층 미사일 방어  | MDA / DoW               | SHIELD IDIQ                 | Golden Dome 등                     |

자료: 유안타증권 리서치센터

\*주: SSC/우주시스템사령부, SDA/우주개발국, MDA/미사일방어국, SDA/우주개발국, DoW/전쟁부

**두 번째 프로젝트는 “VLEO~cislunar 위협 대응”**이다. 우주탐사-국가안보 두 목표 사이에 위치해 있는 프로젝트인데 Cislunar(지구초저궤도~달주변) 공간 사이에 존재하는 적성국 위성, 정찰 위성, 근접 기동체, 비정상 기동체를 탐지/추적 대응하는 우주 방어 체계다. 주요 프로젝트는 1) 비상 상황간 LEO/GEO 위성을 신속하게 제작/발사/운용하는 Victus Haze, 2) GEO상 정찰/감시 위성군 구축을 통해 우주 기동체를 탐지/추적하고, 적국의 전투비행체 운용을 예측하는 Andromeda가 있다.

## 민간 주도 경쟁 시장 조성, 수주 규모가 유의미한 업체 중심 접근

25년 8월 행정 명령부터 본격화한 **트럼프 정부의 우주 산업 진흥의 핵심**은 어디까지나 **민간 주도의 시장 조성을 통한 경쟁력 확보**라는 것에 있다. 우주 우위 확보 행정 명령 내 정부 주도 즉, 행정 부처가 민간 기업에 요청하는 수주 계약 중 가장 규모가 큰 프로젝트는 미사일방어청(MDA)이 추진하는 SHEILD(Scalable Homeland Innovative Enterprise Layered Defense; 민간 중심 본토 다층 방어 아키텍처 Golden Dome의 빠른 추진을 위한 IDIQ 계약)로, 최대 계약 금액은 \$1,510억(약 200조 원)이다.

하지만 이 \$1,510억의 예산은 최대 계약 규모 기준이다. 진행 기간도 10년, 참여 업체는 LMT, NOC, RTX, LHX, GD 등 10개 업체가 넘는데 해당 다섯 업체의 전사 수주 잔고만 \$7,300억 규모에 달해 연간 평균 예산 \$151억의 기여도는 2% 내외, 우주/국방에 국한해도 \$2,500억 규모로 그 기여도는 6% 수준에 그친다. 여기에 Pure한 우주 산업 관련 수주 계약만 봤을 때는 그 수주가 대부분 Artemis 프로젝트 기반 NASA발 수주와 연관되어 있는데, 25년 초부터 올해 1분기까지 실제로 가시화된 NASA발 수주는 \$24억 수준에 불과하다.

결론적으로 국방/우주 분야를 통틀어 트럼프의 우주 우위 관련 행정 명령의 우주/항공 업체 전반에 그 수혜가 확산될 만큼 그 규모는 크지 않기 때문에, 그 수주 규모가 전사 수주 규모에 유의미할 수 있는 우주 Pure-Play 업체 중심의 투자 전략이 필요하다.

[표 11] 25년 이후 Artemis 프로젝트 관련 주요 수주 내용

| 발표 시기   | 수주 업체                                                      | 프로젝트                                | 규모       |
|---------|------------------------------------------------------------|-------------------------------------|----------|
| 25.1.23 | Blue Origin, Intuitive Machines, Leidos, Lockheed Martin 등 | Artemis 장기 달 탐사 물류·이동성 연구           | 총 \$24M  |
| 25.7.29 | Firefly Aerospace                                          | Blue Ghost Mission 4 / CLPS 달 남극 배송 | \$176.7M |
| 25.9.19 | Blue Origin                                                | 월면차 Rover VIPER 달 남극 배송             | 총 \$190M |
| 26.3.27 | Intuitive Machines                                         | 2030년 달 남극 과학·기술 탑재체 배송             | \$180.4M |

[표 12] 우주 우위 행정 명령 "국가안보" 부문 관련 행정 부처 요청 수주 규모 및 내용

| 기업                    | 수주 규모                                              | 지원 내용                          |
|-----------------------|----------------------------------------------------|--------------------------------|
| Rocket Lab RCLB       | SDA T3 Tracking 18기, 약 \$805M. HASTE 20회, 약 \$190M | 발사체, 위성, 극초음속 테스트 인프라          |
| Lockheed Martin LMT   | SDA T3 Tracking \$1.1B, NGI 약 \$17B, SBI OTA 참여    | 미사일 방어, 국방 우주 양측 수혜            |
| Northrop Grumman NOC  | SDA T3 \$764M, GPI 총 \$1.31B 규모로 확대, SBI OTA       | 극초음속 비행체 추적/요격                 |
| L3Harris LHX          | SDA T3 \$843M, T2 \$919M, HBTSS on-orbit 시제품       | 우주 기반 미사일 추적 센서                |
| Raytheon RTX          | SBI OTA(최대 \$3.2B) 참여, 방공·미사일 방어 포트폴리오             | 기존 미사일 방어 중심                   |
| Kratos KTOS           | 약 \$1.45B MACH-TB 2.0 SEIT OTA 보도                  | 극초음속 시험 인프라 공급                 |
| Leidos LDOS           | MACH-TB 1.0 prime으로 25회 이상 비행시험 수행 보도              | 초음속 테스트베드 경험 보유                |
| Firefly Aerospace FLY | SciTec 인수 후 SBI OTA 명단 포함                          | 발사/달궤도 서비스에서 미사일 탐지 S/W로 영역 확장 |
| General Dynamics GD   | SBI OTA 참여                                         |                                |

자료: 유안타증권 리서치센터

\*주: SSC/우주시스템사령부, SDA/우주개발국, MDA/미사일방어국, SDA/우주개발국, DoW/전쟁부

## 한국 우주산업 비중 확대(Overweight) 의견 제시

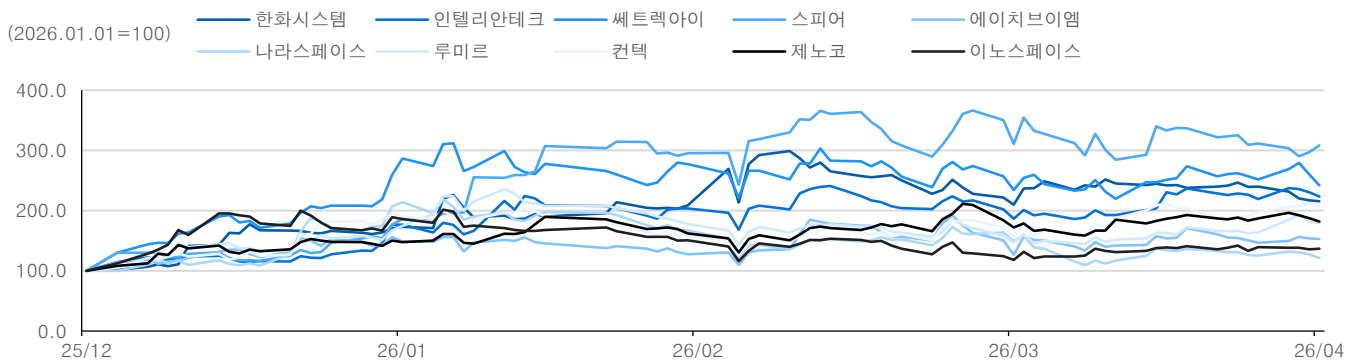
### 스페이스 X의 상장이 불러올 우주산업 리레이팅

연초부터 스페이스X 상장 기대감에 국내 우주 밸류체인 기업의 주가에는 순풍이 불고 있다. 금번 리포트의 분석 대상 기업 10개의 평균 주가 수익률은 +96.8%(1/1~4/30 누적)를 기록하며, 합산 시가총액은 14.1조원(한화시스템 제외 시 3.8조원)에서 30.2조원(한화시스템 제외 시 8.1조원)으로 확대됐다. 반면, 2025년 합산 매출액과 영업이익은 각각 4조 5,260억원, 604억원이며, 이 중 대부분의 실적 비중을 차지하는 한화시스템을 제외하면 8,618억원, -595억원에 불과했다. 지금까지는 숫자보다는 내러티브가 주도한 상승세였다고 판단된다.

6월 예정된 스페이스X의 상장은 단순한 일회성 이벤트보다는 우주 산업을 메인스트림으로 끌어 올리는 역사적인 이벤트가 될 것으로 기대한다. 상장 이후 공개되는 성장 가이드, 재무지표, 원가 구조, 향후 계획 등은 글로벌 우주 기업들의 가치 평가 기준이 될 가능성이 높다. 또한 구체적인 투자 계획을 밝히지는 않았지만, 750억 달러의 사상 최대 IPO 조달 자금은 스타쉽 양산, 심우주(달·화성) 탐사, 우주 데이터센터·태양광 등 일론 머스크가 추구하는 중장기 비전 달성에 활용될 것으로 예상된다.

이미 우주가 돈이 되는 사업임이 입증되고 있다. 스페이스X의 상장은 우주 주도권 확보를 위한 세계 각국 정부와 기업의 치열한 경쟁으로 이어질 것이다. 한국 정부 역시, 글로벌 우주 5대 강국을 위해 박차를 가하고 있다. 이 과정에서 국내 우주 기업들의 내러티브가 숫자로 전환되는 국면이 예상된다. 우주산업에 대한 비중 확대(Overweight) 의견을 제시한다.

국내 우주 밸류체인 기업 상대주가 추이



자료: 에프앤가이드 Quantwise, 유안타증권 리서치센터

## 우주 내러티브는 이미 숫자로 전환되고 있다

뉴스페이스 시대는 기술적 혁신과 자본의 효율성이 결합하여 우주를 하나의 수익 창출 플랫폼으로 변화시키고 있다. 이를 가능케 한 핵심 축은 다음과 같다.

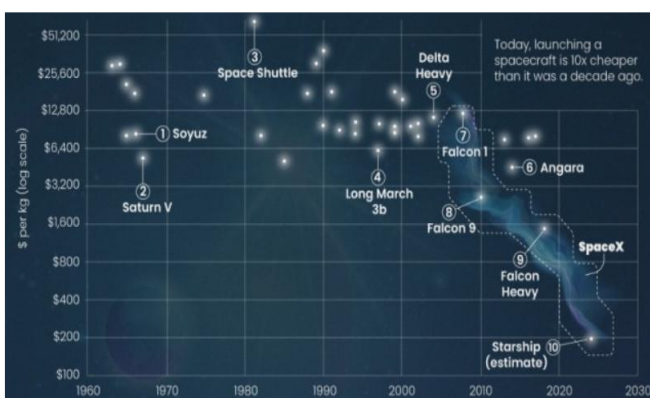
**1. 재사용 발사체를 활용한 우주 진입 장벽의 붕괴와 경제성 확보:** 발사체의 재사용은 우주 산업의 고질적인 문제였던 천문학적인 발사 비용을 대폭 낮추며, 민간 기업의 수익성을 보장하는 토대가 되고 있다. 지난 60여 년간 발사 비용은 스페이스X의 등장 전후로 절벽에 가까운 하락세가 나타났다. 과거 한번 쓰고 버려지던 로켓은 발사 때마다 큰 매몰 비용을 발생시켰으나, 이제는 추진체를 회수하여 수십 번 재사용함으로써 하드웨어 제작 비용을 여러 임무에 분산시키는 효과를 거두고 있다. 업계에서는 재사용 발사체 기술이 완성되면, 스페이스X의 스타쉽 기준 발사 비용은 약 400만 달러 수준으로 축소될 것으로 추정한다. 100톤 페이로드 기준, kg당 가격은 40달러 수준이며 팰컨9 대비 5% 미만 수준이다. 이는 기업들이 더 잦은 빈도로 위성을 쏘아 올리며 시장의 변화에 기민하게 대응할 수 있는 운영의 유연성을 제공할 것이다.

미국 발사 비용 추이

| 시대         | 주요 발사체         | 운영 주체    | 1kg 당 발사 비용 (LEO 기준, 인플레이션 보정) | 특징                              |
|------------|----------------|----------|--------------------------------|---------------------------------|
| 1960~70s   | Saturn V       | 미국(NASA) | \$20,000 ~ \$25,000            | 달 착륙 목적, 일회용, 극한의 성능 위주         |
| 1980~2000s | Space Shuttle  | 미국(NASA) | \$54,000 ~ \$60,000            | 재사용을 시도했으나 복잡한 정비로 인해 오히려 비용 상승 |
| 2000s 초반   | Delta IV Heavy | 미국(ULA)  | \$10,000 ~ \$15,000            | 독점 체제 하의 고비용 발사체                |
| 2010s 중반   | Falcon 9       | 스페이스 X   | \$2,500 ~ \$3,000              | 1단 추진체 재사용 본격화, 비용 파괴 시작        |
| 2020s 현재   | Falcon Heavy   | 스페이스 X   | \$1,500 이하                     | 민간 주도의 규모의 경제 달성                |
| 2026년 이후   | Starship (예상)  | 스페이스 X   | \$100 ~ \$200 이하               | 완전 재사용 및 대량 수송을 통한 최종 가격 혁명     |

자료: 언론종합, 유안타증권 리서치센터

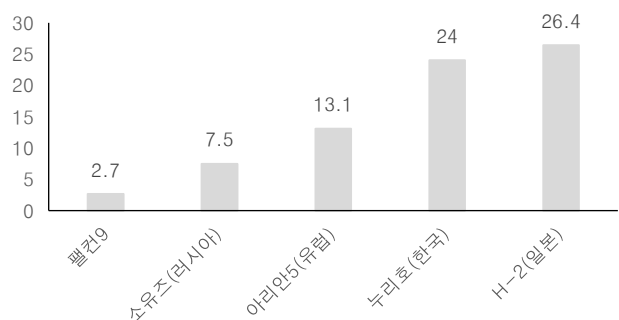
글로벌 주요 발사체 발사 비용 추이



자료: Visual Capitalist

글로벌 주요 발사체 발사 비용

(천달러/Kg)



자료: Space stats, NASA, 우주항공청, 유안타증권 리서치센터

**2. 저궤도 중심의 서비스 패러다임 전환과 수요의 증가:** 정지궤도에서 저궤도로의 중심축 이동은 통신 지연 시간을 극적으로 단축하며 우주 기반 서비스를 지상 인프라 수준으로 격상시켰다. 지구로부터 약 36,000km 떨어진 정지궤도는 신호가 오가는 데 최소 500ms 이상의 지연이 발생하여 실시간 통신이나, 고사양 클라우드 서비스에는 한계가 존재했다. 500km 높이의 저궤도는 이 지연 시간을 20~40ms 수준으로 낮춰 지상 광케이블 망에 필적하는 속도를 구현한다. 또한 관측 위성 입장에서 지구와 훨씬 가까운 거리에서 데이터를 수집하므로 동일한 카메라 사양으로도 훨씬 높은 해상도의 정밀 영상을 얻을 수 있어 서비스의 부가가치가 극대화되고 있다.

스타링크는 2020년 말 베타 서비스를 시작으로 2026년 2월 기준 1,000만 명의 가입자 수를 확보했다. 2025년 기준 110억 달러 이상의 매출을 기록했고 60% 이상의 EBITDA 마진율을 확보한 것으로 파악된다. Eutelsat-Oneweb, Amazon LEO, Blue Origin Terawave, ASTS, Telesat 등의 경쟁자들이 진입을 예고하며 저궤도 위성통신 사업의 성장 잠재력이 부각되고 있다.

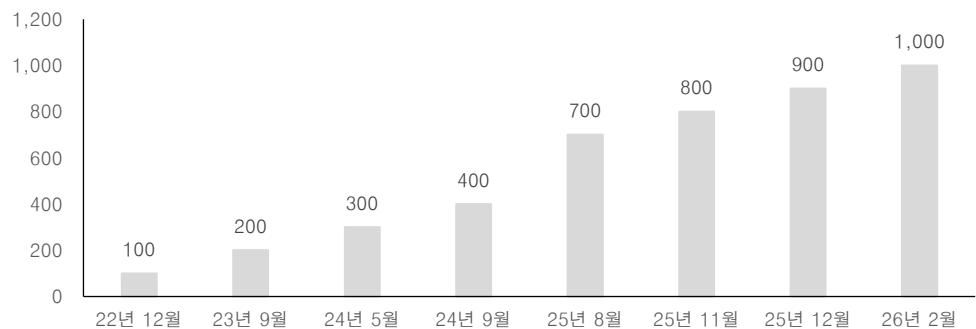
통신위성 궤도별 사양 비교

|               | 저궤도(LEO)   | 중궤도(MEO)     | 정지궤도(GEO)      |
|---------------|------------|--------------|----------------|
| 위성고도(km)      | 160~2,000  | 2,000~36,000 | 36,000         |
| 평균 통신 지연율(ms) | 25         | 140          | 500            |
| 대표 사업자        | 스타링크, 원웹 등 | SES          | Viasat, 정부기관 등 |
| 위성 무게(kg)     | 150        | 700          | 3,500          |

자료: ETRI, 유안타증권 리서치센터

스타링크 가입자 수 추이

(명)



자료: 스타링크, 유안타증권 리서치센터

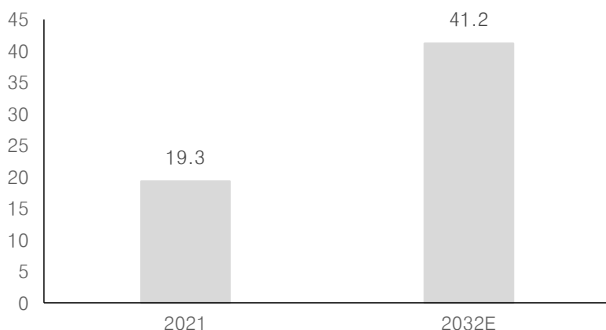
**3. 위성의 소형화 및 대량 양산 체제로의 공정 혁신:** 주문제작 방식의 거대 위성에서 벗어나 소형 위성을 공장에서 찍어내는 양산 체제를 도입함으로써 규모의 경제를 통한 원가 절감이 실현되고 있다. 저궤도 경제가 실현되면서 초/소형 위성이 등장하기 시작했고, 수백~수천 개의 군집 위성 운용 구축에 대한 필요성이 대두되면서 위성 제작 단가는 수천억 원 단위에서 수억 원 단위로 낮아지게 되었다. 이는 위성의 짧은 수명을 오히려 최신 기술을 빠르게 업데이트하는 교체 주기로 활용하게 만들며 산업 전반의 서비스 품질이 향상되는 결과가 되고 있다. 상용부품(COTS, Commercial Off-The-Shelf)에 대한 논의도 확산되고 있다. 과거 우주 반도체 칩은 낮은 판매량으로 인해 개발비 전가가 불가능한 구조였다. 이에 칩 하나에 수백만원 이상을 호가하는 경우가 많았지만, 최근 우주 반도체는 경량·저전력·저비용 개념으로 설계되고 양산 체제를 갖추기 시작했다. Straits Research에 따르면, 글로벌 COTS 시장 규모는 2021년 19.3억 달러에서 2032년 41.2억 달러로 성장할 전망이다.

스타링크는 2030년까지 4.2만 기(현재 10,300기)의 군집 위성을 구축할 예정이며, Eutelsat-Oneweb은 2,648기(현재 648기) 아마존 LEO는 7,700기(현재 150기)의 위성을 쏘아 올릴 계획이다. 이 밖에도 관측위성 분야에서도 미국 Planet Labs(PL), Black Sky(BKSY), Maxar, 핀란드 ICEYE 등이 군집 위성을 운용하고 있다.

**결론적으로 우주 기업들이 돈을 벌 수 있는 근거는 연구 개발 및 관련 인프라 투자라는 거대 비용이 초기에 단발성으로 발생한다는 점이다.** 위성 개발 제조 기업은 반복 생산과 규모의 경제 효과로 인해 레버리지 효과를 기대할 수 있는 구조이며, 위성 서비스 기업은 자체 위성을 보유할 경우, 궤도에 군집 위성망을 안착시키고 나면 낮은 유지비로 반복 수익을 거둘 수 있다. **우주 산업은 P의 파괴에 따른 Q의 폭발적인 성장과 C의 혁신적인 절감으로 성장할 전망이다.** 맥킨지와 세계경제포럼은 글로벌 우주 산업이 2023년 6,260억 달러에서 2035년 1.8조 달러로 연평균 9.1% 성장할 것으로 추정한다.

글로벌 COTS 시장 전망

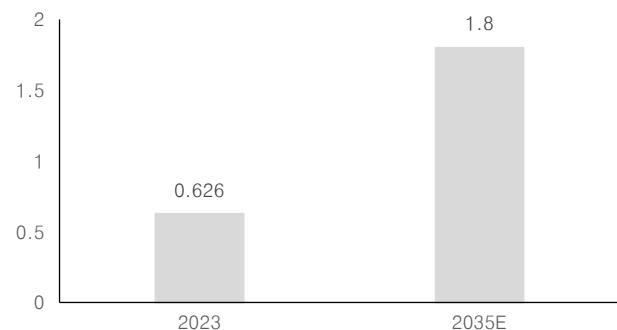
(억 달러)



자료: Straits Research, 유안타증권 리서치센터

글로벌 우주 산업 시장 전망

(조 달러)



자료: McKinsey, WEF, 유안타증권 리서치센터

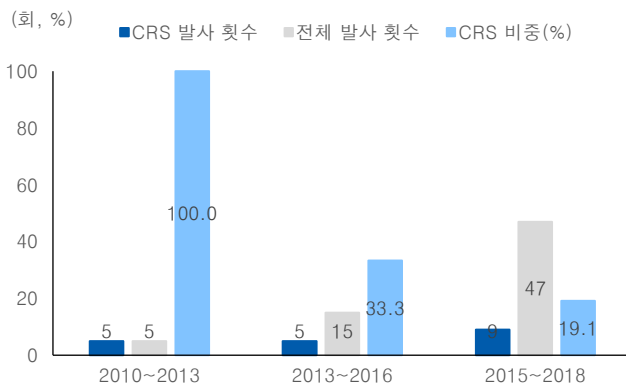
## 우주 산업 내 정부 역할의 중요성

우주 산업의 개발 주체가 정부에서 민간으로 전환되고 있지만, 여전히 우주 산업 내 정부의 역할은 중요하다. 우주 산업은 여전히 기술적 불확실성과 막대한 투자 비용에 대한 리스크가 수반된다. 정부의 투자와 예산이 산업의 하방을 지지하고, 국가 주도의 대형 프로젝트에 민간 기업을 참여시키고, 기술을 이전하면서 스페이스 헤리티지를 제공할 수 있다. 또한 민간 기업이 자생력을 갖추기 전까지 막대한 규모의 서비스를 선제적으로 구매해 줌으로써 비즈니스 모델의 불확실성을 제거하는 결정적인 역할을 수행한다. 스페이스X의 사례로 정부 역할의 중요성을 설명해보고자 한다.

**1. 기술 이전 및 인프라 임대:** NASA는 수십 년간 축적해 온 로켓 엔진 설계 데이터와 우주 환경 테스트 시설을 스페이스X에 개방했다. 이에 민간 기업이 바닥에서부터 시작해야 하는 시행착오 비용을 획기적으로 줄여주었다. 스페이스X의 멀린 엔진 개발 과정에는 아폴로 계획 당시 축적된 기술적 노하우가 반영된 것으로 알려졌다. 또한 美 정부는 발사대 및 지상 관제 시설 등의 인프라를 저렴하게 임대하여 사용할 수 있도록 정책적으로 지원했다.

**2. 앵커 테넌트(Anchor Tenant) 역할 수행:** 스페이스X는 설립 초기 3차례의 발사 실패로 파산 직전에 몰렸었다. NASA는 2006년 상업궤도운송서비스(COTS, Commercial Orbital Transportation) 프로젝트를 출범하고, 개발 단계별 요구조건 충족 시 지원금을 지급하는 사업을 펼쳤다. 스페이스X의 드래곤 우주선이 요구 조건을 충족하며, 상업용 재보급 서비스(CRS, Commercial Resupply Services) 계약으로 이어졌는데, 이는 정해진 횟수만큼 화물을 운송하면 정해진 금액을 지불하는 고정가 계약 형태로 이뤄졌다. **스페이스X가 당시 확보한 수주 잔고는 민간 자본 유치와 펠컨9 개발을 위한 재무적 배경이 되었다.** 이는 정부가 민간의 기술을 신뢰하고 거대한 시장 자체를 열어주는 것이 성공의 핵심 전제임을 보여주는 상징적인 사례라고 판단된다.

스페이스X 초창기 CRS 임무 비중



자료: 한국추진공학회, 유안타증권 리서치센터

스페이스X, NASA로부터 위탁 받은 주요 사업

| 시기    | 내용                             | 규모(억 달러) |
|-------|--------------------------------|----------|
| 2006년 | 상업용 궤도 운송 서비스(COTS) 프로그램 계약 체결 | 2.8      |
| 2008년 | 상업용 재보급 서비스(CRS) 계약 공동 체결      | 16       |
| 2011년 | 통합 발사 탈출 시스템 개발 계약 체결          | 0.75     |
| 2014년 | 상업용 승객 운송 시스템 개발 계약 공동 체결      | 26       |
| 2016년 | 미 공군 GPS 발사 계약 체결              | 0.8      |
| 2020년 | 미 국방부 미사일 추적 위성 건설 계약 체결       | 1.4      |
| 2021년 | 달 착륙선 개발 계약 체결                 | 29       |
| 2022년 | 우주인 추가 운송 임무                   | 14       |

2006년

**3. 이중 용도(Dual-use) 전략:** 美 국방부는 스타링크의 저궤도 통신망을 상업적 서비스를 넘어 국가 안보의 핵심 인프라로 인정하고 활용함으로써, 기술의 고도화와 기업의 매출 안정성을 동시에 뒷받침하고 있다. 초기에는 민간 인터넷 보급 목적이었던 스타링크가 러·우 전쟁 등을 통해 전술 통신으로서의 가치를 증명하자, 美 우주군은 7,000만 달러 규모의 스타색�드라는 군용 특화 서비스 계약을 체결했다. 정부가 민간의 혁신 기술을 국방 체계에 적극적으로 통합시키는 이러한 흐름은, 스타링크가 전 세계적인 가입자를 확보하기 전까지 수익성을 뒷받침하는 기반이 되었다.

美 우주군과 7,000 만 달러 규모의 계약을 체결한 스타색�드



자료: 언론종합

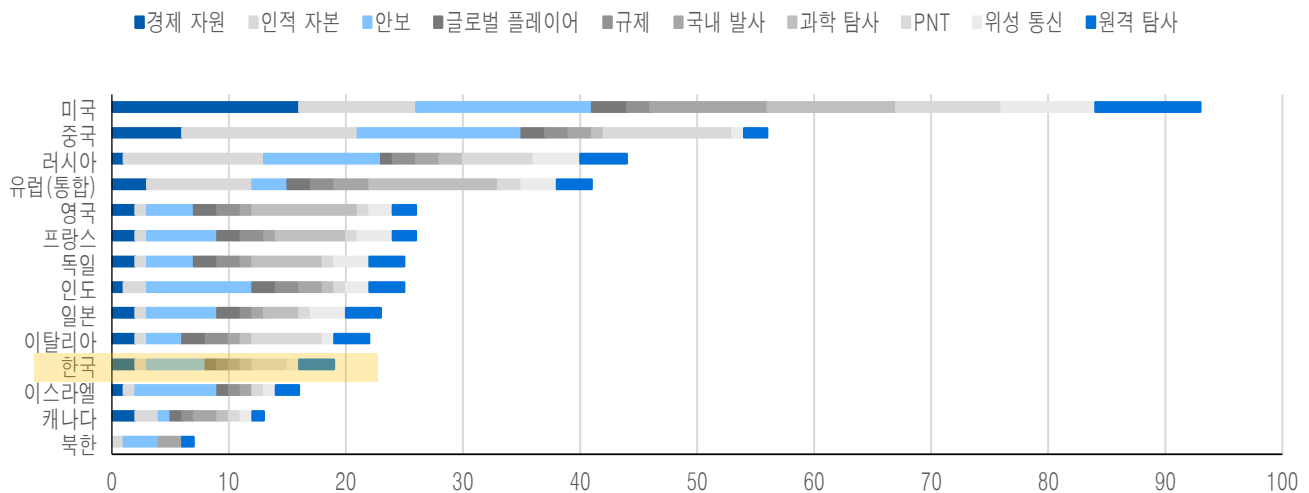
**4. 성과 기반의 경쟁 시스템 도입:** 美 정부는 특정 기업에 독점적 혜택을 주는 것이 아니라 성과에 따라 대가를 지급하는 고정가 계약 방식을 도입하여, 민간 기업으로 하여금 극한의 원가 절감을 달성하도록 유도하였다. 최근 추진되는 아르테미스 프로젝트 내 달 착륙선 개발은 스페이스X와 블루오리진이 경쟁 중이다. 국가안보위성 발사(NSSL) 프로젝트에서는 보잉·록히드마틴의 합작사 ULA, 스페이스X, 블루오리진 3개 기업 경쟁에서 2단계에 블루오리진이 탈락했음에도, 3단계 임무 계약 분야가 넓혀지면서 블루오리진과 재차 계약 체결을 하기도 했다. 이는 과거처럼 투입된 비용에 이윤을 붙여주는 방식이 아니라, 성공하면 정해진 금액을 준다는 원칙을 고수함으로써 민간 기업이 이익 극대화를 추진하도록 동기 부여하는 방식으로 해석된다.

## Deep dive in K-Space

한 국가의 우주 산업 역량을 평가하기 위해서는 발사체, 위성과 같이 특정 기술적 역량 외에도 규제, 제도, 경제 자원, 인적 자본 등이 평가 요인으로 반영된다. 하버드 케네디 스쿨은 **한국의 우주 산업 역량을 글로벌 13위라고 평가했다**. 평가 코멘트에는 발사체 역량과 군·안보 관련 정찰 위성에 대한 최근 몇 년간의 발전이 우수했지만, 평가에는 완전히 반영하지 않았음을 시사하고 있다. 이는 발사체와 위성 개발·제조 측면은 등수 대비 더 우수할 수 있지만, 한국의 우주 산업 전체로 보면 여전히 갈 길이 멀었음을 시사한다고 해석된다.

한국의 우주 산업 발전을 위한 제언으로 정찰위성과 발사체에 집중된 예산을 다변화하고, 산업 육성과 스타트업에 대한 금융 지원 강화, 민간으로의 기술 이전 및 기술 상업화를 제시했다. 또한 범 국가적 컨트롤타워 역할인 우주항공청의 제도적 역량을 강화하고, 국제 공조와 파트너십을 확대할 것을 권고했다.

'25년 6월 13위로 평가된 한국의 우주 경쟁력



자료: 하버드 케네디 스쿨, 유안타증권 리서치센터

하버드 케네디 스쿨의 한국 우주발전 제언

| 전략 분야      | 핵심 추진 과제          | 주요 세부 내용                                                                             |
|------------|-------------------|--------------------------------------------------------------------------------------|
| 정부 R&D 성장  | 장기적 성장 및 예산 다변화   | 정찰위성 및 발사체 개발에 집중된 예산 구조를 다변화하고, 후발 주자로서 리스크 관리와 산업 자금을 위한 플래그십 프로그램 투자 확대           |
| 산업 생태계     | 특화 클러스터 기반 생태계 조성 | 기성 기업과 스타트업에 대한 금융 지원 강화, 우주 기술의 상업화 및 자산/기술의 스피노프장려                                 |
| KASA 역량 강화 | 우주항공청(KASA) 지원 확대 | KASA의 예산을 지속적으로 증액하고, 국가 우주 프로그램의 컨트롤 타워로서의 제도적 역량 강화                                |
| 국제 협력      | 글로벌 파트너십 활성화      | 가치 공유국(Like-minded countries)과의 연합을 구축하고, 우주 공간의 안전하고 지속 가능한 이용을 위한 국제적 공조 및 파트너십 강화 |

자료: 하버드 케네디 스쿨, 유안타증권 리서치센터

## 한국 우주 산업의 중장기 성장 로드맵

한국은 2023년까지 발사체 개발과 탐사 활동을 활발히 추진했으나, 조직 및 체계 재편이라는 과도기를 거치며 우주 산업 개발 속도가 일시적으로 늦어졌다. 그러나 **2024년부터 우주항공청 신설 및 우주 5대 강국으로서의 목표와 과제**를 명확히 하며 우주산업 육성 및 강화 의지를 표명하였다. 우주항공청은 ‘우주항공 5대 강국 실현 및 국가 주력 산업화’를 목표로 설정하고, 우주 산업 육성을 본격화하고 있다.

우주항공청은 우주 5대 강국을 위해 세부적으로 3대 목표, 7대 과제(4대 기술, 3대 기반 분야)를 설정했다. 3대 목표에는 1)투자 확대, 2)우주항공 경제 창출 목표가 포함된다. **투자 확대는 2027년 정부 우주 예산 1.5조원, 2045년까지 국가 투자 100조원이 목표다.** 우주항공 경제 창출은 2023년 세계시장 점유율 1% 미만, 기업 수 700개, 우주항공 일자리 2만명, 글로벌 100대 기업 3개에서 **2045년까지 점유율 10% 이상(420조원 규모), 기업 수 2,000개 이상, 일자리 50만 명 이상, 글로벌 100대 기업 10개 이상의 목표가 설정되었다.**

4대 기술 분야에서는 수송, 위성, 탐사, 항공 분야 기술 발전 로드맵을 과제로 설정했다. 그 중 수송 분야에서는 1)누리호 반복 발사, 2)차세대발사체 개발, 3)재사용 발사체 개발, 4)발사장 인프라 및 발사관리를 위한 제도 정비 등이 포함됐다. 위성 분야는 위성개발 및 활용 생태계 조성을 목표로 1)첨단위성 개발, 2)국가위성 개발 및 운영체계 고도화, 3)위성항법 시스템 기반 구축, 4)위성정보 활용 활성화를 통한 신산업 창출에 대한 의지를 표명했다.

3대 기반 분야에서는 앞서 하버드 케네디 스쿨이 정책 제언으로 제시한, 1)우주항공청의 컨트롤 타워 역할 강화, 2)법·제도 정비 및 투자 확대, 3)국가 간 협력 강화 및 국제사회 기여 확대 등이 주요 과제로 설정되었다.

우주항공청이 한국판 NASA를 표명하여 설립한 만큼, 1)민간 기술 이전, 2)앵커 수요자, 3)생태계 조성자 역할 확대 등 국가 주도에서 기업 주도로의 패러다임 전환에 박차를 가하고 있다고 판단된다. 우주 예산도 뒷받침되고 있다. 2026년 정부의 우주 예산은 1조 1,201억원으로 전년대비 16.1% 증가하며 처음으로 1조원을 넘어섰으며, **2027년에는 1.5조원으로 33.9% 증가할 예정**이다. 그럼에도 미국, 중국, 유럽, 일본 등 선진국 대비해서는 여전히 자본 및 예산의 제약이 존재한다. 일본은 2024년 전년대비 46% 증가한 8조원의 예산을 설정하며, 2030년 초까지 우주 산업 규모의 2배 성장을 목표로 설정했다. 올해도 9.3조원의 예산설정을 통해 발사체, 우주 태양광 등에 대한 투자 의지를 표명하고 있다.

하버드 케네디 스쿨은 발사체와 정찰위성에 집중되어 있는 한국의 정책 예산의 분산을 권고했지만, 당사는 오히려 선택과 집중을 해야한다고 판단한다. 우주 5대 강국으로의 도약 이전에 우주 산업은 국가 안보와 직결되기 때문이다. 발사체는 우주 산업 전략적 자율성의 시발점이고, 정찰 위성은 한반도의 특수성에 따라 발전할 수밖에 없었던 한국 우주 산업의 강점이다. **우주기술 확보 로드맵에 따르면, 누리호의 지속 발사 및 차세대 발사체 개발, 소형 발사체의 성능향상, 위성 고도화 및 군집화 등이 추진될 전망이다.** 관련 업체에 선제적 주목이 필요한 시점이다.

우주항공청 5대 우주 강국을 위한 3대 목표 및 7대 과제

### 3대 목표

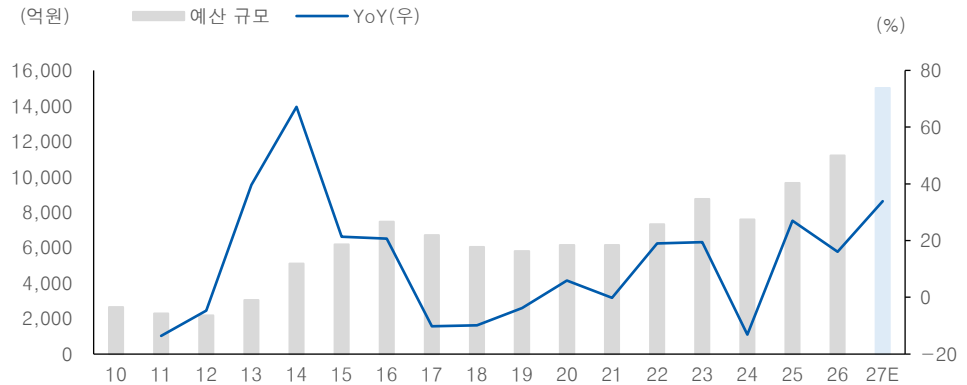
| 투자 확대                                                                                                   | 우주항공 경제 창출  |       |               | 최고 수준 연구·산업 환경                                                                                          |
|---------------------------------------------------------------------------------------------------------|-------------|-------|---------------|---------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| <ul style="list-style-type: none"> <li>2027년 정부 예산 : 1조 5천억 원</li> <li>2024년 까지 국가 투자 100조 원</li> </ul> | 구분          | 2023  | 2045          | <ul style="list-style-type: none"> <li>우주항공임무센터 지정 (2024년~)</li> <li>우주항공산업삼각클러스터 구축 (2028년)</li> </ul> |
|                                                                                                         | 세계시장 점유율    | 1% 미만 | 10% (420조 원+) |                                                                                                         |
|                                                                                                         | 기업 수        | 700개+ | 2,000개+       |                                                                                                         |
|                                                                                                         | 우주항공 일자리    | 2만명   | 50만명+         |                                                                                                         |
|                                                                                                         | 글로벌 100대 기업 | 3개    | 10개+          |                                                                                                         |

### 7대 과제

|                                                                                                                                                                                                         |                            |                                                                                                                                                                                                       |                                                                                                                                                                        |
|---------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|----------------------------|-------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| <b>수송</b>                                                                                                                                                                                               | <b>뉴 스페이스 발사 서비스 시장 진출</b> | <b>위성</b>                                                                                                                                                                                             | <b>위성개발·활용 생태계 조성</b>                                                                                                                                                  |
| <ul style="list-style-type: none"><li>• 누리호 반복 발사로 우주 접근 기회 확대</li><li>• 우주탐사 확장을 위한 차세대발사체 개발</li><li>• 발사비용 혁신을 위한 재사용 발사체 개발</li><li>• 우주항으로 나아가는 발사장 인프라 확충</li><li>• 체계적인 발사관리를 위한 제도 정비</li></ul> |                            | <ul style="list-style-type: none"><li>• 신기술 선점을 위한 첨단위성 개발</li><li>• 국가위성 개발 및 위성 운영체계 고도화</li><li>• 위성항법 시스템 기반 구축</li><li>• 위성정보 활용 활성화를 통한 신산업 창출</li></ul>                                        |                                                                                                                                                                        |
| <b>탐사</b>                                                                                                                                                                                               | <b>달을 넘어 화성·심우주로 탐사 확대</b> | <b>항공</b>                                                                                                                                                                                             | <b>신 항공산업의 주도권 확보</b>                                                                                                                                                  |
| <ul style="list-style-type: none"><li>• 우주탐사 로드맵 마련 및 선도사업 추진</li><li>• 달 관측 및 탐사로 과학임무 교두보 마련</li><li>• 대한민국 우주 지평을 심우주로 확장</li><li>• 소행성 탐사로 미래 우주자원 채굴 도전</li><li>• 유인 우주프로그램 준비</li></ul>           |                            | <ul style="list-style-type: none"><li>• 글로벌 신시장 선점을 위한 미래항공 핵심기술 개발</li><li>• 민군협력 및 국제 공동개발 확대</li><li>• 항공 분야 세계 생산 기지화를 위한 생태계 구축</li></ul>                                                        |                                                                                                                                                                        |
| <b>산업</b>                                                                                                                                                                                               | <b>우주항공 경제 본격 창출</b>       | <b>혁신</b>                                                                                                                                                                                             | <b>국제협력</b>                                                                                                                                                            |
| <ul style="list-style-type: none"><li>• 우주항공 산업생태계 조성</li><li>• 글로벌 수준 우주항공 클러스터 구축 본격화</li><li>• 우주 조달·감리제도 등 관리체계 구축</li></ul>                                                                        |                            | <b>국가 우주항공 정책 컨트롤타워 강화</b> <ul style="list-style-type: none"><li>• 국가 우주항공 정책 총괄</li><li>• 우주항공 분야 법·제도 정비 및 투자 확대</li><li>• 우주 안보 강화</li><li>• 우주항공 인재양성 및 문화확산</li><li>• 정부혁신을 선도하는 조직 운영</li></ul> | <b>우주항공 국제 영향력 확대</b> <ul style="list-style-type: none"><li>• 국가 간 협력 강화 및 국제사회 기여 확대</li><li>• 우주 항공청 중심 국제 공동 미션 참여 및 주도</li><li>• 국제활동의 근간이 되는 정책 및 제도 정비</li></ul> |

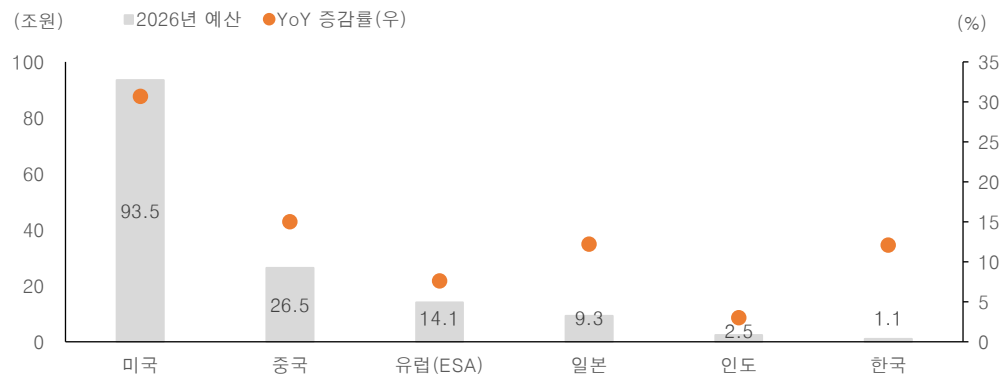
자료: 우주항공청, PwC 삼일회계법인, 유안타증권 리서치센터

## 한국 정부 우주예산 추이



자료: 과기부, 우주항공청, 유안타증권 리서치센터 주: 27E 우주예산은 제 4 차 우주개발진흥 수정계획 상 목표

## 2026년 글로벌 주요 국가 우주 예산



자료: 언론종합, 유안타증권 리서치센터 주: 달러 1,500 원, 유로 1,700 원, 엔화 9.5 원, 미국은 NASA+우주군 예산 합산 기준, 중국은 2024년 예산에서 연평균 15% 이상 성장 가정

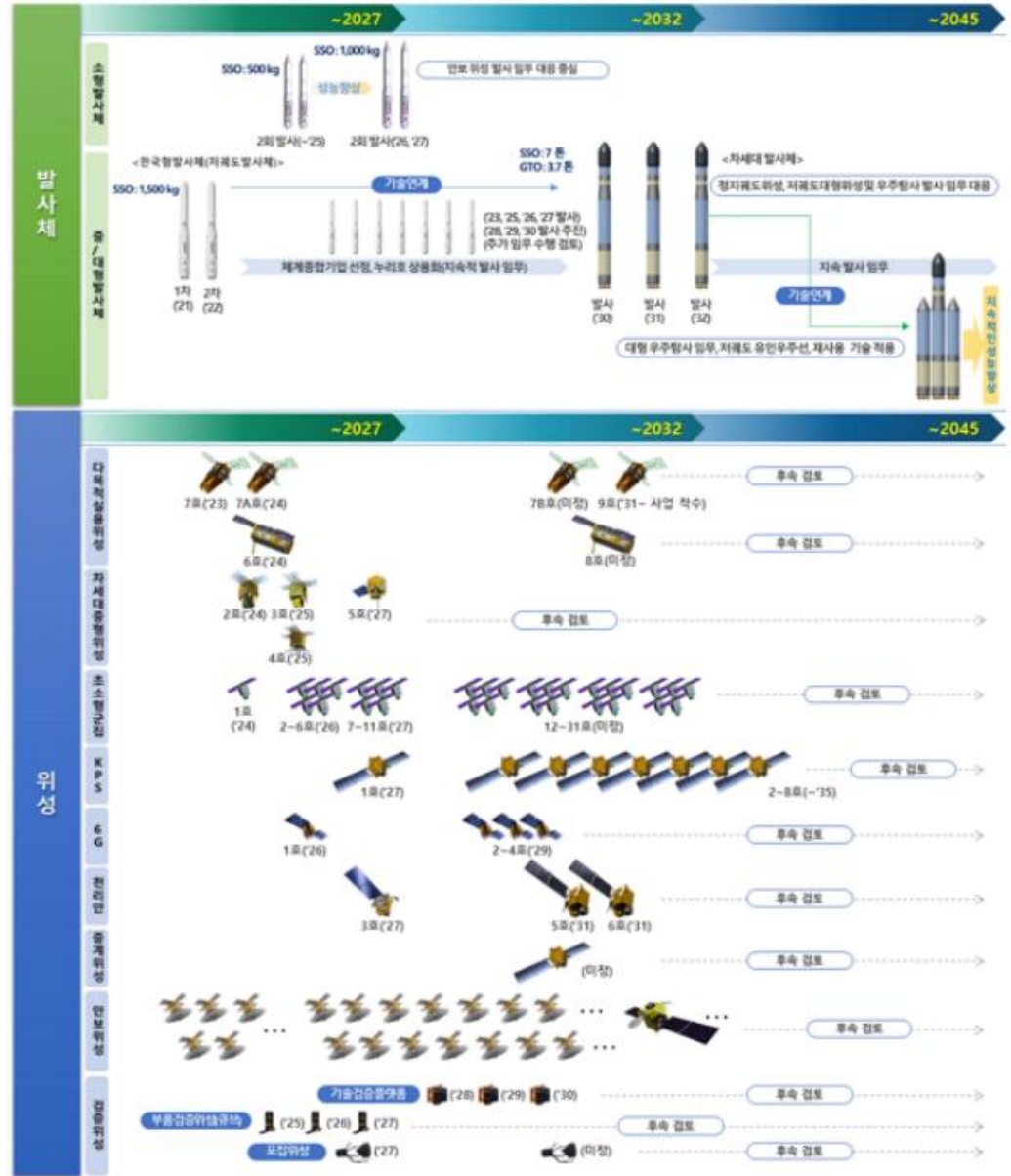
## 한국 우주 산업 5대 임무

(단위: 억 원)

| 임무명      | 개요                                                | 목표                                         | 추진 전략                                                                                                                                             |
|----------|---------------------------------------------------|--------------------------------------------|---------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 우주 탐사 확대 | 심우주 유·무인 활동을 주도적으로 추진할 핵심 역량 확보                   | 32년까지 달 착륙<br>→'45년까지 화성 착륙                | 대한민국 우주과학 탐사 로드맵을 통한 장기적 우주탐사 비전 수립, 발사체, 무인 궤도선, 착륙선, 운송선의 독자적 능력 확보, 달·화성 궤도 및 표면 기지 등의 분야에서는 국제협력 강화, 현지자원활용(ISRU) 기초 기술을 확보하고 지상의 산업 역량 적극 활용 |
| 우주 수송 완성 | 우주 접근의 보편성 확보 및 민간 주도 우주경제 창출을 위한 우주수송 글로벌 경쟁력 강화 | 35년 재사용 역량 완성<br>→'45년 우주수송 시장 점유율 5%      | (수송수단)'35년 1단 재사용 발사체→'40년 완전 재사용발사체, (발사장)'30년 나로우주센터 확충·개방→'34년 제2우주센터, (발사서비스)'28년 민간 주도 글로벌 우주수송 시장 진출                                        |
| 우주 산업 창출 | 민관 협력 통한 민간 주도 우주산업 생태계 구축                        | 30년 자생적 산업 생태계 구축<br>→'45년 10대 주력산업 진입     | 민관 적극적 협력으로 초기시장을 창출하고, 강점 분야 연계 등으로 민간 주도 신산업 발굴 및 확대 등 세계시장 진출                                                                                  |
| 우주 안보 확립 | 지상의 안전한 삶 및 우주자산의 보호 등을 위한 체계, 역량 확보              | 30년까지 국내 인프라 확대→'40년 선진국 수준 역량 확보          | 태양풍, 우주물체 충돌·추락 등 우주위험 대비 역량을 강화하고, 국가안보를 위한 우주시스템 등 확보, 확대                                                                                       |
| 우주 과학 확장 | 국제사회 위상 강화 및 미래 사회의 새로운 가치 실현                     | 30년 우주과학 연구역량 확보→'40년 세계 선도형 우주과학임무 주도적 수행 | 우주 탐사·과학 임무 발굴 체계 확립 및 장기적 우주과학 연구 프로그램 도입                                                                                                        |

자료: 우주항공청, 제 4 차 우주개발진흥 기본계획 수정계획, 유안타증권 리서치센터

제 4 차 우주개발진흥 기본계획 상 첨단 우주기술 확보 추진 로드맵



자료: 관계부처 합동, 유안타증권 리서치센터

## 양산 페이스에 진입하는 한국 위성 산업

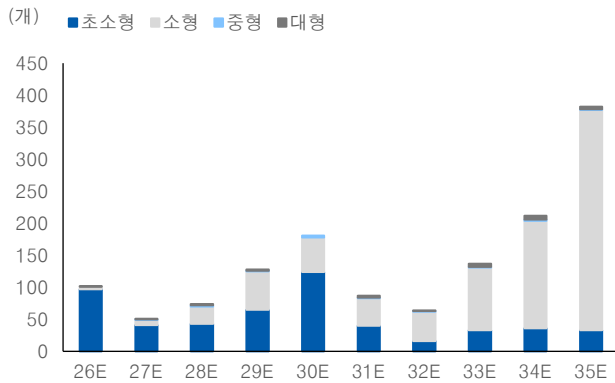
2026년 우주항공청 주관 국내 기관과 기업의 인공위성 개발 및 발사계획 수요조사에 따르면, 2026~2035년간 총 1,418기의 위성에 대한 수요가 확인되고 있다. 여기에는 초소형(100kg급 이하) 528기, 소형(100~500kg) 852기, 중형(500~1,000kg) 13기, 대형(1,000kg 이상) 25기가 포함된다. 수요기관 별로는 민간이 1,201기로 대부분을 차지한다. 참고로 2025년 조사결과(수요기간 2025~2034년) 1,321대 대비 약 7% 상승한 수치이다. 연도별 추이, 사업유형별(개발 또는 발사), 위성 종류별(관측 또는 통신 등)에 따른 편차는 존재하나, 매년 100대 이상의 수요가 발생하는 것으로 확인된다.

위성 가격은 종류와 크기에 따라 편차가 존재할 수 있다. 위성의 크기가 커질수록, 사양이 높아질수록 Kg당 가격은 더 높아지는 경향이 있다. 또한 관측위성 중에서도 EO위성 대비, SAR 위성의 단위당 가격이 더 높은 것으로 파악되며, 고해상도 위성일 수록 단위당 가격은 높아진다. 통신위성은 주요 탑재체가 중계기 역할 위주이기 때문에, 상대적으로 규격화되어 있고 대량 생산되기 때문에 관측위성 대비 생산 단가는 낮은 것으로 파악된다. 쉐트랙아이의 초고해상도 EO 위성 SpaceEye-T는 700kg 무게에 1억 달러로 15만 달러/kg으로 가격이 책정되어 있다. 반면, 스타링크의 200kg 내외 위성은 약 80만 볼의 제조 비용이 투입되는 것으로 파악된다. 4,000볼/kg으로 관측 위성과의 차이는 큰 편이다. 항법위성은 소량으로 정기궤도에서 운용되기 때문에 단위당 가격은 매우 높은 편이다. 대표적으로 한국형 위성항법시스템 사업은 2022년부터 2035년까지 3.7조원의 예산이 투입되며 총 8기의 위성을 배치하는 것을 목표로 한다.

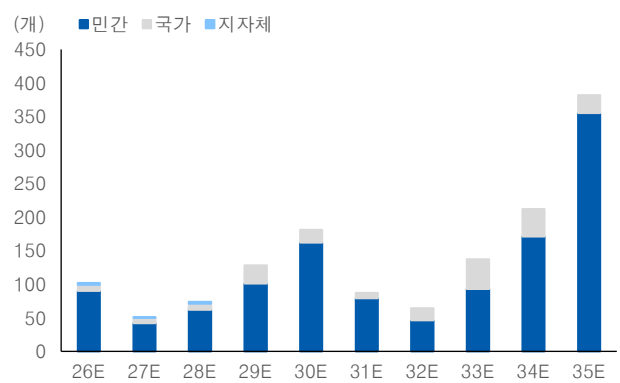
상기 수요조사를 바탕으로 가격은 1~1.5억원/kg, 무게는 위성 분류당 최소~최대 범위로 향후 10년 간의 위성 시장 규모를 추정해보았다. Bear(최소 무게, 1억원/kg), Base(중간 무게, 1.25억원/kg), Bull(최대 무게, 1.5억원/kg) 기준으로 산술 평균한 결과, **총 시장 규모는 44.7조원, 연평균 약 4.5조원으로 산출된다.** 1)개발 사업, 2)수명 종료에 따른 교체 수요, 3)지상 인프라 등을 반영하지 않았기 때문에 실제 시장 규모는 더 확대될 수 있다. 마찬가지로, 통신 위성에 대한 비중이 높아지면 시장 규모는 축소될 가능성이 존재한다.

그럼에도 불구하고 **2024년 한국의 전체 위성체 제작 매출은 4,725억원 수준에 불과하기 때문에, 연평균 10배 이상의 업사이드가 확보된다.** 2035년으로 갈수록 위성 수요가 확대되는 모습이 나타나고 있다. 이는 한국의 위성 산업이 개발 중심에서 양산 중심으로 전환되고 있음을 반증한다. 한편, 민간 중심의 수요 증가도 확인되고 있다. 비용을 보존해주는 방식의 공공 매출 대비 높은 수익성이 예상된다.

국내 인공위성 개발 및 발사 수요조사(크기 별)

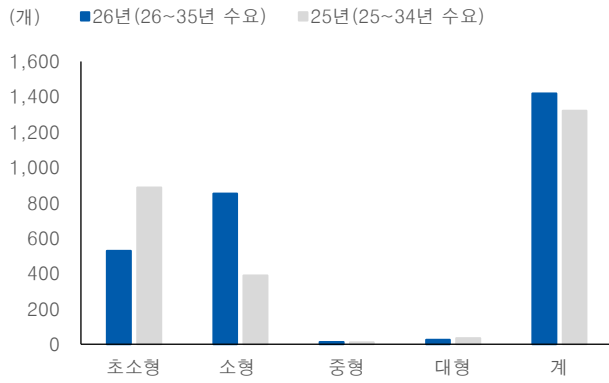


국내 인공위성 개발 및 발사 수요조사(수요기관 별)

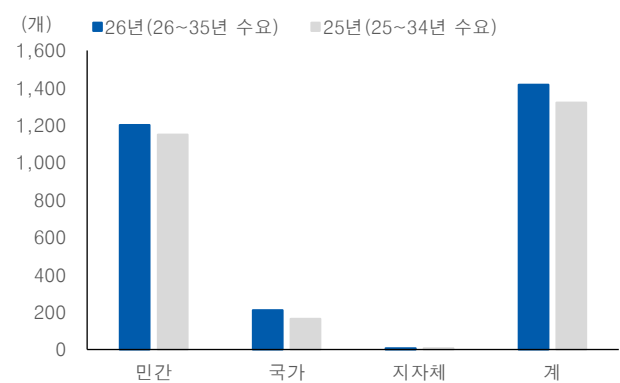


자료: 우주항공청, 유안타증권 리서치센터 주: 초소형은 100kg 급 이하, 소형은 100~500kg, 중형은 500~1,000kg, 대형은 1,000kg 급 이상

26년 Vs. 25년 수요조사 비교(크기 별)

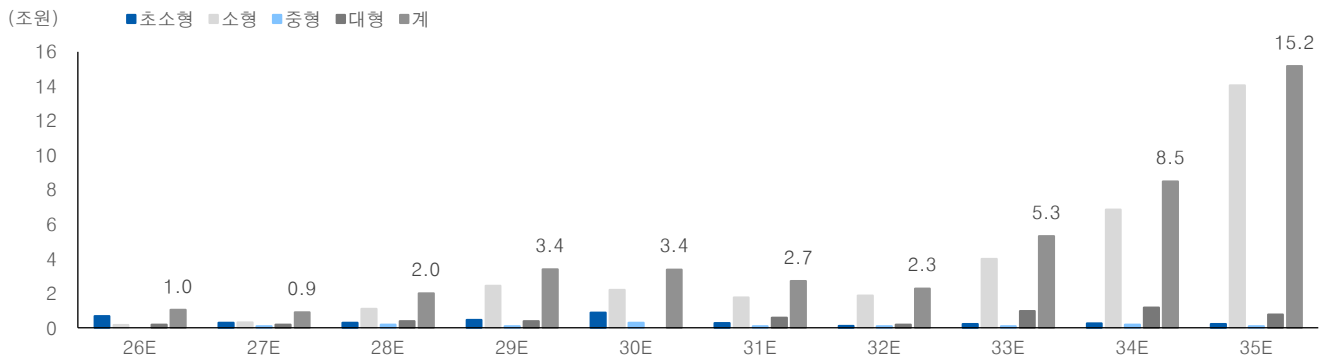


26년 Vs. 25년 수요조사 비교(수요기관 별)



자료: 우주항공청, 유안타증권 리서치센터 주: 초소형은 100kg 급 이하, 소형은 100~500kg, 중형은 500~1,000kg, 대형은 1,000kg 급 이상

## 한국 위성 수요 개별 시나리오 산술평균 시장 규모



자료: 유안타증권 리서치센터

## 한국 위성 수요조사 시나리오별 시장 규모 추정

(단위: 억원)

## Bear, Base, Bull 산술평균 값

|     | 26E    | 27E   | 28E    | 29E    | 30E    | 31E    | 32E    | 33E    | 34E    | 35E     |
|-----|--------|-------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|---------|
| 초소형 | 6,903  | 2,918 | 3,060  | 4,626  | 8,825  | 2,847  | 1,139  | 2,349  | 2,562  | 2,349   |
| 소형  | 1,633  | 3,267 | 11,025 | 24,500 | 22,050 | 17,558 | 18,783 | 40,017 | 68,600 | 140,467 |
| 중형  | 0      | 979   | 1,958  | 979    | 2,938  | 979    | 979    | 979    | 1,958  | 979     |
| 대형  | 1,958  | 1,958 | 3,917  | 3,917  | 0      | 5,875  | 1,958  | 9,792  | 11,750 | 7,833   |
| 계   | 10,495 | 9,122 | 19,960 | 34,022 | 33,812 | 27,259 | 22,860 | 53,136 | 84,870 | 151,628 |

## Bear 시나리오: 1) 크기 분류별 최소 무게, 2)Kg 당 1억원 가정

|     | 26E   | 27E   | 28E   | 29E   | 30E   | 31E   | 32E   | 33E    | 34E    | 35E    |
|-----|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|--------|--------|--------|
| 초소형 | 97    | 41    | 43    | 65    | 124   | 40    | 16    | 33     | 36     | 33     |
| 소형  | 400   | 800   | 2,700 | 6,000 | 5,400 | 4,300 | 4,600 | 9,800  | 16,800 | 34,400 |
| 중형  | 0     | 500   | 1,000 | 500   | 1,500 | 500   | 500   | 500    | 1,000  | 500    |
| 대형  | 1,000 | 1,000 | 2,000 | 2,000 | 0     | 3,000 | 1,000 | 5,000  | 6,000  | 4,000  |
| 계   | 1,497 | 2,341 | 5,743 | 8,565 | 7,024 | 7,840 | 6,116 | 15,333 | 23,836 | 38,933 |

## Base 시나리오: 1) 크기 분류별 중간 무게, 2)Kg 당 1.25억원 가정

|     | 26E   | 27E   | 28E    | 29E    | 30E    | 31E    | 32E    | 33E    | 34E    | 35E     |
|-----|-------|-------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|---------|
| 초소형 | 6,063 | 2,563 | 2,688  | 4,063  | 7,750  | 2,500  | 1,000  | 2,063  | 2,250  | 2,063   |
| 소형  | 1,500 | 3,000 | 10,125 | 22,500 | 20,250 | 16,125 | 17,250 | 36,750 | 63,000 | 129,000 |
| 중형  | 0     | 938   | 1,875  | 938    | 2,813  | 938    | 938    | 938    | 1,875  | 938     |
| 대형  | 1,875 | 1,875 | 3,750  | 3,750  | 0      | 5,625  | 1,875  | 9,375  | 11,250 | 7,500   |
| 계   | 9,438 | 8,375 | 18,438 | 31,250 | 30,813 | 25,188 | 21,063 | 49,125 | 78,375 | 139,500 |

## Bull 시나리오: 1) 크기 분류별 최대 무게, 2)Kg 당 1.5억원 가정

|     | 26E    | 27E    | 28E    | 29E    | 30E    | 31E    | 32E    | 33E    | 34E     | 35E     |
|-----|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|---------|---------|
| 초소형 | 14,550 | 6,150  | 6,450  | 9,750  | 18,600 | 6,000  | 2,400  | 4,950  | 5,400   | 4,950   |
| 소형  | 3,000  | 6,000  | 20,250 | 45,000 | 40,500 | 32,250 | 34,500 | 73,500 | 126,000 | 258,000 |
| 중형  | 0      | 1,500  | 3,000  | 1,500  | 4,500  | 1,500  | 1,500  | 1,500  | 3,000   | 1,500   |
| 대형  | 3,000  | 3,000  | 6,000  | 6,000  | 0      | 9,000  | 3,000  | 15,000 | 18,000  | 12,000  |
| 계   | 20,550 | 16,650 | 35,700 | 62,250 | 63,600 | 48,750 | 41,400 | 94,950 | 152,400 | 276,450 |

자료: 우주항공청, 유안타증권 리서치센터

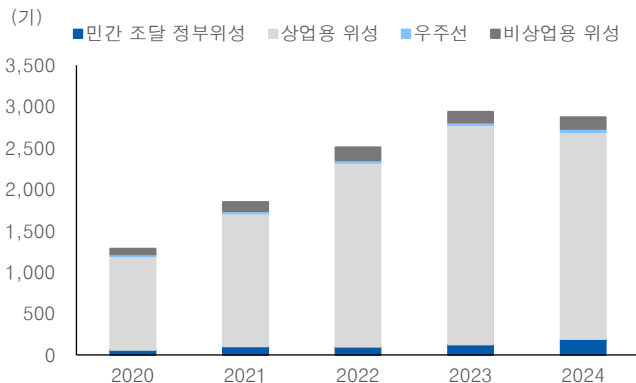
## 발사 서비스 시장의 수급 불균형

글로벌 연간 위성체 발사 수는 2020년 1,282기에서 2024년 2,873기로 확대되는 등 발사에 대한 수요는 구조적으로 확대되고 있다. 또한 ARK Investment에 따르면 2025년까지 스페이스X가 쏘아올린 탑재체의 무게는 약 10,000톤이며, 스타링크가 2030년까지 구축하고자 하는 추가 군집위성은 무게로 환산하면 약 100,000톤이다. 여기에 100GW 용량의 AI 데이터센터를 우주상에 구축하기 위해서는 6,000,000톤을 쏘아올려야 한다.

발사 서비스 시장은 수급 불균형 상황에 놓여있다. 스페이스X의 차세대 발사체 스타쉽의 탑재중량이 100~150톤 내외로 발사 비용 역시 획기적으로 절감되지만, **AI 데이터센터 구축을 위해서는 40,000~60,000회의 발사가 진행되어야 한다.** 2025년 기준 글로벌 전체 발사 횟수는 324회 수준으로 수급 불균형 상황은 확대될 전망이다.

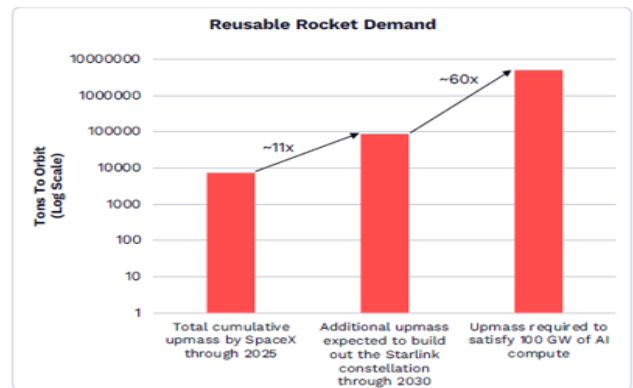
발사 서비스 시장은 크게 대형과 소형 발사체로 구분된다. 대형 발사체의 경우에는 20~30개의 위성을 장기간 모집하여 단일 궤도에 투입된다. 반면, 소형발사체는 1~5개의 위성을 빠르게 발사하여 맞춤형 궤도에 투입할 수 있는 유연성을 보유했다. 이에 발사 대기시간 측면에서 짧게는 3개월에서 길게는 2년 이상 차이가 난다. **Orbital AI, 우주 태양광 등과 같이 우주에 대한 논의가 확산될수록 대형 발사체에 대한 수요 확대는 필연적이다.** 동시에 저궤도 통신위성 서비스와 같이 위성 서비스 시장 내 경쟁이 심화될수록 소형 발사체 시장도 주목받을 수밖에 없다. Fortune Business Insights에 따르면 소형발사체 시장은 2024년 18.5억 달러에서 2032년 42.9억 달러로 연평균 11.1% 성장할 전망이다.

연도별 글로벌 위성체 발사 수 추이



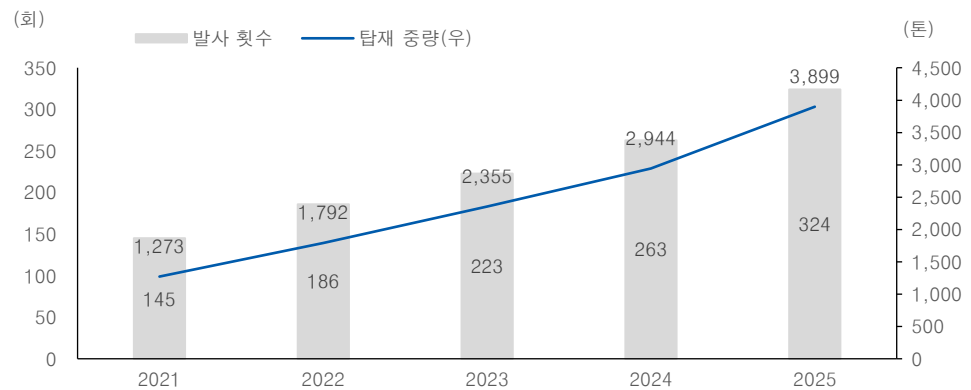
자료: SIA, 유안타증권 리서치센터

기하급수적으로 증가하는 발사 수요



자료: ARK Investment

연도별 발사 횟수 및 탑재중량 추이



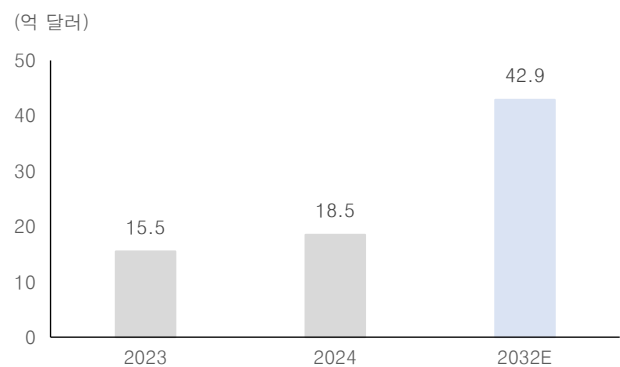
자료: Flight Atlas-Statics, 유안타증권 리서치센터

대형 발사체 Vs. 소형 발사체 비교

| 구분         | 대형발사체 | 소형발사체 |
|------------|-------|-------|
| 궤도접근성      | 낮음    | 높음    |
| 발사 대기시간    | 1~2년  | 3~9개월 |
| 탑재 위성 수(기) | 20~30 | 1~5   |
| 탑재 중량당 가격  | 낮음    | 높음    |

자료: 업계자료, 유안타증권 리서치센터

소형발사체 시장 전망



자료: Fortune Business Insights, 유안타증권 리서치센터

## 한국 발사체 기술, 아직은 미미하지만..

앞서 언급한 한국의 향후 10년간의 위성 수요 1,418기를 무게로 환산해보면 약 329톤(위성 분류 당 중간 무게 기준)이다. 한국의 누리호는 1.5톤급 실용위성 수용이 가능하며, 지난 4차 발사 당시에는 1톤 내외의 위성이 탑재된 것으로 파악된다. **한국이 위성 수요를 자체적으로 공급하기 위해서는 200번 이상의 누리호 발사가 진행되어야 한다.** 연간 1회 수준의 발사로는 턱없이 부족한 상황이다. 이에 한국은 스페이스X의 팰컨9, Rocket Lab의 Electron, 아리안스페이스의 베가-C 등 외부 발사체에 의존하고 있다.

한국은 2022년 6월 누리호 2차 발사가 개발 시작 12년 만에 성공하면서, 1톤 이상의 실용 위성을 자체 기술로 쏘아 올릴 수 있는 세계 7번째 국가가 되었다. 미국, 러시아, 유럽, 중국, 일본, 인도에 이은 7번째며, 초기 설계부터 제작, 시험까지 국내 기술로 완성하여 순수 독자 기술로 우주 수송 능력을 확보했다는 의의가 있다. 등수가 무색하게도, 글로벌 선두 플레이어와의 격차는 현저하게 벌어진 상황이다. 2025년에는 **전 세계 324회의 발사 횟수 중 한국은 2회에 불과했다.** 참고로 2024년 한국 전체 발사체 제작 매출은 1,932억원으로 국내 우주 매출 내 1.7%의 비중을 차지했으며, 글로벌 전체 발사 서비스 시장 규모 93억 달러 대비 1% 내외 수준이다.

한국은 우주 수송 분야 로드맵에 따르면 **2035년까지 재사용 기술 확보 후 연 20회 반복 발사, 2045년까지 우주수송 시장 점유율 5%를 확보할 계획**이다. 누리호의 발사 단가는 kg 당 2.4~5만 달러 수준으로 파악되는데, 재사용 기술 확보 후 1,000달러 수준까지 비용을 절감할 계획이다. 이를 위해 대형 발사체의 민간 기술 이전 및 소형 발사체 개발을 위한 예산 투입을 지속하고 있다. 한화에어로스페이스는 2024년 2.2조원 사업비의 차세대 발사체의 체계 종합 업체로 선정됐으며, 2025년 11월에는 항우연으로부터 누리호에 대한 기술을 이전 받았다.

중소형 발사체에 대한 논의도 확산되고 있다. 우주항공청은 2027년까지 핵심기술 선행개발을 완료하고 4회 시험 발사를 마무리할 예정이다. 이후 2028년부터 소형 발사체는 민간 주도의 발사 서비스를 활성화하고, 중소형 발사체는 민간 협력을 통한 중소형 재사용 발사체 개발, 2033년부터는 안보임무 및 상업발사에 활용할 계획이다. 올해 1월에는 비상장 기업 페리시에어로스페이스가 우주항공청의 소형발사체 개발역량 지원사업의 고성능 상단 엔진 개발 과제를 수행하는 최종 기업으로 선정되며, 본격적인 개발 로드맵이 시작됐다.

팰컨9은 2015년 첫 1단 부스터 지상 회수에 성공하며, 재사용 발사체의 서막을 알렸다. 한국은 20년 뒤쳐진 2035년에 개발이 완료될 예정이다. 다만, 언제까지나 외부 발사체에 의존할 수는 없는 상황이다. 누리호가 올해와 내년 예정된 5차, 6차 발사를 성공적으로 수행하면 충분한 신뢰성이 확보되는 상황이다. 이후부터는 **국내 발사 서비스 사업이 본격화될 것으로 전망**한다.

한편, 중소형 발사체 역시 일부 민간 기업들이 자체 개발 중인 것으로 파악된다. 발사에 성공한다면, 비싼 가격이라든가 공공에서 구매해줄 가능성이 높다. 더 나아가, 한국의 표준 기술이 될 가능성이 존재한다는 점도 매력적이다. 이 밖에도 재사용 발사체에 대한 논의가 확대되면서 엔진, 소재 기술에 대한 관심도 증가하고 있다. 관련 기업들을 주목할 것을 권고한다.

## 누리호 주요 개발 및 발사 타임라인

| 일시        | 내용                                                                       |
|-----------|--------------------------------------------------------------------------|
| 10년 3월    | 한국형발사체(KSLV-II) 개발사업 착수                                                  |
| 10년 말     | 한국형발사체(KSLV-II) 개념설계 완료                                                  |
| 14년 1월    | 한국형발사체 총조립기업으로 KAI 선정                                                    |
| 14년 3월    | 본격적인 연소 시험 시작, 3단 엔진 적용 7t 급 액체엔진 연소기의 지상 연소시험 230초 성공                   |
| 14년 10월   | 첫 번째 연소기 시험 실패, 75t 급 액체엔진 연소 불안정 현상                                     |
| 16년 7월    | 75t 급 액체엔진 147초 연소 성공                                                    |
| 18년 3월    | 한국형발사체 인증모델 완성, 종합연소시험 시작                                                |
| 18년 7~9월  | 종합연소시험 154초 성공, 한국형발사체 이름 '누리'로 결정                                       |
| 21년 6월    | 누리호 3단형 인증모델 발사대 인증시험 완료                                                 |
| 21년 8~10월 | 누리호 발사 계획 확정. <b>최종 리허설 후 누리호 1차 발사. 3단 엔진 조기 연소 종료에 따른 탑재체 궤도 안착 실패</b> |
| 22년 2월    | 원인 분석 후 누리호 2차 발사일 6월 15일로 결정                                            |
| 22년 6월    | 누리호 산화제탱크 레벨 센서 신호 이상으로 16일 발사 무산. 부품 교체 후 21일 <b>2차 발사 성공</b>           |
| 22년 7월    | 누리호 탑재체(위성) 사출 및 양방향교신·원격명령 성공                                           |
| 22년 10월   | 한화에어로스페이스, 누리호 기술 이전 우선협상대상자 선정                                          |
| 23년 3월    | 누리호 3차 발사일 5~6월로 선정                                                      |
| 23년 5월    | <b>누리호 3차 발사 성공(차세대소형위성 2호+큐브위성 7기, 총 500kg)</b>                         |
| 23년 10월   | 향우연 누리호 4차 발사준비 본격 착수                                                    |
| 25년 7월    | 한화에어로스페이스에 누리호 개발 기술 이전                                                  |
| 25년 11월   | <b>누리호 4차 발사 성공(차세대중형위성 3호+큐브위성 12기, 총 960kg)</b>                        |
| 26년 말     | 누리호 5차 발사 예정(초소형위성 2~6호+큐브위성 10기)                                        |
| 27년 중     | 누리호 6차 발사 예정(초소형위성 7~11호+큐브위성)                                           |

자료: 언론종합, 유안타증권 리서치센터

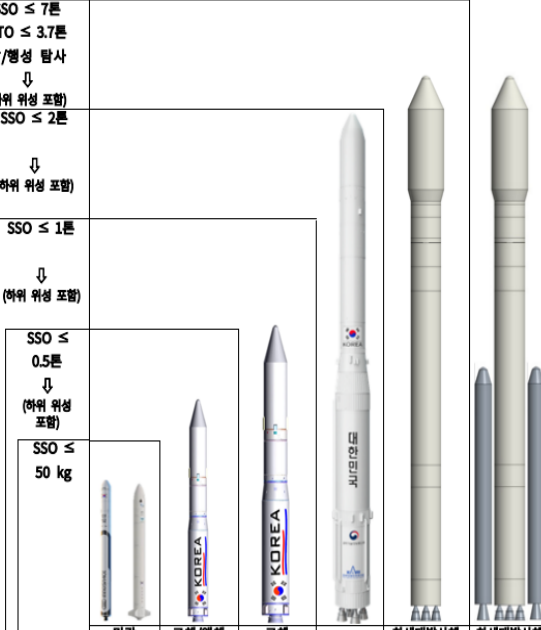
## 중/소형 발사체 개발 및 운용 계획

| 구분      | ~27년(4차 계획)         | 28년(5차 계획)~        | 비고                   |
|---------|---------------------|--------------------|----------------------|
| 소형 발사체  | 기본형, 확장형 각 2회 시험 발사 | 민간 주도 발사서비스        | 안보임무 중심 운용           |
| 중소형 발사체 | 핵심기술 선행개발           | 민군 협력을 통한 체계 개발 착수 | 안보임무 중심 운용 및 상업발사 활용 |

자료: 우주항공청, 유안타증권 리서치센터

한국의 발사체 개발 현황 및 운용 포트폴리오

| 구분      | KSR-I                                                                             | KSR-II                                                                            | KSR-III                                                                           | 나로호(KSLV-I)                                                                       | 한국형발사체(KSLV-II)                                                                   | 차세대발사체(KSLV-III)                                                                  |
|---------|-----------------------------------------------------------------------------------|-----------------------------------------------------------------------------------|-----------------------------------------------------------------------------------|-----------------------------------------------------------------------------------|-----------------------------------------------------------------------------------|-----------------------------------------------------------------------------------|
| 이미지     |  |  |  |  |  |  |
| 목적      | 1단형 무유도 과학 관측로켓 국산화 개발 및 한반도 오존층 탐사                                               | 초기자세제어 기능을 갖춘 2단형 고체추진 과학관측 로켓의 국산화 개발                                            | 액체추진로켓 독자 개발 및 소형위성 발사체 개발을 위한 기반기술 확보                                            | 100kg급 인공위성을 지구저궤도에 진입시킬 수 있는 발사체 개발 및 독자개발을 위한 기술과 경험 확보                         | 1.5톤급 실용위성을 지구저궤도에 투입시킬 수 있는 발사체 개발 및 우주발사체 기술 확보                                 | 위성발사, 우주탐사 등 국가 우주개발 수요 대응 및 자주적 우주탐사 역량 확보를 위한 차세대발사체 개발                         |
| 개발기간    | 1990.7 ~ 1993.10                                                                  | 1993.11 ~ 1998.06                                                                 | 1997.12 ~ 2003.02                                                                 | 2002.08 ~ 2013.04                                                                 | 2010.03 ~ 2023.06                                                                 | 2023.07 ~ 2032.12                                                                 |
| 개발비(억원) | 28.5                                                                              | 52                                                                                | 780                                                                               | 5,025                                                                             | 19,572                                                                            | 20,132                                                                            |
| 길이(m)   | 6.7                                                                               | 11.1                                                                              | 14.0                                                                              | 33.0                                                                              | 47.2                                                                              | 약 53                                                                              |
| 직경(m)   | 0.42                                                                              | 0.42                                                                              | 1.0                                                                               | 2.9                                                                               | 3.5                                                                               | 약 3.8                                                                             |
| 중량(kg)  | 1,268                                                                             | 2,048                                                                             | 6,000                                                                             | 140,000                                                                           | 200,000                                                                           | 약 360,000                                                                         |
| 발사일     | 1호기                                                                               | 1993.06.04.                                                                       | 1997.07.09.                                                                       | 2002.11.28.                                                                       | 2009.08.25.                                                                       | 2021.10.21.                                                                       |
|         | 2호기                                                                               | 1993.09.01.                                                                       | 1998.06.11.                                                                       |                                                                                   | 2010.06.10.                                                                       | 2022.06.21.                                                                       |
|         | 3호기                                                                               |                                                                                   |                                                                                   | 2013.01.30.                                                                       | 2023.05.25.                                                                       |                                                                                   |
|         | 예정                                                                                |                                                                                   |                                                                                   |                                                                                   | 2025, 2026, 2027                                                                  | 2030, 2031, 2032                                                                  |

| 임무대상                                                                                                                                                                                                                         | 발사체 운용 포트폴리오                                                                        |                   |                |               |                         |                           |
|------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|-------------------------------------------------------------------------------------|-------------------|----------------|---------------|-------------------------|---------------------------|
| SSO 10톤 이상<br>달착륙기환<br>화성착륙<br>유인탐사<br>↓<br>(하위 위성 포함)<br>SSO ≤ 7톤<br>GTO ≤ 3.7톤<br>달/행성 탐사<br>↓<br>(하위 위성 포함)<br>SSO ≤ 2톤<br>↓<br>(하위 위성 포함)<br>SSO ≤ 1톤<br>↓<br>(하위 위성 포함)<br>SSO ≤ 0.5톤<br>↓<br>(하위 위성 포함)<br>SSO ≤ 50 kg |  |                   |                |               |                         |                           |
|                                                                                                                                                                                                                              | 민간 (초)소형 발사체                                                                        | 고체/액체 소형발사체 (기본형) | 고체 소형발사체 (확장형) | 누리호 (KSLV-II) | 차세대발사체 (KSLV-III) (기본형) | 차세대발사체 (KSLV-III-A) (확장형) |

자료: 한국항공우주연구원, 우주항공청, 유안타증권 리서치센터

## 한국의 우주 기업들

미국의 우주 기업들은 한발 빠른 뉴스페이스 시대를 맞이하여, 실적 성장과 주가 상승세가 이어지고 있다. 시기와 규모의 차이는 있겠지만, 한국 우주 기업들의 중장기 성장 경로도 선두 기업들과 크게 다르지 않을 것으로 예상된다. 위성 분야는 잇따른 지정학적 리스크와 스타링크의 선전으로 그 가치가 입증되고 있다. 발사체는 뉴스페이스 시대의 근간을 이루는 기반 기술이다. 크게 위성과 발사체 두 가지의 분류로 금번 리포트 분석 대상 기업에 대한 개요를 정리해보았다.

### 위성

1. 한화시스템(272210): SAR 위성 및 저궤도 통신위성 개발, 제조 역량을 보유했다. 2025년 말 연간 최대 100기의 위성 양산이 가능한 제주우주센터 준공이 완료됐다. 국내 초소형 위성체계 사업, 425 후속 사업, K-LEO 사업 등에서 메인 플레이어로 활약이 기대된다. 영국 BAE systems, 캐나다 Telesat, MDA Space와 우주 협력 사업 역시 프로젝트 본격화에 따른 성과 또한 기대되는 부분이다. 2025년 3,000억원 수준의 우주 매출은 '30년까지 1조원 이상으로 확대될 것으로 기대된다.

2. 인텔리안테크(189300): 통신위성 분야의 지상 인프라 기업이다. 위성통신 안테나 및 지상 게이트웨이 솔루션이 주력 상품이며, 그간의 연구개발 투자가 양산 페이프로 전환되는 구간에 접어들었다고 판단된다. 스타링크를 제외한 글로벌 위성통신 사업자와 협력 관계를 구축하며, 선제적 인프라 성격인 게이트웨이(지상국) 구축 수요 확대에 따라 역대 최고 수주잔고를 기록 중이다.

3. 쉐트렉아이(099320): 관측 위성 개발 및 제조, 위성영상 데이터 공급 서비스 전문 기업이다. 초소형 위성체계, 425 후속 사업, 초소형 군집위성체계 등 대형 정부 프로젝트 내 선정이 유력한 사업자이다. 연초부터 해외기관 대상 2,830억원 규모 위성 공급 계약을 수주하며, 연말 1조원 이상의 역대 최고 수주잔고 달성이 기대된다. 한편, 2025년 말부터 자체 위성 SpaceEye-T의 영상 판매 매출이 반영된 것으로 파악된다. 업스트림에서 다운스트림까지 사업 영역을 확대하고 있으며, 위성 제조에서 위성 플랫폼 기업으로의 변모가 기대되는 기업이다.

4. 나라스페이스(478340): 초소형 관측 위성 전문 기업이다. 2023년 11월 자체 개발 E/O 위성 Observer 발사에 성공하며 스페이스 헤리티지를 획득하였다. 이를 기반으로 최근 우주 반도체 성능 검증 국책 사업의 수행기관으로 선정되는 등 국내 위성 산업 내에서 경쟁력을 입증하고 있다. 경기도, 한국항공우주연구원, 한화시스템 등 주요 고객사의 위성 제조 중심의 서비스가 중단기 실적 가시성을 뒷받침하고 있으며, 2031년까지 84대의 자체 군집 위성 구축을 통해 구독 서비스 중심의 비즈니스 모델로 전환할 계획이다.

5. 컨텍(451760): 지상국 구축부터 인공위성 및 안테나 제작 역량을 모두 보유한 기업이다. 상반기까지 11개국 16개 지상국의 운영 준비를 마칠 계획이다. 14기 RF 지상국의 연간 최대 매출은 10억원/개이며, 2기의 OGS 지상국의 연간 최대 매출은 100억원/개로 파악된다. 한편, 자회사 TXSpace는 설립 2년 만에 美 플래닛랩스의 안테나 공급파트너로 선정됐다. 저궤도 중심의 초/소형 위성 발사의 증가에 따른 구조적 수혜가 예상된다.

6. 루미르(474140): 초소형 SAR 위성 개발 및 위성 데이터 서비스를 제공하는 기업이다. 하반기 자체 위성 LumirX 1호 발사를 시작으로 위성 영상 데이터 판매 기업으로 변모해 나갈 계획이다. 현재 글로벌 기업 및 정부 기관을 중심으로 복수의 고객사와 영상 공급을 사전에 논의 중인 것으로 파악된다. 위성 한 기당 연간 최대 200억원 매출 발생이 가능한 구조이며, 2031년까지 총 18기의 군집위성 시스템을 구축할 예정이다.

7. 제노코(361390): 위성통신 핵심부품 전문 기업이다. 동사의 주요 제품은 X-Band Transmitter, S-Band Transponder, 저궤도통신위성 탑재컴퓨터 등이다. 2025년 7월 한국항공우주의 자회사로 편입되었으며, 등을 한화시스템, 한국항공우주연구원을 주요 고객사로 확보했다. 올해와 내년 예정된 누리호 5차, 6차 발사 내 동사의 장비를 탑재한 위성이 발사될 예정이다.

## 발사체

1. 스피어(347700): 글로벌 최대 우주 발사체 기업의 우주항공 특수합금 SCM 전문 기업이다. 고객사의 글로벌 벤더사 대비 납기를 크게 단축하며, 아시아 지역에서 유일하게 Tier 1 벤더코드를 확보했다. 추후 한국의 재사용 발사체 및 글로벌 발사체 향 고객사 저변 확대가 기대된다. 우주 고객사의 차세대 발사체 상용화에 따른 실적 성장과, 니켈 제련소 지분 확보에 따른 배당금 유입 등 원가 절감이 기대된다.

2. 에이치브이엠(295310): 고정정 진공용해 기술 기반 첨단금속 제조 기업이다. 2022년부터 글로벌 최대 우주 발사체 기업의 첨단금속 밸류체인으로 편입됐다. 2025년 말부터 신규 증설한 2공장 정상 가동이 시작되면서 3,500억원의 매출 CAPA를 확보했으며, 최근 추가 500억원 투자를 통해 3공장 증설을 추진하고 있다. 증설 완료 시 최대 7,000억원의 매출 CAPA가 확보될 전망이다.

3. 이노스페이스(462350): 국내 유일의 하이브리드 로켓 기술 기반 소형 발사체 기업이다. 현재 한빛-나노(탑재중량 ~90kg)를 개발 중이며, 올해 하반기 2차 발사를 통해 스페이스 헤리티지 획득이 기대된다. 추후 한빛-마이크로(~170kg), 한빛-미니(~1,300kg)까지 포트폴리오를 확장하고, 발사 가격을 2.8만 달러/kg에서 2.2만 달러/kg까지 낮출 계획이다. Rocket Lab 등 글로벌 경쟁사 대비 가격 경쟁력을 확보한다는 전략이다.

## 한국 주요 우주 이벤트

스페이스X의 상장 외에도, 우주 산업의 이벤트들은 앞으로 지속될 것이다. 그 중 하나는 국내 중장기 우주 성장 로드맵 관련 이벤트가 될 전망이다. 국내 공공 우주 사업은 기업들의 경쟁력을 가늠하고, 중장기 성장 잠재력을 판단할 평가 요인으로 작용할 수 있다고 판단된다.

**연중 기대되는 관측위성 사업은 초소형 위성체계 사업, 425 후속 사업 등이 있다.** 초소형 위성 체계 개발 사업이 올해 10월 사업자 선정, 12월 첫 발사로 진행될 예정이다. 올해 말부터 순차적으로 40기를 발사하는 위성의 기종을 선정하는 게 핵심이다. 이 위성들은 2시간마다 한반도를 찾는 군 정찰위성 5기(425사업, SAR위성 4기+EO위성 1기)를 도와 위성의 방문 주기를 20분 수준으로 단축하는 게 목표이다. 1.4조원의 예산이 투입될 전망이다. 발사체 1기 당 위성 8기씩 탑재해 총 5차례 발사하는데, 스페이스X가 1~3회 발사를 맡는다. 4~5회차는 누리호에 탑재돼 우주로 향할 예정이다. **관측위성 사업 관련 기업으로는 한화시스템, 쉘트렉아이, 나라스페이스 테크놀로지, 루미르, 컨텍, 제노코 등이 존재한다.**

업계에서는 이번 사업자 선정의 핵심 요소가 위성 제작 비용을 낮추는 것이라는 예상이 이어지고 있다. 초소형 위성 사업은 위성 양산과 직결돼 있다. 이 사업은 민간 주도로 이뤄지고, 상업용 위성 제작도 목표로 하고 있어 상용 부품을 활용하거나, 탑재체·본체를 합치는 등 비용 절감이 포인트로 꼽힌다. 현재 한화시스템·쉘트렉아이의 H모델과 한국항공우주·LIG D&A의 K모델이 최종 후보이다. 한화시스템은 작년 말 준공한 연 100기 생산 규모의 제주우주센터를 통해 양산 준비를 마쳤고, 한국항공우주 역시 연 100대 이상 생산 가능한 KAI 우주센터를 보유했다.

425위성 후속 사업도 연내 추진될 전망이다. 2025년 말 전력화가 완료된 기존 425 위성을 고도화하고 수명 종료에 따른 교체 사업이다. 규모는 이전 대비 증가한 12기(SAR 10기, EO 2기)로 예상되며, 약 3조원의 예산이 투입될 전망이다. 기존 한국항공우주(본체), 한화시스템(SAR 탑재체), 쉘트렉아이(EO/IR 위성 및 SAR 위성 지상체) 사업 구조로 진행될 것으로 예상된다.

**올해 3분기에는 누리호 5차 발사가 예정되어 있다.** 5차 발사에는 쉘트렉아이가 수주한 초소형 군집위성 2~6호기가 탑재될 예정이다. 또한 앞서 언급했듯이, 6차 발사 성공 이후에는 국내 발사 서비스 시장의 개화가 예상된다. 국내 우주 산업의 기대감을 높이는 이벤트가 전망이다. 발사체 **관련 기업으로 스피어, 에이치브이엠, 이노스페이스, 제노코 등을 주목한다.**

올해 2월 대한민국 저궤도위성통신산업협의회(K-LEO 협의회)가 출범했다. 2030년까지 위성통신 체계 1식(저궤도 통신위성 2기와 지상국, 단말국이 하나의 체계를 개발하는 **3,200억원 규모의 'K-LEO' 사업을 추진할** 예정이다. 해당 사업은 총 3개 주관연구개발기관이 선정된다. 1)위성본체, 2)통신 탑재체, 3)지상·단말국 구축 등 3개로 구분된다. 이 중에서 저궤도 위성 본체는 국가 연구기관이 아닌 민간기업만 공모 받았는데, 이는 **민간 주도의 우주 산업 개발을 활성화하려는** 목적으로 해석된다. 실제 유용한 위성통신망을 자체 구축하려면 수백~수천 기 이상의 위성을 쏘아올려야 하는 만큼, 기술적·재무적 리스크를 정부가 공동 부담하는 구조이다. **관련 기업으로 인텔리안테크, 한화시스템, 쉘트렉아이를 주목한다**

## 국내 관측 위성 프로젝트 진행 상황 및 수주 기회

| 사업명         | 시작 연도 | 내용                                                              | 예산 규모(억원) | 비고                                                          |
|-------------|-------|-----------------------------------------------------------------|-----------|-------------------------------------------------------------|
| 초소형 군집위성    | 2020  | 100kg 미만 초소형위성 군집운영 한반도 및 주변 해역 고빈도 감시 목적                       | 2,400     | 24년 1호기, 26년 2~6호기, 27년 7~11호기                              |
| 초소형 군집위성 후속 | 미정    | 기존 사업 수명 종료에 따른 교체 및 성능 고도화                                     | 4,800(추정) | 12~31호기(시기 미정)                                              |
| 425         | 2015  | 군 최초 한반도와 주변을 감시하는 정찰 위성 5기(SAR 위성 4기, 정찰위성 1기) 획득, 킬 체인의 핵심 요소 | 12,000    | 25년에 전력화 완료                                                 |
| 425 후속      | 미정    | 12기(SAR 10기, EO 2기) 추가 도입. 1차 사업 '29년 이전 수명 종료. 추가 개발 소요 제기되는 중 | 30,000    | 재방문 주기 2시간에서 30분으로 단축<br>'30년 전력화 계획                        |
| 초소형 위성체계    | 2022  | 40기 초소형 SAR 위성 등 배치. 다부처 공동개발                                   | 14,000    | 26년 사업자 선정 예정. H 모델(한화시스템·씨트렉아이), K 모델(한국항공우주·LIG D&A) 경쟁 중 |

자료: 우주항공청, 국방부, 언론종합, 유안타증권 리서치센터

## 누리호 3~6차 발사 개요

|                                           |               |
|-------------------------------------------|---------------|
| 3차 발사(2023년)                              |               |
| [주탑재위성]                                   |               |
| 위성                                        | 차세대소형위성 2호    |
| 관련사업                                      | 차세대소형위성 2호 개발 |
| 사업기간                                      | '17 ~ '23년    |
| [부탑재위성] 민간·기관 공모 및 선정을 통해 큐브위성 7기 탑재      |               |
| 5차 발사(2026년)                              |               |
| [주탑재위성]                                   |               |
| 위성                                        | 초소형위성 2~6호    |
| 관련사업                                      | 초소형위성군집시스템개발  |
| 사업기간                                      | '20 ~ '27년    |
| [부탑재위성] 국산 소자·부품 우주 검증 위성 민간·기관 공모 큐브위성 등 |               |

|                                                       |                 |
|-------------------------------------------------------|-----------------|
| 4차 발사(2025년)                                          |                 |
| [주탑재위성]                                               |                 |
| 위성                                                    | 차세대중형위성 3호      |
| 관련사업                                                  | 차세대중형위성개발       |
| 사업기간                                                  | '19 ~ '26년(2단계) |
| [부탑재위성] 국산 소자·부품 우주 검증 위성, 경진대회 및 공모 선정 큐브위성 등 12기 탑재 |                 |
| 6차 발사(2027년)                                          |                 |
| [주탑재위성]                                               |                 |
| 위성                                                    | 초소형위성 7~11호     |
| 관련사업                                                  | 초소형위성군집시스템개발    |
| 사업기간                                                  | '20 ~ '27년      |
| [부탑재위성] 국산 소자·부품 우주 검증 위성, 민간·기관 공모 큐브위성 등            |                 |



자료: 우주항공청, 유안타증권 리서치센터

## K-LEO 사업 개요

| 구분    | 주요 내용                                            |
|-------|--------------------------------------------------|
| 공식 명칭 | 6G 저궤도 위성통신 시스템 개발사업                             |
| 사업 목적 | "- 6G 표준 기반 저궤도 위성통신 핵심기술 자립화 및 검증               |
| 주관 부처 | 과학기술정보통신부, 우주항공청(KASA)                           |
| 총괄 기관 | 한국전자통신연구원(ETRI)                                  |
| 사업 기간 | 2025년 ~ 2030년 (총 6년)                             |
| 사업 규모 | 총 3,199.9억 원 (과기부 2,040억 / 우주청 946억 / 민간 197억 등) |
| 핵심 목표 | 2030년까지 저궤도 통신위성 2기 발사 및 시범망 구축                  |

자료: 언론종합, 유안타증권 리서치센터

## 국내외 우주 기업 Peer Table

글로벌 우주기업 Peer Valuation Table

(단위: 억원, 배, %)

|               |       | 한화시스템   | 인텔리안테크 | 세트렉아이  | 스피어    | 에이치브이엠 | 나라스페이스<br>테크놀로지 | 컨텍       | 이노스페이스 | 루미르     | 제노코   |
|---------------|-------|---------|--------|--------|--------|--------|-----------------|----------|--------|---------|-------|
| 시가총액<br>(억원)  |       | 226,137 | 14,449 | 18,398 | 20,762 | 10,776 | 3,939           | 3,661    | 3,596  | 2,899   | 2,931 |
| 매출액<br>(억원)   | 2025  | 36,642  | 3,196  | 2,069  | 956    | 665    | 132             | 27       | 869    | 106     | 596   |
|               | 2026E | 43,130  | 4,066  | 2,512  | 2,864  | 1,029  | 348             | -        | 1,150  | 218     | 776   |
|               | 2027E | 50,045  | 4,697  | 3,016  | 4,298  | 1,474  | 443             | -        | 1,250  | 364     | 858   |
|               | 2028E | 58,554  | 4,246  | 3,424  | 5,263  | 2,441  | 696             | -        | -      | -       | -     |
| 영업이익<br>(억원)  | 2025  | 1,199   | 120    | 102    | 91     | 58     | -55             | -722     | -162   | -6      | -21   |
|               | 2026E | 2,542   | 391    | 170    | 264    | 169    | 75              | -310     | 18     | 65      | 19    |
|               | 2027E | 4,240   | 519    | 259    | 449    | 269    | 104             | 85       | 135    | 65      | 49    |
|               | 2028E | 5,926   | 424    | 368    | 616    | 575    | 221             | -        | -      | -       | -     |
| OPM (%)       | 2025  | 3.3     | 3.7    | 4.9    | 9.5    | 8.8    | -41.3           | -2,630.5 | -18.6  | -5.6    | -3.5  |
|               | 2026E | 5.9     | 9.6    | 6.8    | 9.2    | 16.4   | 21.6            | -        | 1.6    | 29.8    | 2.4   |
|               | 2027E | 8.5     | 11.0   | 8.6    | 10.4   | 18.3   | 23.5            | -        | 10.8   | 17.7    | 5.7   |
|               | 2028E | 10.1    | 10.0   | 10.7   | 11.7   | 23.6   | 31.8            | -        | -      | -       | -     |
| 당기순이익<br>(억원) | 2025  | 2,422   | 75     | 153    | 2      | 126    | -77             | -751     | -74    | 0       | -21   |
|               | 2026E | 1,215   | 325    | 158    | 110    | -      | -               | -        | 33     | -       | -     |
|               | 2027E | 3,150   | 439    | 225    | 302    | -      | -               | -        | 145    | -       | -     |
|               | 2028E | 4,250   | 414    | 286    | 536    | -      | -               | -        | -      | -       | -     |
| ROE (%)       | 2025  | 6.6     | 2.8    | 6.3    | 0.4    | 16.2   | -               | -159.8   | -8.4   | 0.1     | -4.9  |
|               | 2026E | 3.0     | 11.7   | 5.6    | 15.1   | -      | -               | 714.3    | 4.4    | -       | -     |
|               | 2027E | 6.3     | 13.6   | 7.5    | 31.3   | -      | -               | -54.1    | 16.2   | -       | -     |
|               | 2028E | 8.0     | 11.1   | 9.7    | 38.7   | -      | -               | -        | -      | -       | -     |
| PER (X)       | 2025  | 43.8    | 82.3   | 49.4   | 108.8  | 55.6   | -               | -        | -      | 3,016.7 | -     |
|               | 2026E | 182.0   | 42.9   | 128.9  | 185.3  | -      | -               | -        | 671.6  | -       | -     |
|               | 2027E | 70.1    | 32.6   | 90.4   | 68.4   | -      | -               | 28.8     | 25.3   | -       | -     |
|               | 2028E | 51.9    | 34.8   | 64.7   | 38.5   | -      | -               | -        | -      | -       | -     |
| PBR (X)       | 2025  | 2.1     | 2.3    | 3.0    | 9.9    | 7.8    | 6.8             | 4.9      | 2.0    | 2.6     | 3.0   |
|               | 2026E | 4.5     | 4.8    | 7.1    | 25.3   | -      | -               | -        | 4.2    | -       | -     |
|               | 2027E | 4.3     | 4.2    | 6.6    | 18.5   | -      | -               | -        | 3.5    | -       | -     |
|               | 2028E | 4.1     | 3.7    | 6.0    | 12.5   | -      | -               | -        | -      | -       | -     |
| EV/EBITDA (X) | 2025  | 38.5    | 19.5   | 40.2   | 66.3   | 71.2   | -               | -        | -      | 668.2   | 306.3 |
|               | 2026E | 43.5    | 22.5   | 58.8   | 76.8   | -      | -               | -        | 44.6   | -       | -     |
|               | 2027E | 34.0    | 19.1   | 41.8   | 45.7   | -      | -               | 30.6     | 18.1   | -       | -     |
|               | 2028E | 27.9    | 21.7   | 31.2   | 33.6   | -      | -               | -        | -      | -       | -     |

|               |       | Rocket LAB | ASTS    | Planet Labs | Viasat  | Viasat  | Firefly Aerospace |
|---------------|-------|------------|---------|-------------|---------|---------|-------------------|
| 시가총액 (억원)     |       | 732,063    | 405,144 | 188,113     | 130,270 | 102,454 | 79,699            |
| 매출액 (억원)      | 2025  | 8,557      | 1,008   | 4,375       | 63,023  | 26,928  | 2,273             |
|               | 2026E | 12,552     | 2,617   | 6,359       | 68,761  | 30,547  | 6,423             |
|               | 2027E | 18,051     | 10,518  | 8,310       | 71,224  | 34,258  | 10,242            |
|               | 2028E | 23,328     | 24,335  | 11,025      | 74,178  | 37,026  | 16,910            |
| 영업이익 (억원)     | 2025  | -3,254     | -4,091  | -1,352      | -1,359  | 2,440   | -3,707            |
|               | 2026E | -1,466     | -5,234  | -962        | 2,045   | 3,893   | -4,691            |
|               | 2027E | 287        | -141    | -600        | 4,969   | 5,115   | -3,070            |
|               | 2028E | 2,297      | 10,689  | 101         | 8,150   | 5,946   | -384              |
| OPM (%)       | 2025  | -38.0      | -405.7  | -30.9       | -2.2    | 9.1     | -163.1            |
|               | 2026E | -11.7      | -200.0  | -15.1       | 3.0     | 12.7    | -73.0             |
|               | 2027E | 1.6        | -1.3    | -7.2        | 7.0     | 14.9    | -30.0             |
|               | 2028E | 9.8        | 43.9    | 0.9         | 11.0    | 16.1    | -2.3              |
| 당기순이익 (억원)    | 2025  | -2,818     | -4,862  | -3,510      | -8,018  | 1,555   | -4,242            |
|               | 2026E | -1,921     | -5,253  | -768        | 2,646   | 2,556   | -4,597            |
|               | 2027E | 13         | -821    | -273        | 644     | 3,571   | -2,908            |
|               | 2028E | 2,112      | 8,014   | 372         | 1,120   | 4,264   | -313              |
| ROE (%)       | 2025  | -18.8      | -29.5   | -78.4       | -12.0   | 7.9     | -                 |
|               | 2026E | -7.8       | -19.6   | -13.1       | -3.7    | 13.3    | -30.5             |
|               | 2027E | 0.5        | -13.0   | -13.3       | -0.4    | 19.1    | -25.0             |
|               | 2028E | 3.9        | 24.5    | 19.5        | 0.8     | 20.2    | -13.7             |
| PER (X)       | 2025  | -          | -       | -           | -       | 37.5    | -                 |
|               | 2026E | -          | -       | -           | 58.6    | 40.5    | -                 |
|               | 2027E | 2,462.8    | -       | -           | 148.0   | 28.9    | -                 |
|               | 2028E | 321.7      | 45.2    | 318.1       | 87.2    | 24.0    | -                 |
| PBR (X)       | 2025  | 22.0       | 14.8    | 44.4        | 0.3     | 4.5     | 3.0               |
|               | 2026E | 31.2       | 13.5    | 75.3        | 2.0     | 5.2     | 6.3               |
|               | 2027E | 30.7       | 16.1    | 65.9        | 2.1     | 4.8     | 8.2               |
|               | 2028E | 31.8       | 12.5    | 62.5        | 2.1     | 4.5     | 9.4               |
| EV/EBITDA (X) | 2025  | -          | -       | -           | 5.4     | 22.3    | -                 |
|               | 2026E | -          | -       | 1,726.8     | 8.9     | 20.1    | -                 |
|               | 2027E | 300.7      | 99.5    | 216.9       | 8.6     | 16.4    | -                 |
|               | 2028E | 162.1      | 23.3    | 87.2        | 8.1     | 14.5    | 67.5              |

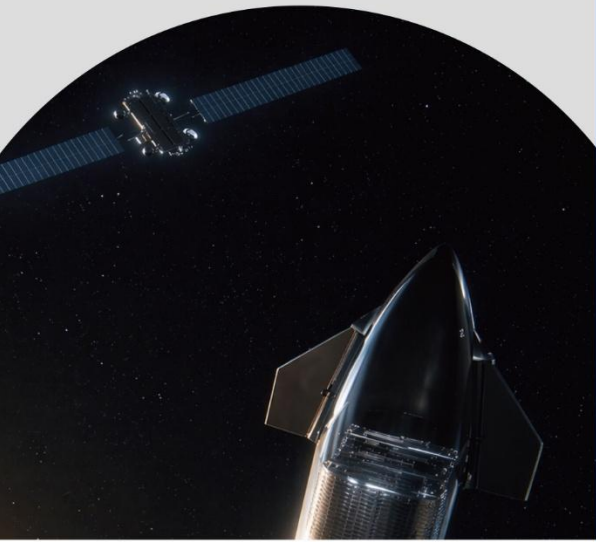
자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터 / 주: 1) 국내, 해외 단위 모두 조원으로 통일, 2) 2026/05/4 종가기준

## Appendix

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

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





## 기업분석

- 한화시스템(272210)
- 인텔리안테크(189300)
- 씨트렉아이(099320)
- 에이치브이엠(295310)
- 스피어(347700)
- 나라스페이스테크놀로지(478340)
- 이노스페이스(462350)
- 컨텍(451760)
- 제노코(361390)
- 루미르(474170)
- Planet Labs(PL)
- Rocket Lab(RKLB)
- Firefly Aerospace(FLY)
- Viasat(VSAT)
- Hexcel Corporation(HXL)

# 한화시스템 (272210)

## 우주+방산+조선, 독보적인 사업 포트폴리오

### 우주+방산+조선, 독보적인 사업 포트폴리오

**우주:** 한국군은 올해 하반기부터 1.4조원 규모 초소형 위성체계 개발사업('30년까지 SAR위성 등 40기 배치)을 시작으로, '30년 초까지 130기 이상의 대북 감시·정찰 위성을 배치할 계획. 업계에 따르면 사업자 선정의 핵심 요소는 위성 제작 비용(5년 마다 교체)을 낮추는 것. **작년 말 준공된 연 최대 100대 생산 규모 제주우주센터는 경쟁 우위 요인으로 작용할** 전망. 통신위성 분야에서도 Telesat, MDA Space와 협력 중. 현재 논의 중인 3,200억원 규모 K-LEO(위성 2기, 지상국, 단말기 등) 사업 내 유리한 고지 선점. 양산 본격화에 따라 **'30E 우주 매출은 1조원 이상('25년 3,000억원)으로 확대될** 전망

**방산:** 천궁2(27% 이하 비중), L-SAM(29%)항 MFR 및 KF-21(12%), K2(6~9%), K9자주포(5% 미만) 등에 주요 장비 공급 중. 한편, 동사가 체계종합 중인 천광(대드론 레이저 무기)에 대한 해외 관심이 확인됨에 따라 향후 체계종합업체로의 변모 기대. 해외 업체향 장비 수출도 기대되는 부분. 동사의 레이더 기술력이 글로벌 시장에서 주목받고 있음. '24년부터 레오나르도와 소형 AESA레이더 공동 개발 중. '25년에는 노스롭그루먼, 딜리펜스와 자사의 방공시스템과 동사의 MFR을 통합하는 MOU 체결

**조선:** 필리조선소 인수 1.3년 만에 美해군 사업에 진입. 美국방부와 무인 함정계약을 체결한 HavacAI와 올해 1월 무인수상함(ASV) 공동 개발 MOU 체결. 3월에는 한화디펜스 USA와 美해군 차세대 군수지원함 개념설계(NGLS) 사업 수주. 건조 계약 시, 필리조선소가 생산거점 될 전망. 한화그룹은 MASGA의 일환으로 필리조선소에 \$50억 투자하여 연간 1.5척 건조 능력을 20척까지 확대할 계획

**'26년 매출액과 영업이익은 각각 4조 5,932억원(YoY +25.4%), 3,036억원(YoY +145.7%, OPM 6.6%) 기록할** 전망. UAE/사우디 천궁2 MFR 매출 인식 확대 및 KF-21, LAH 양산에 따른 외형 성장 기대. 필리조선소의 상반기 적자전종(NSMV, SRM) 인도 마무리에 따라 영업손실 축소 예상('25년 1,600억원→'26E -550억원). 한편, 방산 수출 및 우주 사업 관련 연구개발비가 약 400억원 확대되는 것으로 파악되나, 탑라인 성장폭 대비 영향 제한적일 전망

### 투자의견 Buy, 목표주가 169,000원으로 커버리지 개시

목표주가는 '28E EPS 4,229원, Target PER 40배를 적용해 산출. '28년은 1)우주:제주센터 램프업, 2)방산:천궁2 MFR 중동 3개국 양산 오버랩, 3)조선:美군함사업 성과 확인 및 필리조선소 완전 정상 가동 등 성장 가시성이 확보되는 시기. 포트폴리오 매력도를 감안, 상대적으로 높은 타겟 멀티플 적용

#### Quarterly earning forecasts

(억원, %)

|            | 1Q26E | 전년동기대비   | 전분기대비    | 컨센서스  | 컨센서스대비   |
|------------|-------|----------|----------|-------|----------|
| 매출액        | 8,071 | 17.0     | -42.3    | 8,272 | -2.4     |
| 영업이익       | 343   | -41.0    | 495.3    | 583   | -41.1    |
| 세전계속사업이익   | 556   | 41.7     | 흑전       | 930   | -40.2    |
| 지배순이익      | 681   | 80.1     | 476.6    | 759   | -10.3    |
| 영업이익률 (%)  | 4.2   | -4.2 %pt | +3.8 %pt | 7.0   | -2.8 %pt |
| 지배순이익률 (%) | 8.4   | +2.9 %pt | +7.6 %pt | 9.2   | -0.8 %pt |

자료: 유안타증권

#### Forecasts and valuations (K-IFRS 연결)

(억원, 원, %, 배)

| 결산 (12월)  | 2024A  | 2025A  | 2026F  | 2027F  |
|-----------|--------|--------|--------|--------|
| 매출액       | 28,037 | 36,642 | 45,932 | 54,039 |
| 영업이익      | 2,193  | 1,199  | 3,036  | 5,534  |
| 지배순이익     | 4,543  | 2,422  | 3,062  | 5,746  |
| PER       | 7.9    | 36.1   | 72.4   | 38.6   |
| PBR       | 1.4    | 1.8    | 3.0    | 2.2    |
| EV/EBITDA | 11.1   | 33.4   | 46.5   | 30.7   |
| ROE       | 19.6   | 6.6    | 5.1    | 6.7    |

자료: 유안타증권



백종민 방산/우주/AI/로보틱스  
jongmin.baik@yuantakorea.com

신승우 Research Assistant  
sungwoo.shin@yuantakorea.com

BUY (I)

목표주가 169,000 (I)

직전 목표주가 -원

현재주가 (5/4) 119,700원

상승여력 41%

|             |                    |
|-------------|--------------------|
| 시가총액        | 226,137억원          |
| 총발행주식수      | 188,919,389주       |
| 60일 평균 거래대금 | 3,155억원            |
| 60일 평균 거래량  | 2,396,128주         |
| 52주 고/저     | 162,700원 / 41,700원 |
| 외인지분율       | 8.58%              |
| 배당수익률       | 0.92%              |
| 주요주주        | 한화에어로스페이스 외 3인     |

| 주가수익률 (%) | 1개월    | 3개월    | 12개월  |
|-----------|--------|--------|-------|
| 절대        | (11.6) | (2.7)  | 187.1 |
| 상대        | (31.5) | (24.7) | 5.9   |
| 절대 (달러환산) | (9.0)  | (3.5)  | 175.8 |

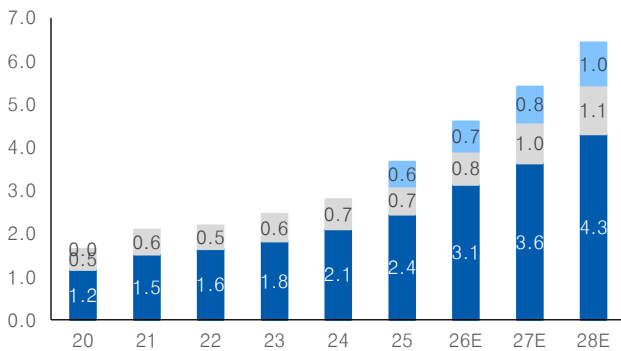
## 실적 테이블

|          | 1Q25 | 2Q25  | 3Q25  | 4Q25  | 1Q26P | 2Q26E | 3Q26E | 4Q26E   | 2025  | 2026E | 2027E | 2028E |
|----------|------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|---------|-------|-------|-------|-------|
| 연결 매출액   | 690  | 768   | 808   | 1,398 | 807   | 1,022 | 1,113 | 1,651   | 3,664 | 4,593 | 5,404 | 6,428 |
| YoY %    | 26.8 | 11.8  | 26.4  | 49.8  | 17.0  | 33.1  | 37.7  | 18.1    | 30.7  | 25.4  | 17.7  | 19.0  |
| 방산       | 430  | 470   | 481   | 1,642 | 531   | 715   | 790   | 1,092   | 2,439 | 3,128 | 3,622 | 4,304 |
| ICT      | 142  | 147   | 156   | 431   | 146   | 162   | 170   | 295     | 653   | 773   | 953   | 1,130 |
| 기타(필리 등) | 118  | 151   | 171   | 379   | 131   | 145   | 153   | 264     | 573   | 693   | 828   | 995   |
| 영업이익     | 58   | 34    | 23    | 9     | 34    | 73    | 85    | 111     | 124   | 304   | 553   | 779   |
| YoY %    | 27.9 | -60.3 | -62.7 | -67.7 | -41.1 | 118.7 | 278.8 | 1,085.3 | -43.6 | 145.7 | 82.2  | 40.7  |
| OPM %    | 8.4  | 4.4   | 2.8   | 0.7   | 4.2   | 7.2   | 7.7   | 6.7     | 3.4   | 6.6   | 10.2  | 12.1  |

자료: 유안타증권 리서치센터

## 부문별 연간 실적 추이 및 전망

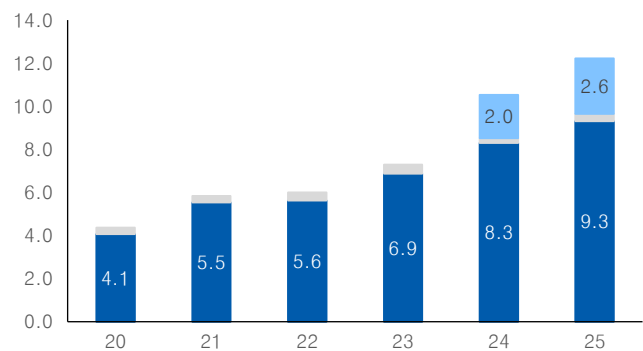
(조원) ■ 방산 ■ ICT ■ 기타(필리 등)



자료: 유안타증권 리서치센터

## 부문별 연간 수주잔고 추이

(조원) ■ 방산 ■ ICT ■ 기타(필리 등)



자료: 유안타증권 리서치센터

## 한화시스템 밸류에이션 테이블

|               | 내용      | 비고              |
|---------------|---------|-----------------|
| 적용 EPS(원)     | 4,229   | 2028E 기준        |
| Target P/E(배) | 40      |                 |
| 주당 가치(원)      | 169,146 |                 |
| 목표 주가(원)      | 169,000 | 1,000원 미만 단위 절삭 |
| 현재 주가(원)      | 119,700 | 05/04일 종가       |
| 상승 여력(%)      | 41.2    |                 |

자료: 유안타증권 리서치센터

## 한화 우주산업 밸류체인

| 밸류체인  | 분류              | 한화시스템            | 한화에어로스페이스                         | 썬트렉아이      |
|-------|-----------------|------------------|-----------------------------------|------------|
| 위성본체  | 초/소형, 중대형       | 초소형              |                                   | 소형         |
| 위성탑자체 | EO, IR, SAR 등   | EO, IR, SAR, 초분광 |                                   | EO         |
| 지상체   | 지상관제, 영상처리, 위성통 | 위성안테나, 통신단말      |                                   | 지상관제, 영상처리 |
| 발사체   | 발사체계            |                  | 발사대, 발사체 엔진조립, 터보펌프 및 밸브, 성능 시험설비 |            |
| 서비스   | 위성운용영상분석판매      | 분석 데이터 판매        |                                   | 분석 데이터 판매  |

자료: 한화에어로스페이스, 유안타증권 리서치센터

## 주요 우주/위성 수주계약

| 시작일시    | 종료일시    | 사업명                    | 계약상대     | 계약규모(억원) | 사업개요                                        | 사업영역                                                         |
|---------|---------|------------------------|----------|----------|---------------------------------------------|--------------------------------------------------------------|
| 21년 9월  | 26년 12월 | 군위성통신체계2외 36항목         | 방위사업청    | 3,695    | GEO 상 군독자위성 활용한 이동성과 생존성 확보                 | 망제어 시스템 및 지상 단말기 양산                                          |
| 23년 5월  | 27년 6월  | 초소형위성체계 SAR 검증위성(H 모델) | 국방과학연구소  | 679      | 한반도 주변 신속한 감시 및 안보대응력 강화를 위한 위성체계 개발, 운영 사업 | SAR 검증위성 1기 개발 계약 체결(KAI와 경쟁 구도), 2H26 발사 후 1H27까지 임무 테스트 진행 |
| 23년 12월 | 28년 5월  | 전기/기계장치                | 정부출연연구기관 | 3,400    | 경영상 비밀유지                                    | 제노코(160억원), 썬트렉아이(1,013억원)향 전기/기계장치 주문                       |
| 23년 12월 | 28년 5월  | 설계종합                   | 정부출연연구기관 | 818      | 경영상 비밀유지                                    | -                                                            |
| 26년 3월  | 31년 3월  | 군위성통신체계 PBL            | 방위사업청    | 866      | 성과 기반 군수지원 계약                               | 군위성통신체계 운용 유지 등                                              |

자료: 한화시스템, 언론종합, 유안타증권 리서치센터

## 제주우주센터



자료: 한화시스템

## '25 년 이후 주요 MOU 체결 요약

| 분야 | 일시      | 협력 기업                | 내용                                                     | 비고                                                                                                                                                |
|----|---------|----------------------|--------------------------------------------------------|---------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 우주 | 25년 6월  | BAE systems(영국)      | 첨단 다중센서 위성 시스템 개발을 위한 MOU 체결                           | BAE Systems의 초광대역 무선주파수(UWB RF) 센서와 한화시스템의 우주 분야 강점인 <b>차세대 합성개구레이더(SAR)</b> 를 결합해 독자적인 정보·감시·정찰(ISR) 솔루션을 개발. <b>Azelea 프로젝트 협력 기대('27~'28년)</b> |
| 방산 | 25년 6월  | Northrop Grumman(미국) | 통합 대공방어체계 기술 협력 MOU                                    | 한화시스템의 MFR과 노스롭그루먼의 IBCS(통합공중 미사일 방어 전투지휘체계) 결합                                                                                                   |
| 우주 | 25년 10월 | 신스펙티브(일본)            | AI 기술 공동 개발 및 위성 데이터 공동 활용 합의                          | 신스펙티브의 고해상도 StriX SAR 위성군이 제공하는 데이터와 한화시스템의 방위 전자 및 AI 기술력을 결합한 지리공간 인텔리전스 역량 극대화 목표                                                              |
| 해양 | 25년 10월 | SH 디펜스(덴마크)          | 함정 모듈화 시스템 The Cube 관련 MOU 체결                          | 한화시스템은 자사의 전투체계 및 함정 플랫폼 기술에 SH 디펜스의 모듈화 솔루션 결합, 미래 함정 건조와 개량 사업에서 비용 효율성과 운용 유연성 확보. NATO 표준 활용을 통한 글로벌 해양 방산 시장 진출 가속화                          |
| 방산 | 25년 10월 | 탈디펜스(독일)             | IRIS-T SLM 내 다기능레이더(MFR) 공급 위한 MOU 체결                  | 탈디펜스의 대공방어체계와 한화시스템의 MFR의 통합·연동 기술 협력 추진                                                                                                          |
| 해양 | 25년 10월 | HavocAI(미국)          | 자율 무인수상함(ASV) 공동 개발 MOU                                | 26년 1월 ASV 공동개발 착수, 한화 필리조선소에서 ASV 건조 방안 검토 후 美 정부 지원에 맞춰 양산 추진                                                                                   |
| 우주 | 26년 1월  | Telesat(캐나다)         | 차세대 저궤도 위성통신망을 위한 MOU                                  | 한화시스템의 <b>통신위성 제조 및 위성단말 개발 역량을 텔레셋의 위성망 운용, 설계 기술과 결합</b>                                                                                        |
| 우주 | 26년 1월  | MDA Space(캐나다)       | 방산, 안보 목적의 위성 통신 및 우주 기술 협력                            | 차세대 소프트웨어 정의 위성(SDS:상황에 따라 위성의 성능을 유연하게 조절할 수 있는 SW 탑재 위성) 플랫폼인 AURORA와 결합해 시너지를 제고                                                               |
| 우주 | 26년 1월  | PV Labs(캐나다)         | 안보 분야에 활용될 수 있는 전자광학(EO), 적외선(IR) 센서 기술 고도화를 위한 MOU 체결 | 양사 공동 개발 EO·IR 센서 제품의 <b>글로벌 시장 수출 시도</b>                                                                                                         |

자료: 언론종합, 유안타증권 리서치센터

## Azalea 프로젝트 주요 타임라인

| 시기               | 주요 이벤트 및 단계                   | 비고                                                              |
|------------------|-------------------------------|-----------------------------------------------------------------|
| 2022.09          | 프로젝트 공식 발표                    | BAE Systems가 2024년 발사를 목표로 다중 센서 위성군 개발 선언                      |
| 2023~2025        | 위성 설계 및 파트너십 체결               | In-Space Missions(BAE 자회사), ICEYE(SAR 위성), 한화시스템 등과 협력 논의       |
| 2025.11          | <b>첫 위성군(Cluster 1) 발사 성공</b> | <b>2025년 11월 28일, SpaceX의 Transporter-15 미션을 통해 4기 위성 궤도 진입</b> |
| 2025.12          | <b>교신 성공 및 초기 궤도 진입</b>       | <b>발사 직후 3기의 RF 위성과 1기의 SAR 위성 간의 교신 및 대형 형성 확인</b>             |
| 2026.01~ 상반기     | 궤도상 시운전 및 기술 실증               | AI 기반 온보드 프로세싱(엣지 컴퓨팅) 및 다중 센서 융합 데이터 처리 테스트                    |
| 2026.04 (현재)     | 고객(영국 국경 등) 대상 시연             | 실제 전장 환경 및 재난 현장 가정 하에 실시간 정보 전송 성능 시연 중                        |
| 2027 ~ 2028 (예정) | <b>위성군 확장 및 2세대 투입</b>        | <b>하이퍼스펙트럴, 적외선(IR) 등 추가 센서가 탑재된 후속 위성군(Cluster 2) 논의</b>       |

자료: 언론종합, 유안타증권 리서치센터

| 주요 무기체계 내 한화시스템 매출 비중 (단위: 억원) |                                                                                                        |       |
|--------------------------------|--------------------------------------------------------------------------------------------------------|-------|
| 플랫폼명                           | 품목                                                                                                     | 비중    |
| K2                             | 사격통제시스템, 조준경 등                                                                                         | 6~9%  |
| K9                             | 사격통제시스템 등                                                                                              | 5% 미만 |
| LAH                            | 전자전장비(RWR, LWR), 전송데이터링크(KVMF), 시험기(SMFD, SCU), 인터콤(AIU)                                               | 12%   |
| KF-21                          | AESA 레이더, 임무컴퓨터(MC), 다기능 시험기(MFD), 음성 신호 제어 시스템(ACCS), 전자광학 타게팅 포드(EO TGP), 적외선 탐색 추적 장비(IRST) 등 7개 장비 | 12%   |
| 천궁                             | 다기능레이더(MFR) 등                                                                                          | 27%   |
| L-SAM                          | 다기능레이더(MFR) 등                                                                                          | 29%   |

자료: 유안타증권 리서치센터

## 방산부문 주요 수주공시 내역

| 상대업체    | 계약명                                       | 규모      | 시작         | 종료         |
|---------|-------------------------------------------|---------|------------|------------|
| 현대로템    | K2전차 3차양산 포수조준경 외 11항목                    | 80.8    | 2021-06-21 | 2023-12-31 |
|         | 폴란드 K2전차 수출사업 조준경 등 17종 계약                | 257.4   | 2023-12-04 | 2025-12-31 |
|         | 기타 판매·공급계약(비밀유지 약정으로 규모 비공개)              | 비공개     | 2025-03-10 | 2028-08-30 |
|         | 폴란드 EC2 K2GF 조준경 외 물품공급계약                 | 203.1   | 2025-12-11 | 2027-12-31 |
| 한화에어로   | 30mm 차륜형대공포 최초양산                          | 56.1    | 2020-09-17 | 2022-12-31 |
|         | 30mm 차륜형대공포 2차양산                          | 106.0   | 2023-03-07 | 2026-12-30 |
|         | 이집트 K9/K11 자동사격통제장치, C2장치 물품구매계약          | 82.2    | 2024-12-26 | 2028-12-29 |
|         | K21 보병전투차량 4차양산 물품구매계약(CP24113)           | 157.9   | 2025-03-31 | 2028-09-15 |
| 한국항공우주  | KF-X 체계개발 TFC(Terrain Following Computer) | 62.9    | 2019-12-31 | 2026-06-30 |
|         | 항법용 FLIR, 레이저경보수신기, 통제시험장치                | 41.9    | 2021-06-23 | 2023-08-30 |
|         | LAH 2차양산                                  | 163.9   | 2024-03-27 | 2027-06-30 |
|         | MC, MFD, ACCS, IRST(KF-21 최초 양산)          | 61.6    | 2024-11-26 | 2026-12-30 |
|         | KF-21 최초양산 AESA 레이더                       | 114.8   | 2024-06-25 | 2027-09-30 |
|         | KF-21 최초양산(잔여) AESA 레이더 외 12항목            | 124.8   | 2025-06-26 | 2028-12-15 |
|         | KF-21 최초양산(EOTGP)                         | 92.0    | 2026-04-20 | 2028-11-30 |
| TTI     | 천궁 II 다기능레이더 수출                           | 1,115.7 | 비공개        | 비공개        |
| LIG 넥스원 | TICN Block-I-2(TMMR) 2차 양산                | 233.0   | 2023-12-08 | 2025-11-21 |
|         | SA-MSAM 사업 다기능레이더 분야 양산                   | 1,195.3 | 2024-07-08 | 2034-03-26 |
|         | IM3 사업 다기능 레이더 분야 양산(이라크 천궁-II)           | 859.3   | 2025-10-27 | 2033-01-28 |
|         | L-SAM 양산(다기능레이더) 외 32항목                   | 357.3   | 2025-10-02 | 2030-12-31 |

자료: 한화시스템, 유안타증권 리서치센터

한화시스템 방산부문 사업영역

| 감시정찰<br>ISR                                                                                                                | 지휘통제<br>C5I                                                                                                                     | 해양<br>Naval                                                                                                               | 항공우주<br>Space & Air                                                                                                                                           |
|----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|---------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|---------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|---------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| <b>주요제품</b><br><ul style="list-style-type: none"> <li>항공기, 함정, 방공 무기체계에 탑재되는 AESA 기반의 청단 레이더 및 전자광학 분야의 제조 및 개발</li> </ul> | <b>주요제품</b><br><ul style="list-style-type: none"> <li>네트워크중심전(NCW)의 핵심인 전술정보통신 시스템으로 육·해·공·우주 및 사이버 전력을 연결하는 솔루션을 제공</li> </ul> | <b>주요제품</b><br><ul style="list-style-type: none"> <li>함정의 두뇌인 전투체계와 미래 해안 전장의 핵심인 무인체계 등 첨단 기술의 해양 시스템 제조 및 개발</li> </ul> | <b>주요제품</b><br><ul style="list-style-type: none"> <li>항공·고정익·회전익·무인기의 항공전자 핵심장비 공급</li> <li>우주·중대형 위성의 전자광학, SAR 탑재체 공급부터 소형위성의 체계, 탑재체 개발 솔루션을 공급</li> </ul> |

자료: 한화시스템

‘30년까지 CAGR +16%, ROE 10% 달성 전략

| Defense                                                                                                                                                                                         |                                                                                                                                                                             |                                                                                                                                                                       |                                                                                                                                                                                                      | ICT                                                                                                     |                                                                            |                                                                                 |
|-------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|-----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|-----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|---------------------------------------------------------------------------------------------------------|----------------------------------------------------------------------------|---------------------------------------------------------------------------------|
| <b>ISR</b><br><br><b>- Solution 01 -</b><br>국내 최초 전투기용 능동형위성배열 레이더, 무인기용 AESA 레이더 개발 및 시장 확대<br><br><b>- Solution 02 -</b><br>국내 유일 육·해·공 용 레이더·전자광학 핵심 기술 기반의 디지털 센서 융합 역할을 바탕으로 국내 독자기술 개발 지속 | <b>C5I</b><br><br><b>- Solution 01 -</b><br>육·해·공·우주 등 모든 공간을 연결하는 초연결·다계층 통신체계 구축 및 고도화<br><br><b>- Solution 02 -</b><br>지휘통제 및 교전통제 역할을 위한 지상의 방패 대공통합 방어솔루션 Provider로 성장 | <b>Naval</b><br><br><b>- Solution 01 -</b><br>‘함정의 두뇌’ 역할을 하는 전투체계 (CMS) 대한민국 해군 함정 100% 공급<br><br><b>- Solution 02 -</b><br>유무인 복합체계 운용을 위한 해양 무인체계 Total Line-up 구축 | <b>Space &amp; Air</b><br><br><b>- Solution 01 -</b><br>글로벌 수준 소형 군집 위성 체계<br><br><b>- Solution 02 -</b><br>위성용 고해상도 SAR 및 전자광학 탑재체<br><br><b>- Solution 03 -</b><br>항공기 성능개발 및 무인기 체계 개발 통합 패키지 솔루션 | <b>IT 아웃소싱</b><br>국제 표준 규격인 ISO9001 / 20000 / 27001를 기반한 IT 전문성과 고객별 차별화된 전략으로 <b>최적의 IT 서비스 확대</b><br> | <b>시스템 통합</b><br>제조/금융/제조 등 각 분야의 IT 시스템 구축과 통합 등 업무 특화 솔루션 확보 및 판로 확장<br> | <b>스마트 제조 / C&amp;E</b><br>스마트팩토리/아드/물류/빌딩 등 디지털 신기술 기반 분야별 전문 IT 솔루션 제공 확대<br> |

글로벌 방산·우주·무인체계 융합·ICT 기반 성장 플랫폼 구축

● 지표달성 세부 계획

|                                                                                                                                                                                                                            |                                                                                                                                                                         |                                                                                                                                                                                                                                              |
|----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|-------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| <b>Europe</b><br><b>AESA 레이더 협력 및 위성 탑재체 공급망 진출</b> <ul style="list-style-type: none"> <li>이탈리아, AESA 안테나조립체 수출</li> <li>이탈리아, AESA 레이더 공동개발 추진</li> <li>독일/폴란드 등, 위성 탑재체 공급망 참여</li> <li>폴란드, K2 전자 사격통제시스템 수출</li> </ul> |                                                                                                                                                                         | <b>USA</b> <span style="float: right;">진출예정</span><br><b>북미 차세대 방산 시장 진출 추진</b> <ul style="list-style-type: none"> <li>미국, 차세대 무인기공동개발</li> <li>미국, Philly 조전소 인수 완료</li> <li>미국, 위성 탑재체 공급망 참여</li> <li>글로벌 선사, 사이버 보안 솔루션 공급 추진</li> </ul> |
| <b>Asia</b><br><b>무인 해양체계·MUM-T 솔루션 선점</b> <ul style="list-style-type: none"> <li>필리핀, 차기 호위함 및 상륙함 성능개발 사업 추진</li> <li>태국, 연안경비함 및 호위함 전투체계 및 통합기관 제어체계 공급 사업 추진</li> </ul>                                               | <b>국내</b><br><b>디지털 선도기술 기반 IT 서비스 제공</b> <ul style="list-style-type: none"> <li>스마트팩토리, 스마트 물류, 스마트 아드</li> <li>생성형 AI 및 RPA 기반 디지털 워크 플랫폼</li> </ul>                  | <b>선도기술 기반 생산성 향상</b> <ul style="list-style-type: none"> <li>LowCode, AI Coding 등 적용</li> </ul>                                                                                                                                              |
| <b>Middle East</b><br><b>다출 방공·ICT 통합 패키지 수출 가속화</b> <ul style="list-style-type: none"> <li>사우디 &amp; UAE, M-SAM II 수출</li> <li>사우디 &amp; UAE, L-SAM 수출 추진</li> <li>아랍에미리트, K11 시스템 수출</li> </ul>                          | <b>Australia</b> <span style="float: right;">진출예정</span><br><b>다계층 전술통신 플랫폼 선제 제안</b> <ul style="list-style-type: none"> <li>호주, 차세대 군 통신 개발사업 (Land4140) 추진</li> </ul> |                                                                                                                                                                                                                                              |

자료: 한화시스템

## 한화시스템 (272210) 추정재무제표 (K-IFRS 연결)

| 손익계산서 (단위: 억원) |        |        |        |        |        |
|----------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 결산(12월)        | 2024A  | 2025A  | 2026F  | 2027F  | 2028F  |
| 매출액            | 28,037 | 36,642 | 45,932 | 54,039 | 64,281 |
| 매출원가           | 23,879 | 32,724 | 39,542 | 44,485 | 51,613 |
| 매출총이익          | 4,158  | 3,917  | 6,390  | 9,554  | 12,668 |
| 판매비            | 1,964  | 2,718  | 3,353  | 4,021  | 4,881  |
| 영업이익           | 2,193  | 1,199  | 3,036  | 5,534  | 7,787  |
| EBITDA         | 3,335  | 3,004  | 4,717  | 7,110  | 9,275  |
| 영업외손익          | 3,621  | -49    | 74     | 303    | 328    |
| 외환관련손익         | 164    | 30     | 0      | 0      | 0      |
| 이자손익           | -77    | -251   | -204   | 25     | 50     |
| 관계기업관련손익       | -126   | -53    | 53     | 53     | 53     |
| 기타             | 3,660  | 225    | 225    | 225    | 225    |
| 법인세비용차감전순이익    | 5,814  | 1,150  | 3,111  | 5,836  | 8,115  |
| 법인세비용          | 1,043  | -857   | 467    | 875    | 1,217  |
| 계속사업순이익        | 4,772  | 2,007  | 2,644  | 4,961  | 6,898  |
| 중단사업순이익        | -318   | 84     | 0      | 0      | 0      |
| 당기순이익          | 4,454  | 2,091  | 2,644  | 4,961  | 6,898  |
| 지배지분순이익        | 4,543  | 2,422  | 3,062  | 5,746  | 7,989  |
| 포괄순이익          | 4,108  | 23,970 | 24,523 | 26,840 | 28,776 |
| 지배지분포괄이익       | 4,197  | 23,985 | 24,538 | 26,856 | 28,794 |

주: 영업이익 산출 기준은 기존 k-GAAP과 동일. 즉, 매출액에서 매출원가와 판매비만 차감

| 현금흐름표 (단위: 억원)  |        |         |        |        |        |
|-----------------|--------|---------|--------|--------|--------|
| 결산(12월)         | 2024A  | 2025A   | 2026F  | 2027F  | 2028F  |
| 영업활동 현금흐름       | 1,326  | 787     | 805    | 3,342  | 4,604  |
| 당기순이익           | 4,454  | 2,091   | 2,644  | 4,961  | 6,898  |
| 감가상각비           | 923    | 1,411   | 1,343  | 1,286  | 1,238  |
| 외환손익            | -221   | 21      | 0      | 0      | 0      |
| 중속, 관계기업관련손익    | 164    | 53      | -53    | -53    | -53    |
| 자산부채의 증감        | -2,176 | -2,107  | -3,684 | -3,359 | -3,945 |
| 기타현금흐름          | -1,817 | -682    | 555    | 507    | 466    |
| 투자활동 현금흐름       | -4,420 | -11,704 | 13,073 | -3,673 | -4,133 |
| 투자자산            | -1,008 | -8,384  | 15,410 | -1,388 | -1,753 |
| 유형자산 증가 (CAPEX) | -2,398 | -2,989  | -1,000 | -1,000 | -1,000 |
| 유형자산 감소         | 1      | 16      | 0      | 0      | 0      |
| 기타현금흐름          | -1,015 | -347    | -1,337 | -1,285 | -1,379 |
| 재무활동 현금흐름       | 351    | 12,373  | 3,918  | 3,410  | 424    |
| 단기차입금           | -1,022 | 2,664   | 1,562  | 1,554  | -932   |
| 사채 및 장기차입금      | 2,450  | 8,763   | 2,000  | 1,500  | 1,000  |
| 자본              | -81    | 310     | 0      | 0      | 0      |
| 현금배당            | -524   | -654    | -935   | -935   | -935   |
| 기타현금흐름          | -473   | 1,291   | 1,291  | 1,291  | 1,291  |
| 연결범위변동 등 기타     | -19    | -200    | 154    | 28     | 308    |
| 현금의 증감          | -2,762 | 1,256   | 17,950 | 3,107  | 1,203  |
| 기초 현금           | 4,761  | 1,998   | 3,255  | 21,204 | 24,312 |
| 기말 현금           | 1,998  | 3,255   | 21,204 | 24,312 | 25,515 |
| NOPLAT          | 2,193  | 2,093   | 3,036  | 5,534  | 7,787  |
| FCF             | -1,072 | -2,202  | -195   | 2,342  | 3,604  |

자료: 유안타증권

주: 1. EPS, BPS 및 PER, PBR은 지배주주 기준임  
2. PER 등 valuation 지표의 경우, 확정치는 연평균 주가 기준, 전망치는 현재주가 기준임  
3. ROE, ROA의 경우, 자본, 자산 항목은 연초, 연말 평균을 기준으로 함

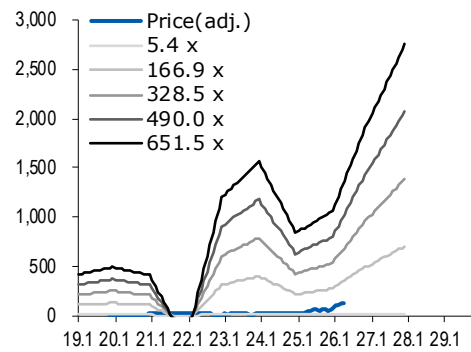
| 재무상태표 (단위: 억원) |        |         |         |         |         |
|----------------|--------|---------|---------|---------|---------|
| 결산(12월)        | 2024A  | 2025A   | 2026F   | 2027F   | 2028F   |
| 유동자산           | 22,861 | 29,285  | 81,933  | 118,289 | 155,304 |
| 현금및현금성자산       | 1,998  | 3,255   | 21,204  | 24,312  | 25,515  |
| 매출채권 및 기타채권    | 3,127  | 4,523   | 5,678   | 6,680   | 7,946   |
| 재고자산           | 6,101  | 8,107   | 10,163  | 11,957  | 14,223  |
| 비유동자산          | 35,242 | 73,987  | 57,897  | 58,709  | 59,974  |
| 유형자산           | 6,359  | 8,227   | 7,884   | 7,598   | 7,360   |
| 관계기업 등 지분관련 자산 | 246    | 5,485   | 6,875   | 8,089   | 9,622   |
| 기타투자자산         | 18,784 | 50,902  | 34,101  | 34,276  | 34,496  |
| 자산총계           | 58,104 | 103,273 | 139,829 | 176,998 | 215,278 |
| 유동부채           | 26,771 | 33,349  | 42,287  | 50,278  | 57,478  |
| 매입채무 및 기타채무    | 4,364  | 7,220   | 9,051   | 10,649  | 12,667  |
| 단기차입금          | 300    | 3,013   | 4,513   | 6,013   | 5,013   |
| 유동성장기부채        | 500    | 999     | 999     | 999     | 999     |
| 비유동부채          | 6,775  | 19,914  | 23,945  | 27,218  | 30,457  |
| 장기차입금          | 0      | 2,256   | 3,256   | 3,756   | 4,256   |
| 사채             | 2,493  | 8,476   | 9,476   | 10,476  | 10,976  |
| 부채총계           | 33,546 | 53,263  | 66,232  | 77,496  | 87,935  |
| 지배지분           | 24,901 | 48,492  | 72,498  | 99,188  | 128,120 |
| 자본금            | 9,446  | 9,446   | 9,446   | 9,446   | 9,446   |
| 자본잉여금          | 10,920 | 11,230  | 11,230  | 11,230  | 11,230  |
| 이익잉여금          | 5,893  | 7,087   | 9,214   | 14,025  | 21,079  |
| 비지배지분          | -343   | 1,518   | 1,099   | 315     | -777    |
| 자본총계           | 24,558 | 50,010  | 73,598  | 99,502  | 127,344 |
| 순차입금           | 1,522  | 11,278  | -3,523  | -3,936  | -5,526  |
| 총차입금           | 4,732  | 16,159  | 19,721  | 22,775  | 22,843  |

| Valuation 지표 (단위: 원, 배, %) |        |        |        |        |        |
|----------------------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 결산(12월)                    | 2024A  | 2025A  | 2026F  | 2027F  | 2028F  |
| EPS                        | 2,405  | 1,282  | 1,621  | 3,041  | 4,229  |
| BPS                        | 13,316 | 25,933 | 38,771 | 53,044 | 68,516 |
| EBITDAPS                   | 1,765  | 1,590  | 2,497  | 3,763  | 4,909  |
| SPS                        | 14,841 | 19,395 | 24,313 | 28,604 | 34,026 |
| DPS                        | 350    | 500    | 500    | 500    | 500    |
| PER                        | 7.9    | 36.1   | 72.4   | 38.6   | 27.7   |
| PBR                        | 1.4    | 1.8    | 3.0    | 2.2    | 1.7    |
| EV/EBITDA                  | 11.1   | 33.4   | 46.5   | 30.7   | 23.2   |
| PSR                        | 1.3    | 2.4    | 4.8    | 4.1    | 3.4    |

| 재무비율 (단위: 배, %) |       |       |       |       |       |
|-----------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 결산(12월)         | 2024A | 2025A | 2026F | 2027F | 2028F |
| 매출액 증가율 (%)     | 14.3  | 30.7  | 25.4  | 17.7  | 19.0  |
| 영업이익 증가율 (%)    | 78.9  | -45.3 | 153.2 | 82.2  | 40.7  |
| 지배순이익 증가율 (%)   | 30.1  | -46.7 | 26.4  | 87.6  | 39.0  |
| 매출총이익률 (%)      | 14.8  | 10.7  | 13.9  | 17.7  | 19.7  |
| 영업이익률 (%)       | 7.8   | 3.3   | 6.6   | 10.2  | 12.1  |
| 지배순이익률 (%)      | 16.2  | 6.6   | 6.7   | 10.6  | 12.4  |
| EBITDA 마진 (%)   | 11.9  | 8.2   | 10.3  | 13.2  | 14.4  |
| ROIC            | 27.8  | 22.9  | 17.0  | 12.0  | 10.8  |
| ROA             | 8.8   | 3.0   | 2.5   | 3.6   | 4.1   |
| ROE             | 19.6  | 6.6   | 5.1   | 6.7   | 7.0   |
| 부채비율 (%)        | 136.6 | 106.5 | 90.0  | 77.9  | 69.1  |
| 순차입금/자기자본 (%)   | 6.1   | 23.3  | -4.9  | -4.0  | -4.3  |
| 영업이익/금융비용 (배)   | 9.8   | 3.2   | 4.6   | 7.2   | 9.4   |

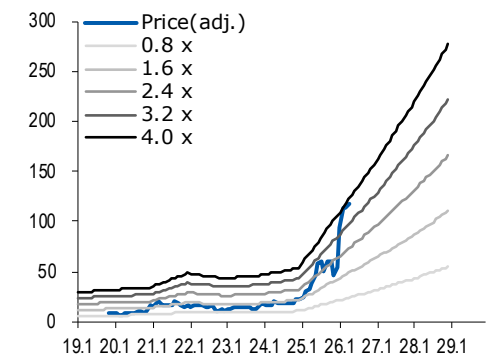
P/E band chart

(천원)

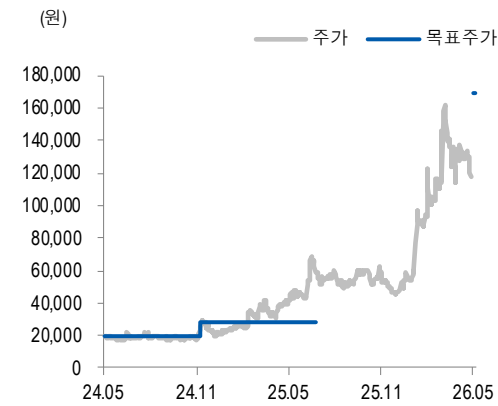


P/B band chart

(천원)



한화시스템 (272210) 투자등급 및 목표주가 추이



| 일자         | 투자<br>의견 | 목표가<br>(원) | 목표가격<br>대상시점 | 과리율        |                 |
|------------|----------|------------|--------------|------------|-----------------|
|            |          |            |              | 평균주가<br>대비 | 최고(최저)<br>주가 대비 |
| 2026-05-06 | BUY      | 169,000    | 1년           |            |                 |
| 2024-11-11 | BUY      | 28,000     | 1년           | 23.85      | 145.00          |
| 2024-03-06 | BUY      | 20,000     | 1년           | -7.43      | 16.00           |

자료: 유안타증권

주: 과리율 = (실제주가\* - 목표주가) / 목표주가 X 100

\* 1) 목표주가 제시 대상시점까지의 "평균주가"

2) 목표주가 제시 대상시점까지의 "최고(또는 최저) 주가"

| 구분             | 투자의견 비율(%) |
|----------------|------------|
| Strong Buy(매수) | 0          |
| Buy(매수)        | 94.9       |
| Hold(중립)       | 5.1        |
| Sell(비중축소)     | 0          |
| 합계             | 100.0      |

주: 기준일 2026-05-03

※ 해외 계열회사 등이 작성하거나 공표한 리포트는 투자등급 비율 산정시 제외

## Appendix

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

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

# 인텔리안테크 (189300)

## 성장의 서막: 非스타링크 진영의 활약 예고

### 비 스타링크 진영의 공통 분모

인텔리안테크는 '04년 설립된 위성통신 안테나 및 지상 게이트웨이 솔루션 전문 기업. GEO 기반 해상용 VSAT(중소형 파라볼릭 안테나) 1위 사업자. 선제적인 투자를 통해 ESA(평판형 안테나) 및 게이트웨이 관련 표준 기술 및 생산설비 확보하는 등, LEO, 지상, 항공으로 사업 영역 확장 중. 스타링크를 제외한 대부분의 위성통신 사업자와 협력 관계를 구축하면서 위성통신 시장 내 지배력을 확대 중. '25년 기준 제품별 매출 비중은 VSAT 36.2%, 게이트웨이 34.7%, ESA 26.4%, 기타(GMDSS 등) 2.7%로 구성

### 성장의 서막

Company A, 원웹, SES, ASTS 등 주요 고객사의 서비스 출시를 앞두고, '25년 말 4,286억원(YoY +68.7%)의 역대 최고 수주잔고 기록. 선제적 인프라 성격인 게이트웨이 잔고는 2,922억원(YoY +65.8%). 향후 고객사 서비스 출시에 따른 유저 터미널 수주 역시 확대될 전망. 또한 Company A와 원웹은 각각 '30년, '27년 이후 2세대 위성망 운용을 위한 사전 작업 중. 차세대 게이트웨이 프로젝트 수주 가능성이 높을 것으로 기대

'26년 매출액과 영업이익은 각각 4,107억원(YoY +28.5%), 영업이익 401억원(YoY +235.4%) 기록할 전망. 수주잔고에 기반한 가시성 높은 실적이라고 판단. Company A항 게이트웨이 및 원웹항 유저 터미널(ESA+VSAT) 매출 확대 전망. 또한 맨팩, GMDSS 등 역시 올해 온기로 반영되며, 실적 성장에 기여할 것으로 기대. 미국 현지 생산 라인 가동에 따라 전년 대비 비용 증가 예상되나, 영업 레버리지 효과로 상쇄될 전망

### 투자의견 Buy, 목표주가 180,000원으로 커버리지 개시

목표주가는 '27E EPS 4,515원에 Target PER 40배를 적용. 올해부터 주요 고객사들의 서비스가 출시될 예정. 고객사의 성과에 따라 성장 잠재력은 무궁무진한 구조. 당사는 위성통신의 핵심 밸류체인이자, 안정적인 실적 기반 보유, 40배 멀티플 적용은 과도하지 않다고 판단



백종민 방산/우주/AI/로보틱스  
jongmin.baik@yuantakorea.com  
신승우 Research Assistant  
sungwoo.shin@yuantakorea.com

BUY (I)

목표주가 180,000 (I)  
직전 목표주가 -원  
현재주가 (5/4) 142,000원  
상승여력 27%

|             |                    |
|-------------|--------------------|
| 시가총액        | 14,249억원           |
| 총발행주식수      | 10,737,497주        |
| 60일 평균 거래대금 | 271억원              |
| 60일 평균 거래량  | 218,921주           |
| 52주 고/저     | 143,400원 / 37,400원 |
| 외인지분율       | 21.36%             |
| 배당수익률       | 0.34%              |
| 주요주주        | 성상업 외 6 인          |

| 주가수익률 (%) | 1개월  | 3개월  | 12개월  |
|-----------|------|------|-------|
| 절대        | 10.5 | 26.3 | 245.6 |
| 상대        | 2.6  | 21.7 | 107.9 |
| 절대 (달러환산) | 12.9 | 22.5 | 231.1 |

#### Quarterly earning Forecasts

(억원, %)

|            | 1Q26E | 전년동기대비 | 전분기대비     | 컨센서스 | 컨센서스대비   |
|------------|-------|--------|-----------|------|----------|
| 매출액        | 733   | 69.0   | -41.1     | 692  | 5.8      |
| 영업이익       | 15    | 흑전     | -92.3     | 10   | 56.0     |
| 세전계속사업이익   | -2    | 적지     | 적전        | 5    | -143.7   |
| 지배순이익      | -1    | 적지     | 적전        | 11   | -105.4   |
| 영업이익률 (%)  | 2.1   | 흑전     | -13.9 %pt | 1.4  | +0.7 %pt |
| 지배순이익률 (%) | -0.1  | 적지     | 적전        | 1.5  | -1.6 %pt |

자료: 유안타증권

#### Forecasts and valuations (K-IFRS 연결)

(억원, 원, %, 배)

| 결산 (12월)  | 2024A  | 2025A | 2026F | 2027F |
|-----------|--------|-------|-------|-------|
| 매출액       | 2,578  | 3,196 | 4,107 | 5,231 |
| 영업이익      | -194   | 120   | 401   | 612   |
| 지배순이익     | -30    | 75    | 309   | 485   |
| PER       | -196.9 | 63.5  | 46.2  | 29.4  |
| PBR       | 2.2    | 1.7   | 4.6   | 3.9   |
| EV/EBITDA | 192.9  | 16.1  | 24.9  | 19.5  |
| ROE       | -1.1   | 2.8   | 11.0  | 15.1  |

자료: 유안타증권

금융투자분석사의 확인 및 중요 공시는 Appendix 참조

## Valuation

투자 의견 Buy, 목표주가 180,000원으로 커버리지를 개시한다. 목표주가는 27E EPS 4,515원에 Target PER 40배를 적용했다. 당사는 선제적인 연구개발 및 생산설비 투자를 통해 위성통신 인프라 시장 내 지배력을 확대하고 있다. 스타링크를 제외한 대부분의 위성통신 사업자와 협력 관계를 구축하고 있고, 올해부터 주요 고객사들의 서비스 출시가 예정되어 있다. 고객사들의 성과에 따라서 성장 잠재력은 무궁무진한 구조이다. 당사는 위성통신의 핵심 밸류체인이자, 안정적인 실적 기반을 보유하고 있다. 40배의 멀티플 적용은 적절한 수준이라고 판단된다.

## 인텔리안테크 밸류에이션 테이블

|               | 내용      | 비고              |
|---------------|---------|-----------------|
| 적용 EPS(원)     | 4,515   | 2027E 기준        |
| Target PER(배) | 40      |                 |
| 주당 가치(원)      | 180,596 |                 |
| 목표 주가(원)      | 180,000 | 1,000원 미만 단위 절삭 |
| 현재 주가(원)      | 142,000 | 05/04일 종가       |
| 상승 여력(%)      | 26.7    |                 |

자료: 유안타증권 리서치센터

## 주요 수주 계약

| 제품 분류  | 기업        | 계약 규모(억원) | 시작 기간   | 종료 기간   |
|--------|-----------|-----------|---------|---------|
| 게이트웨이  | ASTS      | 280.5     | 25년 8월  | 26년 12월 |
|        | Company A | 864.4     | 25년 12월 | 28년 2월  |
|        | Company A | 890.6     | 24년 9월  | 26년 10월 |
|        | Company A | 356.8     | 24년 4월  | 25년 11월 |
|        | Company A | 306.2     | 23년 8월  | 25년 9월  |
|        | TELESAT   | 289.8     | 24년 10월 | 27년 12월 |
| 유저 터미널 | Panasonic | 409.8     | 25년 9월  | 30년 9월  |
|        | SES       | 253.1     | 25년 6월  | 29년 9월  |
|        | SES       | 711.1     | 21년 10월 | 26년 8월  |

자료: 인텔리안테크, 유안타증권 리서치센터

## 글로벌 주요 저궤도 위성통신 사업자

| 사업자                    | 주요 궤도     | 주력 타겟 시장     | 핵심 서비스 및 기술적 특징                                       | 출시 연도 |
|------------------------|-----------|--------------|-------------------------------------------------------|-------|
| Starlink (SpaceX)      | LEO       | B2C, B2B, 군용 | 압도적 위성 수 기반의 글로벌 커버리지, 스타링크 V3를 통한 스마트폰 직접 연결(D2C) 강화 | 2020년 |
| Company A              | LEO       | B2C, 소규모 B2B | 저지연 광대역 인터넷, OTT, 클라우드 생태계 연동                         | 2026년 |
| TeraWave (Blue Origin) | LEO / MEO | B2B 백본, 정부   | 최대 6Tbps 레이저 광통신 중심, 데이터센터 간 초고속 연결 및 '우주의 광섬유' 역할    | 2027년 |
| Eutelsat OneWeb        | LEO / GEO | B2B, 정부, 해상  | 세계 최초 LEO-GEO 하이브리드 운영, 기업용 보안 및 항공/해상 전용망 특화         | 2021년 |
| Telesat                | LEO / GEO | B2B, 정부, 통신사 | Lightspeed 위성군 중심, 고성능 엔지니어링 및 기업 전용 고속 백본망 제공        | 2027년 |
| SES                    | MEO / GEO | 중대형 기업, 크루   | O3b mPOWER 기반 테라비트급 대역폭, 가변형 빔 할당을 통한 대용량 데이터 처리      | 2023년 |
| Inmarsat (Viasat)      | LEO / GEO | 해상, 항공 (안전)  | 기존 GX 위성통신에 원웹의 LEO 위성망과 LTE 등을 결합한 종합 위성통신 서비스       | 2025년 |
| AST SpaceMobile        | LEO       | B2C (D2C)    | 일반 스마트폰과 직접 연결되는 5G 위성 통신, 지상 기지국 없는 사각지대 해소          | 2026년 |

자료: 언론종합, 유안타증권 리서치센터 / 주: 하늘색 음영은 현재 동사와 연구개발 혹은 양산 진행 중, 노란색 음영은 신규 고객사 편입 가능성이 높은 기업

## 투자포인트

### 비 스타링크 진영의 공통 분모

스타링크를 필두로, 저궤도 위성통신 시장이 활성화되고 있다. 스타링크는 위성 제조 및 발사부터 지상 인프라, 서비스 운영까지 수직계열화를 완성했다. 글로벌 위성통신 시장은 '23년 523억 달러에서 '30년 2,000억 달러 규모로 급격한 성장이 예상되는 바, 후발주자들의 침투가 확대되고 있으며, 동사는 스타링크를 제외한 대부분의 위성통신 사업자와 협력 관계를 구축했다.

한편, 러·우 전쟁, 이란 사태 등으로 대두되는 위성 통신망의 중요성 역시 성장세를 가속화하는 요인이다. 현재는 대부분의 국가에서 스타링크의 위성망을 활용하고 있지만, 미국의 스탠스 변화는 리스크 요인이다. 이에 국가별 위성 통신망 내재화 니즈가 확대되는 추세이다. EU는 IRIS 프로젝트를 통해 독자적인 보안 통신망 구축하고 있으며, 한국(K-LEO), 캐나다(Telesat Lightspeed), 중국(Guowang) 등에서도 활발한 움직임이 나타나고 있다.

지상국(게이트웨이)와 유저터미널(VSAT+ESA 등)은 위성 통신망의 핵심 인프라이다. 1)가입자 수용 능력과, 2)서비스 커버리지, 3)서비스 품질을 극대화하기 위해서는 저궤도 군집 위성의 확충 뿐만 아니라 관련 인프라의 동시다발적인 확장이 필수적이다. 저궤도 위성망은 추락 방지를 위해 초속 7.5km 이상으로 지구를 회전하고 있기 때문에 특정 지역 상공을 지나가는 시간은 단 몇 분에 불과하다고 알려져 있다. 따라서 24시간 서비스를 위해 수백, 수천 대의 군집 운용이 필수적인데, 궤도 역학적으로 글로벌 서비스를 지향할 수 밖에 없는 구조이다. 유희 자산 방지를 위해 대규모 지상 인프라 구축은 필연적이다.

동사는 주요 고객사로 Eutelsat Oneweb(유저 터미널, 이하 원웹), Company A(게이트웨이, 이하 A), SES(게이트웨이+유저 터미널), Telesat(게이트웨이+유저 터미널), ASTS(게이트웨이), Panasonic(유저 터미널) 등을 확보했다. 고객사들은 자체 위성을 운영 관리하는 분야는 내재화를 하고 있지만, **지상국, 유저터미널은 동사와 협력하여 개발 및 양산을 진행할 예정이다**. 이는 1)안테나 개발 및 양산 리스크 분산, 2)유통 및 유지보수 네트워크의 필요성, 3)멀티 오빗 수요 증가(특정 궤도 의존도 축소)에 대비하기 위한 움직임으로 해석된다.

#### 위성 통신망의 소비처

| 국가/지역   | 주요 프로젝트            | 특징                                                         |
|---------|--------------------|------------------------------------------------------------|
| 유럽 (EU) | IRIS2              | 스타링크에 대응하는 EU 독자 저궤도 위성군. '유럽의, 유럽에 의한' 보안 통신망 구축 목표.      |
| 중국      | Guowang            | 국가 주도의 13,000대 규모 저궤도 위성 프로젝트. 미국 주도의 위성망에 대항하는 국가 자산화.    |
| 캐나다     | Telesat Lightspeed | 정부 차원에서 약 6억 달러 이상을 투자하며 자국 기업의 위성망을 국가 전략 자산으로 육성.        |
| 대한민국    | K-LEO              | 과기정통부 주도의 에타 통과를 통해 '2030년 독자 저궤도 통신위성 발사' 및 핵심 부품 국산화 추진. |

자료: 언론종합, 유안타증권 리서치센터

## 성과가 나타나는 원년

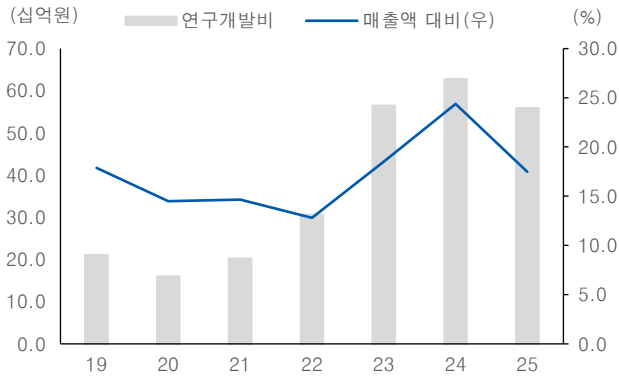
‘26년은 주요 고객사와의 협력 성과가 나타나는 원년이 될 전망이다. ‘21~24년까지 매년 연구개발비를 확대하며, ESA(Electronically Steerable Antenna, 평판형 안테나), 게이트웨이, 멀티오빗 VSAT(Very Small Aperture Terminal) 등에 대한 표준 기술을 확보했다. 또한 고객사의 양산 타임라인에 맞춰 선제적인 생산 시설 투자를 진행했고, 올해 7월부터는 미국 현지 공장 가동이 시작될 전망이다. 향후 고객사의 서비스 출시와 향후 주파수 진화(Ku/KA-→Q/V-→E 밴드)에 따른 외형 성장과 이익 레버리지가 기대된다.

A는 올해 중반 서비스 출시를 예고한 바 있다. 시장 침투 전략으로 자사 클라우드(스토리지+OTT 등) 서비스를 활용할 전망이다. 동사는 A와 ‘24년 연구개발 및 파일럿 사업을 진행했으며, ‘25년부터는 일부 양산 물량이 포함되기 시작했다. A는 동사를 통해 약 60~70개 수준의 지상국을 구축한 것으로 추정되는데, 글로벌 전역을 커버하기 위해서는 300개 이상의 지상국이 필요한 것으로 파악된다. 스타링크 역시 129개의 지상국을 운영하고 있음에도 불구하고, 아시아, 아프리카 지역의 인프라는 미비하다. 또한 A는 ‘30년 이후에는 2세대 위성 4,000대 이상을 추가 운영할 계획임에 따라 차세대 게이트웨이가 필요할 전망이다. 지상국 1곳당 동사의 매출은 약 15~20억원 발생하는 것으로 파악된다. **A향 1세대용 200개, 2세대용 300개의 지상국이 추가로 필요하다고 가정하면 향후 10년 간 7,500억원~1조원의 안정적인 매출 흐름이 예상된다.**

원웹과의 협력 강화도 기대되는 부분이다. 원웹의 1H26 LEO 매출은 YoY +49.5% 성장했으며, 장기 비전으로 위성 통신 사업 매출 ‘25~33E CAGR +12%, 이 중 LEO 관련 사업은 ‘25~33E CAGR +24% 증가할 것이라는 전망치를 발표했다. 동사는 원웹과 ESA 공동 개발 및 양산을 진행 중이다. 또한 해상용 멀티오빗(GEO+LEO) 서비스용 VSAT 및 군용 맨팩(휴대용 단말기) 역시 개발 완료 후 공급 중이다. 이 밖에도 항공기용 단말기는 원웹의 유통사 Panasonic과 공동 개발을 진행하는 등 협력 범위는 점차 확대되고 있다. 현재 원웹은 440대의 위성을 에어버스와 추가로 계약한 것으로 파악되는데, 추후 게이트웨이까지 협력 강화가 기대된다.

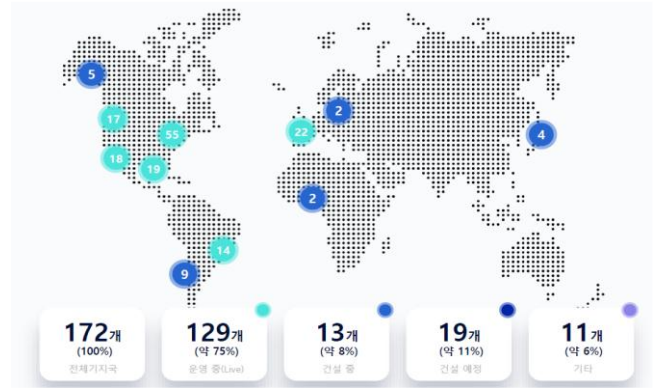
동사의 ‘25년 말 수주 잔고는 4,286억원으로 ‘24년 말 2,541억원 대비 68.7% 증가했다. 이 중 게이트웨이 잔고는 2,922억원으로 동기간 65.8% 증가했다. 동사의 전체 수주 잔고는 ‘25년 매출 기준으로 약 1.3배 수준, 게이트웨이 수주 잔고는 약 2.9배 수준이다. 고객사의 서비스 출시와 함께 수주 규모 확대와 높은 실적 가시성이 예상된다.

## 연구개발 투자 추이



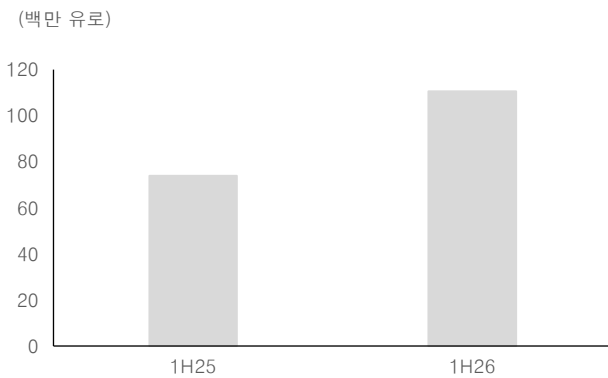
자료: 인텔리안테크, 유안타증권 리서치센터

## 스타링크 지상국 맵



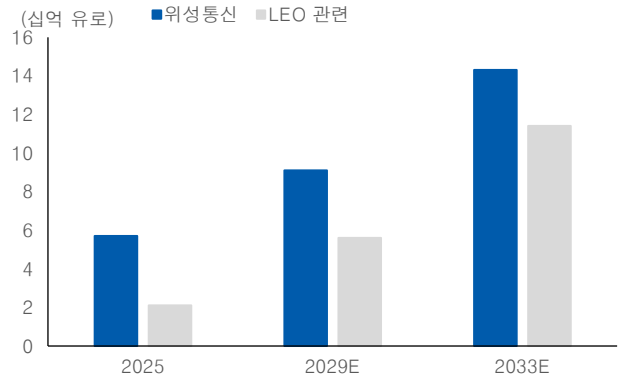
자료: Interactive Map

## Eutelsat OnwebLEO 매출 전년대비 49.5% 성장



자료: Eutelsat, 유안타증권 리서치센터

## Eutelsat Onweb의 장기 실적 가이드스



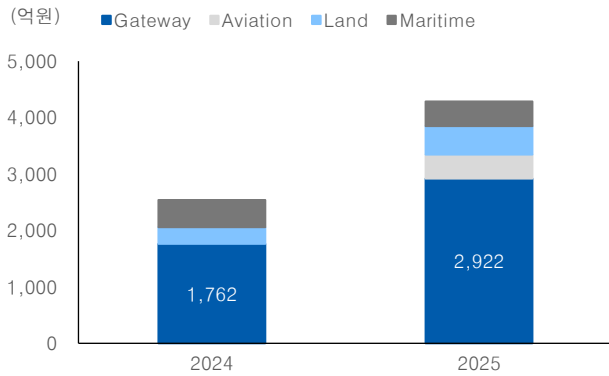
자료: Eutelsat, 유안타증권 리서치센터

## 스타링크를 제외한 대부분의 위성통신 사업자와 협력 관계 구축

|                |             | EUTELSAT<br>NETWORK SOLUTIONS | SES<br>ONWEB     | TELESAT          | Panasonic<br>AVIONICS | Company A        | AST<br>SpaceMobile | RISE <sup>2</sup> SpaceRISE |
|----------------|-------------|-------------------------------|------------------|------------------|-----------------------|------------------|--------------------|-----------------------------|
| Parabolic      | Land Fixed  | 양산/대량생산                       | 양산/대량생산          | 개발 진행중           |                       |                  |                    |                             |
|                | Maritime    | 양산/대량생산                       | 양산/대량생산          | 개발 기회            |                       |                  |                    |                             |
| Phased Array   | Enterprise  |                               | 개발 진행중           | 개발 진행중           |                       | 개발 기회            |                    |                             |
|                | Consumer    | 개발 완료<br>양산개시                 | 253억원<br>(25.07) | 113억원<br>(25.03) |                       | 306억원<br>(23.08) |                    |                             |
|                | Maritime    |                               |                  |                  |                       | 356억원<br>(24.04) |                    |                             |
|                | Land Mobile |                               |                  |                  |                       | 890억원<br>(24.09) |                    |                             |
|                | Man Pack    | Launching                     |                  |                  | 409억원<br>(25.09)      | 864억원<br>(25.12) |                    |                             |
|                | Aviation    | 개발 진행중                        | 개발 기회            | 개발 기회            | 개발 진행중                |                  | 280억원<br>(25.08)   |                             |
| Ground Gateway |             | Gen2 개발 기회                    | 123억원<br>(24.09) | 290억원<br>(24.10) |                       | 양산/대량생산          | 개발 진행중             |                             |

자료: 인텔리안테크

부문별 수주잔고



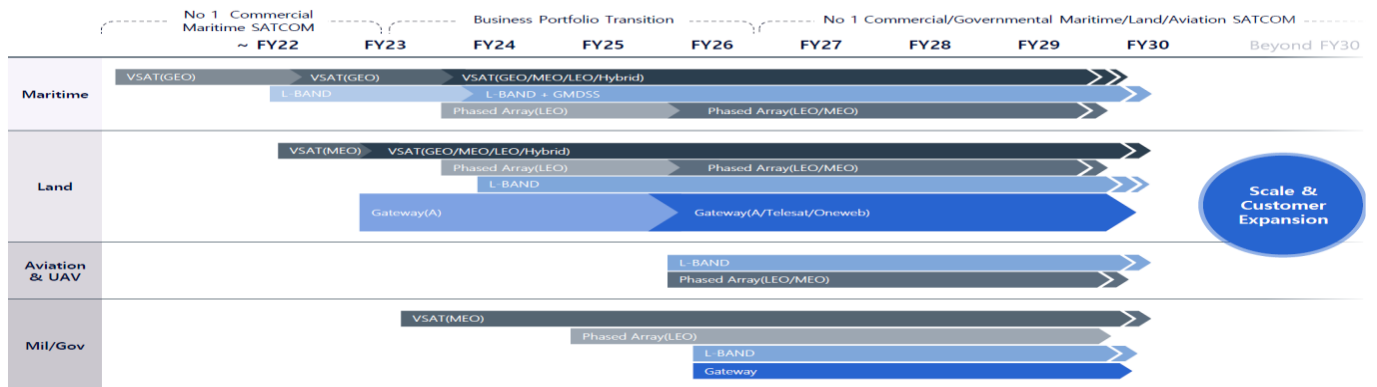
자료: 인텔리안테크, 유안타증권 리서치센터

게이트웨이 사업 현황 및 향후 계획



자료: 인텔리안테크

중장기 사업 포트폴리오



자료: 인텔리안테크, 유안타증권 리서치센터

글로벌 주요 LEO 기업 사업 영역

|                             | LEO satellite operators – in service |          | LEO satellite operators – not in service before 2027 |                 |                                                  | Legacy GEO operators – no proprietary LEO |                              |
|-----------------------------|--------------------------------------|----------|------------------------------------------------------|-----------------|--------------------------------------------------|-------------------------------------------|------------------------------|
|                             | eutelsat                             | starlink | amazon leo                                           | telesat         | Chinese constellations (Guowang, Thousand Sails) | SES <sup>▲</sup> Intelsat                 | Viasat <sup>▲</sup> inmarsat |
| Operational LEO fleet today | ✓                                    | ✓        | ✗                                                    | ✗               | ✗                                                | ✗                                         | ✗                            |
| Location                    | 🌐                                    | 🇺🇸       | 🌐                                                    | 🇨🇦              | 🌐                                                | 🌐                                         | 🌐                            |
| B2B offering                | ✓<br>Core focus                      | ✓        | ✓                                                    | ✓<br>Core focus | ✓                                                | ✓                                         | ✓                            |
| Multi-orbit constellation   | ✓                                    | ✗        | ✗                                                    | ✓               | ✗                                                | ✓<br>GEO/MEO                              | ✗<br>via partnership         |
| Priority spectrum rights    | +++                                  | ++       | -                                                    | -               | -                                                | +++                                       | -                            |

자료: Eutelsat Oneweb

## 실적

2026년 매출액 4,107억원(YoY +28.5%), 영업이익 401억원(YoY +235.4%, OPM 9.8%)를 전망한다. 역대 최고 수준의 수주잔고에 기반하는 높은 실적 가시성이 예상된다. A사 항 게이트웨이와 원웹항 유저 터미널(ESA+VSAT) 매출의 견조한 성장세가 예상되는 가운데, '25년 말부터 판매를 시작한 군용 매패과 작년 수주한 신규 고객사향 매출이 온기로 가세할 전망이다. 이 밖에도 GMDSS(해상조난안전시스템) 제품 상용화가 시작되며 200억원 이상의 신규 매출이 기여할 것으로 파악된다.

비용은 미국 현지 생산 라인 가동에 따른 인건비 및 상각비 발생에 따라 소폭 증가할 것으로 예상되나, 매출 성장 효과 대비 영향이 제한적일 것이다. 당사는 '25년을 기점으로 매패 등 연구개발 사업 완료에 따른 R&D 비용을 매출액 대비 13% 수준으로 추정했는데, 동사의 R&D 지출 정책(매출 대비 15%)보다 낮은 수준이다. 실제 연구개발비가 추가로 집행됨에 따라 영업이익의 하향 조정 가능성이 존재한다. 다만, 이는 기존 고객사의 차세대 사업 혹은 신규 고객사의 진입 등에 기인한 결과일 것으로 예상되는 바, 동사의 중장기 펀더멘탈에는 오히려 긍정적이라고 판단된다.

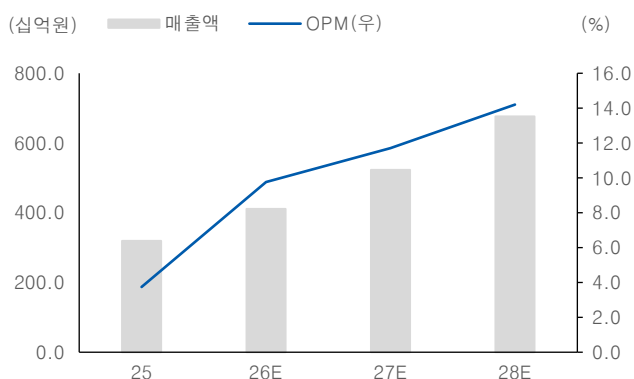
인텔리안테크 실적 추이 및 전망

(단위: 억원)

|        | 1Q25  | 2Q25 | 3Q25 | 4Q25  | 1Q26E | 2Q26E | 3Q26E | 4Q26E | 25    | 26E   | 27E   |
|--------|-------|------|------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 매출액    | 43.4  | 74.7 | 77.2 | 124.3 | 73.3  | 105.1 | 99.3  | 133.0 | 319.6 | 410.7 | 523.1 |
| YoY(%) | -7.2  | 4.2  | 23.8 | 61.4  | 69.0  | 40.7  | 28.6  | 7.0   | 24.0  | 28.5  | 27.4  |
| 영업이익   | -12.0 | 1.8  | 2.4  | 19.9  | 1.5   | 11.0  | 7.5   | 20.1  | 12.0  | 40.1  | 61.2  |
| YoY(%) | 적지    | 93.4 | 흑전   | 흑전    | 흑전    | 526.5 | 215.2 | 1.0   | 흑전    | 235.4 | 52.7  |
| OPM(%) | -27.8 | 2.4  | 3.1  | 16.0  | 2.1   | 10.5  | 7.5   | 15.1  | 3.7   | 9.8   | 11.7  |

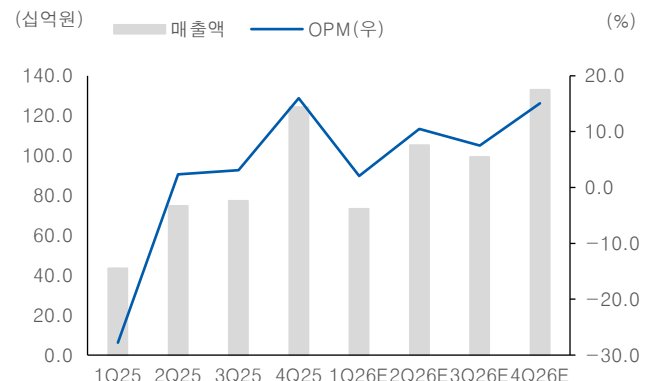
자료: 유안타증권 리서치센터

연간 실적 추이 및 전망



자료: 유안타증권 리서치센터

분기 실적 추이 및 전망



자료: 유안타증권 리서치센터

인텔리안테크 (189300) 추정재무제표 (K-IFRS 연결)

| 손익계산서 (단위: 억원) |       |       |       |       |       |
|----------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 결산(12월)        | 2024A | 2025A | 2026F | 2027F | 2028F |
| 매출액            | 2,578 | 3,196 | 4,107 | 5,231 | 6,757 |
| 매출원가           | 1,583 | 1,947 | 2,516 | 3,184 | 4,089 |
| 매출총이익          | 994   | 1,249 | 1,591 | 2,047 | 2,668 |
| 판매비            | 1,189 | 1,129 | 1,190 | 1,435 | 1,709 |
| 영업이익           | -194  | 120   | 401   | 612   | 959   |
| EBITDA         | 34    | 367   | 625   | 799   | 1,116 |
| 영업외손익          | 172   | -53   | -38   | -42   | -43   |
| 외환관련손익         | 140   | -26   | 0     | 0     | 0     |
| 이자손익           | -23   | -43   | -54   | -58   | -59   |
| 관계기업관련손익       | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 기타             | 55    | 16    | 16    | 16    | 16    |
| 법인세비용차감전순이익    | -22   | 67    | 363   | 570   | 916   |
| 법인세비용          | 8     | -8    | 54    | 86    | 137   |
| 계속사업순이익        | -30   | 75    | 309   | 485   | 779   |
| 중단사업순이익        | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 당기순이익          | -30   | 75    | 309   | 485   | 779   |
| 지배지분순이익        | -30   | 75    | 309   | 485   | 779   |
| 포괄순이익          | -38   | 91    | 325   | 501   | 795   |
| 지배지분포괄이익       | -38   | 91    | 325   | 501   | 795   |

주: 영업이익의 산출 기준은 기존 k-GAAP과 동일. 즉, 매출액에서 매출원가와 판매비만 차감

| 현금흐름표 (단위: 억원)  |       |       |       |       |       |
|-----------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 결산(12월)         | 2024A | 2025A | 2026F | 2027F | 2028F |
| 영업활동 현금흐름       | 40    | -182  | 161   | 167   | 180   |
| 당기순이익           | -30   | 75    | 309   | 485   | 779   |
| 감가상각비           | 163   | 166   | 155   | 129   | 108   |
| 외환손익            | -72   | 10    | 0     | 0     | 0     |
| 중속, 관계기업관련손익    | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 자산부채의 증감        | -179  | -704  | -564  | -697  | -948  |
| 기타현금흐름          | 158   | 271   | 261   | 250   | 241   |
| 투자활동 현금흐름       | -265  | 161   | -108  | -9    | -12   |
| 투자자산            | -219  | 256   | -3    | -3    | -5    |
| 유형자산 증가 (CAPEX) | -101  | -125  | -100  | 0     | 0     |
| 유형자산 감소         | 12    | 48    | 0     | 0     | 0     |
| 기타현금흐름          | 43    | -17   | -5    | -6    | -7    |
| 재무활동 현금흐름       | -135  | 131   | -110  | -140  | -260  |
| 단기차입금           | -7    | 144   | 150   | 100   | 50    |
| 사채 및 장기차입금      | 19    | 99    | -50   | -30   | -100  |
| 자본              | 6     | 6     | 0     | 0     | 0     |
| 현금배당            | -11   | -10   | -20   | -20   | -20   |
| 기타현금흐름          | -141  | -108  | -189  | -189  | -189  |
| 연결범위변동 등 기타     | 16    | 4     | -3    | 0     | -16   |
| 현금의 증감          | -345  | 114   | -59   | 19    | -108  |
| 기초 현금           | 559   | 215   | 328   | 269   | 288   |
| 기말 현금           | 215   | 328   | 269   | 288   | 180   |
| NOPLAT          | -262  | 133   | 401   | 612   | 959   |
| FCF             | -61   | -308  | 61    | 167   | 180   |

자료: 유안타증권

주: 1. EPS, BPS 및 PER, PBR은 지배주주 기준임  
2. PER 등 valuation 지표의 경우, 확정치는 연평균 주가 기준, 전망치는 현재주가 기준임  
3. ROE, ROA의 경우, 자본, 자산 항목은 연초, 연말 평균을 기준으로 함

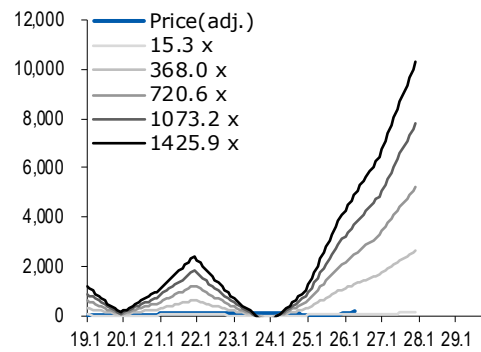
| 재무상태표 (단위: 억원) |       |       |       |       |       |
|----------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 결산(12월)        | 2024A | 2025A | 2026F | 2027F | 2028F |
| 유동자산           | 2,253 | 2,768 | 3,524 | 4,544 | 5,808 |
| 현금및현금성자산       | 215   | 328   | 269   | 288   | 180   |
| 매출채권 및 기타채권    | 718   | 1,302 | 1,653 | 2,106 | 2,720 |
| 재고자산           | 872   | 1,007 | 1,294 | 1,649 | 2,130 |
| 비유동자산          | 2,154 | 2,196 | 2,075 | 1,891 | 1,739 |
| 유형자산           | 1,149 | 1,091 | 1,035 | 906   | 798   |
| 관계기업 등 자본관련 자산 | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 기타투자자산         | 494   | 487   | 490   | 494   | 498   |
| 자산총계           | 4,407 | 4,965 | 5,600 | 6,435 | 7,547 |
| 유동부채           | 917   | 1,476 | 1,821 | 2,162 | 2,539 |
| 매입채무 및 기타채무    | 283   | 456   | 586   | 747   | 964   |
| 단기차입금          | 499   | 643   | 793   | 893   | 943   |
| 유동성장기부채        | 84    | 149   | 149   | 149   | 149   |
| 비유동부채          | 844   | 826   | 812   | 826   | 787   |
| 장기차입금          | 541   | 405   | 355   | 325   | 225   |
| 사채             | 0     | 200   | 200   | 200   | 200   |
| 부채총계           | 1,761 | 2,302 | 2,633 | 2,988 | 3,325 |
| 지배지분           | 2,646 | 2,663 | 2,967 | 3,447 | 4,221 |
| 자본금            | 54    | 54    | 54    | 54    | 54    |
| 자본잉여금          | 2,104 | 2,110 | 2,110 | 2,110 | 2,110 |
| 이익잉여금          | 552   | 630   | 918   | 1,382 | 2,141 |
| 비지배지분          | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 자본총계           | 2,646 | 2,663 | 2,967 | 3,447 | 4,221 |
| 순차입금           | 648   | 1,151 | 1,307 | 1,355 | 1,407 |
| 총차입금           | 1,248 | 1,491 | 1,591 | 1,661 | 1,611 |

| Valuation 지표 (단위: 원, 배, %) |        |        |        |        |        |
|----------------------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 결산(12월)                    | 2024A  | 2025A  | 2026F  | 2027F  | 2028F  |
| EPS                        | -281   | 695    | 2,874  | 4,515  | 7,252  |
| BPS                        | 25,505 | 26,101 | 29,044 | 33,746 | 41,325 |
| EBITDAPS                   | 318    | 3,418  | 5,818  | 7,445  | 10,395 |
| SPS                        | 24,016 | 29,779 | 38,250 | 48,717 | 62,927 |
| DPS                        | 100    | 200    | 200    | 200    | 200    |
| PER                        | -196.9 | 63.5   | 46.2   | 29.4   | 18.3   |
| PBR                        | 2.2    | 1.7    | 4.6    | 3.9    | 3.2    |
| EV/EBITDA                  | 192.9  | 16.1   | 24.9   | 19.5   | 14.0   |
| PSR                        | 2.3    | 1.5    | 3.5    | 2.7    | 2.1    |

| 재무비율 (단위: 배, %) |       |       |       |       |       |
|-----------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 결산(12월)         | 2024A | 2025A | 2026F | 2027F | 2028F |
| 매출액 증가율 (%)     | -15.5 | 24.0  | 28.5  | 27.4  | 29.2  |
| 영업이익 증가율 (%)    | 적전    | 흑전    | 235.3 | 52.7  | 56.7  |
| 지배순이익 증가율 (%)   | 적전    | 흑전    | 313.4 | 57.1  | 60.6  |
| 매출총이익률 (%)      | 38.6  | 39.1  | 38.7  | 39.1  | 39.5  |
| 영업이익률 (%)       | -7.5  | 3.7   | 9.8   | 11.7  | 14.2  |
| 지배순이익률 (%)      | -1.2  | 2.3   | 7.5   | 9.3   | 11.5  |
| EBITDA 마진 (%)   | 1.3   | 11.5  | 15.2  | 15.3  | 16.5  |
| ROIC            | -9.6  | 4.3   | 9.7   | 12.8  | 17.1  |
| ROA             | -0.7  | 1.6   | 5.8   | 8.1   | 11.1  |
| ROE             | -1.1  | 2.8   | 11.0  | 15.1  | 20.3  |
| 부채비율 (%)        | 66.5  | 86.4  | 88.7  | 86.7  | 78.8  |
| 순차입금/자기자본 (%)   | 24.5  | 43.2  | 44.1  | 39.3  | 33.3  |
| 영업이익/금융비용 (배)   | -3.3  | 2.2   | 6.5   | 9.4   | 14.6  |

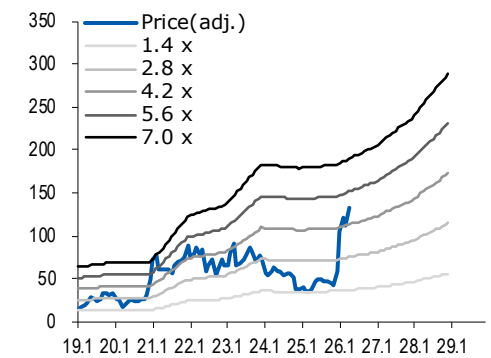
P/E band chart

(천원)

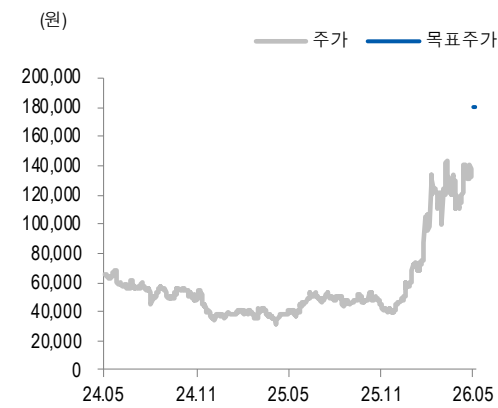


P/B band chart

(천원)



인텔리안테크 (189300) 투자등급 및 목표주가 추이



| 일자         | 투자<br>의견 | 목표가<br>(원) | 목표가격<br>대상시점 | 과리율<br>평균주가<br>대비 | 최고(최저)<br>주가 대비 |
|------------|----------|------------|--------------|-------------------|-----------------|
| 2026-05-06 | BUY      | 180,000    | 1년           |                   |                 |

자료: 유안타증권

주: 과리율 = (실제주가\* - 목표주가) / 목표주가 X 100

\* 1) 목표주가 제시 대상시점까지의 "평균주가"

2) 목표주가 제시 대상시점까지의 "최고(또는 최저) 주가"

| 구분             | 투자의견 비율(%) |
|----------------|------------|
| Strong Buy(매수) | 0          |
| Buy(매수)        | 94.9       |
| Hold(중립)       | 5.1        |
| Sell(비중축소)     | 0          |
| 합계             | 100.0      |

주: 기준일 2026-05-03

※ 해외 계열회사 등이 작성하거나 공표한 리포트는 투자등급 비율 산정시 제외

## Appendix

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

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

# 세트렉아이 (099320)

## 국내 No.1 관측위성 기업

### 관측위성의 모든 것을 내재화한 국내 유일의 기업

세트렉아이는 '99년 설립된 지구관측 위성체계 개발 및 제조 전문 기업. 관측위성 설계부터 운용까지 전 주기를 자체 수행할 수 있는 3대 핵심기술(위성본체+전자광학 탑재체+지상국) 내재화 완료. 자회사 SIIS(SI Imaging Services)를 통해 위성 영상 판매 및 용량 임대 사업 병행. 아리랑위성 3, 3A, 5호의 영상 데이터의 상용 수요를 담당 중이며, '25년 말부터는 0.25M급 초고해상도 자체 개발 위성 SpaceEye-T의 영상 판매 매출 발생 중. '25년 기준 사업부문별 매출 비중은 위성사업 95.1%, SIIS 4.0%, SIA(위성영상 분석사업) 0.9%로 구성

### 수주 호조에 따른 레버리지 효과 기대

연초부터 해외기관 대상 2,830억원 규모의 위성영상 획득 장비 공급 계약을 체결하며, 수주 호조세 예고. 1Q26 기준 수주잔고는 6,000억원에 육박할 것으로 예상. 연중 초소형 위성체계(1.4조원 규모. 10월 사업자 선정, 한화시스템-SI의 H모델 vs 한국항공우주-LIG D&A K모델 경쟁 중) 등의 **대형 사업들이 반영될 경우, 연말 1조원 이상의 잔고를 기대해볼 수 있을 것으로 예상**됨. 기존 위성의 수명 종료와 재방문 주기 단축을 위해 후속 사업 소요도 제기되는 상황. 동사가 '20년 수주한 초소형 군집위성 사업 20기의 후속 발사 및 지상체 분야로 참여한 425 후속 사업 등이 대표적. 초소형 군집위성 사업은 '25~'27년 중 11기 발사를 완료하고, '28년부터는 수명 종료에 따른 교체 수요 발생 예상. 425 사업은 '25년 말 전력화 완료 후 '29년부터는 교체를 시작해야하는 상황으로 파악됨. 후속 사업부터는 반복 생산(개발기간 단축 등)에 따른 수익성 개선 효과가 예상되며, 규모 역시 확대되는 추세

언론 보도에 따르면, SIIS는 유럽 기관과 SpaceEye-T 기반 수천만 유로 규모의 위성 영상 공급 계약을 체결. 구체적인 계약 내용 파악은 어렵지만, 고객사 1개당 연간 50~100억원 매출 잠재력을 보유한 것으로 파악됨. 일부 개발비 및 감가상각비를 제외하면 추가적인 고정비 발생이 제한적인 구조. '28년에는 2호기 발사 예정. 재방문 주기 단축 등으로 데이터 분석력의 질적 향상이 기대되며, 레버리지 효과에 기인한 수익성 향상이 역시 동반될 전망. **위성 제조 중심에서 위성 영상 데이터 플랫폼으로 변모해가는 중.** 플래닛랩스(PL), 블랙스카이(BKSY) 등의 Trailing PSR은 15~40배로 동사 대비 50% 이상의 프리미엄 형성. 밸류에이션 측면에서도 매력적

#### Forecasts and valuations (K-IFRS 개별)

(억원, 원, %, 배)

| 결산 (12월)  | 2022A    | 2023A | 2024A | 2025A |
|-----------|----------|-------|-------|-------|
| 매출액       | 788      | 1,152 | 1,617 | 1,979 |
| 영업이익      | -32      | 87    | 102   | 166   |
| 지배순이익     | 11       | 565   | 168   | 190   |
| PER       | 300.1    | 5.3   | 27.1  | 29.9  |
| PBR       | 2.6      | 1.5   | 1.8   | 2.1   |
| EV/EBITDA | -4,905.3 | 15.5  | 19.8  | 22.8  |
| ROE       | 0.9      | 30.4  | 6.8   | 7.2   |

자료: 유안타증권



백종민 방산/우주/AI/로보틱스

jongmin.baik@yuantakorea.com

신승우 Research Assistant

sungwoo.shin@yuantakorea.com

## NOT RATED (I)

### 목표주가

-원 (I)

### 직전 목표주가

-원

### 현재주가 (5/4)

168,000원

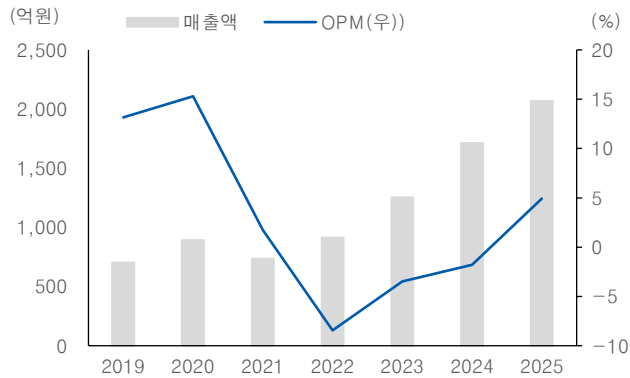
### 상승여력

-

|             |                    |
|-------------|--------------------|
| 시가총액        | 18,398억원           |
| 총발행주식수      | 10,951,278주        |
| 60일 평균 거래대금 | 427억원              |
| 60일 평균 거래량  | 233,107주           |
| 52주 고/저     | 214,000원 / 44,850원 |
| 외인지분율       | 10.84%             |
| 배당수익률       | 0.15%              |
| 주요주주        | 한화에어로스페이스 외 4인     |

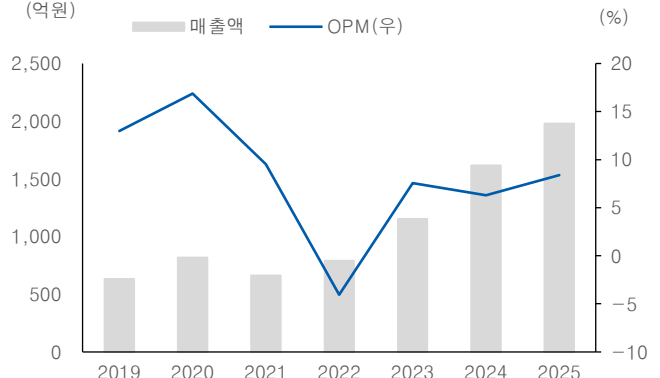
| 주가수익률 (%) | 1개월    | 3개월    | 12개월  |
|-----------|--------|--------|-------|
| 절대        | 0.4    | (21.5) | 255.2 |
| 상대        | (12.0) | (25.7) | 111.2 |
| 절대 (달러환산) | 3.3    | (22.2) | 241.2 |

#### 연간 연결 실적 추이



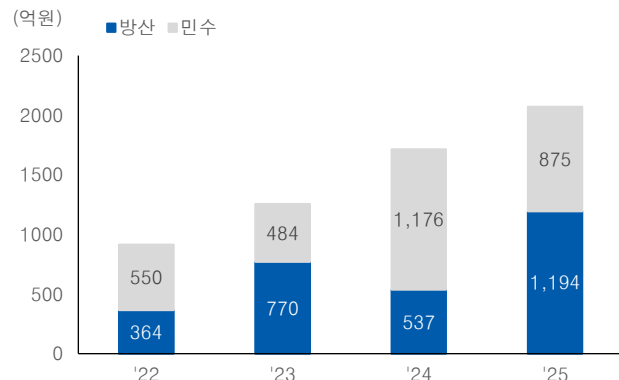
자료: SI, 유안타증권 리서치센터

#### 연간 별도 실적 추이



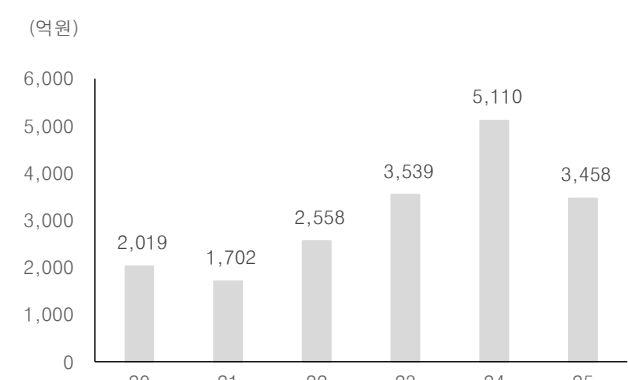
자료: SI, 유안타증권 리서치센터

#### 연간 사업 분야별 실적 추이



자료: SI, 유안타증권 리서치센터

#### 연간 수주잔고 추이



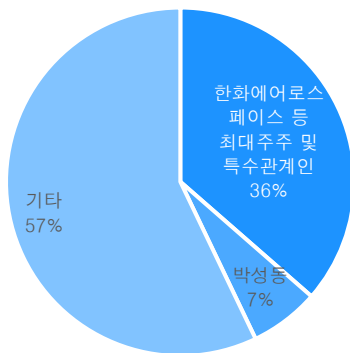
자료: SI, 유안타증권 리서치센터

#### 주요 사업 영역

|        | 사업 영역        | 내용                                         |
|--------|--------------|--------------------------------------------|
| 위성사업   | 위성본체         | 고속 기동, 고속 데이터 전송, 안정적 전력 공급 등의 기능 수행       |
|        | 전자광학(EO) 탑재체 | 대구경 정밀 광학계와 고성능 전자부로 고품질 영상 생산             |
|        | 지상국          | 미션 최적화 지상 시스템, 위성 운용 효율과 영상 품질 향상          |
| 주요 자회사 | SIIS         | 위성영상 공급 서비스, 초고해상도 영상을 비롯한 다양한 지구관측 데이터 공급 |
|        | SIA          | 인공지능 기반 위성영상 분석사업                          |

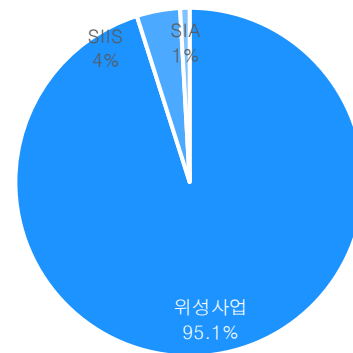
자료: SI, 유안타증권 리서치센터

## 주주구성



자료: SI, 유안타증권 리서치센터

## '25년 연결 기준 사업부문별 매출 비중



자료: SI, 유안타증권 리서치센터

## 국내 관측 위성 프로젝트 진행 상황 및 수주 기회

| 사업명         | 시작 연도 | 내용                                                              | 예산 규모(억원) | 비고                                                          |
|-------------|-------|-----------------------------------------------------------------|-----------|-------------------------------------------------------------|
| 초소형 군집위성    | 2020  | 100kg 미만 초소형위성 군집운영 한반도 및 주변 해역 고빈도 감시 목적                       | 2,400     | 24년 1호기, 26년 2~6호기, 27년 7~11호기                              |
| 초소형 군집위성 후속 | 미정    | 기존 사업 수명 종료에 따른 교체 및 성능 고도화                                     | 4,800(추정) | 12~31호기(시기 미정)                                              |
| 425         | 2015  | 군 최초 한반도와 주변을 감시하는 정찰 위성 5기(SAR 위성 4기, 정찰위성 1기) 획득, 킬 체인의 핵심 요소 | 12,000    | 25년에 전력화 완료                                                 |
| 425 후속      | 미정    | 12기(SAR 10기, EO 2기) 추가 도입. 1차 사업 '29년 이전 수명 종료. 추가 개발 소요 제기되는 중 | 30,000    | 재방문 주기 2시간에서 30분으로 단축 '30년 전력화 계획                           |
| 초소형 위성체계    | 2022  | 40기 초소형 SAR 위성 등 배치. 다부처 공동개발                                   | 14,000    | 26년 사업자 선정 예정. H 모델(한화시스템·썬트렉아이), K 모델(한국항공우주·LIG D&A) 경쟁 중 |

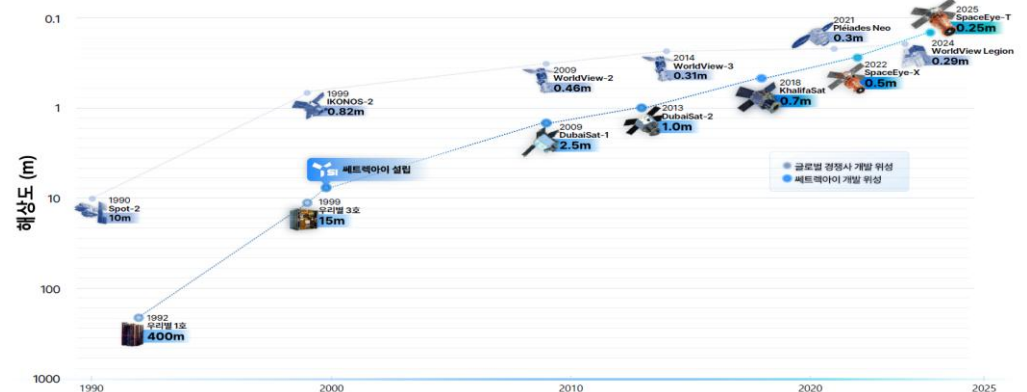
자료: 우주항공청, 국방부, 언론종합, 유안타증권 리서치센터

주요 수주 공시 내역

| 계약일시    | 사업명                                    | 거래 상대방      | 계약 규모(억원) |
|---------|----------------------------------------|-------------|-----------|
| 26년 2월  | 위성영상 획득 장비 공급                          | 해외 기관       | 2,831     |
| 24년 7월  | 민간 광학위성(1호 및 2호) 개발                    | 한국항공우주연구원   | 1,727     |
| 24년 4월  | 전기/기계장치                                | 한화시스템       | 1,013     |
| 24년 4월  | 위성데이터 변환모듈 시제(1차) 제작 용역                | 정부출연연구기관    | 53        |
| 24년 1월  | 조기경보 탑재체 제작                            | 국방과학연구소     | 150       |
| 23년 12월 | 저궤도 통신 시험위성 위성체종합 및 플랫폼 제작             | 국방과학연구소     | 179       |
| 23년 12월 | 위성종합 및 플랫폼                             | 국방과학연구소     | 156       |
| 22년 12월 | 전기/기계장치                                | 정부출연연구기관    | 421       |
| 22년 12월 | MRSS 위성체 플랫폼                           | 국방과학연구소     | 92        |
| 22년 12월 | 저궤도 OBP 네트워크 시험지원 기술                   | 국방기술진흥연구소   | 122       |
| 22년 12월 | MNS 송신기 시제                             | 국방과학연구소     | 92        |
| 22년 12월 | AI 기반 초소형 위성체계 SAR 징후탐지 및 초해상도 영상복원 기술 | 국방기술진흥연구소   | 83        |
| 22년 6월  | DSAR-TD 개발                             | 해외 정부기관     | 124       |
| 21년 10월 | 우주기상 예경보체계                             | 방위사업청       | 105       |
| 21년 5월  | 위성데이터 변환모듈 시제(4차) 제작 용역                | 정부출연연구기관    | 108       |
| 20년 10월 | 차세대중형위성4호 전자광학부체계(EOS) 개발              | 한국항공우주연구원   | 135       |
| 20년 8월  | 초소형위성 군집시스템 시스템/본체/탑재체 개발              | 한국과학기술원     | 835       |
| 19년 12월 | 소형/경량 SAR 위성군 본체 개발 연구 시제              | 국방과학연구소     | 73        |
| 19년 10월 | 해위 위성 부분품 공급                           | 해외 기관       | 84        |
| 19년 6월  | 425지상체                                 | 국방과학연구소     | 868       |
| 19년 3월  | 0000 시스템 공급                            | 해외 정부기관     | 753       |
| 18년 12월 | 0000 성능개량                              | 정부출연연구기관    | 115       |
| 18년 12월 | The NeuSAR SYSTEM                      | 해외 정부기관     | 188       |
| 16년 8월  | GOCI-II 지상시스템 개발 및 설치/시험용역             | 한국해양과학기술원   | 49        |
| 16년 6월  | 성층권 장기체공기 탑재용 기상센서 및 지상체 제작            | 기상청 국립기상과학원 | 25        |
| 16년 3월  | 위성용 카메라 공급                             | 해외          | 626       |

자료: SI, 유안타증권 리서치센터

세트렉아이 위성 경쟁력



자료: SI, 유안타증권 리서치센터

## 글로벌 최고사양 관측 위성과의 사양 비교

## • Maxar(미국)

**WorldView-3**



**Price**

- \$300M

**Bus (Platform)**

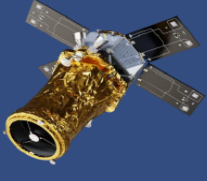
- < 2,800 kg
- (Φ2.5 m X 5.7 m)
- 3.5m CE90
- 7yr

**EO Payload**

- PAN 0.31m / MS 1.24m (@ 617 km)
- 13 km swath width
- 2.19 Tbits

## • SI

**SpaceEye-T**



**Price**

- \$100M

**Bus (Platform)**

- < 700 kg
- (Φ2.1 m X 3.25 m)
- 15m CE90
- 7.5yr

**EO Payload**

- PAN 0.25m / MS 1.2m (@ 500 km)
- 14 km swath width
- 5 Tbits

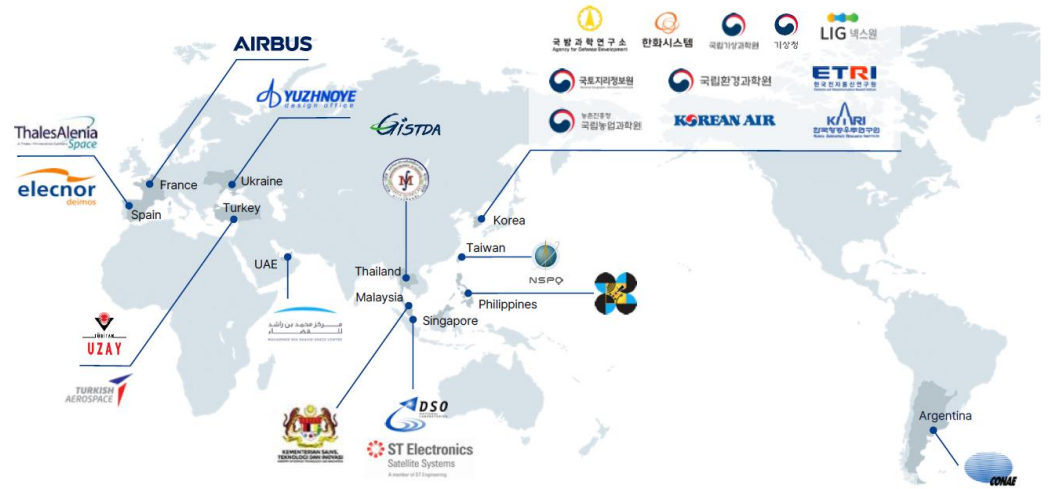
자료: SI, 유안타증권 리서치센터

## 주요 위성 프로젝트 참여 이력



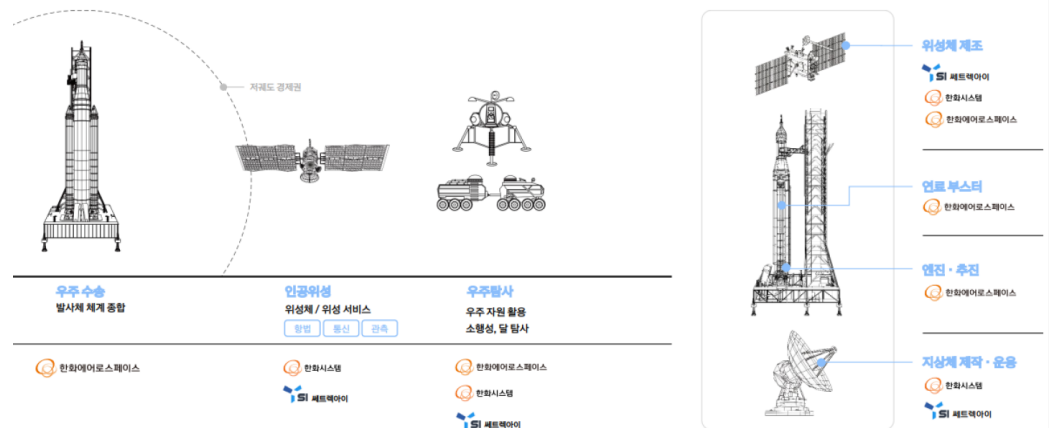
자료: SI, 유안타증권 리서치센터

## 글로벌 네트워크



자료: SI, 유안타증권 리서치센터

## 한화그룹 우주사업 밸류체인



자료: SI, 유안타증권 리서치센터

## 세트렉아이 (099320) 추정재무제표 (K-IFRS 개별)

| 손익계산서 (단위: 억원) |       |       |       |       |       |
|----------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 결산(12월)        | 2021A | 2022A | 2023A | 2024A | 2025A |
| 매출액            | 662   | 788   | 1,152 | 1,617 | 1,979 |
| 매출원가           | 556   | 758   | 989   | 1,371 | 1,672 |
| 매출총이익          | 106   | 30    | 163   | 247   | 307   |
| 판매비            | 44    | 62    | 77    | 144   | 141   |
| 영업이익           | 63    | -32   | 87    | 102   | 166   |
| EBITDA         | 156   | -1    | 125   | 150   | 220   |
| 영업외손익          | -146  | 78    | 117   | 35    | 7     |
| 외환관련손익         | 11    | 17    | 6     | 1     | -2    |
| 이자손익           | 2     | 20    | 32    | 31    | 16    |
| 관계기업관련손익       | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 기타             | -159  | 42    | 80    | 3     | -7    |
| 법인세비용차감전순이익    | -83   | 46    | 204   | 137   | 174   |
| 법인세비용          | -28   | 35    | -360  | -31   | -16   |
| 계속사업순이익        | -55   | 11    | 565   | 168   | 190   |
| 중단사업순이익        | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 당기순이익          | -55   | 11    | 565   | 168   | 190   |
| 지배지분순이익        | -55   | 11    | 565   | 168   | 190   |
| 포괄순이익          | -55   | 11    | 570   | 168   | 190   |
| 지배지분포괄이익       | -55   | 11    | 570   | 168   | 190   |

주: 영업이익 산출 기준은 기존 K-GAAP과 동일. 즉, 매출액에서 매출원가와 판매비만 차감

| 현금흐름표 (단위: 억원)  |       |       |       |       |       |
|-----------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 결산(12월)         | 2021A | 2022A | 2023A | 2024A | 2025A |
| 영업활동 현금흐름       | -1    | 269   | 354   | 745   | -678  |
| 당기순이익           | -55   | 11    | 565   | 168   | 190   |
| 감가상각비           | 17    | 18    | 20    | 29    | 37    |
| 외환손익            | -10   | -14   | -1    | -1    | 2     |
| 중속, 관계기업관련손익    | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 자산부채의 증감        | -158  | 179   | 170   | 534   | -916  |
| 기타현금흐름          | 205   | 76    | -400  | 16    | 10    |
| 투자활동 현금흐름       | -153  | -486  | -240  | -602  | 195   |
| 투자자산            | -3    | -15   | -156  | 0     | 10    |
| 유형자산 증가 (CAPEX) | -30   | -193  | -455  | -149  | -219  |
| 유형자산 감소         | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 기타현금흐름          | -120  | -278  | 371   | -453  | 403   |
| 재무활동 현금흐름       | 1,075 | -13   | -7    | -16   | 79    |
| 단기차입금           | 0     | 0     | 0     | 0     | 100   |
| 사채 및 장기차입금      | 500   | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 자본              | 589   | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 현금배당            | -24   | -13   | -7    | -16   | -21   |
| 기타현금흐름          | 11    | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 연결범위변동 등 기타     | 0     | -1    | -1    | 0     | -2    |
| 현금의 증감          | 922   | -230  | 106   | 127   | -406  |
| 기초 현금           | 189   | 1,111 | 882   | 988   | 1,115 |
| 기말 현금           | 1,111 | 882   | 988   | 1,115 | 709   |
| NOPLAT          | 63    | -32   | 240   | 125   | 182   |
| FCF             | -32   | -15   | -7    | 558   | -900  |

자료: 유안타증권

주: 1. EPS, BPS 및 PER, PBR은 지배주주 기준임  
2. PER 등 valuation 지표의 경우, 확정치는 연평균 주가 기준, 전망치는 현재주가 기준임  
3. ROE, ROA의 경우, 자본, 자산 항목은 연초, 연말 평균을 기준으로 함

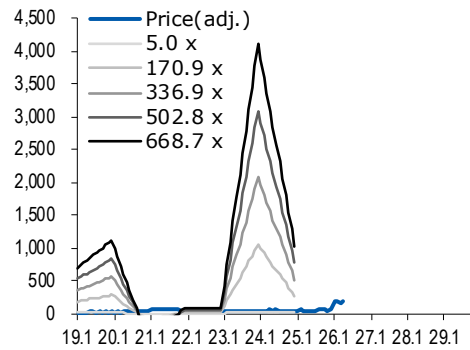
| 재무상태표 (단위: 억원) |       |       |        |        |       |
|----------------|-------|-------|--------|--------|-------|
| 결산(12월)        | 2021A | 2022A | 2023A  | 2024A  | 2025A |
| 유동자산           | 1,746 | 1,867 | 1,565  | 2,730  | 2,187 |
| 현금및현금성자산       | 1,111 | 882   | 988    | 1,115  | 709   |
| 매출채권 및 기타채권    | 17    | 138   | 28     | 8      | 33    |
| 재고자산           | 91    | 117   | 183    | 279    | 416   |
| 비유동자산          | 431   | 622   | 1,578  | 1,754  | 2,017 |
| 유형자산           | 230   | 409   | 852    | 967    | 1,204 |
| 관계기업 등 지분관련 자산 | 11    | 11    | 155    | 184    | 184   |
| 기타투자자산         | 38    | 47    | 71     | 67     | 58    |
| 자산총계           | 2,177 | 2,489 | 3,143  | 4,484  | 4,204 |
| 유동부채           | 257   | 546   | 707    | 1,864  | 1,438 |
| 매입채무 및 기타채무    | 88    | 147   | 143    | 455    | 336   |
| 단기차입금          | 0     | 0     | 0      | 0      | 100   |
| 유동성장기부채        | 0     | 0     | 0      | 0      | 0     |
| 비유동부채          | 681   | 642   | 21     | 53     | 30    |
| 장기차입금          | 0     | 0     | 0      | 0      | 0     |
| 사채             | 480   | 490   | 0      | 0      | 0     |
| 부채총계           | 938   | 1,187 | 727    | 1,917  | 1,468 |
| 지배지분           | 1,239 | 1,302 | 2,415  | 2,567  | 2,736 |
| 자본금            | 45    | 45    | 55     | 55     | 55    |
| 자본잉여금          | 700   | 736   | 1,278  | 1,278  | 1,278 |
| 이익잉여금          | 525   | 523   | 1,081  | 1,232  | 1,402 |
| 비지배지분          | 0     | 0     | 0      | 0      | 0     |
| 자본총계           | 1,239 | 1,302 | 2,415  | 2,567  | 2,736 |
| 순차입금           | -672  | -727  | -1,047 | -1,569 | -670  |
| 총차입금           | 666   | 621   | 0      | 29     | 100   |

| Valuation 지표 (단위: 원, 배, %) |        |          |        |        |        |
|----------------------------|--------|----------|--------|--------|--------|
| 결산(12월)                    | 2021A  | 2022A    | 2023A  | 2024A  | 2025A  |
| EPS                        | -647   | 123      | 6,155  | 1,536  | 1,736  |
| BPS                        | 13,824 | 14,332   | 22,055 | 23,441 | 24,987 |
| EBITDAPS                   | 184    | -1       | 136    | 137    | 201    |
| SPS                        | 780    | 867      | 1,256  | 1,477  | 1,807  |
| DPS                        | 140    | 80       | 150    | 190    | 100    |
| PER                        | -83.8  | 300.1    | 5.3    | 27.1   | 29.9   |
| PBR                        | 3.9    | 2.6      | 1.5    | 1.8    | 2.1    |
| EV/EBITDA                  | 24.9   | -4,905.3 | 15.5   | 19.8   | 22.8   |
| PSR                        | 69.6   | 42.4     | 26.1   | 28.2   | 28.7   |

| 재무비율 (단위: 배, %) |       |       |         |       |       |
|-----------------|-------|-------|---------|-------|-------|
| 결산(12월)         | 2021A | 2022A | 2023A   | 2024A | 2025A |
| 매출액 증가율 (%)     | -19.0 | 19.0  | 46.2    | 40.4  | 22.4  |
| 영업이익 증가율 (%)    | -54.5 | 적전    | 흑전      | 17.7  | 62.7  |
| 지배순이익 증가율 (%)   | 적전    | 흑전    | 4,968.7 | -70.2 | 13.0  |
| 매출총이익률 (%)      | 16.0  | 3.8   | 14.2    | 15.2  | 15.5  |
| 영업이익률 (%)       | 9.4   | -4.1  | 7.5     | 6.3   | 8.4   |
| 지배순이익률 (%)      | -8.3  | 1.4   | 49.0    | 10.4  | 9.6   |
| EBITDA 마진 (%)   | 23.6  | -0.1  | 10.8    | 9.3   | 11.1  |
| ROIC            | 37.3  | -14.7 | 53.6    | 32.1  | 28.4  |
| ROA             | -3.4  | 0.5   | 20.0    | 4.4   | 4.4   |
| ROE             | -5.6  | 0.9   | 30.4    | 6.8   | 7.2   |
| 부채비율 (%)        | 75.7  | 91.2  | 30.1    | 74.7  | 53.6  |
| 순차입금/자기자본 (%)   | -54.3 | -55.8 | -43.4   | -61.1 | -24.5 |
| 영업이익/금융비용 (배)   | 6.8   | -4.3  | 48.1    | 0.0   | 790.6 |

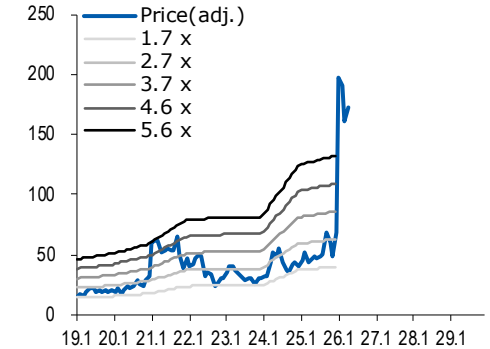
P/E band chart

(천원)

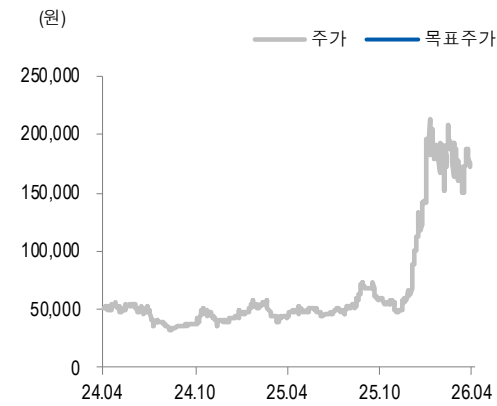


P/B band chart

(천원)



씨트렉아이 (099320) 투자등급 및 목표주가 추이



| 일자         | 투자<br>의견  | 목표가<br>(원) | 목표가격<br>대상시점 | 과리율<br>평균주가 최고(최저)<br>대비 주가 대비 |  |
|------------|-----------|------------|--------------|--------------------------------|--|
| 2026-05-06 | Not Rated | -          | 1년           |                                |  |

자료: 유안타증권

주: 과리율 = (실제주가\* - 목표주가) / 목표주가 X 100

\* 1) 목표주가 제시 대상시점까지의 "평균주가"

2) 목표주가 제시 대상시점까지의 "최고(또는 최저) 주가"

| 구분             | 투자의견 비율(%) |
|----------------|------------|
| Strong Buy(매수) | 0          |
| Buy(매수)        | 94.9       |
| Hold(중립)       | 5.1        |
| Sell(비중축소)     | 0          |
| 합계             | 100.0      |

주: 기준일 2026-05-04

※ 해외 계열회사 등이 작성하거나 공표한 리포트는 투자등급 비율 산정시 제외

## Appendix

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

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

# 에이치브이엠 (295310)

## 증설에는 이유가 있겠죠?

### 글로벌 최대 우주 발사체 기업의 핵심 밸류체인

에이치브이엠은 고정정 진공용해 기술 기반 첨단금속 제조 기업. '22년부터 글로벌 최대 우주 발사체 기업의 첨단금속(Super Alloy, 고강도 합금) 밸류체인(엔진, 구조재 등)으로 편입. 이를 기반으로 국내외 발사체 고객사 저변을 확대할 계획. 이 외에도 항공/방산(엔진 등), 반도체(스퍼터링 타겟 등) 향 소재를 공급 중. '25년 기준 전방산업별 매출 비중은 우주 59.4%, 반도체 18.5%, 항공/방산 11.1%, 기타(석유, 화학, 에너지 등) 11.0%로 구성

### 1)5월 차세대 발사체 시험 발사, 2)6월 역사상 최대 규모의 IPO 이벤트

우주 고객사의 1)5월 차세대 발사체 시험 발사, 2)IPO 이벤트에 따른 수혜가 기대됨. 차세대 발사체 엔진 개수는 39개(1단 33개, 2단 6개)로 기존 발사체 10개(1단 9개, 2단 1개) 대비 약 4배 수준. 5월 예정된 12차 시험 발사는 V3 엔진 적용 및 궤도 재급유 테스트를 통해 달 탐사, 화성 이주 등 초대형 프로젝트의 가능성을 평가하는 중요한 이벤트가 될 전망. 한편, 6월에는 최대 2조 달러의 기업가치로 750억 달러 자금 조달을 목표로 하는 IPO 이벤트가 예정됨. 상장 전후 기대감과 수급 변동성 확대는 유의해야 할 부분. 별개로, 고객사의 실적, 가이드스 등 주요 정보가 공개됨에 따라 관련 밸류체인의 성장 가시성도 재평가될 가능성 존재. IPO 조달 자금은 장기 비전(연간 1,000대 이상 양산, 2년 마다 화성으로 1,200번 발사 등) 달성에 활용될 전망. 차세대 발사체의 양산과 발사 횟수 증가에 따라 동사의 소재 납품 규모 역시 확대될 것으로 기대됨

### 형님과 동행하는 견조한 실적 성장 전망

동사의 실적 가이드스는 '30년까지 매출 CAGR +50%, OPM 15%('30년 매출액 5,000억원, 영업이익 760억원). 고객사의 수요 확대에 대비한 선제적인 투자를 진행 중. '25년 말부터 2공장의 정상 가동이 시작되면서 최대 3,500억원의 매출 CAPA 확보. 최근 추진된 920억원의 CB 발행을 통해 500억원 규모의 신규 3공장 증설 추진 중. 기존 1,2 공장 완전 가동을 위한 2차 용해 및 후공정 설비가 투입될 예정이며, 3공장 완공 시 최대 7,000억원의 매출 CAPA가 확보될 전망. 다만, 우주 고객사의 사업 지연 등은 리스크 요인

#### Forecasts and valuations (K-IFRS 개별)

(억원, 원, %, 배)

| 결산 (12월)  | 2022A | 2023A | 2024F | 2025F |
|-----------|-------|-------|-------|-------|
| 매출액       | 355   | 415   | 504   | 804   |
| 영업이익      | 12    | 37    | 45    | 103   |
| 지배순이익     | -4    | -61   | 26    | 76    |
| PER       | -     | -     | 59.5  | 22.8  |
| PBR       | -     | -     | 5.1   | 4.2   |
| EV/EBITDA | -     | -     | 25.1  | 13.6  |
| ROE       | -3.1  | -32.7 | 8.2   | 20.1  |

자료: 유안타증권



백종민 방산/우주/AI/로보틱스

jongmin.baik@yuantakorea.com

신승우 Research Assistant

sungwoo.shin@yuantakorea.com

**NOT RATED (I)**

#### 목표주가

-원 (I)

#### 직전 목표주가

-원

#### 현재주가 (5/4)

89,600원

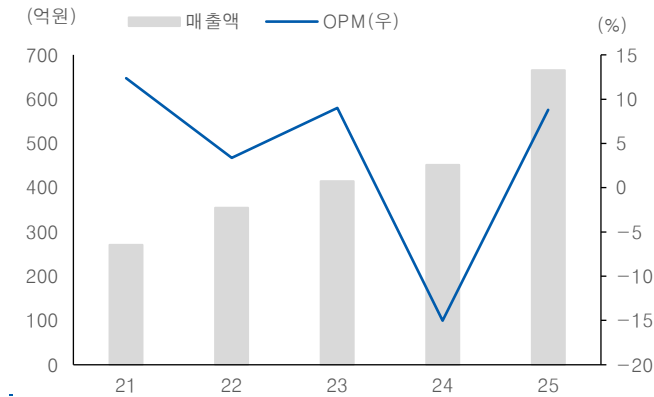
#### 상승여력

-

|             |                    |
|-------------|--------------------|
| 시가총액        | 10,776억원           |
| 총발행주식수      | 12,027,291주        |
| 60일 평균 거래대금 | 314억원              |
| 60일 평균 거래량  | 346,369주           |
| 52주 고/저     | 112,100원 / 20,850원 |
| 외인지분율       | 2.63%              |
| 배당수익률       | 0.00%              |
| 주요주주        | 문승호 외 4 인          |

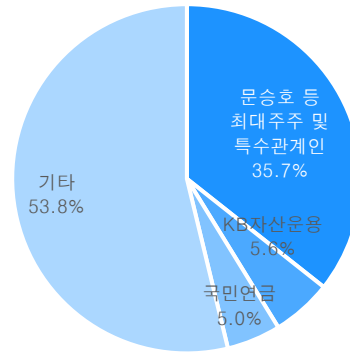
| 주가수익률 (%) | 1개월    | 3개월   | 12개월  |
|-----------|--------|-------|-------|
| 절대        | 2.3    | (2.6) | 329.7 |
| 상대        | (10.4) | (7.8) | 155.6 |
| 절대 (달러환산) | 5.2    | (3.4) | 312.8 |

### 연간 실적 추이



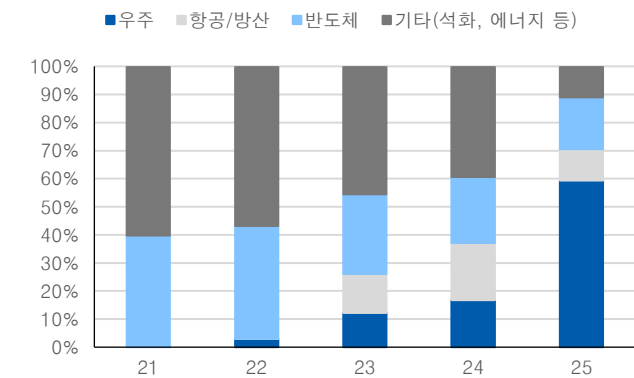
자료: 에이치브이엠, 유안타증권 리서치센터

### 주주구성



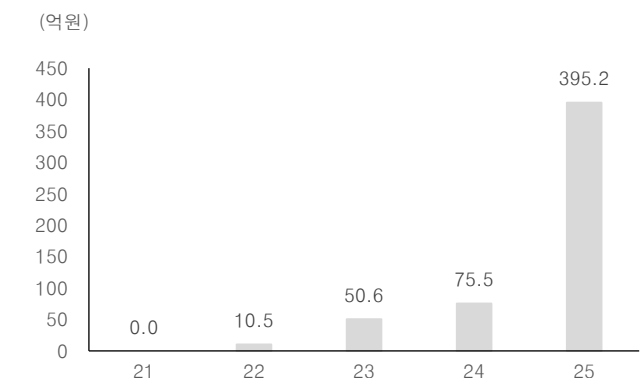
자료: 에이치브이엠, 유안타증권 리서치센터

### 전방산업별 매출 비중 추이



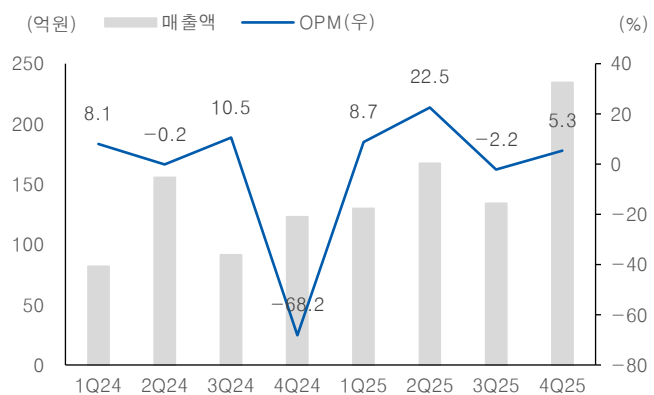
자료: 에이치브이엠, 유안타증권 리서치센터

### 우주산업 향 매출 추이



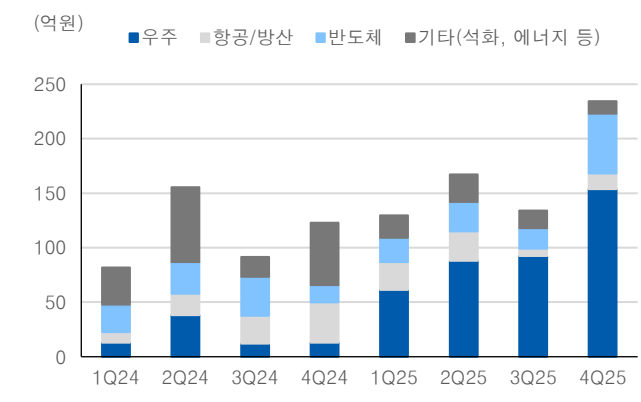
자료: 에이치브이엠, 유안타증권 리서치센터

### 분기 실적 추이



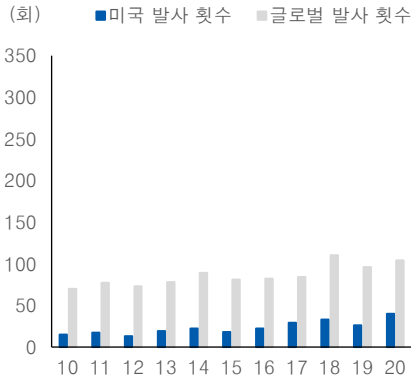
자료: 유안타증권 리서치센터

### 분기 전방산업별 실적 추이



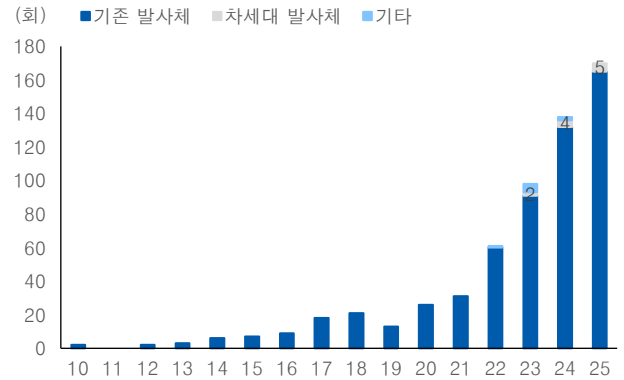
자료: 유안타증권 리서치센터

연도별 우주 발사체 발사 횟수 추이



자료: Space stats, 유안타증권 리서치센터

글로벌 최대 우주 발사체 기업 발사 추이



자료: 업계 자료, 유안타증권 리서치센터

## 첨단금속 경쟁업체 현황

| 소재지 | 기업명            | 개요                                                                         |
|-----|----------------|----------------------------------------------------------------------------|
| 한국  | 케이피씨엠          | 1977년 설립, 니켈, 타이타늄 합금 등 국가 R&D 개발 과제 수행. 생산 설비, 해외 고객사, 소재 두께 등에서 동사 대비 열위 |
| 미국  | ATI            | 1996년 설립, 항공우주, 방산 등 금속 소재 관련 높은 입지. 티타늄, 니켈 등 특수금속 생산                     |
| 미국  | Haynes         | 1912년 설립, 항공우주, 가스터빈 용 alloy 제조 및 개발                                       |
| 미국  | Special metals | 1988년 설립, 니켈 계 합금에 강점                                                      |
| 독일  | VDM Metals     | 1930년 설립, 니켈, 스테인리스 강 등 특수금속 강점. 항공우주, 전자전기 공정 등에 활용                       |
| 일본  | Hitachi Metals | 1910년 설립, 자동차용 주조 부품 및 FMM 용 인바합금 등                                        |

자료: 언론 종합, 유안타증권 리서치센터

## 우주 항공용 첨단 진공용해 시설 생산능력

| 주요 장비          | 1공장         | 2공장                                        | 3공장(1H28E 완공) | 계            |
|----------------|-------------|--------------------------------------------|---------------|--------------|
| 생산 능력(억원)      | 500         | 3,000                                      | 3,500         | 7,000        |
| VIM(진공유도용해)    | 4Ton(1unit) | 12Ton(1unit)                               |               | 16Ton(2unit) |
| VAR(진공아크재용해)   | 4Ton(1unit) | 8Ton(1unit)<br>8Ton(1unit)<br>12Ton(1unit) |               | 32Ton(4unit) |
| ESR(전해슬래그 재용해) | -           | 12Ton(1unit)                               |               | 12Ton(1unit) |

자료: 에이치브이엠, 유안타증권 리서치센터 / 주: 3 공장은 2 차 용해 및 후공정(단조, 압연, 열처리) 설비 위주

## 에이치브이엠 기술 경쟁력

| 고형정 진공용해 기술                                                                                                                                                                                                                                                          | 합금화 공정기술                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                       | 금속 특성 제어기술                                                                                                                                                                                                                                                  |
|----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|-------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| <p>용해 과정 중 불순물 및 오염물질 최소화<br/>첨단금속 순도와 내구성을 높이는 기술</p> <p>금속 소재 내 개재물이 많을수록 제품 품질 열화 ↓</p> <p>[일반용해와 진공용해 소재 내 개재물 비교]</p> <p>[일반용해] [진공용해]</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• 물리적/화학적 특성이 매우 안정적/일관적으로 유지</li> <li>• 기술 활용을 위한 특수 진공용해로* 설비 필수</li> </ul> | <p>두 가지 이상의 금속 원소를 혼합해 새로운 금속 합금을 만드는 기술</p> <p>각 금속의 비율·조건 정밀/정확한 제어 필요</p> <p>[금속 합금을 위한 제어 실패 시 결과]</p> <div style="display: flex; justify-content: space-around;"> <div> <p>소재 물성 불균형</p> </div> <div> <p>소재 내 약성화합물 생성</p> </div> <div> <p>최종제품 성능 저하</p> </div> </div> <ul style="list-style-type: none"> <li>• 다수의 합금 원소 혼합 시 높은 기술력 및 시간, 비용 소모</li> <li>• 경량화·고강도·내구성을 모두 갖춘 첨단금속 제조 필수 기술</li> </ul> | <p>사용자가 원하는 금속의 물리적, 화학적 특성을 도출하는 기술</p> <p>금속 미세조직 및 치수, 균열 발생 제어 기술 필요</p> <p>[일반조직 vs 특성제어조직]</p> <p>[일반 조직] [특성제어 조직]</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• 산업별 요구 특성 고도화로 맞춤형 소재 제조 난이도 증가</li> <li>• 첨단금속 산업 내 우수한 경쟁력 확보를 위한 필수 기술</li> </ul> |

자료: 에이치브이엠

## 우주 분야 성장 전략

| 공급 로켓군 확대                                                                                            | 적용 품목 확대                                                                                                                           | 차세대 발사체 사업 참여                                                                                                                    |
|------------------------------------------------------------------------------------------------------|------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| <ul style="list-style-type: none"> <li>• 고객사와 거래 규모 확장</li> <li>• 다양한 종류의 로켓 추진체에 첨단금속 공급</li> </ul> | <ul style="list-style-type: none"> <li>• Super Alloy(Ni계, Nb계) 소재 공급</li> <li>• 구조재용 고강도 합금 공급</li> <li>• 소재 가공 후 부품 공급</li> </ul> | <p>나로호 → 누리호 → ? 차세대 발사체</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• 국내 주요 발사체 향 첨단금속 공급 경험 바탕으로 차세대 발사체 개발 사업 참여 예정</li> </ul> |

자료: 에이치브이엠

## 에이치브이엠 (295310) 추정재무제표 (K-IFRS 개별)

| 손익계산서 (단위: 억원) |       |       |       |       |       |
|----------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 결산(12월)        | 2022A | 2023A | 2024F | 2025F | 2026F |
| 매출액            | 355   | 415   | 504   | 804   | 0     |
| 매출원가           | 301   | 334   | 382   | 608   | 0     |
| 매출총이익          | 54    | 81    | 122   | 196   | 0     |
| 판매비            | 42    | 43    | 77    | 93    | 0     |
| 영업이익           | 12    | 37    | 45    | 103   | 0     |
| EBITDA         | 29    | 61    | 80    | 152   | 0     |
| 영업외손익          | -18   | -100  | -14   | -13   | 0     |
| 외환관련손익         | -1    | 0     | 2     | 2     | 0     |
| 이자손익           | -17   | -19   | -17   | -16   | 0     |
| 관계기업관련손익       | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 기타             | 0     | -81   | 1     | 1     | 0     |
| 법인세비용차감전순이익    | -6    | -62   | 31    | 90    | 0     |
| 법인세비용          | -2    | -2    | 4     | 14    | 0     |
| 계속사업순이익        | -4    | -61   | 26    | 76    | 0     |
| 중단사업순이익        | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 당기순이익          | -4    | -61   | 26    | 76    | 0     |
| 지배지분순이익        | -4    | -61   | 26    | 76    | 0     |
| 포괄순이익          | -3    | -62   | 25    | 74    | 0     |
| 지배지분포괄이익       | -3    | -62   | 25    | 74    | 0     |

주: 영업이익 산출 기준은 기존 k-GAAP과 동일. 즉, 매출액에서 매출원가와 판매비만 차감

| 현금흐름표 (단위: 억원)  |       |       |       |       |       |
|-----------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 결산(12월)         | 2022A | 2023A | 2024F | 2025F | 2026F |
| 영업활동 현금흐름       | -15   | 25    | 77    | -16   | 0     |
| 당기순이익           | -4    | -61   | 26    | 76    | 0     |
| 감가상각비           | 17    | 24    | 35    | 49    | 0     |
| 외환손익            | 1     | 1     | -2    | -2    | 0     |
| 중속,관계기업관련손익     | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 자산부채의 증감        | -39   | -24   | -68   | -224  | 0     |
| 기타현금흐름          | 9     | 85    | 85    | 85    | 0     |
| 투자활동 현금흐름       | -50   | -58   | -57   | -56   | 0     |
| 투자자산            | 0     | 0     | 0     | -1    | 0     |
| 유형자산 증가 (CAPEX) | -51   | -55   | -55   | -54   | 0     |
| 유형자산 감소         | 2     | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 기타현금흐름          | -1    | -2    | -1    | -1    | 0     |
| 재무활동 현금흐름       | 89    | 13    | 41    | 14    | 0     |
| 단기차입금           | 190   | -172  | 55    | 1     | 0     |
| 사채 및 장기차입금      | 72    | -18   | -40   | 0     | 0     |
| 자본              | -110  | 300   | 12    | 0     | 0     |
| 현금배당            | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 기타현금흐름          | -64   | -98   | 13    | 13    | 0     |
| 연결범위변동 등 기타     | 0     | -1    | -16   | 0     | 0     |
| 현금의 증감          | 24    | -20   | 45    | -58   | 0     |
| 기초 현금           | 49    | 73    | 53    | 98    | 0     |
| 기말 현금           | 73    | 53    | 98    | 40    | 0     |
| NOPLAT          | 12    | 37    | 45    | 103   | -     |
| FCF             | -66   | -31   | 22    | -70   | 0     |

자료: 유안타증권

주: 1. EPS, BPS 및 PER, PBR은 지배주주 기준임

2. PER 등 valuation 지표의 경우, 확정치는 연평균 주가 기준, 전망치는 현재주가 기준임

3. ROE, ROA의 경우, 자본, 자산 항목은 연초, 연말 평균을 기준으로 함

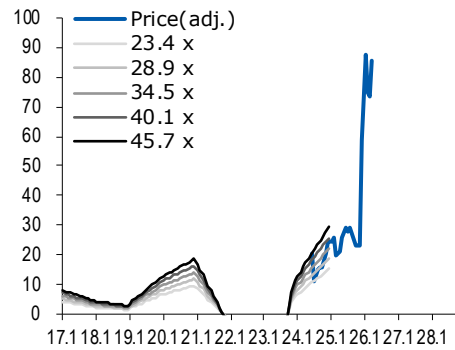
| 재무상태표 (단위: 억원) |       |       |       |       |       |
|----------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 결산(12월)        | 2022A | 2023A | 2024F | 2025F | 2026F |
| 유동자산           | 368   | 475   | 607   | 852   | 0     |
| 현금및현금성자산       | 73    | 53    | 98    | 39    | 0     |
| 매출채권 및 기타채권    | 65    | 69    | 80    | 128   | 0     |
| 재고자산           | 224   | 343   | 417   | 666   | 0     |
| 비유동자산          | 322   | 377   | 398   | 404   | 0     |
| 유형자산           | 314   | 362   | 382   | 387   | 0     |
| 관계기업 등 지분관련 자산 | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 기타투자자산         | 2     | 2     | 2     | 3     | 0     |
| 자산총계           | 691   | 852   | 1,005 | 1,256 | 0     |
| 유동부채           | 456   | 389   | 543   | 705   | 0     |
| 매입채무 및 기타채무    | 54    | 124   | 151   | 240   | 0     |
| 단기차입금          | 197   | 189   | 244   | 244   | 0     |
| 유동성장기부채        | 22    | 26    | 26    | 26    | 0     |
| 비유동부채          | 168   | 159   | 121   | 136   | 0     |
| 장기차입금          | 133   | 114   | 92    | 92    | 0     |
| 사채             | 17    | 18    | 0     | 0     | 0     |
| 부채총계           | 624   | 548   | 664   | 841   | 0     |
| 지배지분           | 66    | 304   | 341   | 415   | 0     |
| 자본금            | 14    | 47    | 60    | 60    | 0     |
| 자본잉여금          | 2     | 269   | 269   | 269   | 0     |
| 이익잉여금          | 50    | -12   | 14    | 90    | 0     |
| 비지배지분          | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 자본총계           | 66    | 304   | 341   | 415   | 0     |
| 순차입금           | 469   | 300   | 271   | 330   | 0     |
| 총차입금           | 543   | 354   | 369   | 371   | 0     |

| Valuation 지표 (단위: 원, 배, %) |       |       |       |       |           |
|----------------------------|-------|-------|-------|-------|-----------|
| 결산(12월)                    | 2022A | 2023A | 2024F | 2025F | 2026F     |
| EPS                        | -74   | -895  | 245   | 639   | 0         |
| BPS                        | 736   | 3,216 | 2,863 | 3,488 | 0         |
| EBITDAPS                   | 326   | 667   | 746   | 1,278 | 0         |
| SPS                        | 3,941 | 4,523 | 4,698 | 6,755 | 0         |
| DPS                        | 0     | 0     | 0     | 0     | 0         |
| PER                        | -     | -     | 59.5  | 22.8  | 214682628 |
| PBR                        | -     | -     | 5.1   | 4.2   | 214682628 |
| EV/EBITDA                  | -     | -     | 25.1  | 13.6  | 214682628 |
| PSR                        | -     | -     | 3.1   | 2.2   | 214682628 |

| 재무비율 (단위: 배, %) |       |       |       |       |        |
|-----------------|-------|-------|-------|-------|--------|
| 결산(12월)         | 2022A | 2023A | 2024F | 2025F | 2026F  |
| 매출액 증가율 (%)     | 16.7  | 16.8  | 21.6  | 59.5  | 0.0    |
| 영업이익 증가율 (%)    | -64.1 | 211.5 | 20.7  | 128.9 | -100.0 |
| 지배순이익 증가율 (%)   | 적전    | 적지    | 흑전    | 188.8 | -100.0 |
| 매출총이익률 (%)      | 15.3  | 19.4  | 24.2  | 24.4  | 0.0    |
| 영업이익률 (%)       | 3.4   | 9.0   | 8.9   | 12.8  | 0.0    |
| 지배순이익률 (%)      | -1.2  | -14.6 | 5.2   | 9.5   | 0.0    |
| EBITDA 마진 (%)   | 8.3   | 14.8  | 15.9  | 18.9  | 0.0    |
| ROIC            | 1.7   | 6.3   | 6.3   | 12.5  | 0.0    |
| ROA             | -0.7  | -7.9  | 2.8   | 6.7   | 0.0    |
| ROE             | -3.1  | -32.7 | 8.2   | 20.1  | 0.0    |

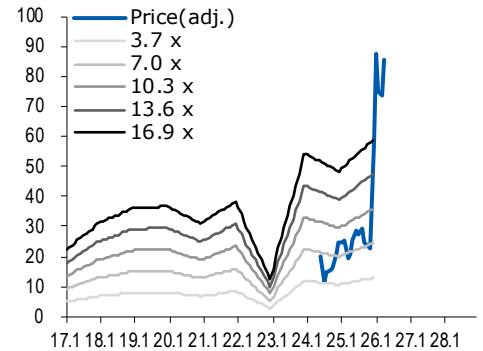
P/E band chart

(천원)



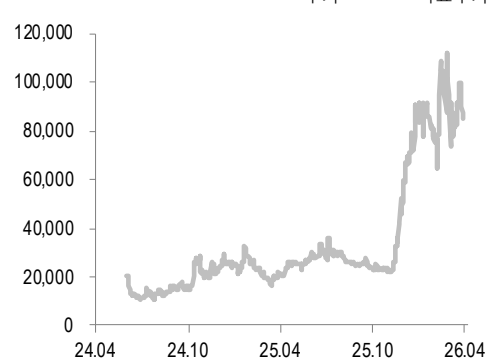
P/B band chart

(천원)



에이치비엠 (295310) 투자등급 및 목표주가 추이

(원)



| 일자         | 투자<br>의견    | 목표가<br>(원) | 목표가격<br>대상시점 | 과리율<br>평균주가<br>대비 | 최고(최저)<br>주가 대비 |
|------------|-------------|------------|--------------|-------------------|-----------------|
| 2026-05-06 | Not Rated   | -          | 1년           |                   |                 |
| 2025-10-25 | 1년 경과<br>이후 |            | 1년           |                   |                 |
| 2024-10-25 | Not Rated   | -          | 1년           |                   |                 |

자료: 유안타증권

주: 과리율 = (실제주가\* - 목표주가) / 목표주가 X 100

\* 1) 목표주가 제시 대상시점까지의 "평균주가"

2) 목표주가 제시 대상시점까지의 "최고(또는 최저) 주가"

| 구분             | 투자의견 비율(%) |
|----------------|------------|
| Strong Buy(매수) | 0          |
| Buy(매수)        | 94.9       |
| Hold(중립)       | 5.1        |
| Sell(비중축소)     | 0          |
| 합계             | 100.0      |

주: 기준일 2026-05-04

※ 해외 계열회사 등이 작성하거나 공표한 리포트는 투자등급 비율 산정시 제외

## Appendix

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

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

# 스피어 (347700)

## 성장 가시성이 확보되는 원년

### 글로벌 최대 우주 발사체 기업의 명실상부 Tier 1 벤더 등극

스피어는 우주항공용 특수합금 산업을 중심으로 연구개발→벤더사 관리→원재료 조달→품질 검사 및 납품까지 통합 수행하는 글로벌 SCM 업체. 주력 고객사는 글로벌 최대 우주 발사체 기업. 글로벌 벤더사(ATI, Carpenter 등)의 평균 40주 이상의 납기 리드타임을 12주 이내로 단축. '23년 아시아 지역에서 유일하게 Tier 1 벤더코드 확보 후 '25년에는 주력 고객사와 10년(3년 연장 옵션 포함) 간 10.5억 달러 규모의 특수합금 공급 계약 체결. 계약 제품은 니켈, Super Alloy 등이며, 발사체의 엔진·노즐 등 극한 환경에서 활용되는 것으로 파악

### 고객사의 테스트 대상 1)차세대 발사체, 2)동사의 납기 능력

고객사의 차세대 발사체 양산 단계 진입에 따른 실적 우상향 기대. 동사가 공급 중인 니켈 등의 소재는 차세대 발사체에 적용되는 것으로 파악. 5월 예정된 12차 시험발사는 V3 엔진 적용 및 궤도 재공급 테스트 등 향후 예정된 달 탐사, 화성 이주 등 초대형 프로젝트의 가능성을 평가할 수 있는 이정표. 또한 6월 예정된 IPO는 최대 750억 달러의 자금 조달을 통해 장기 비전 달성에 활용될 전망. 고객사는 장기적으로 연간 1,000대 이상 생산 목표 제시. 한편 사측에 따르면, 현재 공급 중인 대부분의 물량은 양산 전 초기 벤더사의 납기 능력을 평가하기 위한 최소한의 규모. 차세대 발사체의 성과와 함께 신규 주주 역시 확대될 전망

### 니켈 제련소 투자 성과 확인의 원년

올해부터 인니 니켈 제련소 지분 투자에 대한 성과가 나타날 전망. '25년 말 확보한 10%의 지분을 통해, 제련소 니켈 생산 물량과 수익에 대한 배당 권리를 지분율만큼 확보. ENC 제련소는 연간 6.7만톤의 니켈 생산과 7억 달러의 EBITDA 창출이 기대됨. 올해 2분기 상업 운전을 앞두고 있어, 빠르면 2분기 실적부터 성과가 나타날 전망. 4월 기준 니켈 가격은 톤당 약 1.8만 달러(LME 시세 기준)을 형성. 이를 감안 시 연간 1.2억 달러 규모의 직간접 효과(직접 판매+벤더사에 공급 등)가 기대됨. 한편, 연간 0.7억 달러의 배당금은 2.1억 달러 제련소 인수금융 상환에 우선 활용될 전망. '29년 말부터 배당 현금유입 기대

#### Forecasts and valuations (K-IFRS)

(억원, 원, %, 배)

| 결산 (12월)  | 2022A | 2023A  | 2024A | 2025A |
|-----------|-------|--------|-------|-------|
| 매출액       | 28    | 16     | 854   | 800   |
| 영업이익      | -56   | -88    | 152   | 83    |
| 지배순이익     | -33   | -108   | 100   | 33    |
| PER       | -20.3 | -4.6   | 4.6   | 103.6 |
| PBR       | 7.1   | 7.0    | 4.2   | 5.9   |
| EV/EBITDA | -12.6 | -5.8   | 2.9   | 36.5  |
| ROE       | -29.6 | -114.0 | 86.3  | 8.1   |

자료: 유안타증권



백종민 방산/우주/AI/로보틱스  
jongmin.baik@yuantakorea.com

신승우 Research Assistant  
sungwoo.shin@yuantakorea.com

## NOT RATED (I)

### 목표주가 -원 (I)

직전 목표주가 -원

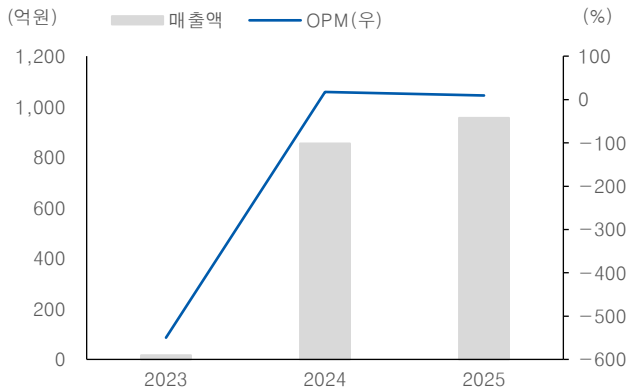
현재주가 (5/4) 41,450원

상승여력 -

|             |                  |
|-------------|------------------|
| 시가총액        | 20,762억원         |
| 총발행주식수      | 50,814,305주      |
| 60일 평균 거래대금 | 794억원            |
| 60일 평균 거래량  | 1,829,955주       |
| 52주 고/저     | 53,100원 / 7,320원 |
| 외인지분율       | 4.44%            |
| 배당수익률       | 0.00%            |
| 주요주주        | 최광수 외 4인         |

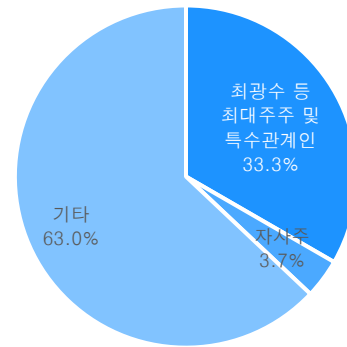
| 주가수익률 (%) | 1개월    | 3개월  | 12개월  |
|-----------|--------|------|-------|
| 절대        | (8.9)  | 45.2 | 334.5 |
| 상대        | (20.2) | 37.5 | 158.4 |
| 절대 (달러환산) | (6.3)  | 43.9 | 317.4 |

## 연간 실적 추이



자료: 스피어, 유안타증권 리서치센터

## 주주 구성



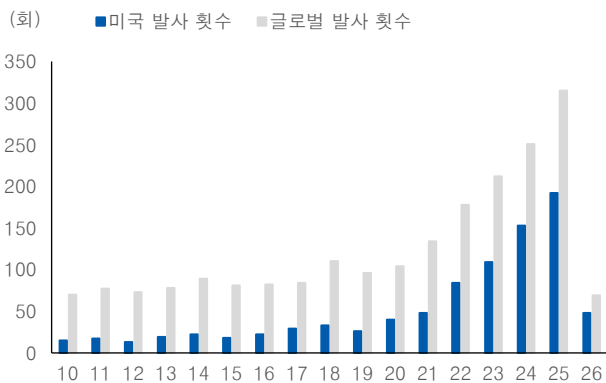
자료: 스피어, 유안타증권 리서치센터

## 주요 연혁

| 일시      | 내용                                 |
|---------|------------------------------------|
| 26년 01월 | 25년 연간 매출액 약 956억원 달성              |
| 25년 12월 | 인도네시아 ENC 제련소 지분 10% 인수(USD 2.4억)  |
| 25년 12월 | SPX 25년 누적 주주액 USD 1억 달성           |
| 25년 10월 | 싱가포르 자회사 SNC 설립                    |
| 25년 07월 | SPX 장기공급계약(10년+3년) 체결              |
| 25년 04월 | SPX 특수합금 관련 “단일판매·공급계약체결” 첫 주주공시   |
| 25년 03월 | 상호변경 (주)라이프시맨틱스 => (주)스피어코퍼레이션     |
| 25년 03월 | (주)라이프시맨틱스 + (주)스피어코리아 흡수합병        |
| 24년 12월 | 우주항공 특수합금 매출 854억, 영업이익 151억원 달성   |
| 24년 09월 | 최대주주 변경 및 대표이사 변경 (최광수)            |
| 24년 09월 | 라이프시맨틱스 인수                         |
| 23년 12월 | 매출 120억, 영업이익 12억원 달성 (3개월 실적)     |
| 23년 08월 | 미국 SPX Tier1 벤더코드 확보 (특수합금 공급계약체결) |
| 23년 07월 | 우주항공 특수합금 소재 수출입사업 개시              |
| 22년 12월 | (주)스피어코리아 법인설립(한국)                 |

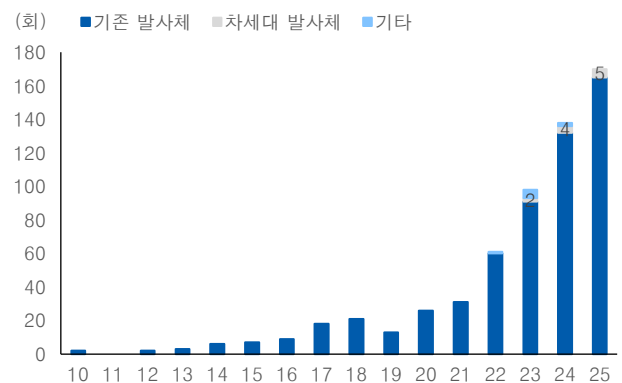
자료: 스피어, 유안타증권 리서치센터

## 연도별 우주 발사체 발사 횟수 추이



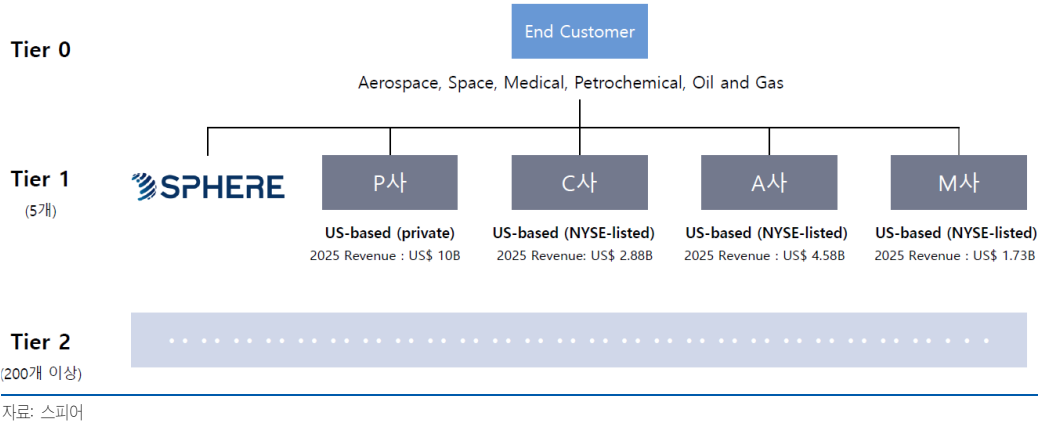
자료: Space stats, 유안타증권 리서치센터

## 글로벌 최대 우주 발사체 기업 발사 추이

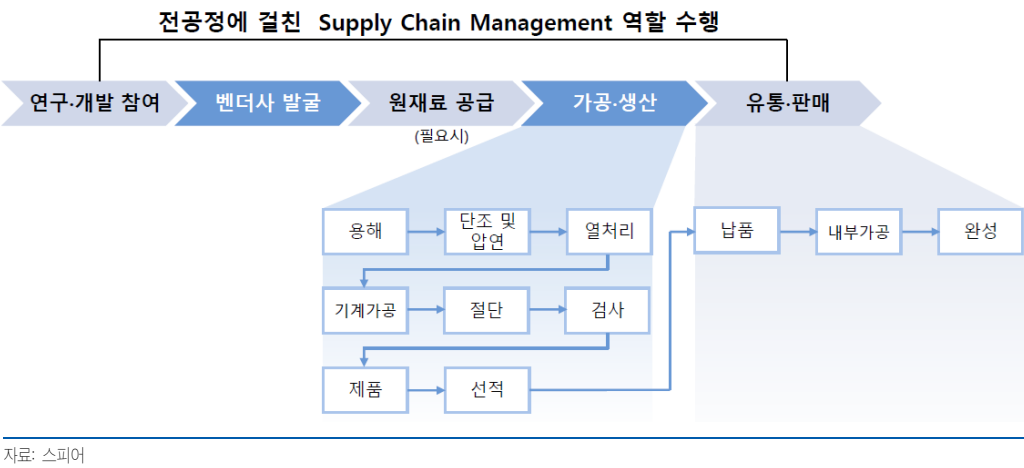


자료: 업계 자료, 유안타증권 리서치센터

글로벌 최대 우주 발사체 기업의 아시아 지역 유일 Tier 1 벤더



SCM 전 과정을 통합적으로 수행



## 스피어 (347700) 추정재무제표 (K-IFRS )

| 손익계산서 (단위: 억원) |       |       |       |       |       |
|----------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 결산(12월)        | 2021A | 2022A | 2023A | 2024A | 2025A |
| 매출액            | 46    | 28    | 16    | 854   | 800   |
| 매출원가           | 5     | 3     | 1     | 565   | 640   |
| 매출총이익          | 41    | 25    | 15    | 289   | 160   |
| 판매비            | 102   | 81    | 103   | 137   | 76    |
| 영업이익           | -60   | -56   | -88   | 152   | 83    |
| EBITDA         | -49   | -45   | -75   | 152   | 86    |
| 영업외손익          | -2    | 23    | -20   | -25   | -44   |
| 외환관련손익         | 0     | 0     | 0     | 5     | -1    |
| 이자손익           | -3    | -10   | -12   | 0     | -31   |
| 관계기업관련손익       | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 기타             | 1     | 33    | -9    | -31   | -12   |
| 법인세비용차감전순이익    | -62   | -33   | -108  | 126   | 39    |
| 법인세비용          | 0     | 0     | 0     | 26    | 6     |
| 계속사업순이익        | -62   | -33   | -108  | 100   | 33    |
| 중단사업순이익        | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 당기순이익          | -62   | -33   | -108  | 100   | 33    |
| 지배지분순이익        | -62   | -33   | -108  | 100   | 33    |
| 포괄순이익          | -67   | -32   | -109  | 100   | 33    |
| 지배지분포괄이익       | -67   | -32   | -109  | 100   | 33    |

주: 영업이익 산출 기준은 기존 k-GAAP과 동일. 즉, 매출액에서 매출원가와 판매비만 차감

| 현금흐름표 (단위: 억원)  |       |       |       |       |       |
|-----------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 결산(12월)         | 2021A | 2022A | 2023A | 2024A | 2025A |
| 영업활동 현금흐름       | -51   | -51   | -80   | 43    | -57   |
| 당기순이익           | -62   | -33   | -108  | 100   | 33    |
| 감가상각비           | 11    | 11    | 13    | 0     | 2     |
| 외환손익            | 0     | 0     | 0     | -8    | 1     |
| 중속, 관계기업관련손익    | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 자산부채의 증감        | -14   | -3    | -8    | -105  | -101  |
| 기타현금흐름          | 15    | -26   | 24    | 56    | 7     |
| 투자활동 현금흐름       | -28   | -109  | 39    | -91   | -62   |
| 투자자산            | -20   | -110  | 57    | -67   | -62   |
| 유형자산 증가 (CAPEX) | -7    | -2    | -3    | 0     | 0     |
| 유형자산 감소         | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 기타현금흐름          | -1    | 2     | -15   | -23   | 1     |
| 재무활동 현금흐름       | 265   | -5    | 13    | 20    | 143   |
| 단기차입금           | 0     | -1    | 0     | 0     | 10    |
| 사채 및 장기차입금      | 145   | 0     | -81   | 20    | 135   |
| 자본              | 129   | 0     | 107   | 0     | 0     |
| 현금배당            | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 기타현금흐름          | -9    | -4    | -13   | 0     | -2    |
| 연결범위변동 등 기타     | 0     | 0     | 0     | 3     | 1     |
| 현금의 증감          | 186   | -166  | -27   | -24   | 25    |
| 기초 현금           | 55    | 241   | 76    | 39    | 15    |
| 기말 현금           | 241   | 76    | 48    | 15    | 40    |
| NOPLAT          | -60   | -56   | -88   | 152   | 83    |
| FCF             | -70   | -49   | -85   | 47    | -15   |

자료: 유안타증권

주: 1. EPS, BPS 및 PER, PBR은 지배주주 기준임  
2. PER등 valuation 지표의 경우, 확정치는 연평균 주가 기준, 전망치는 현재주가 기준임  
3. ROE, ROA의 경우, 자본, 자산 항목은 연초, 연말 평균을 기준으로 함

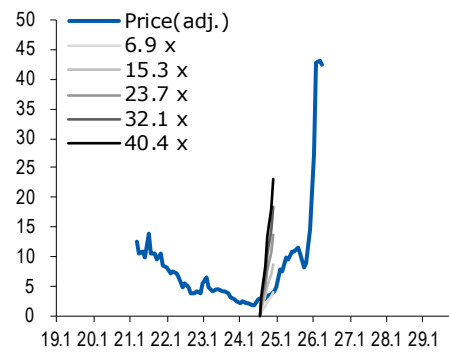
| 재무상태표 (단위: 억원) |       |       |       |       |       |
|----------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 결산(12월)        | 2021A | 2022A | 2023A | 2024A | 2025A |
| 유동자산           | 272   | 170   | 91    | 261   | 691   |
| 현금및현금성자산       | 241   | 76    | 48    | 15    | 40    |
| 매출채권 및 기타채권    | 2     | 7     | 3     | 201   | 188   |
| 재고자산           | 0     | 0     | 0     | 15    | 54    |
| 비유동자산          | 61    | 91    | 100   | 89    | 240   |
| 유형자산           | 7     | 4     | 5     | 0     | 1     |
| 관계기업 등 지분관련 자산 | 0     | 0     | 27    | 67    | 96    |
| 기타투자자산         | 45    | 65    | 50    | 20    | 19    |
| 자산총계           | 333   | 261   | 191   | 350   | 931   |
| 유동부채           | 23    | 145   | 83    | 211   | 258   |
| 매입채무 및 기타채무    | 12    | 8     | 12    | 138   | 99    |
| 단기차입금          | 2     | 1     | 1     | 0     | 10    |
| 유동성장기부채        | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 비유동부채          | 179   | 21    | 14    | 1     | 2     |
| 장기차입금          | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 사채             | 41    | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 부채총계           | 202   | 166   | 97    | 213   | 260   |
| 지배지분           | 131   | 96    | 94    | 138   | 672   |
| 자본금            | 51    | 51    | 78    | 82    | 233   |
| 자본잉여금          | 379   | 377   | 457   | 7     | 1,043 |
| 이익잉여금          | -301  | -334  | -442  | 129   | 162   |
| 비지배지분          | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 자본총계           | 131   | 96    | 94    | 138   | 672   |
| 순차입금           | -92   | -94   | -44   | -25   | -270  |
| 총차입금           | 171   | 66    | 35    | 20    | 125   |

| Valuation 지표 (단위: 원, 배, %) |       |       |       |       |       |
|----------------------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 결산(12월)                    | 2021A | 2022A | 2023A | 2024A | 2025A |
| EPS                        | -546  | -285  | -904  | 572   | 89    |
| BPS                        | 1,118 | 810   | 601   | 625   | 1,567 |
| EBITDAPS                   | -43   | -38   | -62   | 87    | 23    |
| SPS                        | 41    | 24    | 13    | 488   | 217   |
| DPS                        | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     |
| PER                        | -19.6 | -20.3 | -4.6  | 4.6   | 103.6 |
| PBR                        | 9.6   | 7.1   | 7.0   | 4.2   | 5.9   |
| EV/EBITDA                  | -22.5 | -12.6 | -5.8  | 2.9   | 36.5  |
| PSR                        | 262.6 | 240.6 | 313.8 | 5.4   | 42.3  |

| 재무비율 (단위: 배, %) |         |         |          |         |       |
|-----------------|---------|---------|----------|---------|-------|
| 결산(12월)         | 2021A   | 2022A   | 2023A    | 2024A   | 2025A |
| 매출액 증가율 (%)     | 73.9    | -39.2   | -43.2    | 5,230.9 | -6.4  |
| 영업이익 증가율 (%)    | 적지      | 적지      | 적지       | 흑전      | -45.2 |
| 지배순이익 증가율 (%)   | 적지      | 적지      | 적지       | 흑전      | -67.4 |
| 매출총이익률 (%)      | 89.5    | 89.8    | 94.2     | 33.8    | 19.9  |
| 영업이익률 (%)       | -130.3  | -199.0  | -548.2   | 17.8    | 10.4  |
| 지배순이익률 (%)      | -134.1  | -118.8  | -675.4   | 11.7    | 4.1   |
| EBITDA 마진 (%)   | -106.4  | -158.4  | -466.0   | 17.8    | 10.7  |
| ROIC            | 1,483.7 | 7,843.6 | -2,754.7 | 981.8   | 74.6  |
| ROA             | -29.0   | -11.3   | -47.8    | 37.0    | 5.1   |
| ROE             | -81.5   | -29.6   | -114.0   | 86.3    | 8.1   |
| 부채비율 (%)        | 154.9   | 173.0   | 103.3    | 154.2   | 38.7  |
| 순차입금/자기자본 (%)   | -70.2   | -98.1   | -46.4    | -18.2   | -40.1 |
| 영업이익/금융비용 (배)   | -19.9   | -4.5    | -5.2     | 96.3    | 2.2   |

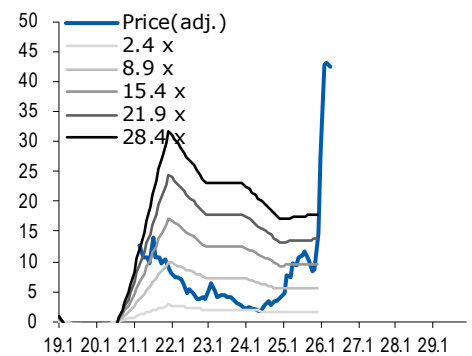
P/E band chart

(천원)

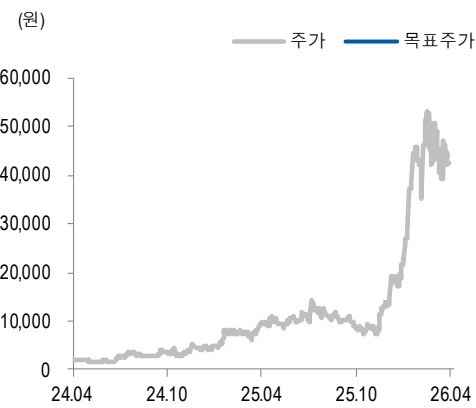


P/B band chart

(천원)



스피어 (347700) 투자등급 및 목표주가 추이



| 일자         | 투자<br>의견  | 목표가<br>(원) | 목표가격<br>대상시점 | 과리율<br>평균주가<br>대비 | 최고(최저)<br>주가 대비 |
|------------|-----------|------------|--------------|-------------------|-----------------|
| 2026-05-06 | Not Rated | -          | 1년           |                   |                 |

자료: 유안타증권

주: 과리율 = (실제주가\* - 목표주가) / 목표주가 X 100

\* 1) 목표주가 제시 대상시점까지의 "평균주가"

2) 목표주가 제시 대상시점까지의 "최고(또는 최저) 주가"

| 구분             | 투자의견 비율(%) |
|----------------|------------|
| Strong Buy(매수) | 0          |
| Buy(매수)        | 94.9       |
| Hold(중립)       | 5.1        |
| Sell(비중축소)     | 0          |
| 합계             | 100.0      |

주: 기준일 2026-05-04

※ 해외 계열회사 등이 작성하거나 공표한 리포트는 투자등급 비율 산정시 제외

## Appendix

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

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

# 나라스페이스테크놀로지

(478340)

## NASA가 인정한 기업

### EO위성 스페이스 헤리티지 보유

나라스페이스테크놀로지는 2015년 설립된 초소형 관측 위성 전문 기업으로, 위성 설계·제작부터 운용·데이터 분석까지 전 주기를 수직 계열화 완료. 2023년 11월 자체 제작 큐브위성 '옵저버(Observer-1A)'의 궤도 투입 성공으로 스페이스 헤리티지를 확보했으며, NASA 'State of the Art 2024'에 16U 위성 플랫폼이 등재되며 기술력을 국제적으로 검증받음. 올해 1월에는 우주 반도체 성능 검증을 위한 국책 사업에서 탑재체 개발 및 실증 초소형 위성 설계 용역 수행 기관으로 선정되는 등 위성 개발, 제조 역량을 입증 중

### 제조를 넘어선 하나의 우주 플랫폼 사업자

현재 군집위성(컨스텔레이션) 트렌드 확산에 따라 소형 위성 수요가 빠르게 증가 중. 국방, 재난 대응과 같이 특정 지역을 지속적으로 모니터링해야 하는 영역에서는 고빈도 데이터 확보가 필수적인 만큼 관측 위성 수요가 구조적으로 확대되는 국면. 당사는 '경기샷'(경기도 위성 운영 프로젝트)을 수주. 약 176억원의 수주잔고를 통한 중단기 실적 가시성이 확보된 상황. 이 밖에 주요 고객사로 한국항공우주연구원, 한화시스템 등을 보유

중장기적으로 Earth Paper를 통해 데이터 플랫폼 기업으로의 전환을 추진할 계획. Earth Paper에서 발생하는 구독형 수익은 반복 매출 구조를 형성할 수 있어 장기적으로 수익성 개선 여력이 높은 사업 모델로 평가. 올해 하반기 자체 위성 NarSha를 발사할 예정이며, '31년까지 84기의 자체 운용 군집위성을 구축할 계획. '25년 데이터 서비스 매출은 7.7억원으로 전체 매출 내 비중이 미미하나, 1)군집위성 구축과 2)AI 기반 영상 분석 기술을 적용한 고해상도 영상 판매로 이어지는 로드맵은 최대 실적 성장 드라이버가 될 것으로 기대

### 가능성은 크나 현재는 관망 필요

'25년 매출액 132억원(YoY +206.9%), 영업손실 -54억원(YoY -23.3%) 기록. 정부 및 민간 프로젝트 수주 확대를 통해 '23년 대비 9배의 매출 성장 기록. 위성 개발·제조 역량을 내재화하여 데이터 플랫폼 기업으로 성장한 Planet Labs는 '25년 약 3억 달러(YoY +26.0%) 매출을 기록 중. 자체 위성 발사 성공과 Earth paper의 성과는 밸류에이션 리레이팅 요인으로 충분하다고 판단됨



백종민 방산/우주/AI/로보틱스  
jongmin.baik@yuantakorea.com  
신승우 Research Assistant  
sungwoo.shin@yuantakorea.com

NOT RATED (I)

목표주가 -원 (I)  
직전 목표주가 -원  
현재주가 (5/4) 34,150원  
상승여력 -

|             |                   |
|-------------|-------------------|
| 시가총액        | 3,939억원           |
| 총발행주식수      | 11,533,591주       |
| 60일 평균 거래대금 | 307억원             |
| 60일 평균 거래량  | 641,685주          |
| 52주 고/저     | 61,700원 / 27,150원 |
| 외인지분율       | 0.99%             |
| 배당수익률       | 0.00%             |
| 주요주주        | 박재필 외 6 인         |

| 주가수익률 (%) | 1개월    | 3개월    | 12개월 |
|-----------|--------|--------|------|
| 절대        | (11.5) | (41.2) | 0.0  |
| 상대        | (22.5) | (44.3) | 0.0  |
| 절대 (달러환산) | (9.0)  | (41.7) | 0.0  |

#### Forecasts and valuations (K-IFRS)

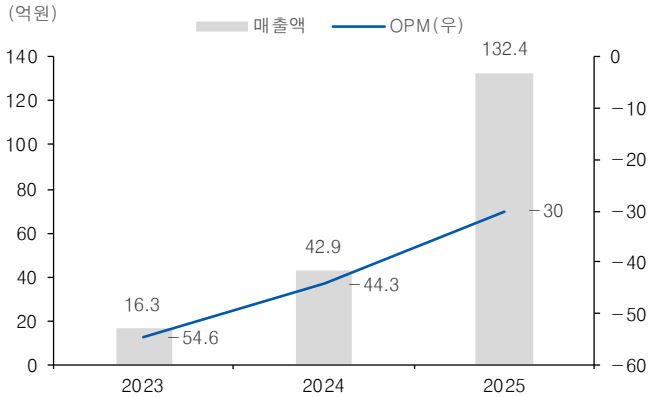
(억원, 원, %, 배)

| 결산 (12월)  | 2022A | 2023A | 2024A | 2025A  |
|-----------|-------|-------|-------|--------|
| 매출액       | 10    | 16    | 43    | 132    |
| 영업이익      | -22   | -30   | -44   | -55    |
| 지배순이익     | -128  | -139  | -107  | -77    |
| PER       | 0.0   | 0.0   | 0.0   | -37.1  |
| PBR       | 0.0   | 0.0   | 0.0   | 8.1    |
| EV/EBITDA | 2.8   | 1.2   | 5.8   | -99.8  |
| ROE       | 125.6 | 51.2  | 27.5  | -440.6 |

자료: 유안타증권

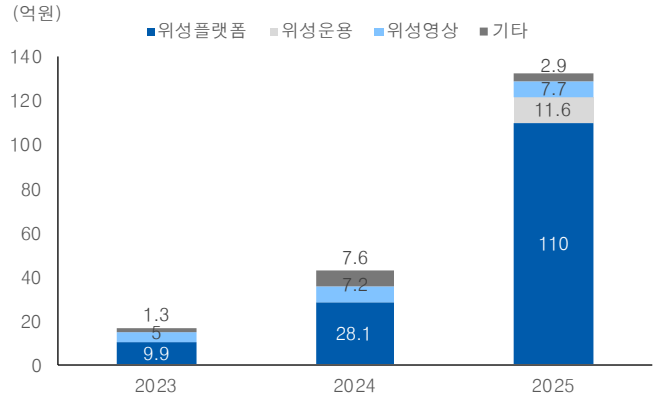
금융투자분석사의 확인 및 중요 공시는 Appendix 참조

### 매출액 추이



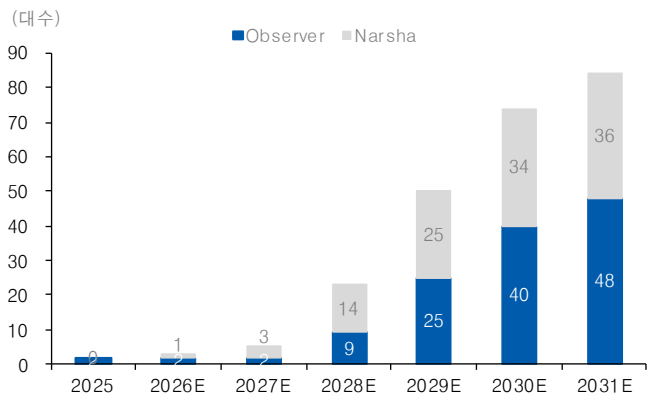
자료: 나라스페이스테크놀로지, 유안타증권 리서치센터

### 사업 부문별 매출액 추이



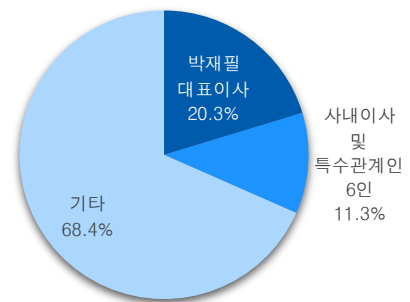
자료: 나라스페이스테크놀로지, 유안타증권 리서치센터

### 군집 위성 계획



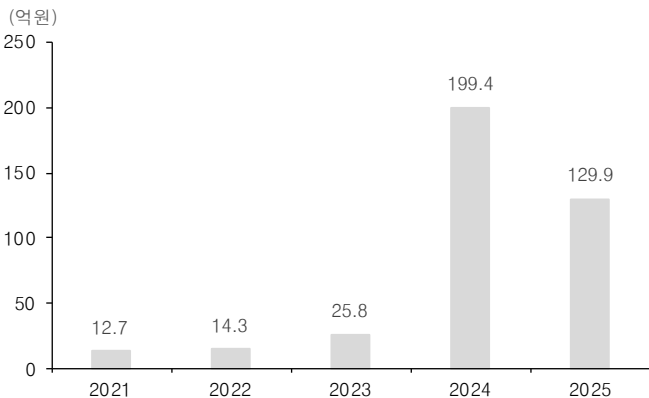
자료: 나라스페이스테크놀로지, 유안타증권 리서치센터

### 주주현황



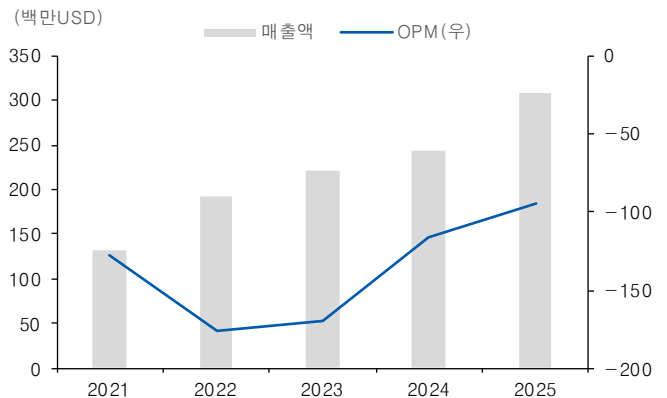
자료: 나라스페이스테크놀로지, 유안타증권 리서치센터

### 신규 우주 추이(2023 space heritage 획득)



자료: 나라스페이스테크놀로지, 유안타증권 리서치센터

### 플래닛랩 매출



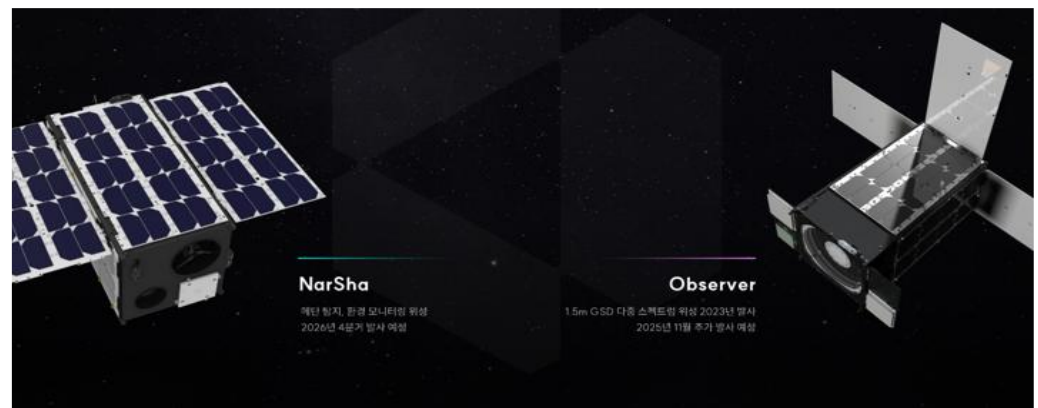
자료: 플래닛랩, 유안타증권 리서치센터

## 6-16U 사이즈 위성



자료: 나라스페이스테크놀로지, 유안타증권 리서치센터

## 나라스페이스 위성 플랫폼



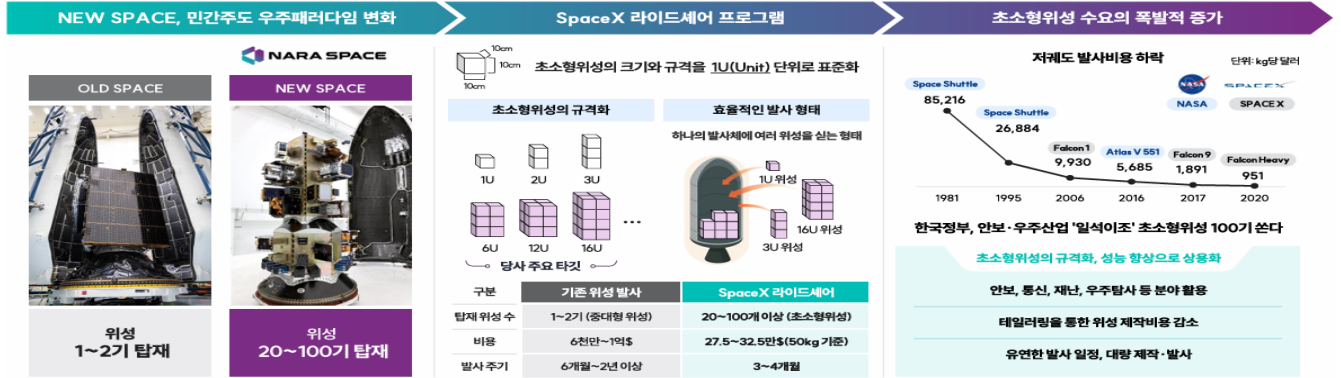
자료: 나라스페이스테크놀로지, 유안타증권 리서치센터

## 위성 플랫폼 비교

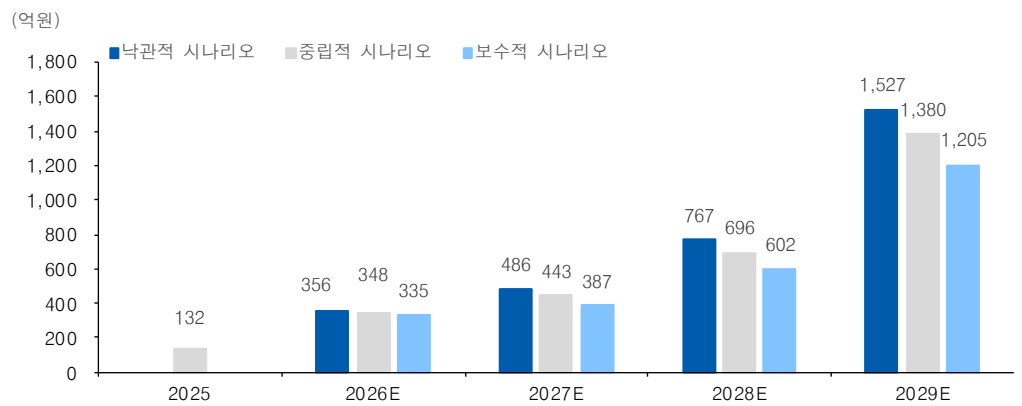
| Observer                        |                                                 | Narsha                          |                                                  |
|---------------------------------|-------------------------------------------------|---------------------------------|--------------------------------------------------|
| Ground sample distance          | 1.5m                                            | Detection threshold             | 100kg/h                                          |
| Bus mass                        | 13kg                                            | Bus mass                        | 15kg                                             |
| Battery Capacity                | 172Wh                                           | Battery Capacity                | 172Wh                                            |
| Payload mass                    | ≤12kg                                           | Payload mass                    | ≤10kg                                            |
| Payload power                   | 53W                                             | Payload power                   | 60W                                              |
| Telecommand/Telemetry data rate | 33Kbps / 83Kbps(S-band)                         | Telecommand/Telemetry data rate | 33Kbps / 83Kbps(S-band)                          |
| Payload downlink data rate      | 50Mbps(X-band)                                  | Payload downlink data rate      | 100Mbps(X-band)                                  |
| Space heritage                  | Observer-1A(Q4 2023)                            | Upcoming missions               | GyeonggiSat-2A&2B(Q4 2026), Narsha constellation |
| Upcoming missions               | GyeonggiSat-1A(Q4 2025). Observer constellation |                                 |                                                  |

자료: 유안타증권 리서치센터

우주 패러다임 변화



시나리오별 매출액 전망



자료: 유안타증권 리서치센터

## 나스스페이스테크놀로지 (478340) 추정재무제표 (K-IFRS)

| 손익계산서 (단위: 억원) |       |       |       |       |       |
|----------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 결산(12월)        | 2021A | 2022A | 2023A | 2024A | 2025A |
| 매출액            | 0     | 10    | 16    | 43    | 132   |
| 매출원가           | 0     | 6     | 14    | 20    | 100   |
| 매출총이익          | 0     | 4     | 2     | 23    | 32    |
| 판매비            | 0     | 26    | 32    | 68    | 87    |
| 영업이익           | 0     | -22   | -30   | -44   | -55   |
| EBITDA         | 0     | -18   | -24   | -27   | -35   |
| 영업외손익          | 0     | -106  | -109  | -63   | -22   |
| 외환관련손익         | 0     | 0     | 0     | -1    | 1     |
| 이자손익           | 0     | -4    | -3    | -7    | 3     |
| 관계기업관련손익       | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 기타             | 0     | -102  | -106  | -54   | -26   |
| 법인세비용차감전순이익    | 0     | -128  | -139  | -107  | -77   |
| 법인세비용          | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 계속사업순이익        | 0     | -128  | -139  | -107  | -77   |
| 중단사업순이익        | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 당기순이익          | 0     | -128  | -139  | -107  | -77   |
| 지배지분순이익        | 0     | -128  | -139  | -107  | -77   |
| 포괄순이익          | 0     | -128  | -139  | -107  | -77   |
| 지배지분포괄이익       | 0     | -128  | -139  | -107  | -77   |

주: 영업이익 산출 기준은 기존 k-GAAP과 동일. 즉, 매출액에서 매출원가와 판매비만 차감

| 현금흐름표 (단위: 억원)  |       |       |       |       |       |
|-----------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 결산(12월)         | 2021A | 2022A | 2023A | 2024A | 2025A |
| 영업활동 현금흐름       | 0     | -9    | -12   | -29   | -35   |
| 당기순이익           | 0     | -128  | -139  | -107  | -77   |
| 감가상각비           | 0     | 1     | 4     | 14    | 17    |
| 외환손익            | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 중속, 관계기업관련손익    | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 자산부채의 증감        | 0     | 9     | 6     | -8    | -7    |
| 기타현금흐름          | 0     | 109   | 117   | 72    | 32    |
| 투자활동 현금흐름       | 0     | -59   | 7     | -39   | -93   |
| 투자자산            | 0     | 0     | 0     | 0     | -3    |
| 유형자산 증가 (CAPEX) | 0     | -17   | -21   | -35   | -41   |
| 유형자산 감소         | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 기타현금흐름          | 0     | -42   | 28    | -4    | -48   |
| 재무활동 현금흐름       | 0     | 99    | -2    | 197   | 275   |
| 단기차입금           | 0     | -2    | -1    | 0     | -1    |
| 사채 및 장기차입금      | 0     | 2     | 0     | 0     | -1    |
| 자본              | 0     | 0     | 0     | 0     | 295   |
| 현금배당            | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 기타현금흐름          | 0     | 99    | -1    | 197   | -18   |
| 연결범위변동 등 기타     | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 현금의 증감          | 0     | 31    | -7    | 129   | 147   |
| 기초 현금           | 0     | 13    | 44    | 37    | 165   |
| 기말 현금           | 0     | 44    | 37    | 165   | 312   |
| NOPLAT          | 0     | -22   | -30   | -44   | -55   |
| FCF             | 0     | -26   | -39   | -71   | -83   |

자료: 유안타증권

주: 1. EPS, BPS 및 PER, PBR은 지배주주 기준임  
2. PER 등 valuation 지표의 경우, 확정치는 연평균 주가 기준, 전망치는 현재주가 기준임  
3. ROE, ROA의 경우, 자본, 자산 항목은 연초, 연말 평균을 기준으로 함

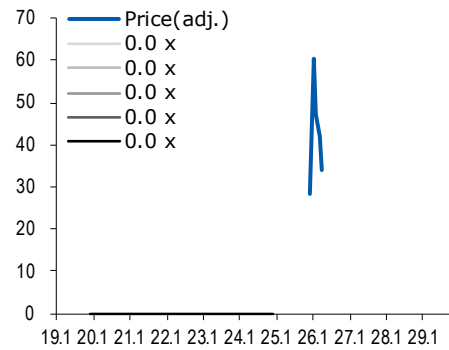
| 재무상태표 (단위: 억원) |       |       |       |       |       |
|----------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 결산(12월)        | 2021A | 2022A | 2023A | 2024A | 2025A |
| 유동자산           | 0     | 83    | 41    | 228   | 422   |
| 현금및현금성자산       | 0     | 44    | 37    | 165   | 312   |
| 매출채권 및 기타채권    | 0     | 0     | 0     | 3     | 2     |
| 재고자산           | 0     | 1     | 1     | 32    | 23    |
| 비유동자산          | 0     | 30    | 62    | 99    | 131   |
| 유형자산           | 0     | 19    | 43    | 71    | 113   |
| 관계기업 등 자본관련 자산 | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 기타투자자산         | 0     | 0     | 1     | 3     | 5     |
| 자산총계           | 0     | 113   | 103   | 327   | 553   |
| 유동부채           | 0     | 290   | 434   | 761   | 47    |
| 매입채무 및 기타채무    | 0     | 9     | 7     | 19    | 19    |
| 단기차입금          | 0     | 2     | 1     | 1     | 0     |
| 유동성장기부채        | 0     | 0     | 0     | 1     | 0     |
| 비유동부채          | 0     | 27    | 8     | 7     | 30    |
| 장기차입금          | 0     | 2     | 1     | 0     | 0     |
| 사채             | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 부채총계           | 0     | 317   | 442   | 768   | 77    |
| 지배지분           | 0     | -204  | -339  | -441  | 476   |
| 자본금            | 0     | 1     | 1     | 4     | 12    |
| 자본잉여금          | 0     | 0     | 0     | 0     | 986   |
| 이익잉여금          | 0     | -208  | -347  | -454  | -531  |
| 비지배지분          | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 자본총계           | 0     | -204  | -339  | -441  | 476   |
| 순차입금           | 0     | -51   | -28   | -158  | -358  |
| 총차입금           | 0     | 29    | 9     | 8     | 3     |

| Valuation 지표 (단위: 원, 배, %) |       |        |        |        |       |
|----------------------------|-------|--------|--------|--------|-------|
| 결산(12월)                    | 2021A | 2022A  | 2023A  | 2024A  | 2025A |
| EPS                        | 0     | -3,205 | -3,477 | -2,683 | -904  |
| BPS                        | 0     | -2,563 | -4,256 | -4,583 | 4,128 |
| EBITDAPS                   | 0     | -25    | -30    | -31    | -36   |
| SPS                        | 0     | 13     | 20     | 48     | 135   |
| DPS                        | 0     | 0      | 0      | 0      | 0     |
| PER                        | NA    | 0.0    | 0.0    | 0.0    | -37.1 |
| PBR                        | NA    | 0.0    | 0.0    | 0.0    | 8.1   |
| EV/EBITDA                  | NA    | 2.8    | 1.2    | 5.8    | -99.8 |
| PSR                        | NA    | 0.0    | 0.0    | 0.0    | 248.8 |

| 재무비율 (단위: 배, %) |       |          |        |        |        |
|-----------------|-------|----------|--------|--------|--------|
| 결산(12월)         | 2021A | 2022A    | 2023A  | 2024A  | 2025A  |
| 매출액 증가율 (%)     | 0.0   | 0.0      | 69.9   | 164.1  | 207.9  |
| 영업이익 증가율 (%)    | 0.0   | 0.0      | 적지     | 적지     | 적지     |
| 지배순이익 증가율 (%)   | 0.0   | 0.0      | 적지     | 적지     | 적지     |
| 매출총이익률 (%)      | 0.0   | 37.4     | 12.6   | 54.3   | 24.3   |
| 영업이익률 (%)       | 0.0   | -231.1   | -184.4 | -103.1 | -41.3  |
| 지배순이익률 (%)      | 0.0   | -1,337.7 | -854.5 | -249.7 | -58.0  |
| EBITDA 마진 (%)   | 0.0   | -192.2   | -144.4 | -64.0  | -26.6  |
| ROIC            | NA    | -229.8   | -104.1 | -86.8  | -55.0  |
| ROA             | NA    | -227.2   | -128.7 | -49.9  | -17.5  |
| ROE             | NA    | 125.6    | 51.2   | 27.5   | -440.6 |
| 부채비율 (%)        | NA    | -155.3   | -130.5 | -174.0 | 16.2   |
| 순차입금/자기자본 (%)   | NA    | 24.9     | 8.2    | 35.9   | -75.2  |
| 영업이익/금융비용 (배)   | 0.0   | -4.7     | -7.1   | -4.3   | -383.9 |

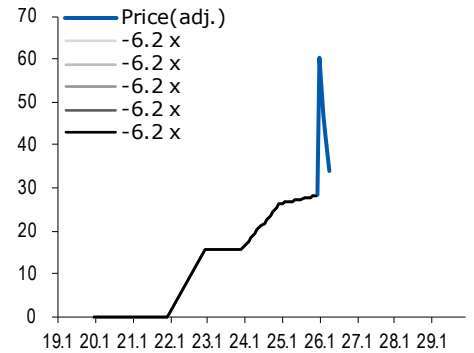
P/E band chart

(천원)

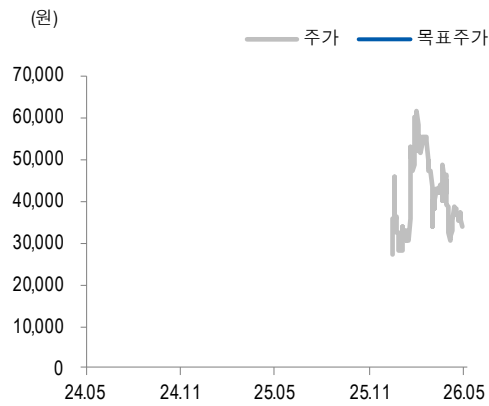


P/B band chart

(천원)



나라스페이스테크놀로지 (478340) 투자등급 및 목표주가 추이



| 일자         | 투자<br>의견  | 목표가<br>(원) | 목표가격<br>대상시점 | 과리율        |                 |
|------------|-----------|------------|--------------|------------|-----------------|
|            |           |            |              | 평균주가<br>대비 | 최고(최저)<br>주가 대비 |
| 2026-05-06 | Not Rated | -          | 1년           |            |                 |

자료: 유안타증권

주: 과리율 = (실제주가\* - 목표주가) / 목표주가 X 100

\* 1) 목표주가 제시 대상시점까지의 "평균주가"

2) 목표주가 제시 대상시점까지의 "최고(또는 최저) 주가"

| 구분             | 투자의견 비율(%) |
|----------------|------------|
| Strong Buy(매수) | 0          |
| Buy(매수)        | 94.9       |
| Hold(중립)       | 5.1        |
| Sell(비중축소)     | 0          |
| 합계             | 100.0      |

주: 기준일 2026-05-03

※ 해외 계열회사 등이 작성하거나 공표한 리포트는 투자등급 비율 산정시 제외

## Appendix

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

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

# 이노스페이스 (462350)

## 나 쏠 수 있어!

### 국내 유일 하이브리드 로켓 엔진

이노스페이스는 국내 유일의 하이브리드 로켓 기술 기반 우주 발사체 기업. 발사체 1단에 파라핀(고체)+LOx 엔진(액체)을 적용해 정밀한 궤도 제어 및 효율성을 강화한 발사체 구조를 채택. 방산 부문에서 LIG D&A와 모의발사체 등 3종 공급 계약으로 발생하는 매출액(25~27년까지 124억원)이 초기 우주 사업 리스크를 완화하는 구조

### 스페이스 헤리티지 확보 시급

동사는 현재 초/소형 위성 탑재를 목표로 한 '한빛-나노(탑재중량 ~90kg)' 발사체를 개발 중. 초/소형 군집위성 구축에 대한 수요 증가가 확인되고 있음. 소형 발사체는 대형발사체 대비 발사 대기 시간이 낮아, 고장·수명 종료에 따른 유연한 대처가 가능하다는 장점 보유. 중장기적으로는 '한빛-마이크로(탑재중량 ~170kg)' 및 '한빛-미니(~1,300kg)'로 확장하고, 발사 가격을 2.8만 달러/kg에서 2.2만 달러/kg까지 낮출 계획. Rocket Lab 등 해외 경쟁사(3.3~5만 달러/kg) 대비 가격 경쟁력 확보를 통해 시장을 침투한다는 전략

'25년 12월 브라질에서 시도한 한빛-나노의 첫 상업 발사는 연소가스 누설로 인한 기체 이상으로 실패. 원인 수정 후 하반기 2차 발사 예정. 상업 발사 성공 경험이 없었음에도, '26년 4월 기준 15건 312억원의 탑재 계약 체결. 이는 발사체 시장이 공급자 우위라는 사실과 동시에, 소형 발사체에 대한 수요를 대변한다고 판단. 동사는 브라질, 포르투갈 등 대륙별 발사장을 선점하고 있어, 스페이스 헤리티지(발사 성공) 획득 시 발사 횟수(Q)는 빠르게 증가할 전망.

### 공급자 우위를 통한 흑자전환 기대

'26년 하반기 예정된 상업 발사 성공 여부가 핵심. 초기 발사 실패는 해외 선두 업체들도 겪었던 일인 만큼, 크게 실망할 필요는 없다고 판단. 원인분석과 데이터 누적을 통해 점점 안정화 과정을 거치는 것이 일반적. 동사는 '26년 6월, 825억원의 유상증자(발사체 제작 및 발사 608억원, 시설투자 및 브릿지론 상환 217억원)를 통해 개발 및 운영 자금을 확보하며 발사체 상용화를 위한 재원을 마련할 계획. 초기 기술 검증 단계에서의 자금 불확실성 해소 측면에서 긍정적이라는 판단. 사측은 발사 성공 시, '28년에는 BEP 수준의 실적을 전망하고 있음



백종민 방산/우주/AI/로보틱스  
jongmin.baik@yuantakorea.com

신승우 Research Assistant  
sungwoo.shin@yuantakorea.com

## NOT RATED (I)

목표주가 -원 (I)

직전 목표주가 -원

현재주가 (5/4) 17,230원

상승여력 -

|             |                  |
|-------------|------------------|
| 시가총액        | 3,596억원          |
| 총발행주식수      | 29,982,175주      |
| 60일 평균 거래대금 | 117억원            |
| 60일 평균 거래량  | 642,874주         |
| 52주 고/저     | 22,770원 / 6,589원 |
| 외인지분율       | 2.20%            |
| 배당수익률       | 0.00%            |
| 주요주주        | 김수종 외 4 인        |

| 주가수익률 (%) | 1개월  | 3개월    | 12개월   |
|-----------|------|--------|--------|
| 절대        | 15.9 | (28.1) | (17.4) |
| 상대        | 1.6  | (31.9) | (50.9) |
| 절대 (달러환산) | 19.2 | (28.7) | (20.6) |

#### Forecasts and valuations (K-IFRS)

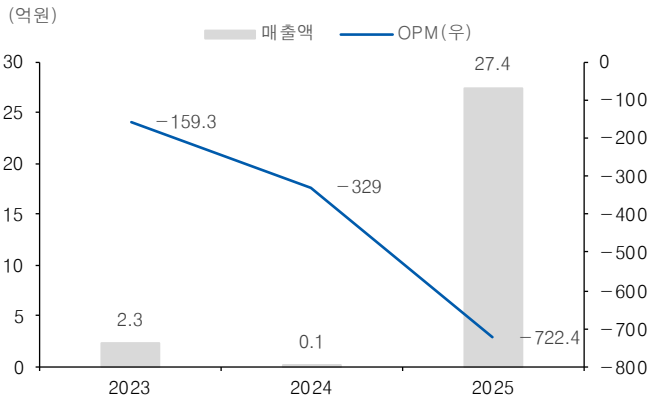
(십억원, 원, %, 배)

| 결산 (12월)  | 2022A | 2023A | 2024A  | 2025A  |
|-----------|-------|-------|--------|--------|
| 매출액       | 0     | 0     | 0      | 3      |
| 영업이익      | -24   | -16   | -32    | -73    |
| 지배순이익     | -48   | -83   | -33    | -75    |
| PER       | 0.0   | 0.0   | -5.5   | -2.4   |
| PBR       | 0.0   | 0.0   | 4.5    | 4.9    |
| EV/EBITDA | -1.5  | 0.8   | -6.0   | -2.3   |
| ROE       | 163.6 | 260.2 | -104.2 | -156.1 |

자료: 유안타증권

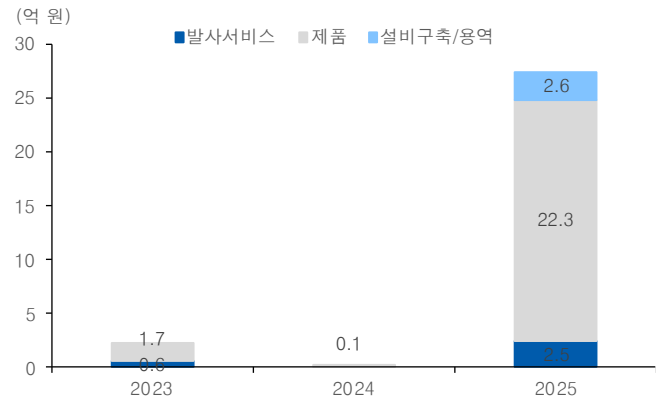
금융투자분석사의 확인 및 중요 공시는 Appendix 참조

## 매출액 추이



자료: 이노스페이스, 유안타증권 리서치센터

## 사업 부문별 매출액



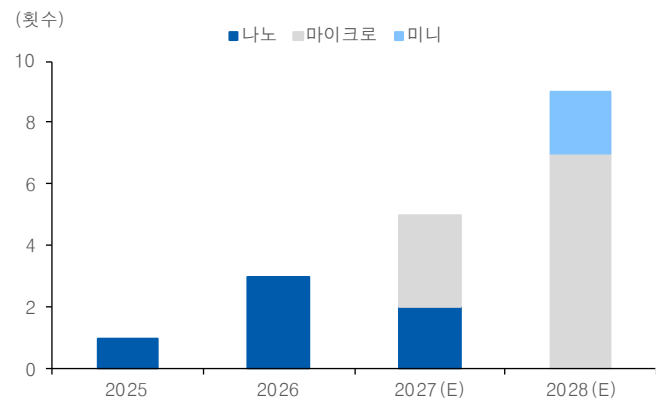
자료: 이노스페이스, 유안타증권 리서치센터

## 회사별 kg 당 발사체 가격

| 순위 | 회사명                        | 엔진 종류    | 위성무게 (kg) | 발사가격 (USD/kg) |
|----|----------------------------|----------|-----------|---------------|
| 1  | INNOSPACE                  | 하이브리드 로켓 | 170       | 28,000        |
| 2  | Rocket Lab                 | 액체 로켓    | 200       | 38,000        |
| 3  | CASC                       | 고체 로켓    | 200       | 30,000        |
| 4  | Firefly Aerospace          | 액체 로켓    | 700       | 24,000        |
| 5  | ASTRA                      | 액체 로켓    | 50        | 50,000        |
| 6  | Gilmour Space Technologies | 하이브리드 로켓 | 215       | 33,000        |

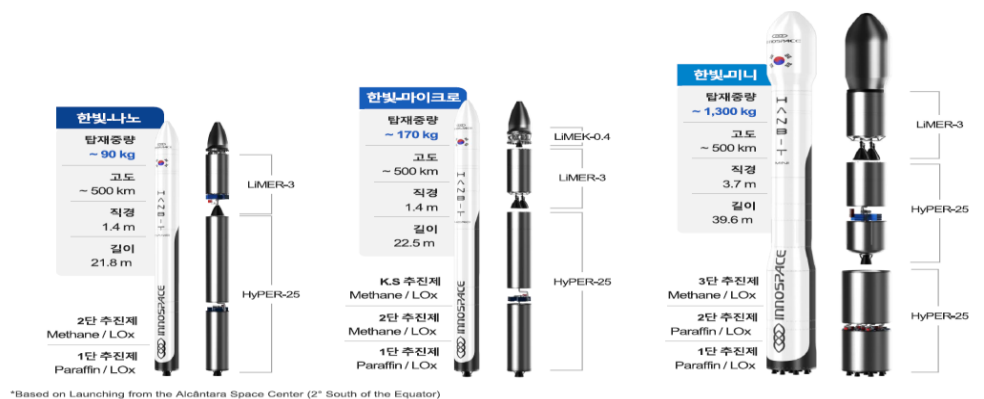
자료: 이노스페이스, 유안타증권 리서치센터

## 연도별 발사체 발사 횟수 추이



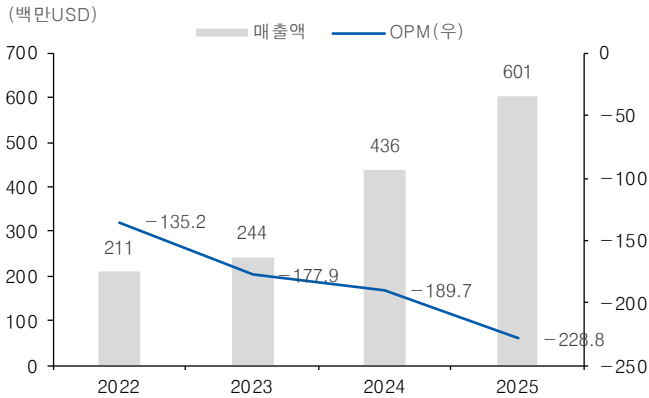
자료: 이노스페이스, 유안타증권 리서치센터

## 한빛 발사체 시리즈



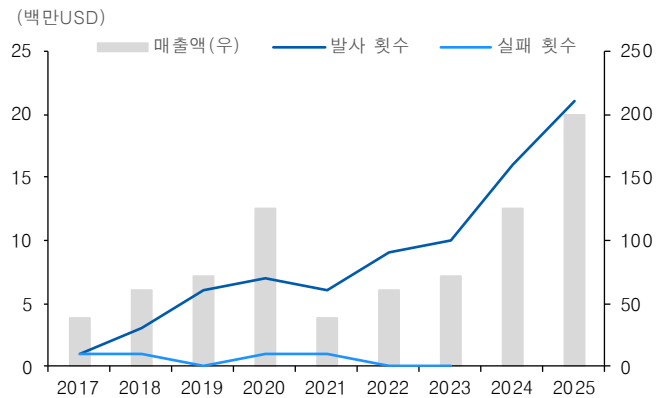
자료: 이노스페이스, 유안타증권 리서치센터

### 로켓랩 매출액 추이



자료: 로켓랩, 유안타증권 리서치센터

### 로켓랩 발사체 발사 횟수 대비 발사 부문 매출액



자료: Bloomberg, 로켓랩, 이노스페이스, 유안타증권 리서치센터

### 탑재체 계약 현황

| Index | Country | Payload Name | Payload Type | Purpose      |
|-------|---------|--------------|--------------|--------------|
| #1-1  | Brazil  | S*****       | GNSS         | 위성 항법 시스템 검증 |
| #1-2  | Brazil  | P***_**      | INS          | 관성 항법 시스템 검증 |
| #1-3  | Brazil  | S**          | INS          | 관성 항법 시스템 검증 |
| #2-1  | Brazil  | G****        | 2U+ 위성       | 우주 환경 데이터 수집 |
| #2-2  | Brazil  | P***-B**     | 1U 위성        | 기술 개발 및 교육   |
| #2-3  | India   | S*****-S*    | 1U 위성        | 우주 환경 데이터 수집 |
| #2-4  | Brazil  | C*****       | 1U 위성        | 우주 환경 데이터 수집 |
| #2-5  | Brazil  | J*****-K     | 1U 위성        | 우주 환경 데이터 수집 |

자료: 이노스페이스, 유안타증권 리서치센터

### 한빛 발사체 발사장



자료: 이노스페이스, 유안타증권 리서치센터

## 이노스페이스 (462350) 추정재무제표 (K-IFRS)

| 손익계산서 (단위: 십억원) |       |       |       |       |       |
|-----------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 결산(12월)         | 2021A | 2022A | 2023A | 2024A | 2025A |
| 매출액             | 0     | 0     | 0     | 0     | 3     |
| 매출원가            | 0     | 0     | 0     | 5     | 18    |
| 매출총이익           | 0     | 0     | 0     | -5    | -15   |
| 판매비             | 7     | 24    | 16    | 27    | 58    |
| 영업이익            | -7    | -24   | -16   | -32   | -73   |
| EBITDA          | -7    | -23   | -14   | -29   | -67   |
| 영업외손익           | 0     | -24   | -67   | -1    | -2    |
| 외환관련손익          | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 이자손익            | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 관계기업관련손익        | 0     | -1    | 0     | -1    | 1     |
| 기타              | 0     | -23   | -67   | -1    | -2    |
| 법인세비용차감전순이익     | -7    | -48   | -83   | -33   | -75   |
| 법인세비용           | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 계속사업순이익         | -7    | -48   | -83   | -33   | -75   |
| 중단사업순이익         | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 당기순이익           | -7    | -48   | -83   | -33   | -75   |
| 지배지분순이익         | -7    | -48   | -83   | -33   | -75   |
| 포괄순이익           | 0     | -48   | -83   | -34   | -75   |
| 지배지분포괄이익        | 0     | -48   | -83   | -34   | -75   |

주: 영업이익 산출 기준은 기존 K-GAAP과 동일. 즉, 매출액에서 매출원가와 판매비만 차감

| 현금흐름표 (단위: 십억원) |       |       |       |       |       |
|-----------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 결산(12월)         | 2021A | 2022A | 2023A | 2024A | 2025A |
| 영업활동 현금흐름       | -6    | -22   | -13   | -33   | -52   |
| 당기순이익           | -7    | -48   | -83   | -33   | -75   |
| 감가상각비           | 0     | 1     | 2     | 3     | 6     |
| 외환손익            | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 종속, 관계기업관련손익    | 0     | 1     | 0     | 1     | -1    |
| 자산부채의 증감        | 0     | 0     | -1    | -12   | 0     |
| 기타현금흐름          | 1     | 23    | 69    | 9     | 18    |
| 투자활동 현금흐름       | -5    | -5    | -8    | -9    | -23   |
| 투자자산            | 0     | -2    | 0     | -2    | -2    |
| 유형자산 증가 (CAPEX) | -5    | -3    | 0     | -13   | -21   |
| 유형자산 감소         | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 기타현금흐름          | -1    | 0     | -8    | 5     | -1    |
| 재무활동 현금흐름       | 26    | 20    | 15    | 56    | 76    |
| 단기차입금           | 0     | 0     | 0     | 1     | -1    |
| 사채 및 장기차입금      | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 자본              | 26    | 0     | 0     | 56    | 47    |
| 현금배당            | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 기타현금흐름          | 0     | 20    | 15    | -1    | 29    |
| 연결범위변동 등 기타     | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 현금의 증감          | 15    | -7    | -7    | 15    | 1     |
| 기초 현금           | 4     | 19    | 12    | 5     | 19    |
| 기말 현금           | 19    | 12    | 5     | 19    | 21    |
| NOPLAT          | -7    | -24   | -16   | -32   | -73   |
| FCF             | -12   | -26   | -16   | -54   | -87   |

자료: 유안타증권

주: 1. EPS, BPS 및 PER, PBR은 지배주주 기준임  
2. PER 등 valuation 지표의 경우, 확정치는 연평균 주가 기준, 전망치는 현재주가 기준임  
3. ROE, ROA의 경우, 자본, 자산 항목은 연초, 연말 평균을 기준으로 함

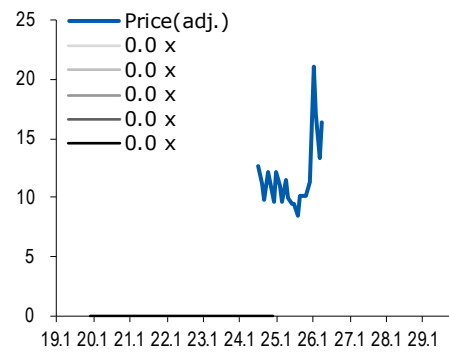
| 재무상태표 (단위: 십억원) |       |       |       |       |       |
|-----------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 결산(12월)         | 2021A | 2022A | 2023A | 2024A | 2025A |
| 유동자산            | 20    | 13    | 13    | 30    | 26    |
| 현금및현금성자산        | 19    | 12    | 5     | 19    | 21    |
| 매출채권 및 기타채권     | 1     | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 재고자산            | 0     | 0     | 1     | 4     | 1     |
| 비유동자산           | 7     | 11    | 11    | 26    | 44    |
| 유형자산            | 6     | 9     | 9     | 21    | 37    |
| 관계기업 등 지분관련자산   | 0     | 0     | 0     | 2     | 3     |
| 기타투자자산          | 0     | 1     | 0     | 1     | 2     |
| 자산총계            | 27    | 23    | 24    | 56    | 70    |
| 유동부채            | 1     | 62    | 2     | 8     | 10    |
| 매입채무 및 기타채무     | 1     | 2     | 1     | 3     | 6     |
| 단기차입금           | 0     | 0     | 0     | 1     | 0     |
| 유동성장기부채         | 1     | 1     | 1     | 1     | 2     |
| 비유동부채           | 1     | 45    | 2     | 4     | 8     |
| 장기차입금           | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 사채              | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 부채총계            | 2     | 107   | 4     | 12    | 18    |
| 지배지분            | 25    | -84   | 20    | 44    | 52    |
| 자본금             | 1     | 0     | 8     | 9     | 23    |
| 자본잉여금           | 35    | 0     | 178   | 234   | 82    |
| 이익잉여금           | -11   | -84   | -168  | -201  | -58   |
| 비지배지분           | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 자본총계            | 25    | -84   | 20    | 44    | 52    |
| 순차입금            | -18   | 34    | -11   | -17   | -16   |
| 총차입금            | 1     | 46    | 1     | 3     | 5     |

| Valuation 지표 (단위: 원, 배, %) |        |         |         |           |        |
|----------------------------|--------|---------|---------|-----------|--------|
| 결산(12월)                    | 2021A  | 2022A   | 2023A   | 2024A     | 2025A  |
| EPS                        | -1,897 | -13,154 | -14,491 | -2,091    | -4,234 |
| BPS                        | 2,393  | -7,018  | 1,352   | 2,578     | 2,125  |
| EBITDAPS                   | -81    | -218    | -111    | -183      | -342   |
| SPS                        | 1      | 3       | 2       | 0         | 14     |
| DPS                        | 0      | 0       | 0       | 0         | 0      |
| PER                        | 0.0    | 0.0     | 0.0     | -5.5      | -2.4   |
| PBR                        | 0.0    | 0.0     | 0.0     | 4.5       | 4.9    |
| EV/EBITDA                  | 2.4    | -1.5    | 0.8     | -6.0      | -2.3   |
| PSR                        | 0.0    | 0.0     | 0.0     | 125,736.4 | 731.0  |

| 재무비율 (단위: 배, %) |          |           |           |            |          |
|-----------------|----------|-----------|-----------|------------|----------|
| 결산(12월)         | 2021A    | 2022A     | 2023A     | 2024A      | 2025A    |
| 매출액 증가율 (%)     | 0.0      | 231.4     | -32.4     | -93.6      | 18,573.4 |
| 영업이익 증가율 (%)    | 0.0      | 적지        | 적지        | 적지         | 적지       |
| 지배순이익 증가율 (%)   | 0.0      | 적지        | 적지        | 적지         | 적지       |
| 매출총이익률 (%)      | 14.8     | 45.1      | 33.6      | -36,743.7  | -546.5   |
| 영업이익률 (%)       | -7,167.9 | -7,107.6  | -6,931.5  | -219,957.0 | -2,654.9 |
| 지배순이익률 (%)      | -6,752.6 | -14,127.6 | -35,971.5 | -226,723.5 | -2,734.3 |
| EBITDA 마진 (%)   | -7,004.5 | -6,680.2  | -6,081.0  | -198,342.1 | -2,422.8 |
| ROIC            | -219.2   | -306.5    | -170.8    | -177.6     | -234.6   |
| ROA             | -52.4    | -193.0    | -350.7    | -83.6      | -119.3   |
| ROE             | -56.4    | 163.6     | 260.2     | -104.2     | -156.1   |
| 부채비율 (%)        | 7.7      | -128.0    | 21.1      | 26.2       | 34.8     |
| 순차입금/자기자본 (%)   | -71.7    | -40.6     | -54.1     | -38.9      | -31.4    |
| 영업이익/금융비용 (배)   | -200.2   | -275.7    | -147.3    | -170.7     | -130.4   |

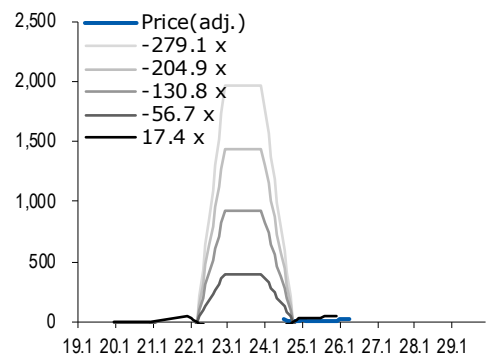
P/E band chart

(천원)

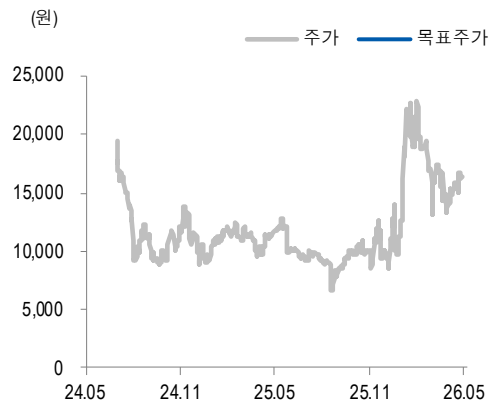


P/B band chart

(천원)



이노스페이스 (462350) 투자등급 및 목표주가 추이



| 일자         | 투자<br>의견  | 목표가<br>(원) | 목표가격<br>대상시점 | 과리율        |                 |
|------------|-----------|------------|--------------|------------|-----------------|
|            |           |            |              | 평균주가<br>대비 | 최고(최저)<br>주가 대비 |
| 2026-05-06 | Not Rated | -          | 1년           |            |                 |

자료: 유안타증권

주: 과리율 = (실제주가\* - 목표주가) / 목표주가 X 100

\* 1) 목표주가 제시 대상시점까지의 "평균주가"

2) 목표주가 제시 대상시점까지의 "최고(또는 최저) 주가"

| 구분             | 투자의견 비율(%) |
|----------------|------------|
| Strong Buy(매수) | 0          |
| Buy(매수)        | 94.9       |
| Hold(중립)       | 5.1        |
| Sell(비중축소)     | 0          |
| 합계             | 100.0      |

주: 기준일 2026-05-03

※ 해외 계열회사 등이 작성하거나 공표한 리포트는 투자등급 비율 산정시 제외

## Appendix

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

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

# 컨텍 (451760)

## A-Z 우주를 연결하는 인프라

### 안테나부터 위성까지

컨텍은 지상국 구축(Turn-key), GSaaS(지상 스테이션 서비스), 위성 데이터 처리 및 활용 등의 Downstream 영역부터 '24년 AP위성 인수를 통해 인공위성 및 안테나 제작 역량을 확보하여 Upstream까지 내재화한 회사. '25년 매출 기준 Upstream(위성통신 단말기 32.1%, 인공위성 및 부품품 개발 22.9%)과 Downstream(지상국 시스템 31.4%, 위성영상 시스템 13.3%)의 비중은 각각 55.0%, 44.7%로 구성. 올해 상반기까지 11개국 16개 지상국 운영 준비를 마칠 계획이며, 제주 아시안 스페이스 파크(위성데이터 송수신용 안테나 11기, OGS 1기)는 1H26 개장식 전부터 국내외 고객사 확보 중

### 강력해진 신규 지상국과 파트너

동사는 RF 지상국과 OGS(광통신 지상국)을 운영 중. RF 지상국 한 개당 연간 최대 매출액은 10억원 수준으로 파악됨. OGS는 1~2분에 약 100GB의 데이터를 받을 수 있고, RF 지상국 대비 30~60배 더 빠르기 때문에 연간 최대 매출액은 약 100억원 수준으로 확대. 동사는 호주와 제주도에 각각 1곳의 OGS를 운영할 계획인데, 호주의 OGS는 우주정거장과의 광통신 시험을 성공적으로 마무리. 또한 영국의 위성 양자암호화 통신 전문기업과 위성 QKD(양자암호통신) 상용 서비스 위한 협업 체계도 구축했으며, QKD 페이로드가 탑재된 위성은 올해 3분기에 발사될 예정. 발사 이후 모든 시험이 완료되면 OGS 매출액은 '27년 상반기부터 본격화될 것으로 예상됨

한편, TXSpace(안테나 제작 자회사)를 통한 안테나 인하우스 조달로 원가 절감 및 마진 개선(기존 Safran에서 안테나 수입, 3년간 50% 이상 가격 상승)도 기대되는 부분. TXSpace는 '24년 설립 후 2년 만에 플래닛랩스의 안테나 공급파트너로 선정되며, 위성용 안테나 2기 공급 계약을 체결. 향후 운영·유지보수 등 반복 매출 발생 예상되며, 사측은 10기 이상의 추가 수주를 기대중

### '27년 흑자전환 기대

'25년 매출액 868억원(YoY +25.9%), 영업손실 -161억원(YoY -33.1%) 기록. '27년 OGS 신규 가동 및 기존 RF 지상국의 가동률 증가에 따른 턴어라운드 기대. TXSpace의 안테나 매출도 플래닛랩스와 계약에 따라 올해부터 본격화될 예정. 또한 안테나 자체 조달로 인한 원가 구조 개선세도 지속될 전망. 저궤도 중심의 초/소형 위성 발사가 연간 2,500기까지 증가하면서 지상국에 대한 수요가 구조적 확장세에 진입한 것으로 판단

### Forecasts and valuations (K-IFRS 연결)

(억원, 원, %, 배)

| 결산 (12월)  | 2022A | 2023A  | 2024A | 2025A |
|-----------|-------|--------|-------|-------|
| 매출액       | 128   | 158    | 690   | 869   |
| 영업이익      | -19   | -100   | -122  | -162  |
| 지배순이익     | -207  | -649   | -226  | -74   |
| PER       | 0.0   | -2.5   | -9.2  | -19.6 |
| PBR       | 0.0   | 2.2    | 2.2   | 1.7   |
| EV/EBITDA | 59.8  | -19.0  | -28.5 | -21.3 |
| ROE       | 98.4  | -164.8 | -22.3 | -8.4  |

자료: 유안타증권



백종민 방산/우주/AI/로보틱스  
jongmin.baik@yuantakorea.com

신승우 Research Assistant  
sungwoo.shin@yuantakorea.com

**NOT RATED (I)**

**목표주가 -원 (I)**

**직전 목표주가 -원**

**현재주가 (5/4) 23,150원**

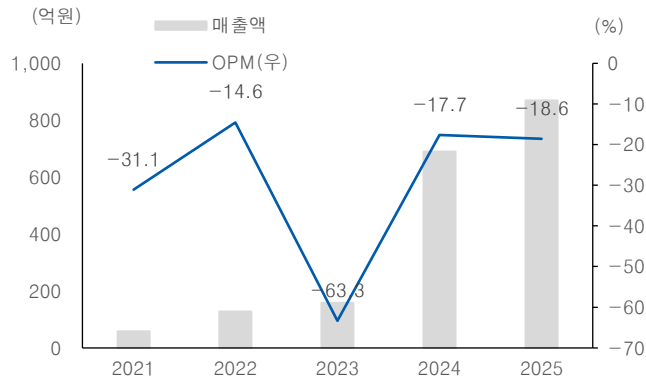
**상승여력 -**

|             |                  |
|-------------|------------------|
| 시가총액        | 3,661억원          |
| 총발행주식수      | 15,816,230주      |
| 60일 평균 거래대금 | 150억원            |
| 60일 평균 거래량  | 726,541주         |
| 52주 고/저     | 23,150원 / 7,560원 |
| 외인지분율       | 3.91%            |
| 배당수익률       | 0.00%            |
| 주요주주        | 이성희 외 7 인        |

| 주가수익률 (%) | 1개월  | 3개월 | 12개월  |
|-----------|------|-----|-------|
| 절대        | 28.0 | 8.4 | 132.2 |
| 상대        | 12.2 | 2.7 | 38.1  |
| 절대 (달러환산) | 31.7 | 7.5 | 123.1 |

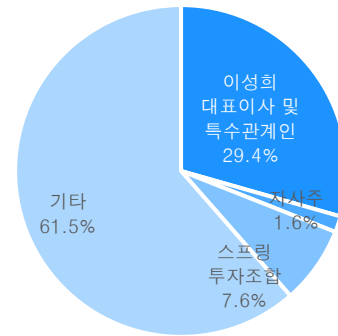
금융투자분석사의 확인 및 중요 공시는 Appendix 참조

## 실적 추이



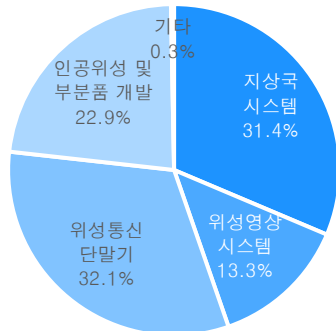
자료: 컨텍, 유안타증권 리서치센터

## 주주 구성



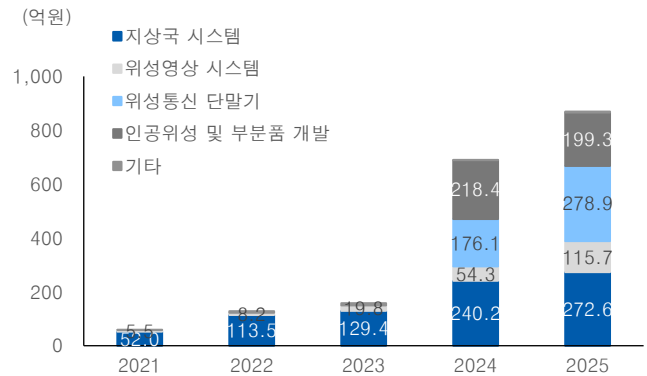
자료: 컨텍, 유안타증권 리서치센터

## 2025년 부문별 매출 비중



자료: 컨텍, 유안타증권 리서치센터

## 부문별 매출액 추이



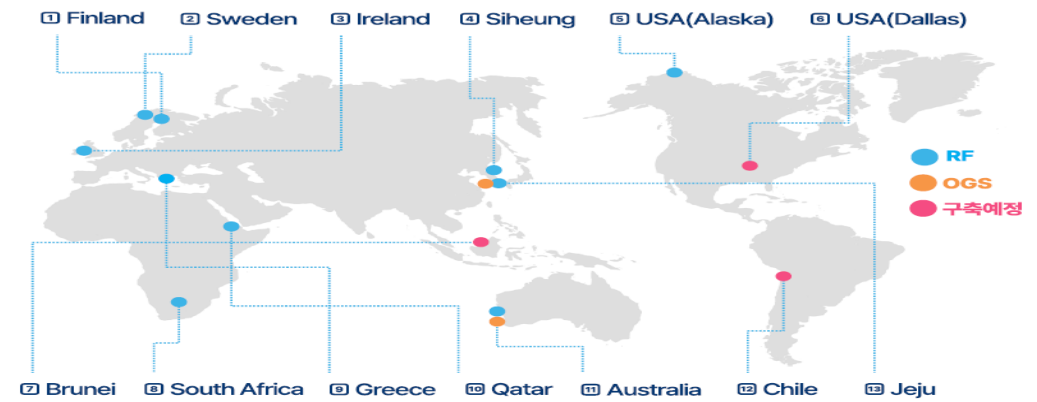
자료: 컨텍, Dart, 유안타증권 리서치센터

## 컨텍 자회사 기본 정보

| 자회사 이름                     | 사업 분야          | 설립일         |
|----------------------------|----------------|-------------|
| AP 위성                      | 위성 본체 및 탑재체 제작 | 24년 6월 (인수) |
| Texas Space Communications | 안테나 제조         | 24년 4월      |
| 씨에스오                       | 우주 광학 기술       | 23년 3월      |

자료: 컨텍, 유안타증권 리서치센터

### 컨택 글로벌 지상국 네트워크



자료: 컨택

주: OGS(Optical Ground Station)이란 레이저를 사용한 광통신 지상국, RF 지상국 대비 데이터 전송 속도 및 보안성 향상

### 컨택의 위성데이터 처리 솔루션 경쟁력



자료: 컨택

### AP 위성의 주요 제품 및 서비스

| 위성통신단말기                                        | 인공위성 본체 및 부품 개발                        |
|------------------------------------------------|----------------------------------------|
| <p>세계최초 안드로이드 기반 전화기 등 이동통신 서비스 및 단말기 개발</p>   | <p>인공위성 본체 개발</p>                      |
| <p>통신장비(고정형 통신장비) 핵심반도체 통신 시스템 온 칩 개발기술 보유</p> | <p>(초소형)위성용 표준탑재컴퓨터</p>                |
| <p>위성통신단말기 개발 및 위성통신 서비스 제공</p>                | <p>인공위성 플랫폼 설계기술 확보를 통한 위성 부품품 내재화</p> |

자료: 컨택

### 위성 데이터 송/수신 안테나 제조(TX Space)



자료: 컨택

**국내 / 해외 매출 비중**

**40.6%**  
해외매출

**59.4%**  
국내매출

|                         |                              |                |               |
|-------------------------|------------------------------|----------------|---------------|
| NATIONAL SPACE CENTRE   | KSPN KOREAN SPACE AGENCY     | SAFRAN         | AIRBUS        |
| collabs                 | TESAT                        | ICEYE          | IRFA          |
| ORBITER                 | NORTHBASE                    | Bluewin        | KSAT          |
| KARI 한국항공우주연구원          | 국립우주기술연구소                    | 부산광역시          | KV 한국통신연구원    |
| 연세대학교 Yonsei University | KAIST                        | 한화시스템          | SK Telecom    |
| 한국과학기술원 KIST            | CAPI COSMIC AIRCRAFT SYSTEMS | ST Engineering | SPECTRAL      |
| ESA                     | aws                          | MAXAR          | Capella Space |
| L3HARRIS                | CPI                          | PBC            | MOMENTUS      |
| speedcast               | AST                          | skylink        | spire         |
|                         |                              |                | seatel        |

다년간 우주산업 관련 글로벌 전시회 참가를 통해 **200개 이상 고객 및 파트너 확보**

## 컨텍 제주우주센터, 안테나 12기 규모

**사업 개요**

- ✓ 1/2단계 ASP (Asian Space Park) 조성
- ✓ 24년 12월, 제주시자치행정지구 지정 계획 수정/변경 (공사기간 연장 25년 12월까지)
- ✓ ASP 운영 현행
  - 위성데이터 송수신용 안테나 12기 (OGS 포함, 26년 1분기 운영 예정)
  - 전기/통신 지원 2개동, 방문객센터 1개동 (팬스 설치, 부지내 포장 및 정리 등)
- ✓ 추가 설치/운영 계획
  - 사업 확대에 따른 제주 현지인원 고용 확대 추진 (젠지니어, 시설운영 등)
  - 신규 고객 유치시 주변부지 추가 매입을 통한 부지면적 확대 가능

※ 현재 국내외 고객과 추가 협의 진행 중

컨텍 제주우주센터



105

컨택 (451760) 추정재무제표 (K-IFRS 연결)

| 손익계산서 (단위: 억원) |       |       |       |       |       |
|----------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 결산(12월)        | 2021A | 2022A | 2023A | 2024A | 2025A |
| 매출액            | 58    | 128   | 158   | 690   | 869   |
| 매출원가           | 46    | 110   | 154   | 562   | 757   |
| 매출총이익          | 12    | 18    | 4     | 128   | 112   |
| 판매비            | 30    | 36    | 104   | 249   | 274   |
| 영업이익           | -18   | -19   | -100  | -122  | -162  |
| EBITDA         | -15   | -9    | -82   | -72   | -78   |
| 영업외손익          | -112  | -194  | -528  | -55   | 47    |
| 외환관련손익         | 1     | 2     | -3    | 11    | -8    |
| 이자손익           | -7    | -28   | -8    | 19    | -2    |
| 관계기업관련손익       | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 기타             | -107  | -168  | -517  | -85   | 57    |
| 법인세비용차감전순이익    | -130  | -212  | -628  | -177  | -115  |
| 법인세비용          | -6    | -5    | 21    | 14    | -11   |
| 계속사업순이익        | -124  | -207  | -649  | -191  | -103  |
| 중단사업순이익        | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 당기순이익          | -124  | -207  | -649  | -191  | -103  |
| 지배지분순이익        | -124  | -207  | -649  | -226  | -74   |
| 포괄순이익          | -123  | -208  | -650  | -186  | -108  |
| 지배지분포괄이익       | -123  | -208  | -650  | -220  | -78   |

주: 영업이익 산출 기준은 기존 k-GAAP과 동일. 즉, 매출액에서 매출원가와 판매비만 차감

| 현금흐름표 (단위: 억원)  |       |       |       |       |       |
|-----------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 결산(12월)         | 2021A | 2022A | 2023A | 2024A | 2025A |
| 영업활동 현금흐름       | -14   | 33    | -61   | 19    | -8    |
| 당기순이익           | -125  | -207  | -649  | -191  | -103  |
| 감가상각비           | 3     | 9     | 17    | 26    | 38    |
| 외환손익            | -1    | 1     | 2     | -5    | 0     |
| 중속, 관계기업관련손익    | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 자산부채의 증감        | -7    | 23    | 5     | 35    | 17    |
| 기타현금흐름          | 116   | 208   | 564   | 153   | 41    |
| 투자활동 현금흐름       | -56   | -457  | 113   | 48    | -734  |
| 투자자산            | 0     | 0     | -3    | -3    | -20   |
| 유형자산 증가 (CAPEX) | -44   | -144  | -138  | -90   | -140  |
| 유형자산 감소         | 0     | 0     | 0     | 2     | 0     |
| 기타현금흐름          | -12   | -313  | 254   | 138   | -574  |
| 재무활동 현금흐름       | 117   | 592   | 492   | 336   | -2    |
| 단기차입금           | -3    | -6    | 0     | 1     | 16    |
| 사채 및 장기차입금      | 0     | 0     | 0     | 300   | 0     |
| 자본              | 10    | 0     | 479   | 7     | 4     |
| 현금배당            | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 기타현금흐름          | 110   | 598   | 13    | 28    | -22   |
| 연결범위변동 등 기타     | 1     | -1    | -1    | 6     | 1     |
| 현금의 증감          | 48    | 168   | 543   | 407   | -743  |
| 기초 현금           | 21    | 69    | 236   | 779   | 1,187 |
| 기말 현금           | 69    | 236   | 779   | 1,187 | 444   |
| NOPLAT          | -18   | -19   | -103  | -132  | -162  |
| FCF             | -66   | -130  | -218  | -137  | -202  |

자료: 유안타증권

주: 1. EPS, BPS 및 PER, PBR은 지배주주 기준임  
2. PER등 valuation 지표의 경우, 확정치는 연평균 주가 기준, 전망치는 현재주가 기준임  
3. ROE,ROA의경우, 자본,자산 항목은 연초,연말 평균을 기준으로 함

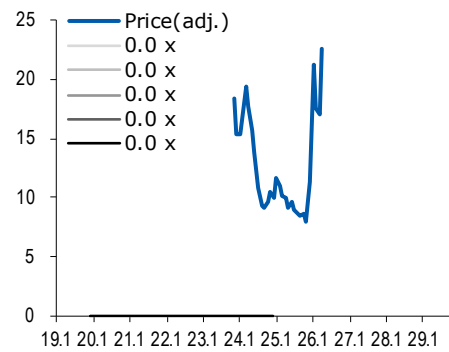
| 재무상태표 (단위: 억원) |       |       |       |       |       |
|----------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 결산(12월)        | 2021A | 2022A | 2023A | 2024A | 2025A |
| 유동자산           | 106   | 595   | 896   | 1,644 | 1,425 |
| 현금및현금성자산       | 69    | 236   | 779   | 1,187 | 444   |
| 매출채권 및 기타채권    | 18    | 14    | 6     | 154   | 106   |
| 재고자산           | 5     | 15    | 13    | 213   | 208   |
| 비유동자산          | 75    | 234   | 322   | 1,144 | 1,306 |
| 유형자산           | 54    | 184   | 274   | 472   | 551   |
| 관계기업등 지분관련자산   | 0     | 0     | 0     | 0     | 54    |
| 기타투자자산         | 0     | 0     | 3     | 13    | 47    |
| 자산총계           | 180   | 829   | 1,218 | 2,788 | 2,731 |
| 유동부채           | 286   | 1,113 | 86    | 792   | 851   |
| 매입채무 및 기타채무    | 4     | 18    | 52    | 100   | 169   |
| 단기차입금          | 6     | 0     | 0     | 1     | 17    |
| 유동성장기부채        | 1     | 4     | 7     | 10    | 12    |
| 비유동부채          | 6     | 26    | 35    | 114   | 100   |
| 장기차입금          | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 사채             | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 부채총계           | 292   | 1,139 | 121   | 905   | 951   |
| 지배지분           | -111  | -309  | 1,097 | 927   | 833   |
| 자본금            | 5     | 5     | 73    | 75    | 76    |
| 자본잉여금          | 8     | 16    | 1,982 | 497   | 515   |
| 이익잉여금          | -129  | -337  | -987  | 285   | 211   |
| 비지배지분          | 0     | 0     | 1     | 955   | 947   |
| 자본총계           | -112  | -309  | 1,097 | 1,882 | 1,780 |
| 순차입금           | -71   | -535  | -807  | -966  | -721  |
| 총차입금           | 8     | 21    | 32    | 243   | 277   |

| Valuation 지표 (단위: 원, 배, %) |        |        |        |        |       |
|----------------------------|--------|--------|--------|--------|-------|
| 결산(12월)                    | 2021A  | 2022A  | 2023A  | 2024A  | 2025A |
| EPS                        | -2,189 | -3,609 | -6,491 | -1,519 | -485  |
| BPS                        | -1,804 | -4,494 | 7,517  | 6,283  | 5,646 |
| EBITDAPS                   | -25    | -14    | -79    | -49    | -52   |
| SPS                        | 96     | 194    | 151    | 464    | 573   |
| DPS                        | 0      | 0      | 0      | 0      | 0     |
| PER                        | 0.0    | 0.0    | -2.5   | -9.2   | -19.6 |
| PBR                        | 0.0    | 0.0    | 2.2    | 2.2    | 1.7   |
| EV/EBITDA                  | 4.7    | 59.8   | -19.0  | -28.5  | -21.3 |
| PSR                        | 0.0    | 0.0    | 108.4  | 30.0   | 16.6  |

| 재무비율 (단위: 배, %) |        |        |        |       |       |
|-----------------|--------|--------|--------|-------|-------|
| 결산(12월)         | 2021A  | 2022A  | 2023A  | 2024A | 2025A |
| 매출액 증가율 (%)     | 0.0    | 120.5  | 23.9   | 336.2 | 26.0  |
| 영업이익 증가율 (%)    | 0.0    | 적지     | 적지     | 적지    | 적지    |
| 지배순이익 증가율 (%)   | 0.0    | 적지     | 적지     | 적지    | 적지    |
| 매출총이익률 (%)      | 20.0   | 14.0   | 2.6    | 18.5  | 12.9  |
| 영업이익률 (%)       | -31.1  | -14.6  | -63.1  | -17.7 | -18.6 |
| 지배순이익률 (%)      | -214.9 | -162.3 | -410.3 | -32.7 | -8.5  |
| EBITDA 마진 (%)   | -26.0  | -7.0   | -51.9  | -10.4 | -9.0  |
| ROIC            | 24.7   | 5.6    | 71.2   | -20.6 | -15.9 |
| ROA             | -137.8 | -41.0  | -63.4  | -11.3 | -2.7  |
| ROE             | 223.3  | 98.4   | -164.8 | -22.3 | -8.4  |
| 부채비율 (%)        | -261.8 | -368.0 | 11.0   | 48.1  | 53.4  |
| 순차입금/자기자본 (%)   | 63.3   | 172.8  | -73.6  | -51.3 | -40.5 |
| 영업이익/금융비용 (배)   | -2.6   | -0.5   | -3.9   | -8.8  | -5.8  |

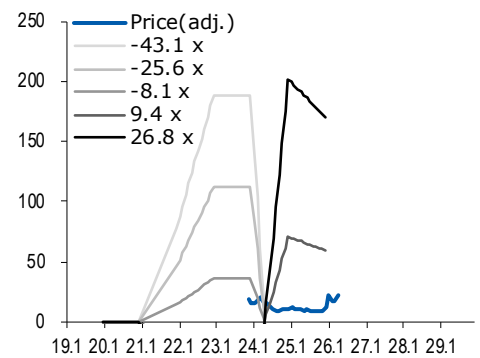
P/E band chart

(천원)



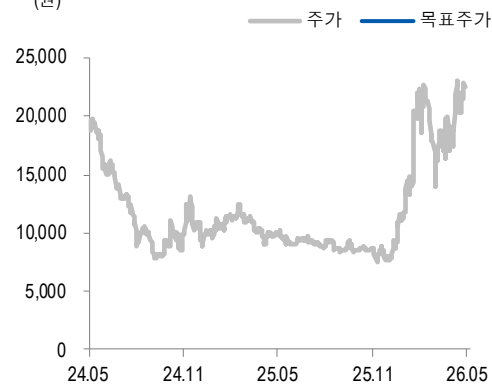
P/B band chart

(천원)



컨텍 (451760) 투자등급 및 목표주가 추이

(원)



| 일자         | 투자<br>의견           | 목표가<br>(원) | 목표가격<br>대상시점 | 과리율<br>평균주가 대비 | 최고(최저)<br>주가 대비 |
|------------|--------------------|------------|--------------|----------------|-----------------|
| 2026-05-06 | Not Rated<br>담당자변경 | -          | 1년           |                |                 |
| 2026-02-27 | 1년 경과<br>이후        |            | 1년           |                |                 |
| 2025-02-27 | Not Rated          | -          | 1년           |                |                 |

자료: 유안타증권

주: 과리율 = (실제주가\* - 목표주가) / 목표주가 X 100

\* 1) 목표주가 제시 대상시점까지의 "평균주가"

2) 목표주가 제시 대상시점까지의 "최고(또는 최저) 주가"

| 구분             | 투자의견 비율(%) |
|----------------|------------|
| Strong Buy(매수) | 0          |
| Buy(매수)        | 94.9       |
| Hold(중립)       | 5.1        |
| Sell(비중축소)     | 0          |
| 합계             | 100.0      |

주: 기준일 2026-05-03

※ 해외 계열회사 등이 작성하거나 공표한 리포트는 투자등급 비율 산정시 제외

## Appendix

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

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

# 제노코 (361390)

## KAI를 등에 업고 우주로

### KAI항 수요 기대

제노코는 위성통신, 항공전자, EGSE(지상시험장비)/장비점검, 방산 핵심부품 사업을 영위하는 기업. '25년 7월 KAI의 자회사로 편입 후 KAI항 수요 기반을 확보하고 있으며, 한화시스템 등 주요 방산 기업과의 협업을 통해 국내 항공우주 밸류체인 내에서 입지를 구축 중

### KF-21과 우주사업 매출 가시성 확보

위성통신 부문에서 X-Band Transmitter, S-Band Transponder, 저궤도통신위성(6G) 탑재컴퓨터(OBC) 등 위성 내 데이터 전송 및 전력 공급을 담당하는 핵심 장비를 공급. 해외 기술 기반 국산화에 성공한 영역으로, 국내 경쟁은 제한적. 주요 고객은 KAI 및 한국항공우주연구원으로, '26년 3분기 누리호 5차 발사 및 '27년도 6차 발사 등을 통해 동사의 장비를 탑재한 위성이 발사될 예정

항공전자 부문에서는 FA-50 및 T-50 전투기용 통신 간섭 방지 장비와 KF-21용 IBU(Interference Blocking Unit)를 공급 중. 해당 장비는 항공기 내 전자 시스템 간 신호 간섭 및 과전류 방지용 핵심 부품으로, KAI와 한화시스템항 안정적인 방산 수요 기반을 형성. 올해부터 KF-21 양산 페이스 진입. 2032년까지 120대 양산에 따른 안정적 실적 성장 전망

EGSE 및 장비점검 부문은 위성 및 군 장비의 성능 측정과 점검을 수행하는 부품판매 사업. 매년 전체 매출의 약 20%를 차지하며 반복적인 매출이 발생하는 구조로, 동사의 실적 안정성을 뒷받침하는 핵심 사업 중 하나

방산 핵심부품 부문에서는 전술통신체계용(TICN) 광케이블, 해상 레이더(FFX-III), 자율무인잠수정 전자 시스템 등 장비에 부품을 공급 중. 현재 FFX-III는 울산급(Batch-III)에 탑재 중이며, 향후 한화시스템을 통한 FFX-IV 항 공급 예상. FFX-IV는 Batch-IV에 탑재될 예정으로 예상. 기존 대비 ASP 상승 등이 예상되기 때문에 매출 성장에 긍정적 영향 기대

### 위성/EGSE 부문의 성장과 흑자전환 기대

'26년도 예상 매출액 850억과 영업이익 흑자전환 기대. '26년 1분기 KAI와 저궤도통신위성 탑재컴퓨터 개발 56억원, STX엔진과 61억원 규모의 군위성통신체계 사업 계약 등 145억원 규모의 계약 수주. '26년도 하반기 ANASIS-III의 예상 수주 금액 1,000억원과 425후속 사업 수주를 통한 위성/EGSE 부문에서의 성장이 뒷받침될 전망



백종민 방산/우주/AI/로보틱스  
jongmin.baik@yuantakorea.com

신승우 Research Assistant  
sungwoo.shin@yuantakorea.com

## NOT RATED (I)

목표주가 **-원 (I)**

직전 목표주가 **-원**

현재주가 (5/4) **30,200원**

상승여력 **-**

|             |                   |
|-------------|-------------------|
| 시가총액        | 2,931억원           |
| 총발행주식수      | 9,736,381주        |
| 60일 평균 거래대금 | 125억원             |
| 60일 평균 거래량  | 421,334주          |
| 52주 고/저     | 35,400원 / 14,060원 |
| 외인지분율       | 21.49%            |
| 배당수익률       | 0.00%             |
| 주요주주        | 한국항공우주 외 1인       |

| 주가수익률 (%) | 1개월   | 3개월   | 12개월 |
|-----------|-------|-------|------|
| 절대        | 7.3   | 4.9   | 81.7 |
| 상대        | (6.0) | (0.7) | 8.1  |
| 절대 (달러환산) | 10.4  | 4.0   | 74.6 |

### Forecasts and valuations (K-IFRS 별도)

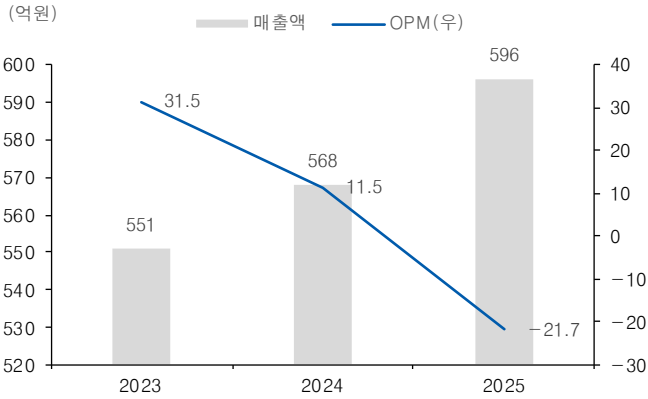
(억원, 원, %, 배)

| 결산 (12월)  | 2022A | 2023A | 2024A  | 2025A   |
|-----------|-------|-------|--------|---------|
| 매출액       | 507   | 551   | 568    | 596     |
| 영업이익      | 32    | 12    | -22    | -21     |
| 지배순이익     | 27    | 17    | -31    | -21     |
| PER       | 70.0  | 89.2  | -38.5  | -64.9   |
| PBR       | 5.6   | 4.2   | 3.5    | 2.9     |
| EV/EBITDA | 40.5  | 54.1  | -223.5 | 1,214.5 |
| ROE       | 8.4   | 4.8   | -8.9   | -4.9    |

자료: 유안타증권

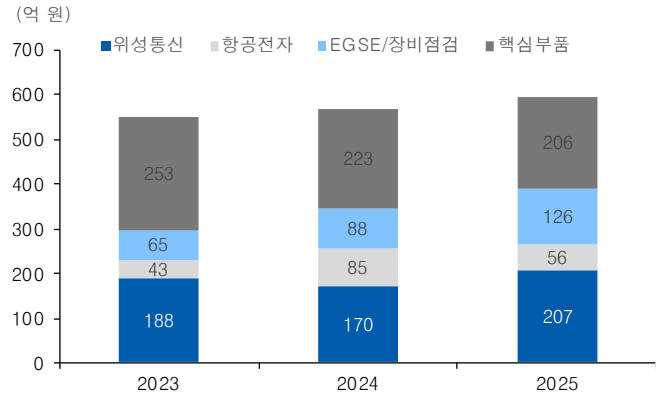
금융투자분석사의 확인 및 중요 공시는 Appendix 참조

### 매출액 추이



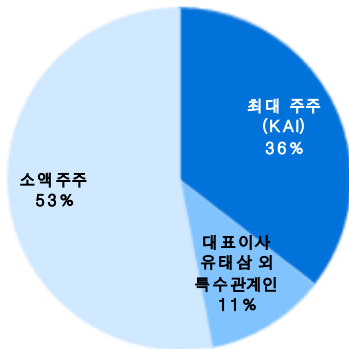
자료: 제노코, 유안타증권 리서치센터

### 사업 부문별 매출액 추이



자료: 제노코, 유안타증권 리서치센터

### 주주현황



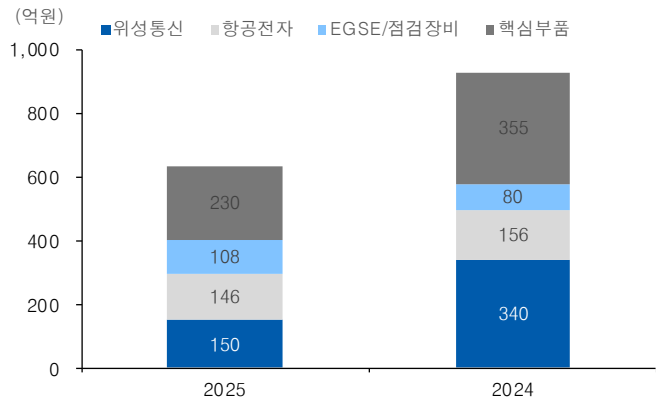
자료: 제노코, 유안타증권 리서치센터

### 글로벌 분야별 소형위성 수요 전망

| 분야     | 2010 ~ 2019년 | 2020 ~ 2029년 |
|--------|--------------|--------------|
| 통신     | 205기         | 5,687기(28배)  |
| 관측     | 576기         | 1,521기(3배)   |
| 군사     | 27억 달러       | 160억달러(6배)   |
| 초소형 시장 | 76억 달러       | 250억달러(3배)   |

자료: 제노코, 유안타증권 리서치센터

### 부문별 수주잔고



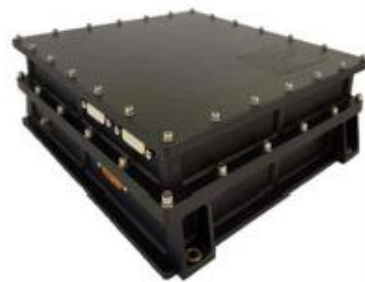
자료: 제노코, 유안타증권 리서치센터

## 제노코 거래처

| 구분     | 거래처                                                                                                                                                |
|--------|----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 주요 고객사 | 한화시스템, 한국항공우주산업, LIG D&A, 휴니드테크놀로지스, STX 엔진, KAI, 한화, 한화에어로스페이스, 방위사업청, 국기연, KT, SAT, AIRBUS D&S, 대한항공, 선박해양플랜트 연구소, ETRI, KARI, 국군지휘통신사령부, SK C&C |
| 잠재 고객사 | Raytheon, Northrop Grumman, Lockheed Martin 등                                                                                                      |

자료: 제노코, 유안타증권 리서치센터

## 제노코 주력 부품: X-Band Transmitter



### 차세대중형위성 1, 2, 3호 탑재 (Space Heritage)

- 차세대중형위성 1호 & 2호 탑재로 Space Heritage 획득
- 720Mbps 세계 최고 전송속도 기술 보유
- 대용량 영상 데이터를 지상으로 초고속 전송 가능
- 미국 NASA, 유럽우주기구 ESA 규격에 의한 공정 승인
- 한국, 미국, 유럽 5개국 특허 등록 완료

자료: 제노코, 유안타증권 리서치센터

## 제노코 주력 부품: S-Band Transponder

### 차세대소형위성1호 탑재 (Space Heritage)



- 디지털 방식 적용
- KAIST로부터 이전 받은 Heritage 기반 S-Band Transponder
- 기저대역 신호처리 기술 성능향상 및 초소형 군집위성용 개발



▼ S-Band Transponder 세부 행 및 기지국

자료: 제노코, 유안타증권 리서치센터

KF-21



자료: 제노코, 유안타증권 리서치센터

지식재산권 현황

| NO | 구분  | 명칭                              | 출원인        | 등록일            | 적용제품      | 출원국 |
|----|-----|---------------------------------|------------|----------------|-----------|-----|
| 1  | 특허  | 전력 증폭기의 사전왜곡 선형화 방법 및 장치        | 제노코        | 2002.01        |           | KR  |
| 2  | 특허  | 교통정보 수집장치 및 속도정보 제공 단말기         | 제노코        | 2009.04        |           | KR  |
| 3  | 특허  | 이더넷 MII 를 이용한 랜덤 에러 주입 장치       | 제노코        | 2011.12        |           | KR  |
| 4  | 특허  | 충돌방지 레이더 시험을 위한 전자 모의 표적장치 및 방법 | 제노코        | 2013.11<br>.12 | 차량용레이더    | KR  |
| 5  | 특허  | 고속위상변조기 / KOR                   | 제노코        | 2019.11        | XTX       | KR  |
| 6  | 특허  | 고속위상변조기 / EUP                   | 제노코        | 2019.07        | XTX       | EU  |
| 7  | 특허  | 고속위상변조기 / US                    | 제노코        | 2019.08        | XTX       | Us  |
| 8  | 특허  | 드론 탐재형 레이저 조류퇴치 장치              | 제노코        | 2019.12        |           | KR  |
| 9  | 특허  | 무인기와 비행선을 이용한 산물 감시 및 산물 진압     | 제노코        | 2022.05        |           | KR  |
| 10 | 디자인 | 랙 캐비닛용 프레임                      | 제노코        | 2013.05        | EGSE/시험장  | KR  |
| 11 | 디자인 | 통신기기용 이젝터                       | 제노코        | 2013.04        | EGSE/시험장  | KR  |
| 12 | 디자인 | 랙 캐비닛용 프레임                      | 제노코        | 2013.06        | EGSE/시험장  | KR  |
| 13 | 디자인 | 랙 캐비닛용 프레임                      | 제노코        | 2013.06        | EGSE/시험장  | KR  |
| 14 | 상표권 | 제09류 광신호 전송용 케이블등 2건            | 제노코        | 2014.08        | TICN 광케이블 | KR  |
| 15 | 상표권 | 제09류 광신호 전송용 케이블등 2건            | 제노코        | 2014.08        | TICN 광케이블 | KR  |
| 16 | 상표권 | 도킹용 자율무인잠수정 제어부 프레임워크           | 제노코, 한화시스템 | 2019.09        | 무인잠수정     | KR  |

자료: 제노코, 유안타증권 리서치센터

## 제노코 (361390) 추정재무제표 (K-IFRS 별도)

| 손익계산서 (단위: 억원) |       |       |       |       |       |
|----------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 결산(12월)        | 2021A | 2022A | 2023A | 2024A | 2025A |
| 매출액            | 456   | 507   | 551   | 568   | 596   |
| 매출원가           | 381   | 433   | 497   | 548   | 571   |
| 매출총이익          | 75    | 74    | 54    | 20    | 25    |
| 판매비            | 32    | 42    | 42    | 42    | 46    |
| 영업이익           | 43    | 32    | 12    | -22   | -21   |
| EBITDA         | 51    | 44    | 26    | -5    | 1     |
| 영업외손익          | 1     | 1     | 2     | -13   | -6    |
| 외환관련손익         | 1     | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 이자손익           | -1    | 0     | 0     | -6    | -12   |
| 관계기업관련손익       | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 기타             | 1     | 1     | 2     | -6    | 6     |
| 법인세비용차감전순이익    | 44    | 33    | 14    | -34   | -27   |
| 법인세비용          | -15   | 5     | -3    | -3    | -6    |
| 계속사업순이익        | 58    | 27    | 17    | -31   | -21   |
| 중단사업순이익        | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 당기순이익          | 58    | 27    | 17    | -31   | -21   |
| 지배지분순이익        | 58    | 27    | 17    | -31   | -21   |
| 포괄순이익          | 54    | 29    | 15    | -29   | -23   |
| 지배지분포괄이익       | 54    | 29    | 15    | -29   | -23   |

주: 영업이익의 산출 기준은 기존 k-GAAP과 동일. 즉, 매출액에서 매출원가와 판매비만 차감

| 현금흐름표 (단위: 억원)  |       |       |       |       |       |
|-----------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 결산(12월)         | 2021A | 2022A | 2023A | 2024A | 2025A |
| 영업활동 현금흐름       | 0     | 102   | -36   | 122   | -198  |
| 당기순이익           | 58    | 27    | 17    | -31   | -21   |
| 감가상각비           | 8     | 13    | 14    | 17    | 22    |
| 외환손익            | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 중속, 관계기업관련손익    | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 자산부채의 증감        | -56   | 34    | -70   | 97    | -200  |
| 기타현금흐름          | -10   | 29    | 4     | 38    | 1     |
| 투자활동 현금흐름       | -266  | 37    | -19   | -55   | -19   |
| 투자자산            | -60   | 57    | -3    | -23   | -2    |
| 유형자산 증가 (CAPEX) | -206  | -24   | -5    | -38   | -12   |
| 유형자산 감소         | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 기타현금흐름          | 1     | 3     | -10   | 6     | -5    |
| 재무활동 현금흐름       | 269   | -77   | 24    | 114   | 190   |
| 단기차입금           | -17   | -10   | 40    | -40   | 0     |
| 사채 및 장기차입금      | 116   | -62   | -12   | 158   | 0     |
| 자본              | 175   | 0     | 0     | 0     | 191   |
| 현금배당            | 0     | -4    | -4    | -4    | 0     |
| 기타현금흐름          | -5    | -1    | 0     | -1    | -1    |
| 연결범위변동 등 기타     | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 현금의 증감          | 3     | 62    | -30   | 181   | -27   |
| 기초 현금           | 108   | 111   | 173   | 142   | 323   |
| 기말 현금           | 111   | 173   | 142   | 323   | 296   |
| NOPLAT          | 57    | 32    | 14    | -22   | -21   |
| FCF             | -197  | 54    | -47   | 55    | -211  |

자료: 유안타증권

주: 1. EPS, BPS 및 PER, PBR은 지배주주 기준임  
2. PER 등 valuation 지표의 경우, 확정치는 연평균 주가 기준, 전망치는 현재주가 기준임  
3. ROE, ROA의 경우, 자본, 자산 항목은 연초, 연말 평균을 기준으로 함

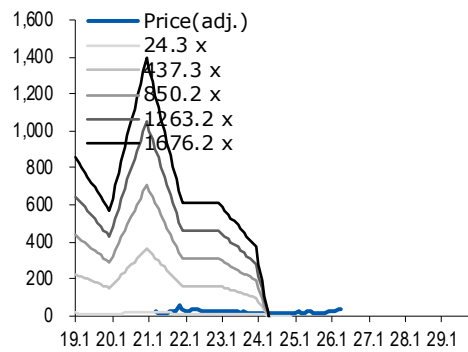
| 재무상태표 (단위: 억원) |       |       |       |       |       |
|----------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 결산(12월)        | 2021A | 2022A | 2023A | 2024A | 2025A |
| 유동자산           | 371   | 366   | 397   | 568   | 559   |
| 현금및현금성자산       | 111   | 173   | 142   | 323   | 296   |
| 매출채권 및 기타채권    | 46    | 30    | 73    | 95    | 91    |
| 재고자산           | 87    | 91    | 116   | 97    | 100   |
| 비유동자산          | 260   | 268   | 265   | 305   | 317   |
| 유형자산           | 208   | 211   | 202   | 223   | 206   |
| 관계기업 등 지분관련 자산 | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 기타투자자산         | 22    | 24    | 29    | 54    | 62    |
| 자산총계           | 631   | 633   | 663   | 873   | 876   |
| 유동부채           | 212   | 249   | 279   | 350   | 169   |
| 매입채무 및 기타채무    | 62    | 72    | 99    | 54    | 54    |
| 단기차입금          | 10    | 0     | 40    | 0     | 0     |
| 유동성장기부채        | 13    | 12    | 12    | 1     | 1     |
| 비유동부채          | 108   | 47    | 35    | 179   | 190   |
| 장기차입금          | 104   | 42    | 30    | 0     | 0     |
| 사채             | 0     | 0     | 0     | 171   | 184   |
| 부채총계           | 319   | 295   | 314   | 530   | 359   |
| 지배지분           | 312   | 338   | 348   | 343   | 518   |
| 자본금            | 38    | 38    | 38    | 38    | 44    |
| 자본잉여금          | 193   | 193   | 193   | 193   | 378   |
| 이익잉여금          | 80    | 106   | 117   | 84    | 61    |
| 비지배지분          | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 자본총계           | 312   | 338   | 348   | 343   | 518   |
| 순차입금           | -44   | -117  | -69   | -151  | -110  |
| 총차입금           | 127   | 55    | 83    | 172   | 186   |

| Valuation 지표 (단위: 원, 배, %) |       |       |       |        |         |
|----------------------------|-------|-------|-------|--------|---------|
| 결산(12월)                    | 2021A | 2022A | 2023A | 2024A  | 2025A   |
| EPS                        | 832   | 362   | 221   | -412   | -260    |
| BPS                        | 4,160 | 4,508 | 4,645 | 4,575  | 5,883   |
| EBITDAPS                   | 72    | 59    | 35    | -6     | 1       |
| SPS                        | 650   | 676   | 735   | 758    | 731     |
| DPS                        | 50    | 50    | 50    | 0      | 0       |
| PER                        | 27.1  | 70.0  | 89.2  | -38.5  | -64.9   |
| PBR                        | 5.4   | 5.6   | 4.2   | 3.5    | 2.9     |
| EV/EBITDA                  | 28.2  | 40.5  | 54.1  | -223.5 | 1,214.5 |
| PSR                        | 34.7  | 37.5  | 26.8  | 20.9   | 23.1    |

| 재무비율 (단위: 배, %) |       |       |       |       |       |
|-----------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 결산(12월)         | 2021A | 2022A | 2023A | 2024A | 2025A |
| 매출액 증가율 (%)     | 33.9  | 11.1  | 8.7   | 3.1   | 4.9   |
| 영업이익 증가율 (%)    | 71.5  | -26.5 | -63.5 | 적전    | 적지    |
| 지배순이익 증가율 (%)   | 245.6 | -53.5 | -39.1 | 적전    | 적지    |
| 매출총이익률 (%)      | 16.5  | 14.5  | 9.7   | 3.5   | 4.2   |
| 영업이익률 (%)       | 9.4   | 6.2   | 2.1   | -3.8  | -3.5  |
| 지배순이익률 (%)      | 12.8  | 5.4   | 3.0   | -5.4  | -3.6  |
| EBITDA 마진 (%)   | 11.1  | 8.7   | 4.7   | -0.8  | 0.2   |
| ROIC            | 81.9  | 20.7  | 8.9   | -16.2 | -12.1 |
| ROA             | 12.7  | 4.3   | 2.6   | -4.0  | -2.4  |
| ROE             | 29.7  | 8.4   | 4.8   | -8.9  | -4.9  |
| 부채비율 (%)        | 102.3 | 87.3  | 90.2  | 154.4 | 69.3  |
| 순차입금/자기자본 (%)   | -14.0 | -34.7 | -19.9 | -43.9 | -21.2 |
| 영업이익/금융비용 (배)   | 30.1  | 13.6  | 4.7   | -2.8  | -1.5  |

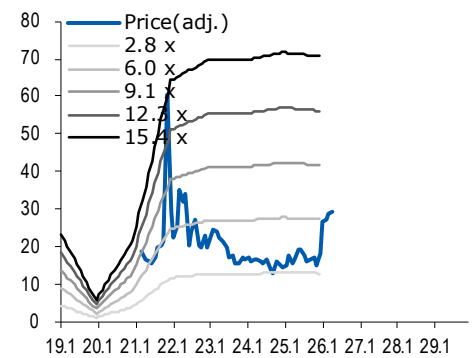
P/E band chart

(천원)



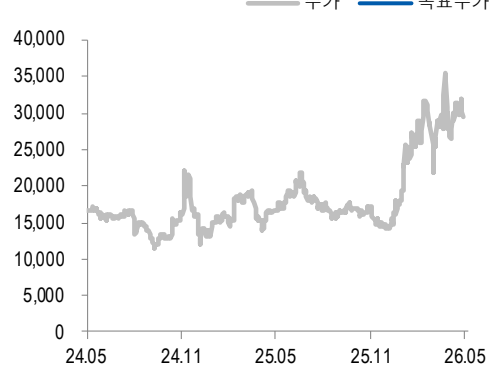
P/B band chart

(천원)



제노코 (361390) 투자등급 및 목표주가 추이

(원)



| 일자         | 투자<br>의견  | 목표가<br>(원) | 목표가격<br>대상시점 | 과리율        |                 |
|------------|-----------|------------|--------------|------------|-----------------|
|            |           |            |              | 평균주가<br>대비 | 최고(최저)<br>주가 대비 |
| 2026-05-06 | Not Rated | -          | 1년           |            |                 |
| 2026-04-08 | Not Rated | -          | 1년           |            |                 |

자료: 유안타증권

주: 과리율 = (실제주가\* - 목표주가) / 목표주가 X 100

\* 1) 목표주가 제시 대상시점까지의 "평균주가"

2) 목표주가 제시 대상시점까지의 "최고(또는 최저) 주가"

| 구분             | 투자의견 비율(%) |
|----------------|------------|
| Strong Buy(매수) | 0          |
| Buy(매수)        | 94.9       |
| Hold(중립)       | 5.1        |
| Sell(비중축소)     | 0          |
| 합계             | 100.0      |

주: 기준일 2026-05-03

※ 해외 계열회사 등이 작성하거나 공표한 리포트는 투자등급 비율 산정시 제외

## Appendix

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

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

# 루미르 (474170)

## 바다에서 우주로 가보SAR

### 투트랙 성장 동력

루미르는 초소형 SAR(Synthetic Aperture Radar) 위성 개발 및 위성 데이터 서비스를 제공하는 기업. 동시에 선박 엔진용 솔레노이드 부품 공급 사업을 병행하는 중. SAR 위성은 X-band(고해상도·세밀 관측) 및 C-band(넓은 영역·중간 해상도) 기반으로 주·야간 및 기상 조건과 무관하게 관측이 가능하다는 점에서 국방에 많은 수요가 확인됨(425 사업 등). 조선기자재 사업을 통해 안정적인 이익 기반을 확보하고 있으며, 약 40%의 매출액이 솔레노이드 부품 사업에 의해 창출

### 스페이스 헤리티지 확보 요망, 우주 매출액 가시화 전망

동사는 올해 하반기 자체 위성 LumirX 1호 발사를 시작으로, 위성 영상 데이터 판매 기업으로 변모해 나갈 계획. '31년까지 총 18기의 군집위성 시스템을 구축해 위성 데이터 시장 경쟁력을 확보. 위성 데이터 판매 사업은 초기 비용(위성 제작+발사+인프라) 발생 이후, 추가적인 비용 확대는 제한적인 구조. 자체 기지국 등 선제적인 인프라 투자를 완료했으며, 글로벌 기업 및 정부 기관을 중심으로 복수의 고객사와 영상 공급을 사전에 논의 중인 것으로 파악. 사측에 따르면 위성 한 기당 연간 최대 200억원(영상 데이터 장당 \$1,800~2,000) 매출 발생이 가능한 구조. 군집위성 구축이 완료되는 '31년 이후 OPM 60% 이상의 목표 달성이 가능할 전망

'25년 조선기자재 사업 부분 매출액은 41.3억원(YoY +15.8%)을 기록. 현재 HD현대중공업의 해상용 HiMSEN엔진용 솔레노이드 공급이 매출의 대부분을 차지. 현재 육상용(AI 데이터 센터 등) 솔레노이드 개발 역시 완료된 것으로 파악되어 추가 수주 가능성도 기대되는 부분. 한편, '26년 2월 일본의 니코정밀과 솔레노이드 공급 계약 체결 완료. 추가 고객사 확보로 인해 견조한 성장세 지속 전망. 사측은 올해 60억원의 매출을 기록할 것으로 언급

### 매출액 궤도권 진입

최근 300억원 규모의 영구 CB 발행을 통해 재무건전성 및 중장기 성장 자금 확보 추진 중. 재무건전성은 정부 및 공공 프로젝트 입찰 내 핵심 평가 요소 중 하나. 또한 동사의 중장기 로드맵 달성을 위해 자체 위성에 대한 투자 확대와 발사 지연에 따른 리스크 대비는 필수라고 판단. 조선사업부의 성장세를 기반으로 2H26 예정된 LumirX 1호 발사 성공 시, 빠르면 올해부터 안정적인 현금흐름 창출 기대

#### Forecasts and valuations (K-IFRS)

(십억원, 원, %, 배)

| 결산 (12월)  | 2022A | 2023A   | 2024A  | 2025A   |
|-----------|-------|---------|--------|---------|
| 매출액       | 64    | 121     | 143    | 106     |
| 영업이익      | -24   | -30     | -12    | -6      |
| 지배순이익     | -244  | -59     | -11    | 0       |
| PER       | 0.0   | 0.0     | -136.6 | 3,429.6 |
| PBR       | 0.0   | 0.0     | 3.0    | 2.6     |
| EV/EBITDA | 1.2   | 7.9     | -291.5 | 370.9   |
| ROE       | 193.9 | 1,524.6 | -2.5   | 0.1     |

자료: 유안타증권



백종민 방산/우주/AI/로보틱스  
jongmin.baik@yuantakorea.com

신승우 Research Assistant  
sungwoo.shin@yuantakorea.com

## NOT RATED (I)

목표주가 -원 (I)

직전 목표주가 -원

현재주가 (5/4) 16,270원

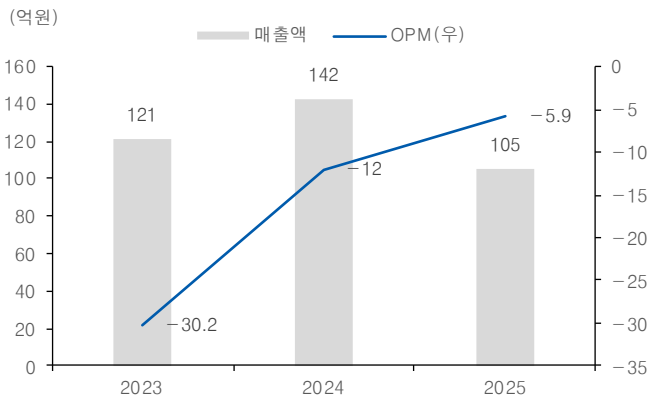
상승여력 -

|             |                  |
|-------------|------------------|
| 시가총액        | 2,899억원          |
| 총발행주식수      | 17,817,696주      |
| 60일 평균 거래대금 | 179억원            |
| 60일 평균 거래량  | 996,880주         |
| 52주 고/저     | 21,350원 / 7,240원 |
| 외인지분율       | 4.76%            |
| 배당수익률       | 0.00%            |
| 주요주주        | 남명용 외 1인         |

| 주가수익률 (%) | 1개월  | 3개월    | 12개월 |
|-----------|------|--------|------|
| 절대        | 20.3 | (19.7) | 86.6 |
| 상대        | 5.4  | (23.9) | 11.0 |
| 절대 (달러환산) | 23.7 | (20.3) | 79.2 |

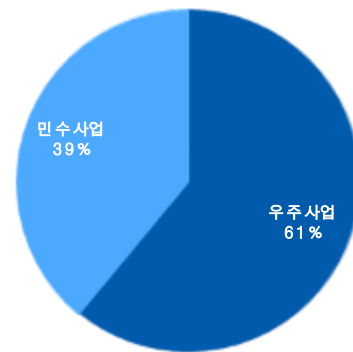
금융투자분석사의 확인 및 중요 공시는 Appendix 참조

## 매출액 추이



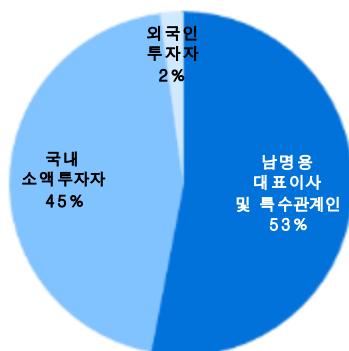
자료: 루미르, 유안타증권 리서치센터

## 부문별 매출액 %



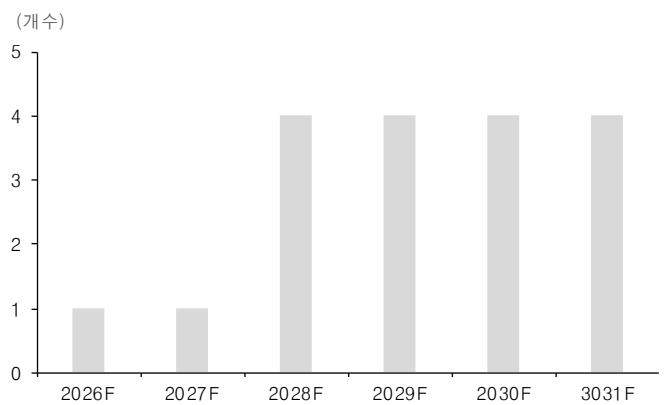
자료: 루미르, 유안타증권 리서치센터

## 주주현황



자료: 루미르, 유안타증권 리서치센터

## 루미르 위성 발사 계획



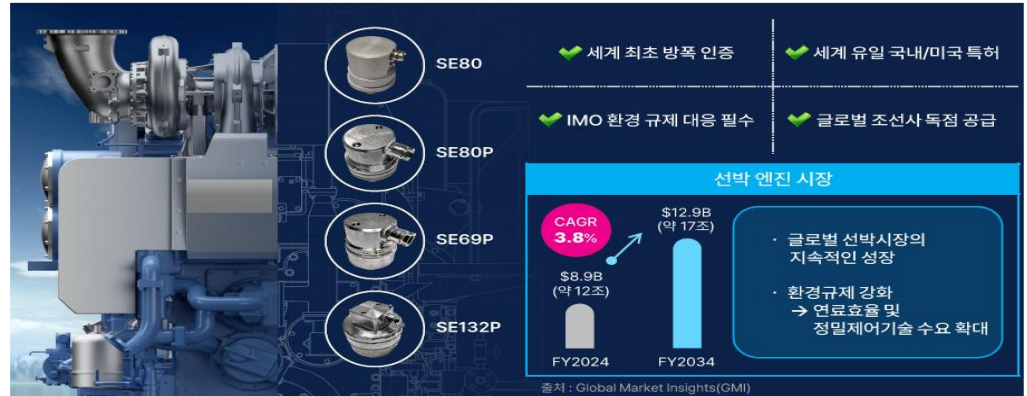
자료: 루미르, 유안타증권 리서치센터

## SAR 위성 LumirX



자료: 루미르, 유안타증권 리서치센터

## 솔레노이드 자료



자료: Global Market Insights(GMI), 루미르, 유안타증권 리서치센터

## 주요 제품군

|    |             |                                                                                                                                                                       |
|----|-------------|-----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 우주 | (1)위성제조 분야  | 1. 초고해상도 초소형 X-Band SAR 인공위성(LumirX)<br>2. 차세대중형위성 5호 C-Band SAR(C-SAR)<br>3. 영상자료처리장치(IDHU)<br>4. 달 탐사용 우주인터넷 통신장치(DTNPL)<br>5. 탑재컴퓨터(OBC)<br>6. 제어모넨트자이로 제어장치(CMGC) |
|    | (2)위성서비스 분야 | 1. 위성 SAR 영상(Data)및 부가정보(VAS)(LumirX 군집위성 시스템으로 획득한 지구관측 SAR 영상과 SAR 영상으로부터 분석한 정보의 제공)                                                                               |
| 조선 | (3)조선장치 분야  | (가) IECEx 방폭인증 대용량 솔레노이드(GAVS)(선박용 엔진의 연료를 능동조절하는 밸브를 구성하는 부품)                                                                                                        |

자료: 루미르, 유안타증권 리서치센터

## 루미르 자체 지상국 및 위성 조립 시설



자료: 루미르, 유안타증권 리서치센터

## 루미르 (474170) 추정재무제표 (K-IFRS)

| 손익계산서 (단위: 십억원) |       |       |       |       |       |
|-----------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 결산(12월)         | 2021A | 2022A | 2023A | 2024A | 2025A |
| 매출액             | 49    | 64    | 121   | 143   | 106   |
| 매출원가            | 36    | 72    | 129   | 126   | 83    |
| 매출총이익           | 13    | -8    | -7    | 16    | 22    |
| 판매비             | 17    | 16    | 23    | 28    | 28    |
| 영업이익            | -4    | -24   | -30   | -12   | -6    |
| EBITDA          | -1    | -19   | -24   | -5    | 4     |
| 영업외손익           | 0     | -220  | -29   | 1     | 6     |
| 외환관련손익          | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 이자손익            | -1    | -10   | -20   | 1     | 6     |
| 관계기업관련손익        | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 기타              | 1     | -210  | -9    | 0     | 1     |
| 법인세비용차감전순이익     | -4    | -244  | -59   | -11   | 0     |
| 법인세비용           | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 계속사업순이익         | -4    | -244  | -59   | -11   | 0     |
| 중단사업순이익         | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 당기순이익           | -4    | -244  | -59   | -11   | 0     |
| 지배지분순이익         | -4    | -244  | -59   | -11   | 0     |
| 포괄순이익           | 0     | -244  | -59   | -11   | 0     |
| 지배지분포괄이익        | 0     | -244  | -59   | -11   | 0     |

주: 영업이익 산출 기준은 기존 k-GAAP과 동일. 즉, 매출액에서 매출원가와 판매비만 차감

| 현금흐름표 (단위: 십억원) |       |       |       |       |       |
|-----------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 결산(12월)         | 2021A | 2022A | 2023A | 2024A | 2025A |
| 영업활동 현금흐름       | -12   | -85   | 50    | -263  | 164   |
| 당기순이익           | -4    | -244  | -59   | -11   | 0     |
| 감가상각비           | 3     | 5     | 5     | 6     | 8     |
| 외환손익            | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 중속, 관계기업관련손익    | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 자산부채의 증감        | -11   | -67   | 72    | -262  | 157   |
| 기타현금흐름          | 1     | 221   | 31    | 4     | -1    |
| 투자활동 현금흐름       | -15   | -16   | -90   | -156  | -225  |
| 투자자산            | -1    | 0     | -1    | 0     | 0     |
| 유형자산 증가 (CAPEX) | -3    | -6    | -68   | -56   | -64   |
| 유형자산 감소         | 0     | 0     | 0     | 2     | 0     |
| 기타현금흐름          | -12   | -10   | -21   | -101  | -161  |
| 재무활동 현금흐름       | 92    | 103   | 203   | 272   | -6    |
| 단기차입금           | 28    | 1     | 0     | -30   | -25   |
| 사채 및 장기차입금      | -6    | 2     | 0     | 0     | 11    |
| 자본              | 70    | 0     | 0     | 297   | 0     |
| 현금배당            | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 기타현금흐름          | 0     | 101   | 203   | 5     | 8     |
| 연결범위변동 등 기타     | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 현금의 증감          | 65    | 1     | 163   | -147  | -67   |
| 기초 현금           | 23    | 88    | 89    | 252   | 105   |
| 기말 현금           | 88    | 89    | 252   | 105   | 38    |
| NOPLAT          | -4    | -24   | -30   | -12   | -6    |
| FCF             | -14   | -92   | -19   | -323  | 97    |

자료: 유안타증권

주: 1. EPS, BPS 및 PER, PBR은 지배주주 기준임  
2. PER 등 valuation 지표의 경우, 확정치는 연평균 주가 기준, 전망치는 현재주가 기준임  
3. ROE, ROA의 경우, 자본, 자산 항목은 연초, 연말 평균을 기준으로 함

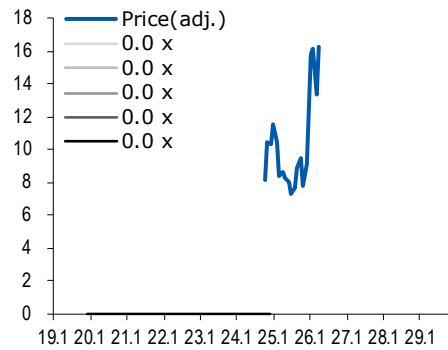
| 재무상태표 (단위: 십억원) |       |       |       |       |       |
|-----------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 결산(12월)         | 2021A | 2022A | 2023A | 2024A | 2025A |
| 유동자산            | 116   | 167   | 310   | 396   | 211   |
| 현금및현금성자산        | 88    | 89    | 252   | 105   | 38    |
| 매출채권 및 기타채권     | 10    | 22    | 20    | 45    | 12    |
| 재고자산            | 12    | 26    | 11    | 7     | 32    |
| 비유동자산           | 42    | 66    | 157   | 324   | 483   |
| 유형자산            | 30    | 36    | 99    | 146   | 209   |
| 관계기업 등 지분관련 자산  | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 기타투자자산          | 1     | 4     | 3     | 5     | 3     |
| 자산총계            | 159   | 233   | 467   | 720   | 694   |
| 유동부채            | 81    | 556   | 132   | 87    | 37    |
| 매입채무 및 기타채무     | 4     | 6     | 14    | 8     | 15    |
| 단기차입금           | 56    | 57    | 55    | 25    | 0     |
| 유동성장기부채         | 6     | 5     | 5     | 6     | 1     |
| 비유동부채           | 0     | 7     | 13    | 23    | 43    |
| 장기차입금           | 0     | 3     | 3     | 2     | 17    |
| 사채              | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 부채총계            | 81    | 562   | 145   | 110   | 80    |
| 지배지분            | 77    | -329  | 322   | 610   | 614   |
| 자본금             | 20    | 14    | 73    | 89    | 89    |
| 자본잉여금           | 87    | 0     | 636   | 918   | 219   |
| 이익잉여금           | -30   | -334  | -393  | -405  | 300   |
| 비지배지분           | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 자본총계            | 77    | -329  | 322   | 610   | 614   |
| 순차입금            | -25   | -22   | -191  | -292  | -112  |
| 총차입금            | 63    | 67    | 63    | 34    | 18    |

| Valuation 지표 (단위: 원, 배, %) |       |        |       |        |         |
|----------------------------|-------|--------|-------|--------|---------|
| 결산(12월)                    | 2021A | 2022A  | 2023A | 2024A  | 2025A   |
| EPS                        | -52   | -2,888 | -668  | -75    | 3       |
| BPS                        | 633   | -2,523 | 2,190 | 3,440  | 3,445   |
| EBITDAPS                   | -1    | -16    | -17   | -3     | 2       |
| SPS                        | 45    | 52     | 87    | 93     | 60      |
| DPS                        | 0     | 0      | 0     | 0      | 0       |
| PER                        | 0.0   | 0.0    | 0.0   | -136.6 | 3,429.6 |
| PBR                        | 0.0   | 0.0    | 0.0   | 3.0    | 2.6     |
| EV/EBITDA                  | 35.9  | 1.2    | 7.9   | -291.5 | 370.9   |
| PSR                        | 0.0   | 0.0    | 0.0   | 109.5  | 148.2   |

| 재무비율 (단위: 배, %) |       |        |         |        |        |
|-----------------|-------|--------|---------|--------|--------|
| 결산(12월)         | 2021A | 2022A  | 2023A   | 2024A  | 2025A  |
| 매출액 증가율 (%)     | 0.0   | 28.9   | 90.5    | 17.7   | -26.0  |
| 영업이익 증가율 (%)    | 0.0   | 적지     | 적지      | 적지     | 적지     |
| 지배순이익 증가율 (%)   | 0.0   | 적지     | 적지      | 적지     | -104.0 |
| 매출총이익률 (%)      | 26.9  | -12.8  | -6.0    | 11.4   | 21.3   |
| 영업이익률 (%)       | -8.2  | -38.0  | -24.9   | -8.4   | -5.6   |
| 지배순이익률 (%)      | -9.0  | -383.5 | -48.8   | -8.0   | 0.4    |
| EBITDA 마진 (%)   | -1.4  | -30.1  | -19.9   | -3.5   | 3.7    |
| ROIC            | -15.9 | -31.5  | -27.1   | -6.7   | -1.8   |
| ROA             | -5.6  | -124.7 | -16.9   | -1.9   | 0.1    |
| ROE             | -11.4 | 193.9  | 1,524.6 | -2.5   | 0.1    |
| 부채비율 (%)        | 104.9 | -170.8 | 45.2    | 18.1   | 13.0   |
| 순차입금/자기자본 (%)   | -32.3 | 6.8    | -59.3   | -48.0  | -18.3  |
| 영업이익/금융비용 (배)   | -3.1  | -2.3   | -1.5    | -276.3 | -30.8  |

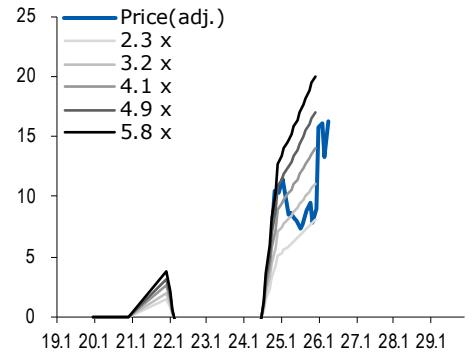
P/E band chart

(천원)

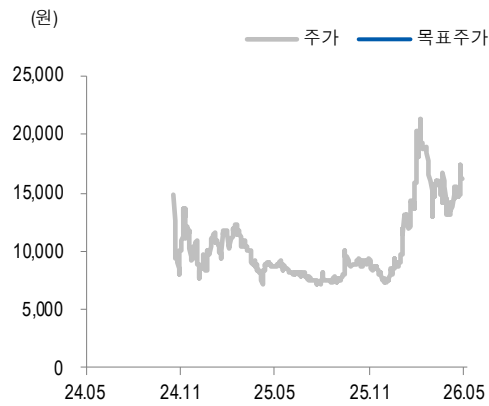


P/B band chart

(천원)



루미르 (474170) 투자등급 및 목표주가 추이



| 일자         | 투자<br>의견  | 목표가<br>(원) | 목표가격<br>대상시점 | 과리율        |                 |
|------------|-----------|------------|--------------|------------|-----------------|
|            |           |            |              | 평균주가<br>대비 | 최고(최저)<br>주가 대비 |
| 2026-05-06 | Not Rated | -          | 1년           |            |                 |

자료: 유안타증권

주: 과리율 = (실제주가\* - 목표주가) / 목표주가 X 100

\* 1) 목표주가 제시 대상시점까지의 "평균주가"

2) 목표주가 제시 대상시점까지의 "최고(또는 최저) 주가"

| 구분             | 투자의견 비율(%) |
|----------------|------------|
| Strong Buy(매수) | 0          |
| Buy(매수)        | 94.9       |
| Hold(중립)       | 5.1        |
| Sell(비중축소)     | 0          |
| 합계             | 100.0      |

주: 기준일 2026-05-03

※ 해외 계열회사 등이 작성하거나 공표한 리포트는 투자등급 비율 산정시 제외

## Appendix

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

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

# Planet Labs (PL)

## 위성 플랫폼 Roadmap 가시화, TPUs In Orbit

### 차세대 위성 플랫폼 Roadmap, 견조한 수주 증가가 가시화

고해상도 위성 SkySat→Pelican, 2) 광역 모니터링 위성 SuperDove→Owl로 이어지는 차세대 위성 로드맵은 25년부터 가파르게 증가하는 수주 잔고 트렌드와 맞물려 위성 서비스 업종 모멘텀 지속에 대한 가시성을 확보.

1) 고해상도 위성 Pelican, 올해 하반기 해상도 30cm급 차세대 장비 Gen-2 발사, 현재 궤도에 1대가 안착해 제한적 상용 서비스를 제공 중인 초분광 위성 Tanager 역시 향후 4대 추가 배치 예정 또한 추가 수주 계약 확보 가시성을 높이는 요소. 2) 차세대 모니터링 위성 Owl, 1m급 해상도 구현을 통해 현재 3m급 해상도를 구현하는 SuperDove 위성 대비 단위 면적당 수집 가능 데이터를 10배 늘리는 것을 목표. 여기에 GPU 탑재 기반 온보드컴퓨팅/Edge AI 구현과 이미지 데이터의 1차 분석을 통해 다운링크 병목을 줄여 고객이 결과를 수신 시간을 10배 수준으로 단축 목표.

### 수주 개선 가시성과 멀지 않은 BEP, P/CF 부담 낮아

TPU 기반 궤도상 AI 컴퓨팅 기술을 구현하고자 하는 Alphabet R&D 합작 프로젝트 “Suncatcher” 위성은 올해 하반기 시험 발사가 예정된 Owl 위성 기본 플랫폼(버스)에 TPU 탑재체를 싣는 방식으로 27년 궤도상 배치를 목표. 작년 하반기부터 이어진 GPM 둔화는 위성 Owl 설계/제조, AI 기반 원격 탐사 및 국가 안보 솔루션 내재화를 위한 AI 솔루션 기업 Bedrock Research 인수와 연관. 27년 영업레버리지 확대로 직결되는 투자 확대 반영.

25.4Q 기준 수주 잔고 전년 대비 80% 증가, 올해 매출은 30%대 후반에서 40%대 초반 수준의 성장세를 보이며 가속화, EBITDA 흑자 또한 무난히 달성 가능할 전망이다. 현 매출액 증가 트렌드 고려시 비용 부담에도 내년 초 OP BEP 가능할 전망, 원가 증가 부담으로 기존 60배에서 25년 말 90배로 확대된 P/CF(Fwd.12M), 부담도 높지 않은 구간.



황병준 US Market  
byeongjun.hwang@yuantakorea.com

**NOT RATED (I)**

|               |          |
|---------------|----------|
| 목표주가          | -달러 (I)  |
| 현재주가 (5/1)    | \$ 34.34 |
| 컨센서스 주가 (5/1) | \$ 35.10 |
| 상승여력          | -0.2%    |

|                |               |
|----------------|---------------|
| 국가             | 미국            |
| 상장거래소          | New York      |
| 산업 분류 (GICS 3) | 리서치 & 컨설팅     |
| 시가총액 (\$십억)    | 128           |
| 유동주식비율 (%)     | 70.8          |
| 52주 최저/최고      | 3.38/41.71    |
| 주요주주 (%)       | Alphabet 9.9% |

|           |     |       |       |
|-----------|-----|-------|-------|
| 주가수익률 (%) | 1개월 | 3개월   | 12개월  |
| 절대        | 2.8 | 190.6 | 951.3 |
| 상대        | 9.9 | 7.4   | 27.1  |

#### Summary

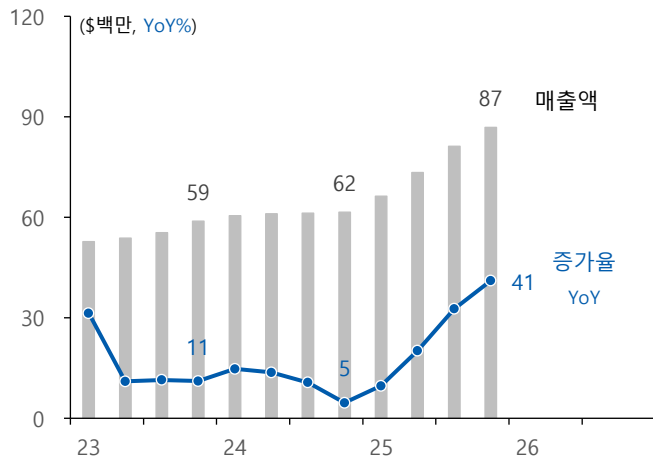
(백만달러, 배, %)

|           | 2023  | 2024  | 2025  | 2026E | 2027E |
|-----------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 매출액       | 221   | 244   | 308   | 431   | 564   |
| 영업이익      | -170  | -116  | -95   | -65   | -41   |
| 당기순이익     | -141  | -123  | -247  | -52   | -18   |
| PER       | -     | -     | -     | -     | -     |
| PBR       | 1.3   | 4.1   | 44.4  | 75.3  | 65.9  |
| EV/EBITDA | -     | -     | -     | 217.2 | 217.2 |
| ROE       | -25.7 | -25.7 | -78.4 | -13.1 | -13.3 |

자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

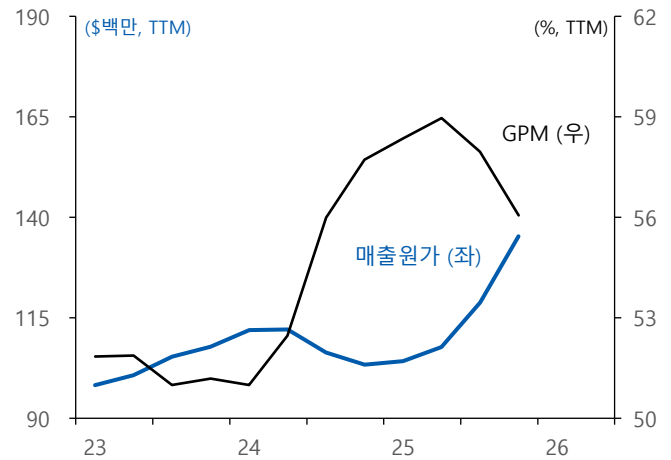
금융투자분석사의 확인 및 중요 공시는 Appendix 참조

[차트 1] 차세대 위성 "Pelican" 기반 日 JSAT 와 \$2.3억 규모 최대 계약 (25.1)



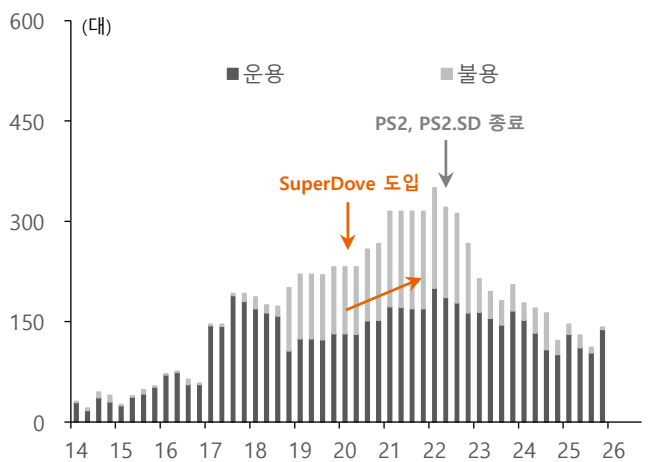
자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

[차트 2] GPM 둔화, 1) 차세대 위성 + 2) AI 침투 확대에 따른 서비스 고도화 반영



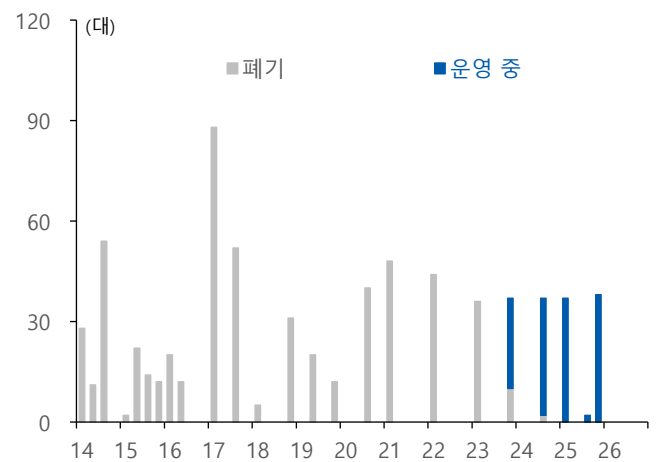
자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

[차트 3] 궤도상 위성 (Sats in orbit) 현황



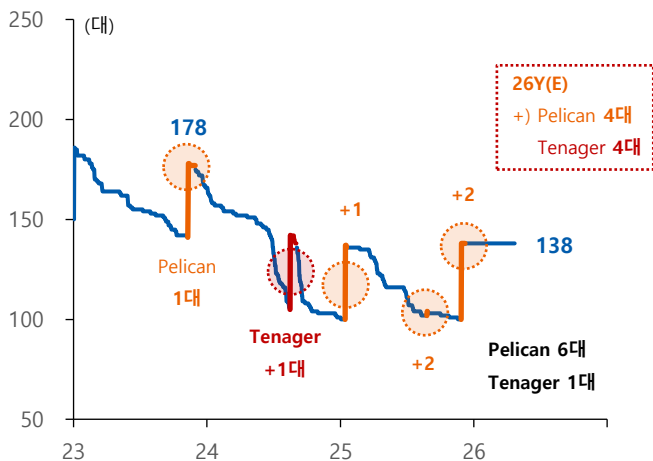
자료: Jonathan's Space Report, 유안타증권 리서치센터

[차트 4] 위성 발사 현황 - 위성 평균 운용 수명은 대략 2~3년 수준



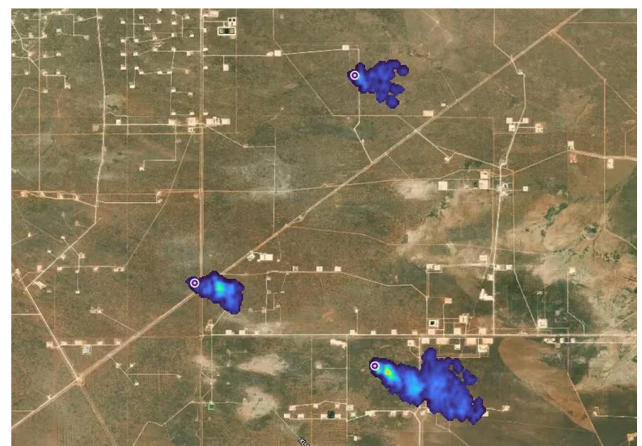
자료: Jonathan's Space Report, 유안타증권 리서치센터

[차트 5] 운용 위성 현황 - 상반기 Pelican +3 대, 하반기 Tenager +4 대 발사 예정



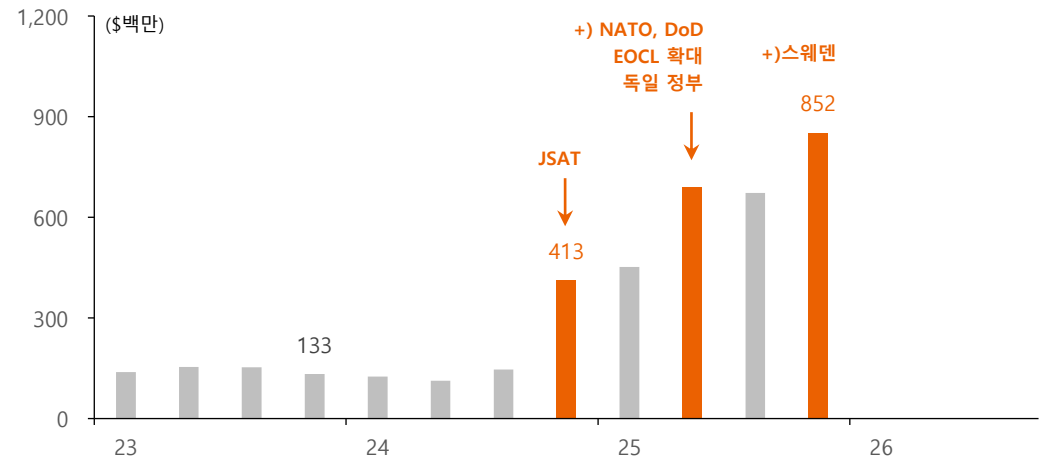
자료: Jonathan's Space Report, 유안타증권 리서치센터

[그림 1] Tanager Permian 분지 석유가스 시설 메탄 감지 - +4기 추가 배치 계획



자료: Carbon Mapper, 유안타증권 리서치센터

[차트 6] 분기별 수주 잔고 추이 - 日 JSAT 고해상도 위성 Pelican 10기 사업 수주 이후 수주 업사이클 본격화, 정부 수요 중심



자료: Jonathan's Space Report, 유안타증권 리서치센터

## 건조한 수주 증가가 가시화하는 차세대 위성 플랫폼 Roadmap

1) 고해상도 위성 SkySat→Pelican, 2) 광역 모니터링 위성 SuperDove→Owl로 이어지는 차세대 위성 로드맵은 25년부터 가파르게 증가하는 수주 잔고 트렌드와 맞물려 위성 서비스 업종 모멘텀 지속에 대한 가시성을 확보하고 있다.

1) 고해상도 위성 Pelican은 25년 1월 2대, 8월 4대, 11월 6대로 증가하고 있는 누적 운용 대수 확대 레퍼런스가 미 국방부 및 국가경찰국 EOCL 계약, 독일 및 스웨덴 정부 계약 수주 확대로 연결되고 있다. [차트 5, 7] 또한, 해당 위성은 해상도 50cm급 Gen-1 세대로, 4월 초 캘리포니아 밴덴버그 발사장으로 인도된 3대의 Pelican까지 모두 Gen-1 세대인데, 올해 하반기 해상도 30cm급 차세대 장비 Gen-2의 발사가 예정되어 있어 추가 모멘텀도 기대할 수 있다. 여기에 현재 궤도에 1대가 안착해 제한적 상용 서비스를 제공 중인 초분광 위성 Tanager의 경우 향후 4대 추가 배치가 예정되어 있는 점도 추가 수주 계약 확보 가시성을 높이는 요소이다

2) 차세대 모니터링 위성 Owl의 핵심은 NVIDIA GPU 탑재 기반 온보드 컴퓨팅/Edge AI 실현과 차기 프로젝트 "Suncatcher"의 가교 역할 수행에 있다. 우선 Owl은 1m급 해상도를 구현, 현재 3m급 해상도를 구현하는 SuperDove 위성 대비 단위 면적당 수집 가능 데이터를 10배 늘리는 것을 목표로 하고 있다. 여기에, GPU 탑재를 기반으로 온보드컴퓨팅/Edge AI를 구현, 이미지 데이터의 1차 분석을 통해 다운링크 병목을 줄여 고객이 결과를 수신하는데 걸리는 시간을 10배 수준으로 단축하겠다는 목표를 제시하고 있다.

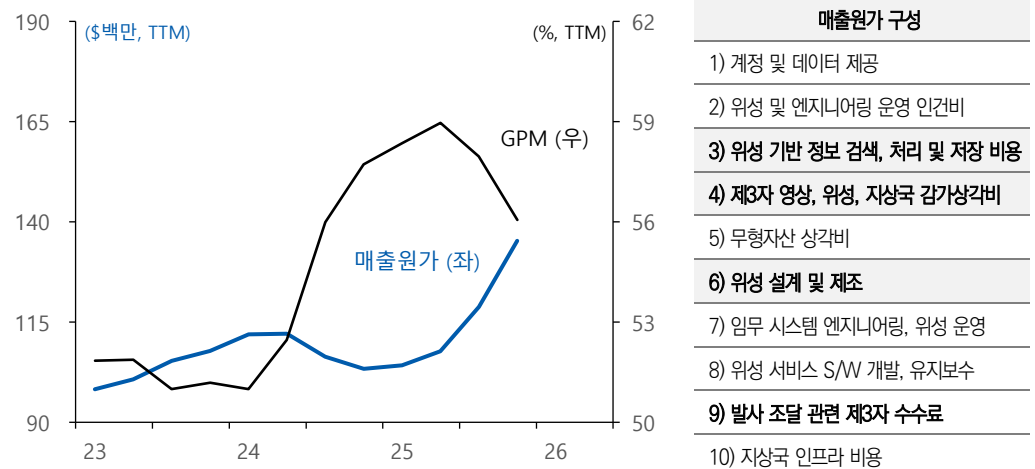
3) "Suncatcher"는 태양광에 대한 노출과 열 관리에 유리한 우주 공간을 AI 인프라 구축 환경으로 활용해 TPU 기반 궤도상 AI 컴퓨팅 기술을 구현하기 위한 Alphabet과의 R&D 합작 프로젝트다. Suncatcher 위성은 올해 하반기 시험 발사가 예정된 Owl 위성 기본 플랫폼(버스)에 TPU 탑재체를 싣는 방식으로 27년 궤도상 배치를 목표로 하고 있다.

[표 1] Planet Labs 고해상도 위성 SkySat vs. 차세대 Pelican / 광역 모니터링 위성 SuperDove vs. 차세대 Owl 비교 -

| 고해상도 영상  | SkySat                               | Pelican                                            |
|----------|--------------------------------------|----------------------------------------------------|
| 배경       | 2017년 Google로부터 Terra Bella 인수       | 자체 개발 및 운영                                         |
| 첫 발사     | SkySat-1, 2013년 발사                   | 기술 데모 위성, 2023년 / Gen-1 상업 운용, 25년 개시              |
| 해상도      | 대략 50cm 급                            | Gen-1 / 50cm 급, Gen-2 / 30cm 급 예상                  |
| 궤도       | 약 500km 태양동기궤도 배치                    | 350~450km 고도, 태양동기 또는 중경사 궤도 호환                    |
| 위성 크기/질량 | SkySat-C, 약 120kg 급                  | 약 200kg, 300 × 120 × 80cm                          |
| 센서 밴드    | Panchromatic + Blue/Green/Red/NIR 중심 | Panchromatic, Blue, Green, Red, Red Edge, NIR Wide |
| 온보드 컴퓨팅  | 온보드 AI 제한적                           | NVIDIA Jetson/GPU 기반 온보드 엣지 컴퓨팅 강조                 |
| 광역 모니터링  | SuperDove                            | Owl                                                |
| 해상도      | 3m 급                                 | 1m 급 (단위 면적당 수집 가능 데이터 10배 증가)                     |
| 지연 시간    | -                                    | 온보드 컴퓨팅 기반 10배 단축                                  |
| 온보드 컴퓨팅  | 제한적                                  | NVIDIA GPU 기반                                      |
| 목적       | 일일 지표 변화 관측                          | 보안, 재난 대응, 신속 변화 감지                                |
| 출하 예정    | 현재 주력 위성                             | 첫 기술 데모 2026년 하반기 예정                               |

자료: 유안타증권 리서치센터

[차트 7] Planet Labs 매출원가 - 위성 서비스 구매 고객을 위한 위성 제작 및 발사, 더 높은 컴퓨팅 용량으로 지속 증가



자료: sec.gov, 유안타증권 리서치센터

[표 2] JSAT 위성 서비스 계약 - 첫 번째 대형 상업 위성 서비스 계약

| 구분 | 내용                                                                                                                       |
|----|--------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 대상 | SKY Perfect JSAT (일본)                                                                                                    |
| 규모 | 약 2억 3천만 달러                                                                                                              |
| 내용 | 1) Pelican 위성 10기 기반 위성군 제작, 발사 및 운영<br>2) 특정 관심 지역 데이터에 대한 JSAT 우선 접근권 확보<br>3) JSAT 관심 지역 외 또는 잔여 용량을 다른 고객에게 상업 판매 가능 |

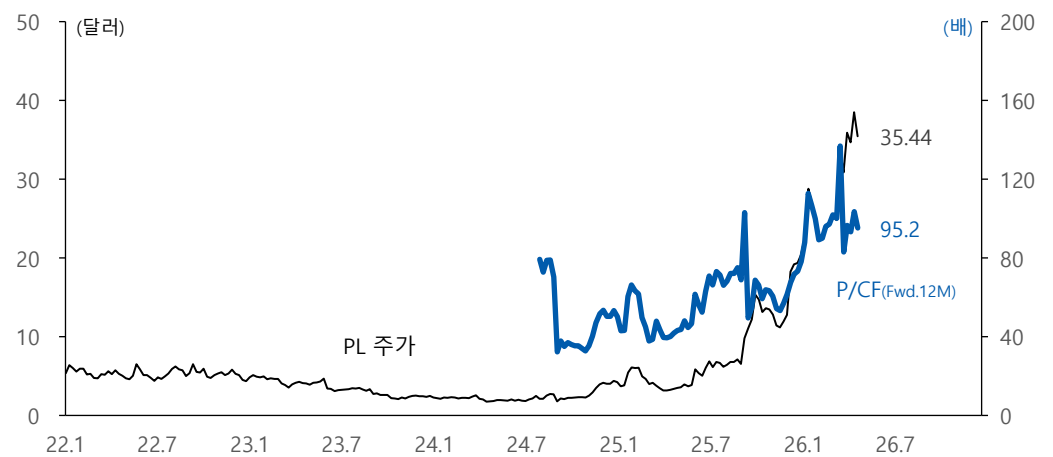
자료: 유안타증권 리서치센터

## GPM 둔화, 1) 차세대 위성, 2) AI 침투 확대에 따른 서비스 고도화 반영

25년 가파른 외형 성장세에도 하반기 진입과 동시에 GPM 둔화가 지속되고 있다. 1) JSAT 위성 서비스 계약 관련 투자, 2) AI 기반 파트너 솔루션 계약 비중 증가, 3) 차세대 위성망 투자 확대에 기인하는데 이는 결국, 동사의 위성 서비스 플랫폼 기업으로의 사업 Mix 전환, 이에 따른 위성 서비스 시장 내 M/S 및 TAM 확대를 반영하고 있다.

1) JSAT 계약 [표 1]이 견인한 25.1Q 이후 전사 성장 가속은 플래그십 고해상도 위성 Pelican 단 2대가 궤도에 오른 상황에서 가시화되었다. 최종 10기 기반 서비스 제공 계약 내용에 근거할 때, 향후 동사 외형 개선 지속에 대한 가시성을 확보하고 있다. 2) AI 파트너 솔루션 계약 비중 증가는 SynMax의 AI 기반 선박 탐지 및 모니터링과 같은 해양 구역 인식(MDA: Maritime Domain Awareness) 솔루션에 동사의 데이터가 결합된 통합 AI 솔루션 제공과 관련되어 있다. 동사는 AI 기반 원격 탐사, 국가 안보 관련 솔루션 내재화를 위해 25.3Q AI 솔루션 기업 Bedrock Research를 인수했다. 3) 차세대 위성망 투자 확대는 지속되는 Pelican 위성군 확보와 올해 하반기 기술 시연 발사를 앞둔 차세대 광역 모니터링 위성 Owl 설계/제조와도 연관되어 있다.

[차트 8] Planet Labs 주가 및 P/CF(Fwd.12M) 추이



자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

## 위성 로드맵 기반 수주 개선 가시성, 멀지 않은 BEP, P/CF 부담 낮아

25.4Q 수주 잔고는 전년 대비 80% 증가, 올해 매출 가이드언스에 따르면 26년 매출은 30%대 후반에서 40%대 초반 성장세를 보이며 전년 25%(yoy)에 이어 가속화하고 EBITDA 흑자 또한 무난히 달성 가능할 전망이다. 현 매출 증가 트렌드 고려시 내년 초 OP BEP도 가능할 것으로 전망, P/CF(Fwd.12M)는 단기 원가 증가 부담을 반영하며 기존 60배에서 90배로 확대돼 부담이 없다 판단한다. JSAT 10기 계약 프로젝트 수행, NVIDIA Jetson 시스템 기반 데이터 처리 회전을 증가가 반영될 Pelican, 위성 고도화와 함께 진행될 궤도상 TPU 배치 Suncatcher 프로젝트 수행이 주도할 Owl의 성장 로드맵이 27년 이익 개선 지속 가능성을 제고하고 있다.

[표 3] 손익계산서 - 재무 지표 추이

| (\$백만, %)   | 25.Q1<br>24.2 | 25.Q2<br>24.5 | 25.Q3<br>24.8 | 25.Q4<br>24.11 | 26.Q1<br>25.2 | 26.Q2<br>25.5 | 26.Q3<br>25.8 | 26.Q4<br>25.11 |
|-------------|---------------|---------------|---------------|----------------|---------------|---------------|---------------|----------------|
| RPO         | 125           | 112           | 146           | 413            | 452           | 690           | 672           | 852            |
| (YoY)       | -17.8         | -18.8         | -5.2          | 170.0          | 240.9         | 452.5         | 499.9         | 484.3          |
| 매출액         | 60            | 61            | 61            | 62             | 66            | 73            | 81            | 87             |
| (YoY)       | 14.7          | 13.6          | 10.6          | 4.6            | 9.6           | 20.1          | 32.6          | 41.1           |
| 매출원가        | 29            | 28            | 24            | 23             | 30            | 31            | 35            | 40             |
| 매출총이익       | 32            | 33            | 38            | 38             | 37            | 42            | 47            | 47             |
| (GPM)       | 52            | 55            | 61            | 62             | 55            | 58            | 57            | 54             |
| 영업비용        | 66            | 61            | 59            | 57             | 59            | 54            | 64            | 75             |
| 일반판매관리비     | 41            | 39            | 35            | 34             | 36            | 36            | 37            | 41             |
| 판매 및 마케팅 비용 | 21            | 19            | 17            | 16             | 16            | 18            | 19            | 20             |
| 일반관리비       | 19            | 20            | 18            | 19             | 20            | 18            | 18            | 21             |
| 연구개발 (R&D)  | 26            | 24            | 25            | 23             | 23            | 24            | 27            | 32             |
| 기타 영업비용     | 0             | -2            | -1            | 0              | 0             | -6            | 0             | 2              |
| 영업이익 (손실)   | -35           | -27           | -21           | -19            | -22           | -12           | -18           | -28            |
| (OPM)       | -57.4         | -44.3         | -34.2         | -30.3          | -33.9         | -16.3         | -21.9         | -31.8          |
| EBITDA      | -22           | -14           | -8            | -7             | -11           | -1            | -5            | -15            |
| (EBITDAM)   | -35.7         | -22.8         | -13.8         | -11.1          | -17.2         | -1.9          | -6.6          | -17.4          |

자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

## Planet Labs (PL) 재무제표

| 포괄손익계산서      |      |      | (단위: 백만달러) |      |       |
|--------------|------|------|------------|------|-------|
| 결산 (12월)     | 2021 | 2022 | 2023       | 2024 | 2025  |
| 매출액          | 113  | 131  | 191        | 221  | 244   |
| 매출액증가율 (%)   | -    | 15.9 | 45.8       | 15.4 | 10.7  |
| 매출원가         | 87   | 83   | 97         | 108  | 105   |
| 매출총이익        | 26   | 48   | 94         | 113  | 140   |
| 판매비          | 69   | 110  | 159        | 166  | 155   |
| 영업이익         | -87  | -128 | -176       | -170 | -116  |
| 영업이익증가율 (%)  | -    | 46.4 | 37.2       | -3.4 | -31.6 |
| EBITDA       | -25  | -83  | -126       | -114 | -61   |
| 영업외손익        | 39   | 7    | -15        | -30  | 5     |
| 외환관련손익       | -    | -    | -          | -    | -     |
| 이자손익         | 9    | 9    | -8         | -15  | -10   |
| 관계기업관련손익     | -    | -    | -          | -    | -     |
| 기타           | 29   | -2   | -7         | -15  | 15    |
| 법인세비용차감전순이익  | -126 | -135 | -161       | -140 | -121  |
| 법인세비용        | 1    | 2    | 1          | 1    | 2     |
| 계속사업순이익      | -127 | -137 | -162       | -141 | -123  |
| 중단사업순이익      | -    | -    | -          | -    | -     |
| 당기순이익        | -127 | -137 | -162       | -141 | -123  |
| 지배순이익증가율 (%) | -    | 흑전   | 흑지         | 적전   | 적지    |

| 현금흐름표                | (단위: 백만달러) |       |      |      |      |
|----------------------|------------|-------|------|------|------|
| 결산 (12월)             | 2021       | 2022  | 2023 | 2024 | 2025 |
| 영업활동 현금흐름            | -4         | -42   | -74  | -51  | -14  |
| 당기순이익                | -127       | -137  | -162 | -141 | -123 |
| 유무형자산상각비             | 62         | 45    | 43   | 48   | 46   |
| 기타비현금손익 조정           | 45         | 38    | 69   | 38   | 66   |
| 매출채권증감               | -20        | 3     | 6    | -3   | -12  |
| 재고자산증감               | -          | -     | -    | -    | -    |
| 매입채무증감               | -          | -     | -    | -    | -    |
| 투자활동 현금흐름            | -31        | -25   | -242 | -34  | 58   |
| 인수 및 사업              | -          | -10   | -    | -    | -1   |
| 유형자산 증가 (CAPEX)      | -26        | -10   | -10  | -38  | -44  |
| 유형자산 감소              | -          | -     | -    | -    | -    |
| 기타현금흐름               | -1         | -1    | -230 | 9    | 113  |
| 재무활동 현금흐름            | 84         | 489   | 8    | -2   | -16  |
| 차입금 증감               | 83         | -67   | -    | -    | -    |
| 자본금 증감               | 1          | 23    | 8    | -2   | -6   |
| 현금배당                 | -          | -     | -    | -    | -    |
| 기타현금흐름               | -          | 533   | -1   | 0    | -10  |
| 현금의 증감               | 49         | 420   | -309 | -86  | 28   |
| 기초 현금                | 28         | 573   | 497  | 188  | 102  |
| 기말 현금                | 77         | 1,490 | 188  | 102  | 130  |
| NOPAT                | -97        | -132  | -173 | -164 | -120 |
| FCF (Free Cash Flow) | -30        | -53   | -84  | -89  | -59  |

자료: Bloomberg, 유안타증권

| 재무상태표         |      | (단위: 백만달러) |       |        |        |  |
|---------------|------|------------|-------|--------|--------|--|
| 결산 (12월)      | 2021 | 2022       | 2023  | 2024   | 2025   |  |
| 유동자산          | 125  | 552        | 476   | 370    | 302    |  |
| 현금및현금성자산      | 71   | 491        | 182   | 92     | 118    |  |
| 매출채권          | 47   | 44         | 39    | 43     | 56     |  |
| 재고자산          | -    | -          | -     | -      | -      |  |
| 비유동자산         | 274  | 270        | 277   | 332    | 332    |  |
| 유형자산          | 160  | 133        | 128   | 136    | 142    |  |
| 관계기업 등 지분관련자산 | -    | -          | -     | -      | -      |  |
| 기타투자자산        | 8    | 8          | 10    | 12     | 7      |  |
| 자산총계          | 399  | 821        | 753   | 702    | 634    |  |
| 유동부채          | 109  | 132        | 122   | 137    | 142    |  |
| 매입채무 및 미지급금   | 32   | 52         | 53    | 47     | 45     |  |
| 단기차입금         | -    | -          | -     | -      | -      |  |
| 유동성장기부채       | 8    | -          | -     | -      | -      |  |
| 비유동부채         | 183  | 41         | 54    | 47     | 50     |  |
| 장기차입금         | 63   | -          | -     | -      | -      |  |
| 부채총계          | 292  | 173        | 177   | 184    | 193    |  |
| 자본금           | 0    | 0          | 0     | 0      | 0      |  |
| 자본잉여금         | 746  | 1,423      | 1,513 | 1,596  | 1,645  |  |
| 이익잉여금         | -640 | -777       | -939  | -1,080 | -1,203 |  |
| 비지배지분         | -    | -          | -     | -      | -      |  |
| 자본총계          | 108  | 648        | 576   | 518    | 441    |  |
| 순차입금          | 0    | -491       | -387  | -282   | -200   |  |
| 총차입금          | 71   | -          | 22    | 25     | 22     |  |

## 재무지표 및 밸류에이션

| 결산 (12월)       | 2021   | 2022   | 2023  | 2024  | 2025  |
|----------------|--------|--------|-------|-------|-------|
| EPS            | -4.4   | -1.7   | -0.6  | -0.5  | -0.4  |
| BPS            | 3.7    | 2.5    | 2.1   | 1.8   | 1.5   |
| EBITDAPS       | -0.1   | -0.5   | -0.3  | -0.2  | 0.0   |
| SPS            | 3.9    | 1.6    | 0.7   | 0.8   | 0.8   |
| DPS            | -      | -      | -     | -     | -     |
| PER            | -      | -      | -     | -     | -     |
| PBR            | -      | 2.5    | 2.3   | 1.3   | 4.1   |
| EV/EBITDA      | -      | -      | -     | -     | -     |
| PSR            | -      | 3.7    | 6.9   | 2.9   | 7.3   |
| ROE            | -      | -36.3  | -26.5 | -25.7 | -25.7 |
| ROIC           | -      | -31.8  | -27.8 | -28.7 | -23.7 |
| ROA            | -      | -22.5  | -20.6 | -19.3 | -18.4 |
| 부채비율 (%)       | 65.9   | -      | 3.8   | 4.8   | 4.9   |
| 순차입금/자기자본 (%)  | -0.3   | -75.7  | -67.1 | -54.5 | -45.4 |
| 매출총이익률 (%)     | 22.8   | 36.8   | 49.2  | 51.2  | 57.2  |
| 영업이익률 (%)      | -77.3  | -97.6  | -91.9 | -76.9 | -47.5 |
| 당기순이익률 (%)     | -112.3 | -104.5 | -84.7 | -63.7 | -50.4 |
| EBITDA 마진율 (%) | -22.3  | -63.3  | -65.7 | -51.5 | -24.9 |

- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 타인의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인함. (작성자 : **황병준**)
- 당사는 자료공표일 현재 동 종목 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당 기업과 관련하여 특별한 이해관계가 없습니다.
- 당사는 동 자료를 전문투자자 및 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배우자는 자료공표일 현재 대상법인의 주식관련 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 종목 투자등급 (Guide Line): 투자기간 12개월, 절대수익률 기준 투자등급 4단계(Strong Buy, Buy, Hold, Sell)로 구분한다
- Strong Buy: +30%이상 Buy: 15%이상, Hold: -15% 미만 ~ +15% 미만, Sell: -15%이하로 구분
- 업종 투자등급 Guide Line: 투자기간 12개월, 시가총액 대비 업종 비중 기준의 투자등급 3단계(Overweight, Neutral, Underweight)로 구분
- 2014년 2월21일부터 당사 투자등급이 기존 3단계 + 2단계에서 4단계로 변경
- 본 자료는 투자자의 투자를 권유할 목적으로 작성된 것이 아니라, 투자자의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 작성된 참고 자료입니다. 본 자료는 금융투자분석사가 신뢰할만 하다고 판단되는 자료와 정보에 의거하여 만들어진 것이지만, 당사와 금융투자분석사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없습니다. 따라서, 본 자료를 참고한 투자자의 투자의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않습니다. 또한, 본 자료는 당사 투자자에게만 제공되는 자료로 당사의 동의 없이 본 자료를 무단으로 복제 전송 인용 배포하는 행위는 법으로 금지되어 있습니다.

# Rocket Lab (RKLB)

## 발사체-비행체-위성, All-Around Player

### (발사) HASTE/Neutron, (위성) 광학/적외선 센서로 사업 Mix 개선

발사/위성 두 사업 부문 모두 견조한 이익 개선세가 지속될 전망. 1) 발사 서비스는 Electron이 올해 연간 24회 발사가 예정, 전년 대비 발사 횟수가 가속화(+6회, 25년 +4회, 24년 +4회)중. 방위 시장향 준궤도 극초음속 테스트 발사체 HASTE는 기존 Electron 발사 인프라 및 기술을 활용할 수 있는 고마진 사업으로 역시 연말 2회 발사 예정. 미 국방부 MACH-TB 2.0 프로그램 기반 총 \$1.9억 규모의 20회 발사 수주가 이익 개선에 가세. 연말 중형 발사체 Neutron은 올해 2회 발사 예정. 금번 추가되는 버지니아주 월롭스 LC-3는 동사가 운영하는 4번째 발사대로 Neutron 발사 전담.

2) 위성 서비스는 25년 말 \$8억 규모 SDA(우주개발국) Tracking Layer Tranche 3 18개 위성 군 제작 계약을 수주. 기존 통신 위성 Bus 공급업체 → 광학/적외선 센서 기반 미사일 추적 위성 공급업체로의 사업 Mix 개선 본격화.

### 탑재체 기반 Core(위성)&Satellite(발사)전략, 이익 Quality 개선 지속

전사 안정적인 외형 및 이익 개선 지속을 통해 전사 Earning Quality를 제고할 수 있는 핵심 사업 부문은 Space System의 탑재체 부문이 될 것. 지난 3개 분기간 위성 제조 역량 보강 및 내재화를 위한 3건의 전략적 인수를 단행. 1) 전기광학/적외선 센서, 2) 고정밀 광학/광기계, 3) 부품 정밀가공 업체를 차례차례 인수, 나아가 독일 위성간/우주 통신용 레이저 광통신 업체 Myranic 인수 추진으로 사업 Mix 개선 지속.

1) HASTE 가세로 가속화하는 Electron 발사 횟수와 매출 전환, 중형 발사체 Neutron (Electron 탑재 총량 40배 수준)의 기여도 증가, 2) 통신-미사일 탐지와 광학/적외선-태양광 발전으로 이어지는 탑재체 사업 Scale-Up과 TAM 확대를 기반할 때 현 50배 수준의 P/S(Fwd. 12M)는 연간 시계열로 접근할 때 부담이 크지 않다는 판단.

#### Summary

(백만달러, 배, %)

|           | 2023  | 2024  | 2025  | 2026E | 2027E   |
|-----------|-------|-------|-------|-------|---------|
| 매출액       | 436   | 602   | 602   | 851   | 1,224   |
| 영업이익      | -190  | -229  | -229  | -99   | 19      |
| 당기순이익     | -190  | -198  | -198  | -130  | 1       |
| PER       | -     | -     | -     | -     | 2,462.8 |
| PBR       | 33.6  | 22.0  | 22.0  | 31.2  | 30.7    |
| EV/EBITDA | -     | -     | -     | 301.3 | 301.3   |
| ROE       | -40.6 | -18.8 | -18.8 | -7.8  | 0.5     |

자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터



황병준 US Market  
byeongjun.hwang@yuantakorea.com

**NOT RATED (I)**

목표주가 -달러 (I)

현재주가 (5/1) \$ 57.82

컨센서스 주가 (5/1) \$ 60.57

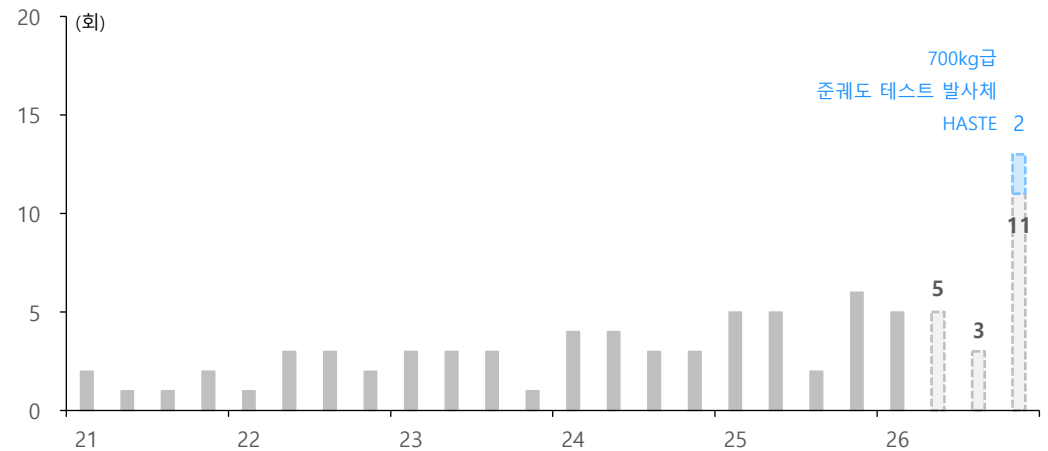
상승여력 +4.7%

|                |                     |
|----------------|---------------------|
| 국가             | 미국                  |
| 상장거래소          | NASDAQ              |
| 산업 분류 (GICS 4) | 우주항공 & 국방           |
| 시가총액 (\$십억)    | 497                 |
| 유동주식비율 (%)     | 56.2                |
| 52주 최저/최고      | 20.23/99.58         |
| 주요주주 (%)       | Vanguard Group 8.1% |

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

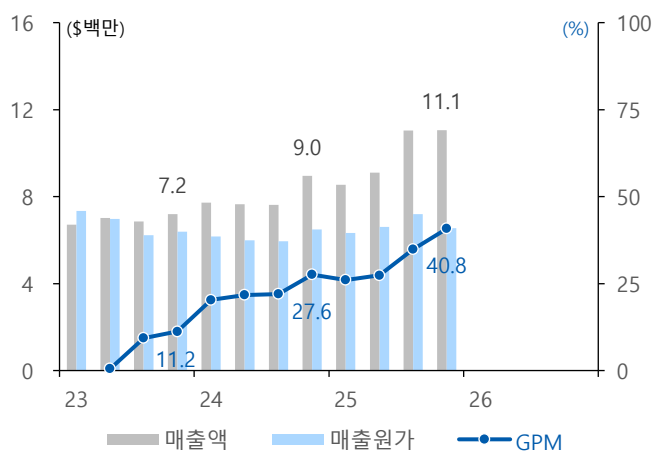
금융투자분석사의 확인 및 중요 공시는 Appendix 참조

[차트 1] Rocket Lab Electron 발사 추이 - (21~25Y) 7, 9, 10, 14, 18 회 발사 vs. 26년 24회 발사 예정



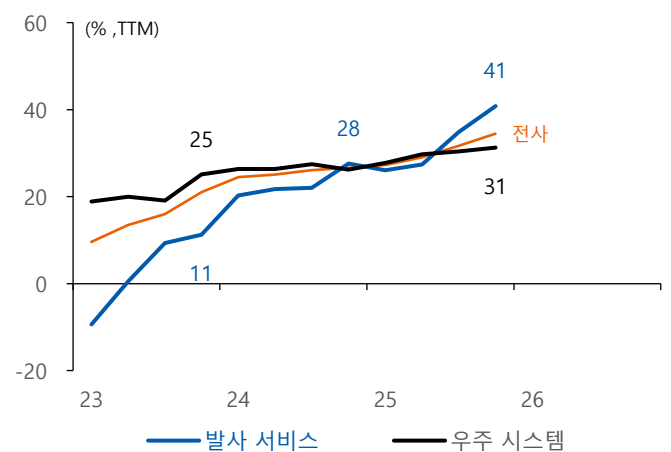
자료: Federal Aviation Administration(연방항공국), 유안타증권 리서치센터

[차트 2] 발사 1 회당 매출액, 매출원가, GPM 추이



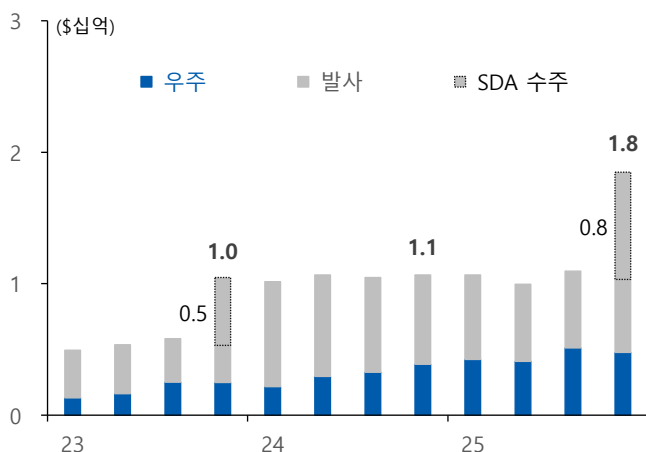
자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

[차트 3] 부문별 GPM 추이



자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

[차트 4] 수주 잔고 추이 - 위성 사업 침투 확대, SDA \$8억 규모 수주 확보 (25.4Q)



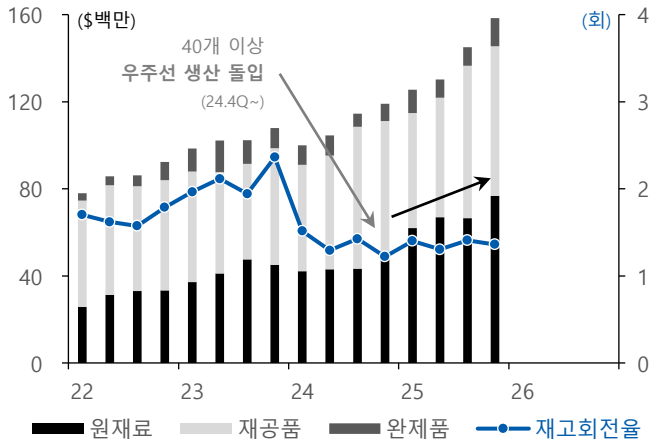
자료: sec.gov(10-K/Q), 유안타증권 리서치센터

[표 1] 25.12, 광학/적외선 센서 탑재체 제조업체 GEOST 인수

| 구분    | GEOST 인수 내용                                 |
|-------|---------------------------------------------|
| 인수 목적 | 국방/우주 솔루션 강화. 발사/우주선/위성(탑재체) 통합             |
| 주요 사업 | 전자광학/적외선 센서 탑재체 설계/제조, 골든돔, SDA 수주          |
| 임무 분야 | 미사일탐지/추적, 전술정보, 감시/정찰, 지구관측, 우주영역인식         |
| 인수 사업 | Optical System 사업, RKL Space Systems 부문에 포함 |
| 인수 자산 | 제품 재고, 제조 시설, 연구소, IP                       |
| 거래 금액 | 발표 기준 \$2.75억                               |

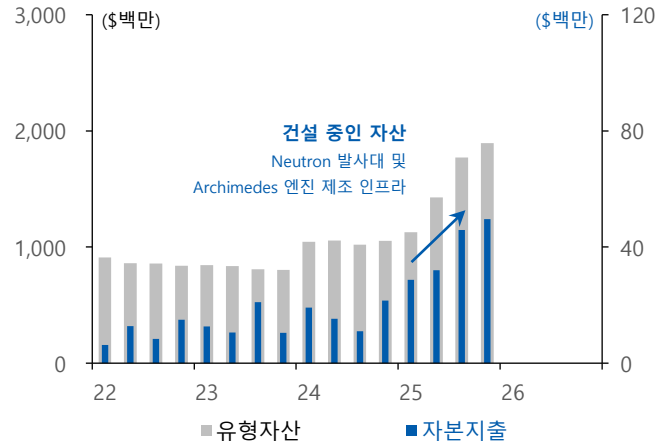
자료: sec.gov(10-K/Q), 유안타증권 리서치센터

[차트 5] 재고자산회전을 추이 - 탑재체(위성) 사업 기여도 증가 반영 ('24~)



자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

[차트 6] 유형자산 및 자본지출 추이 - 25.4Q 생산 시설 투자 확대



자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

## (발사) HASTE/Neutron, (위성) 광학/적외선 센서 기반 사업 Mix 개선

동사는 발사 서비스, 우주선 설계 및 제작, 궤도상 위성 관리 솔루션을 제공, SpaceX에 이어 가장 많은 로켓을 궤도에 진입시키고, 가장 많은 3대의 발사대를 운용하는 미국 업체다. 주요 사업 부문은 두 부분으로 구성, 1) **발사 서비스**(25Y 매출 비중 33%): 300kg급 주력 소형 발사체 Electron 기반 미국 전쟁부, NASA, NRO를 비롯한 정부 및 기업 대상 총 75회의 임무 수행, 200대 이상의 우주선을 궤도에 진입시켰으며, 13,000kg급 차세대 재사용 가능 중형 발사체 Neutron의 투입을 앞두고 있다. 2) **우주 시스템**(67%): 우주선, 우주 태양 전지 및 태양광 어레이, 광학 및 적외선 센서 탑재체를 자체 개발/제작한다.

두 사업 부문 모두 견조한 이익 개선세가 지속될 전망이다. 1) **발사 서비스**는 주력 발사체 Electron이 올해 연간 24회 발사가 예정, **전년 대비 발사 횟수가 가속화**(+6회, 25년 +4회, 24년 +4회) 하며 영업레버리지 확대에 이어지고 있고, [차트 2] 방위 시장향 준궤도 극초음속 테스트 발사체 HASTE는 기존 Electron 발사 인프라 및 기술을 활용할 수 있는 고마진 사업으로 역시 연말 2번의 발사가 예정되어 있다. 미 국방부 MACH-TB 2.0 프로그램 기반 총 \$1.9억 규모 20회 발사 수주가 이익 개선에 가세할 전망이다.

**연말 Neutron의 첫 발사**가 예정되어 있는 점 또한 27년 외형 모멘텀 기대감을 높이는 핵심 요소이다. 25년 연간 자본지출 증가는 Neutron 발사대 및 주 엔진 Archimedes 제조 및 시험을 위한 인프라 투자 확대에 기인한다. [차트 6] 금번 건설되는 버지니아주 월롭스 아일랜드 LC-3는 동사가 운영하는 4번째 발사대로 Neutron 발사를 전담하게 된다.

2) 위성 서비스 역시 마찬가지다. 25년 말 \$8억 규모의 SDA(우주개발국; Space Development Agency) Tracking Layer Tranche 3 18개 위성군 제작 계약을 수주, 이는 광학/적외선 센서 탑재체 제조 업체 GEOST 인수 영향이 직접적이었다. Tracking Layer Tranche 3 임무의 목적은 극초음속 첨단 미사일을 탐지/추적하는 저궤도 위성군을 구축하는 것인데 GEOST의 광학/적외선 센서가 미사일 발사의 열 신호를 감지한다. 기존 통신 위성 Bus 공급(Tranche 2 Transport Layer) → 미사일 추적 위성 공급업체로의 사업 Mix 개선이 본격화되며 전사 이익 개선을 견인할 전망이다.

[표 2] Space System 위성 제조 역량 보강 및 내재화를 위한 전략적 인수 확대 - 위성 부품 생산능력 확대, 광학 부품/기계, 광학/적외선 센서, 레이저 제조 업체 인수

| 시점    | 인수 기업                | 분야       | 사업 내용                                                                                         |
|-------|----------------------|----------|-----------------------------------------------------------------------------------------------|
| 25.3Q | GEOST                | 탑재체      | - 국방/우주 임무용 전기광학/적외선(EO/IR) 센서 시스템 개발사<br>- 탑재체 시장 진출 포석                                      |
| 26.1Q | Optical Support Inc. | 광학/광기계장비 | - GEOST 인수 이후 필요한 국방/상업 위성용 고정밀 광학/광기계 부품 제조 역량 내재화<br>- 우주영역인식, 미사일 경보/추적 payload 생산 스케일업 보강 |
| 26.1Q | Precision Components | 정밀가공     | - Space Systems(발사체/위성) 부품의 정밀가공/대량 생산능력 확대 목적<br>- Electron 생산률 증가 및 Neutron 개발 지원           |
| 진행 중  | Mynaric              | 레이저 광학   | - 위성 간/우주 통신용 레이저 광통신, 광학 역량 확보 목적<br>- 독일 정부 규제 심사 절차 진행 중.                                  |

자료: Rocket Lab, 유안타증권 리서치센터

## 탑재체 기반 Core(위성)&Satellite(발사)전략, 전사 이익 Quality 개선 지속

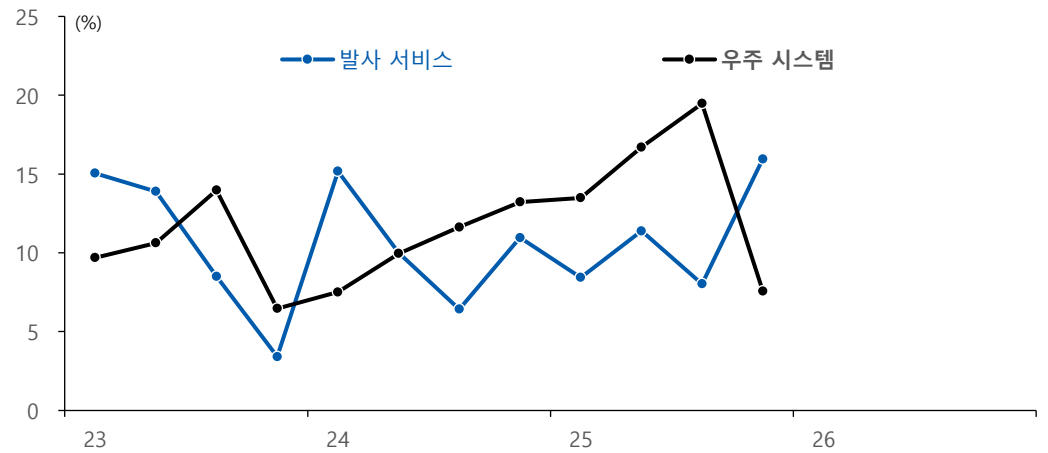
25년부터 발사 서비스 중심의 전사 이익 개선으로 전사 사업 Mix 개선이 지속되고 있으나, 결국 안정적인 외형 및 이익 개선을 통해 전사 Earning Quality를 제고할 수 있는 핵심 사업 부문은 Space System의 탑재체 부문이 될 것으로 판단한다. 지난 3개 분기간 위성 제조 역량 보강 및 내재화를 위한 3건의 전략적 인수를 단행했다. [표 2] 1) 전기광학/적외선 센서, 2) 고정밀 광학/광기계, 3) 부품 정밀 가공 업체를 차례차례 인수, 나아가 독일 위성간/우주 통신용 레이저 광통신 업체 Mynaric 인수도 추진 중이다.

동사는 25년 연간 매출 증가와 4분기 GPM 개선에서 우주선 부품과 매출 확대 기여도 증가를 언급하고 있다. (23.12) SDA Transport Layer Tranche 2의 군사 통신 위성 제조 계약 레퍼런스를 바탕으로 곧이어 (25.12) SDA Tracking Layer Tranche 3로 미사일 추적 위성 제조 계약을 수주한 것은 동사의 국가 안보 위성 제조업체로서의 포지셔닝 강화를 반영한 결과다. Tranche 3 계약의 결정적인 역할을 한 EO/IR 센서 개발사 GEOST 인수 이후의 잇따른 광학 제품 Value Chain 내재화 행보는 차후 수주 모멘텀 및 이익 개선 지속 가시성을 높이는 핵심 요소다.

광학 부품에 이어 태양광 어레이 기반 전력 인프라 사업이 가세한다. 동사의 태양광 발전 솔루션 사업 부문은 위성 기반 궤도 데이터센터 핵심 전력 공급원인 태양광 어레이를 공급, 이미 태양광 어레이 글로벌 최대 생산 Capacity를 보유하고 관련 Value Chain을 수직계열화했다. 탑재체 부문의 전사 실적 개선 주도는 긴 리드타임과 스케줄 변동성이 내재하고 있는 발사 서비스 부문의 구조적인 실적 불안정성을 완화해 전사 Earning Quality를 제고, 그에 따라 추가적인 Value를 부여할 수 있는 근거가 된다.

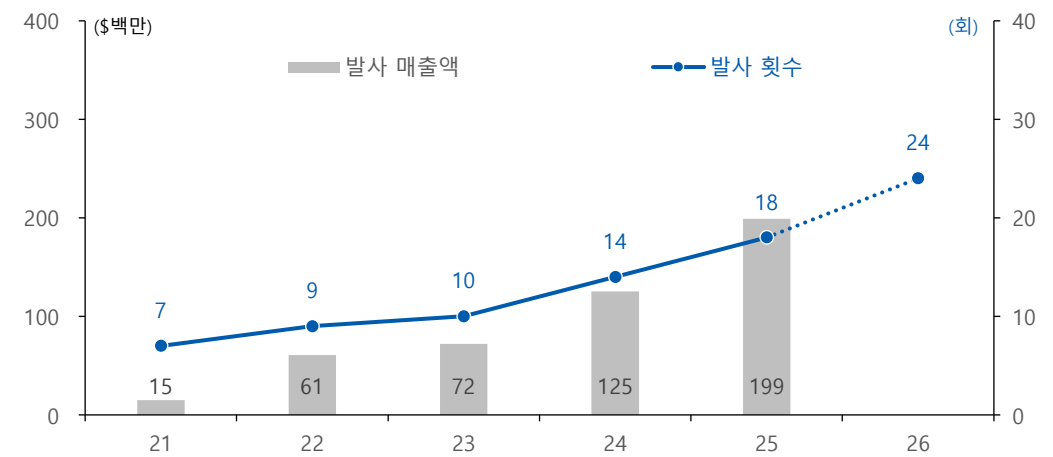
1) HASTE 가세로 가속화하는 Electron 발사 횟수와 매출 전환, 중형 발사체 Neutron(Electron 탑재 중량 40배 수준)의 기여도 증가, 2) 통신-미사일 탐지와 광학/적외선-태양광 발전으로 이어지는 탑재체 사업 Scale-Up과 TAM 확대를 기반할 때 현 50배 수준의 P/S(Fwd. 12M)는 연간 시계열 측면에서 접근할 때 부담이 크지 않다는 판단이다.

[차트 7] 부문별 매출액/수주잔고 비중(매출전환률) 추이 - 탑재체 실적 개선, 전사 Earning Quality 제고



자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

[차트 8] 발사 서비스 부문 매출액 및 전사 발사체 발사 횟수 추이 - Neutron, HASTE 사업 가세



자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

[표 3] 손익계산서 - 재무 지표 추이

(단위: \$백만)

| (\$백만, %)  | 24.Q1<br>24.1 | 24.Q2<br>24.4 | 24.Q3<br>24.7 | 24.Q4<br>24.10 | 25.Q1<br>25.1 | 25.Q2<br>25.4 | 25.Q3<br>25.7 | 25.Q4<br>25.10 |
|------------|---------------|---------------|---------------|----------------|---------------|---------------|---------------|----------------|
| 수주잔고       | 1,015         | 1,067         | 1,048         | 1,067          | 1,067         | 995           | 1,096         | 1,846          |
| (YoY)      | 105           | 100           | 80            | 2              | 5             | -7            | 5             | 73             |
| 우주시스템      | 800           | 773           | 721           | 681            | 645           | 586           | 586           | 1,370          |
| 발사서비스      | 216           | 294           | 326           | 386            | 422           | 410           | 510           | 476            |
| 매출액        | 93            | 106           | 105           | 132            | 123           | 145           | 155           | 180            |
| (YoY)      | 69.0          | 71.2          | 54.9          | 120.7          | 32.1          | 36.0          | 48.0          | 35.7           |
| 우주시스템      | 60            | 77            | 84            | 90             | 87            | 98            | 114           | 104            |
| 발사서비스      | 33            | 29            | 21            | 42             | 36            | 47            | 41            | 76             |
| 매출원가       | 69            | 79            | 77            | 96             | 87            | 98            | 98            | 111            |
| 매출총이익      | 24            | 27            | 28            | 37             | 35            | 46            | 57            | 68             |
| (GPM)      | 26.1          | 25.6          | 26.7          | 27.8           | 28.8          | 32.1          | 37.0          | 38.0           |
| 우주시스템      | 26.3          | 26.3          | 27.4          | 26.2           | 27.8          | 29.7          | 30.4          | 31.3           |
| 발사서비스      | 24.5          | 25.0          | 26.1          | 26.6           | 27.3          | 29.0          | 31.7          | 34.4           |
| 영업비용       | 66            | 72            | 81            | 87             | 93            | 100           | 110           | 123            |
| 일반판매관리비    | 29            | 30            | 30            | 36             | 39            | 39            | 38            | 37             |
| 연구개발 (R&D) | 39            | 40            | 48            | 48             | 55            | 66            | 71            | 79             |
| 기타 영업비용    | -1            | 1             | 1             | 0              | -1            | -7            | -1            | 4              |
| 영업이익 (손실)  | -42           | -44           | -53           | -50            | -58           | -53           | -53           | -55            |
| (OPM)      | -44.9         | -41.7         | -50.6         | -37.6          | -47.2         | -36.8         | -34.2         | -30.5          |
| EBITDA     | -33           | -36           | -45           | -41            | -49           | -44           | -41           | -40            |
| (EBITDAM)  | -35.9         | -34.1         | -42.9         | -30.7          | -40.1         | -30.7         | -26.6         | -22.2          |

자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

Rocket Lab (RKLB) 재무제표

| 포괄손익계산서      |      |       |      | (단위: 백만달러) |      |
|--------------|------|-------|------|------------|------|
| 결산 (12월)     | 2021 | 2022  | 2023 | 2024       | 2025 |
| 매출액          | 62   | 211   | 245  | 436        | 602  |
| 매출액증가율 (%)   | 77.0 | 239.0 | 15.9 | 78.3       | 38.0 |
| 매출원가         | 64   | 192   | 193  | 320        | 395  |
| 매출총이익        | -2   | 19    | 51   | 116        | 207  |
| 판매비          | 58   | 89    | 110  | 124        | 157  |
| 영업이익         | -102 | -135  | -178 | -190       | -229 |
| 영업이익증가율 (%)  | 85.7 | 32.5  | 31.6 | 6.7        | 20.6 |
| EBITDA       | -91  | -105  | -148 | -145       | -170 |
| 영업외손익        | 23   | -2    | 1    | 0          | -3   |
| 외환관련손익       | 1    | 4     | 0    | 0          | 0    |
| 이자손익         | -    | 8     | 4    | 4          | 1    |
| 관계기업관련손익     | -    | -     | -    | -          | -    |
| 기타           | 16   | -14   | -4   | -4         | -4   |
| 법인세비용차감전순손익  | -125 | -133  | -179 | -189       | -226 |
| 법인세비용        | -8   | 3     | 4    | 1          | -28  |
| 계속사업순손익      | -117 | -136  | -183 | -190       | -198 |
| 중단사업순손익      | -    | -     | -    | -          | -    |
| 당기순이익        | -117 | -136  | -183 | -190       | -198 |
| 지배순이익증가율 (%) | 흑지   | 흑지    | 흑지   | 흑지         | 흑지   |

| 현금흐름표                |      | (단위: 백만달러) |      |      |       |  |
|----------------------|------|------------|------|------|-------|--|
| 결산 (12월)             | 2021 | 2022       | 2023 | 2024 | 2025  |  |
| 영업활동 현금흐름            | -72  | -107       | -99  | -49  | -166  |  |
| 당기순이익                | -117 | -136       | -183 | -190 | -198  |  |
| 유무형자산상각비             | 11   | 30         | 30   | 34   | 44    |  |
| 기타비현금손익 조정           | 36   | 37         | 45   | 45   | 52    |  |
| 매출채권증감               | -8   | -9         | 1    | -1   | 1     |  |
| 재고자산증감               | -13  | -26        | -16  | -12  | -40   |  |
| 매입채무증감               | -5   | -2         | 16   | 25   | 10    |  |
| 투자활동 현금흐름            | -92  | -346       | 12   | -98  | -347  |  |
| 인수 및 사업              | -    | -          | -    | -    | -     |  |
| 유형자산 증가 (CAPEX)      | -92  | -108       | -74  | -67  | -289  |  |
| 유형자산 감소              | -    | -          | -    | -    | -     |  |
| 기타현금흐름               | -    | -238       | 82   | -44  | -59   |  |
| 재무활동 현금흐름            | 800  | 2          | 7    | 257  | 1,071 |  |
| 차입금 증감               | 797  | 0          | 0    | 303  | -61   |  |
| 자본금 증감               | 3    | 4          | 2    | -26  | -100  |  |
| 현금배당                 | -    | -          | -    | -    | -     |  |
| 기타현금흐름               | -    | -2         | 5    | -20  | 1,233 |  |
| 현금의 증감               | 638  | -446       | -79  | 109  | 558   |  |
| 기초 현금                | 54   | 692        | 246  | 166  | 275   |  |
| 기말 현금                | 692  | 246        | 166  | 275  | 834   |  |
| NOPAT                | -99  | -138       | -182 | -190 | -201  |  |
| FCF (Free Cash Flow) | 124  | 97         | 149  | 203  | 155   |  |

자료: Bloomberg, 유안타증권

| 재무상태표         |       | (단위: 백만달러) |       |       |        |  |
|---------------|-------|------------|-------|-------|--------|--|
| 결산 (12월)      | 2021  | 2022       | 2023  | 2024  | 2025   |  |
| 유동자산          | 775   | 662        | 477   | 693   | 1,366  |  |
| 현금및현금성자산      | 691   | 243        | 163   | 271   | 829    |  |
| 매출채권          | 14    | 37         | 35    | 36    | 39     |  |
| 재고자산          | 48    | 92         | 108   | 119   | 158    |  |
| 비유동자산         | 206   | 327        | 464   | 492   | 959    |  |
| 유형자산          | 94    | 152        | 220   | 263   | 424    |  |
| 관계기업 등 지분관련자산 | -     | -          | -     | -     | -      |  |
| 기타투자자산        | 61    | 11         | 23    | 35    | 21     |  |
| 자산총계          | 981   | 989        | 941   | 1,184 | 2,324  |  |
| 유동부채          | 96    | 163        | 223   | 340   | 334    |  |
| 매입채무 및 미지급금   | 14    | 21         | 35    | 73    | 92     |  |
| 단기차입금         | 3     | 3          | 18    | 12    | 0      |  |
| 유동성장기부채       | -     | -          | -     | -     | -      |  |
| 비유동부채         | 186   | 153        | 163   | 462   | 268    |  |
| 장기차입금         | 97    | 84         | 88    | 389   | 154    |  |
| 부채총계          | 282   | 316        | 387   | 802   | 603    |  |
| 자본금           | 0     | 0          | 0     | 0     | 0      |  |
| 자본잉여금         | 1,002 | 1,113      | 1,176 | 1,199 | 2,736  |  |
| 이익잉여금         | -305  | -441       | -624  | -814  | -1,012 |  |
| 비지배지분         | -     | -          | -     | -     | -      |  |
| 자본총계          | 698   | 673        | 555   | 382   | 1,722  |  |
| 순차입금          | -563  | -331       | -68   | 56    | -751   |  |
| 총차입금          | 128   | 141        | 177   | 475   | 265    |  |

| 재무지표 및 밸류에이션   |        |       |       |       |       |
|----------------|--------|-------|-------|-------|-------|
| 결산 (12월)       | 2021   | 2022  | 2023  | 2024  | 2025  |
| EPS            | -0.6   | -0.3  | -0.4  | -0.4  | -0.4  |
| BPS            | 1.6    | 1.4   | 1.1   | 0.8   | 3.2   |
| EBITDAPS       | -0.3   | -0.2  | -0.2  | -0.1  | -0.3  |
| SPS            | 0.3    | 0.5   | 0.5   | 0.9   | 1.1   |
| DPS            | -      | -     | -     | -     | -     |
| PER            | -      | -     | -     | -     | -     |
| PBR            | 7.9    | 2.7   | 4.9   | 33.6  | 22.0  |
| EV/EBITDA      | -      | -     | -     | -     | -     |
| PSR            | 41.4   | 8.3   | 10.9  | 29.0  | 61.5  |
| ROE            | -      | -19.8 | -29.7 | -40.6 | -18.8 |
| ROIC           | -20.6  | -16.8 | -23.6 | -24.1 | -14.1 |
| ROA            | -20.1  | -13.8 | -18.9 | -17.9 | -11.3 |
| 부채비율 (%)       | 18.4   | 20.9  | 31.9  | 124.1 | 15.4  |
| 순차입금/자기자본 (%)  | -80.5  | -49.2 | -12.3 | 14.5  | -43.6 |
| 매출총이익률 (%)     | -3.0   | 9.0   | 21.0  | 26.6  | 34.4  |
| 영업이익률 (%)      | -164.0 | -64.1 | -72.7 | -43.5 | -38.0 |
| 당기순이익률 (%)     | -188.5 | -64.4 | -74.6 | -43.6 | -32.9 |
| EBITDA 마진율 (%) | -145.6 | -49.9 | -60.6 | -33.3 | -28.3 |

## Appendix

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

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

# Firefly Aerospace (FLY)

## 명백한 방산+우주 통합 솔루션 차기 주자

### 하반기 발사 횟수 +3회, 발사대 +1기 증가, 모멘텀 국면 초입

SpaceX, Rocket Lab(RKLB)을 잇는 차세대 발사체/우주선 플랫폼 제공 업체, 현재 개발 중인 무인 우주선 Elytra를 포함하면 발사대-발사체-우주선-착륙선을 잇는 발사 인프라 토털 솔루션 제공업체로 부상. 여러 궤도에서 확보한 감시/정찰 데이터 기반 우주영역인식/심우주 탐사 임무를 수행할 수 있는 AI S/W 역량(SciTec, 25.10 인수) 보유.

올해 발사 횟수는 총 5회로, 운용 발사대(Pad)는 기존 1기에서 2기로 증가. 이미 상반기 1회 발사에 성공, 남은 상반기 1회, 하반기 3회의 추가 발사가 예정(6, 9, 10, 12월), 그 중 10월 발사가 신규 추가되는 버지니아 Wallops 발사대 Pad 0A에서 진행. 여기에 운영 계획 중인 발사대 2기를 포함하면 Rocket Lab이 향후 운영할 전체 발사대 수와 동일. (Rocket Lab, 총 3기, 건설 중 1기)

차세대 발사체 Eclipse는 Northrop Grumman(NOC) 공동 개발의 16톤급 중형 발사체로 27년 이후 발사를 목표. Alpha 확장형 모델로 발사체 재사용(1단) 기술이 적용되며 NOC 차세대 로켓 Antares 330 1단 엔진에 Eclipse 1단 엔진 Miranda가 적용, Alpha의 검증된 기술과 NOC 발사체 Antares 노하우가 결합, 협업 시너지 기대 높아.

시가총액은 보유 발사 인프라 규모와 발사 비용(\$6M vs. \$15M) 및 횟수 열위를 반영하며 Rocket Lab \$480억의 1/9배 수준인 \$55억 수준에 형성. 1) 방산 Exposure, 록히드마틴, L3해리스, Golden Dome, 국가정찰국과의 발사 계약, 2) 우주 Exposure, 미국 우주군, SDA, NASA와의 발사-우주선-착륙선 플랫폼 서비스 계약으로 다각화된 사업 포트폴리오 기반 유의미한 레퍼런스 축적 중. 점진적 발사 규모 경제 가시화, 핵심 시설 근접성 기반 비용/운영 효율성, 자체 개발 엔진 및 제조 공정 수직 계열화 기반의 우주 임무 수행 통합 솔루션 제공에 대한 가시성 측면에서 중장기적 성장성 높아.

#### Summary

(백만달러, 배, %)

|           | 2023 | 2024 | 2025 | 2026E | 2027E |
|-----------|------|------|------|-------|-------|
| 매출액       | 61   | 160  | 160  | 434   | 692   |
| 영업이익      | -209 | -261 | -261 | -317  | -207  |
| 당기순이익     | -231 | -298 | -298 | -311  | -197  |
| PER       | -    | -    | -    | -     | -     |
| PBR       | -    | 3.0  | 3.0  | 6.3   | 8.2   |
| EV/EBITDA | -    | -    | -    | -     | -     |
| ROE       | -    | -    | -    | -30.5 | -25.0 |

자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터



황병준 US Market  
byeongjun.hwang@yuantakorea.com

**NOT RATED (I)**

|               |          |
|---------------|----------|
| 목표주가          | -달러 (I)  |
| 현재주가 (5/1)    | \$ 57.82 |
| 컨센서스 주가 (5/1) | \$ 60.57 |
| 상승여력          | +4.7%    |

|                |                              |
|----------------|------------------------------|
| 국가             | 미국                           |
| 상장거래소          | NASDAQ                       |
| 산업 분류 (GICS 4) | 자본재                          |
| 시가총액 (\$십억)    | 54                           |
| 유동주식비율 (%)     | 42.4                         |
| 52주 최저/최고      | 16.0/73.80                   |
| 주요주주 (%)       | AE Industrial Partners 36.7% |

| 주가수익률 (%) | 1개월  | 3개월  | 12개월 |
|-----------|------|------|------|
| 절대        | 2.6  | 47.9 | -    |
| 상대        | 14.8 | 7.9  | 39.7 |

금융투자분석사의 확인 및 중요 공시는 Appendix 참조

## 하반기 발사 횟수 +3회, 발사대 +1기 증가, 모멘텀 국면 초입에 위치

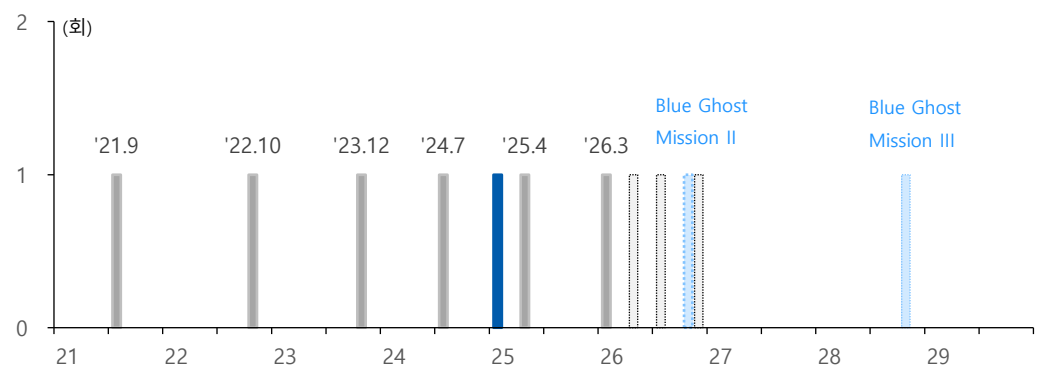
SpaceX, Rocket Lab(RKLB)을 잇는 차세대 발사체/우주선 플랫폼을 제공하는 업체다. 현재 개발 중인 무인 우주선 Elytra를 포함하면 발사대-발사체-우주선-착륙선을 잇는 발사 인프라 토탈 솔루션을 제공하는 업체가 된다. 여기에 장기적으로 Planet Labs(PL) 사업과 유사한 차기 성장 동력을 확보했다. Launch(발사), Payload Delivery(수송)에 더해 향후 Elytra가 여러 궤도에서 확보한 Monitoring(감시/정찰) 데이터를 기반으로 우주 영역 인식과 같은 심우주 탐사 임무 수행 서비스를 수행할 수 있는 AI 소프트웨어 기반 사업 역량(SciTec, 25.10 인수)도 갖추고 있다.

최근 5년간 위성 수요가 기록적으로 증가하면서 검증된 궤도 발사체 공급 부족이 지속되고 있다. 동사는 주력 소형 발사체 Alpha 기반 발사 운영 설계/개발/제조/테스트를 위한 신속하고 유연한 프로세스, 맞춤형 솔루션을 제공하는데 유리한 포지셔닝을 갖추고 있다. 본사, Rocket Ranch(제조/테스트 시설), Hive(관제 센터, 다수의 클린 룸)가 모두 텍사스 오스틴 40km(25마일) 거리 내 위치해 있으며, '23.9 미국 우주시스템사령부 추진 VICTUS NOX 임무에서 24시간 내 발사 준비(궤적 업데이트-탑재체 통합-Pad 이동-로켓 결합)를 완료, 단시간 탑재체 궤도 진입 능력을 입증했다.

발사 횟수는 작년 연간 Alpha 로켓 발사 1회에 그쳤으나 올해 발사 횟수는 총 5회로, 운용 발사대(Pad)는 기존 1기에서 2기로 증가하게 된다. 이미 상반기 1회 발사에 성공, 남은 상반기 1회, 하반기 3회의 추가 발사가 예정(6, 9, 10, 12월), 그 중 10월 발사가 신규 추가되는 버지니아 Wallops 발사대 Pad 0A에서 진행된다. 여기에 운영 계획 중인 발사대 2기를 포함하면 Rocket Lab이 향후 운영할 전체 발사대 수와 동일하게 된다(Rocket Lab, 총 3기, 건설 중 1기).

차세대 발사체 Eclipse는 Northrop Grumman(NOC) 공동 개발의 16톤급 중형 발사체로 27년 이후 발사를 목표하고 있다. Alpha 확장형 모델로 발사체 재사용(1단) 기술이 적용되며 Alpha의 검증된 기술과 NOC 발사체 Antares 노하우[차트 2]가 결합되어 양사 협업 기반 시너지 기대감이 높다. NOC 차세대 로켓 Antares 330 1단 엔진에 Eclipse 1단 엔진 Miranda가 적용된다.

[차트 1] Firefly Alpha 발사 총 6회 - 26.2H 3회 추가 발사 예정(9, 10, 12월)



- '22.10 1,000kg급 탑재체 규모 우주 임무 수행 가능 로켓 최초 보유

- '25.1 25년 3월 상업 기업 (최초) 완전한 달 착륙 성공 - Blue Ghost Mission I (Falcon 9)

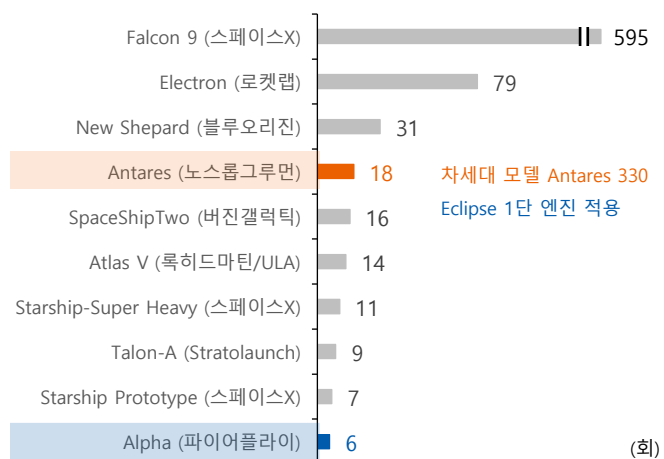
자료: Federal Aviation Administration(연방항공국), 유안타증권 리서치센터

[표 1] Firefly 발사체/우주선 솔루션 플랫폼

| 발사체/우주선 플랫폼 |            | 내용                                                                                                                                                                                                                                                                                                  |
|-------------|------------|-----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 발사체         | Alpha      | <ul style="list-style-type: none"> <li>- 1,000kg 급 소형 발사체, 특허 Tap-Off Cycle 기술 기반 발사체 무게와 부품 대폭 절감</li> <li>- 미국 전쟁부 극초음속 비행 시험 플랫폼 MACH-TB 에 채택</li> <li>- 1단 Reaver 4기, 2단 Lightning 1기 탑재</li> <li>- 25년 말 기준 누적 7회 발사, 30회 이상 발사 계약 보유, 2회 발사만에 궤도 진입 성공</li> </ul>                             |
|             | Eclipse    | <ul style="list-style-type: none"> <li>- Alpha 확장형, 재사용형 (1단) 로켓 시스템이 적용된 차세대 16톤급 중형 발사체</li> <li>- 탑재능력: LEO 16,300kg, GTO 3,200kg</li> <li>- 1단 Miranda 7기, 2단 Vira 1기 탑재 (자체 개발 엔진), 첫 발사는 27년 이후 예정</li> <li>- 1단 Miranda 노스롭그루먼 Antares 향 26년 말 인도, 2단 Vira 점화 테스트 26년 상반기 내 진행 예정</li> </ul> |
| 우주선         | Elytra     | <ul style="list-style-type: none"> <li>- 다목적 궤도선, LEO, MEO, GEO, Cislunar 궤도 기술 검증</li> <li>- Blue Ghost 2 임무 수행간 달 궤도 통신 중계 수행</li> <li>- 우주 영역 인식, 궤도상 감시, 미사일 탐지, 우주 통신, 탑재체(위성) 운반 임무 수행</li> <li>- 향후 44개 Elytra 위성군 기반 장거리 통신 중계 수행 계획</li> </ul>                                             |
| 착륙선         | Blue Ghost | <ul style="list-style-type: none"> <li>- 달 착륙선, 달 탑재재 운송 플랫폼 핵심 요소</li> <li>- NASA CLPS 수행, Mission 2/3/4 후속 임무 예정</li> <li>- '25년 3월 달 착륙 성공, 10개 Payload 운송 (계약 가치 \$102M)</li> </ul>                                                                                                             |
| 소프트웨어       | SciTec     | <ul style="list-style-type: none"> <li>- AI 기반 방위 소프트웨어 기업, 25년 10월 인수</li> <li>- 지구/달/화성 궤도상 수집 빅데이터 처리</li> <li>- 미사일 방어, 감시 및 정찰, 우주 영역 인식, 원격 감지와 분석, 자율 지휘 통제 수행</li> </ul>                                                                                                                    |

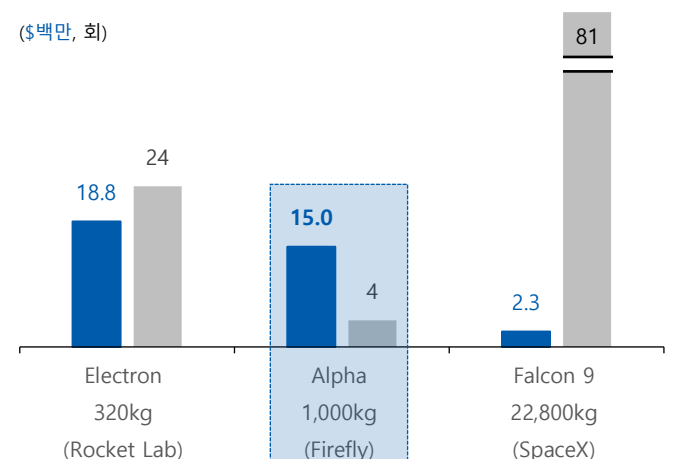
자료: sec.gov(10-K), 유안타증권 리서치센터

[차트 1] 연방항공국(FAA) 허가 발사체별 누적 발사 횟수 ('2010.1~)



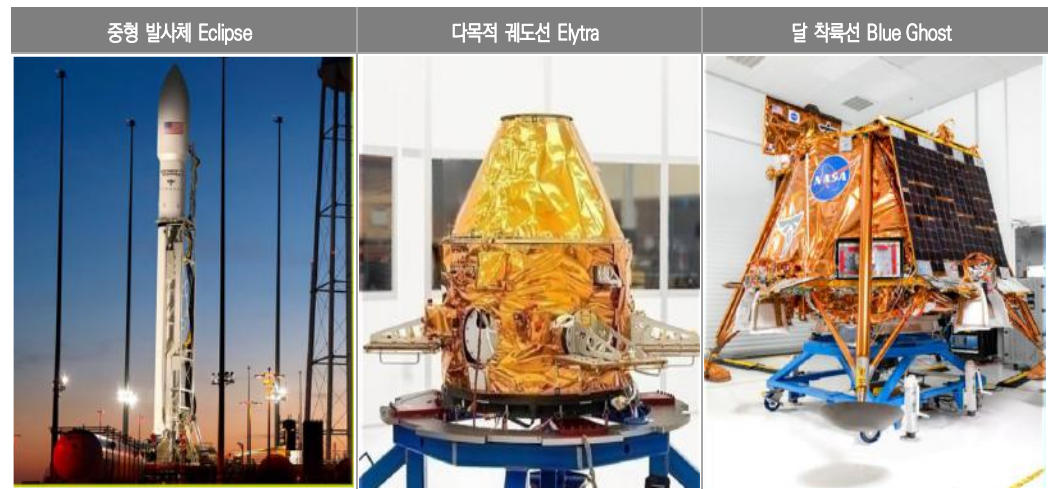
자료: Federal Aviation Administration(연방항공국), 유안타증권 리서치센터

[차트 2] 발사체별 탑재 중량(kg)당 비용, 26F 연간 예정 발사 횟수



자료: Federal Aviation Administration(연방항공국), 유안타증권 리서치센터

[그림 1] Firefly 발사체/우주선 솔루션 플랫폼



자료: Firefly Aerospace, 유안타증권 리서치센터

[표 2] Firefly 고객사 및 파트너십사간 체결 계약 및 파트너십 내용 - 우주 임무 수행을 위한 통합 솔루션 로드맵을 기반으로 축적된 레퍼런스

| 파트너/고객      | 관계 유형                | 플랫폼                | 내용                                                                |
|-------------|----------------------|--------------------|-------------------------------------------------------------------|
| 록히드마틴       | 다중 발사 계약             | Alpha              | 향후 5년간 최대 25개 임무 수행, 록히드 차세대 우주선과 신규 탑재체 기술 LEO 발사 계획             |
| 노스롭그루먼      | 독점 전략 파트너십 / 공동 개발   | Eclipse            | Eclipse 개발 독점 파트너십, Northrop, 5,000만 달러 자본 투자.                    |
| L3해리스 테크놀로지 | 다중 발사 계약             | Alpha              | 최대 20회 Alpha 발사 계약, 고객 수요에 따라 27~31년간 연 2~4회 임무 가능                |
| 미국 우주군      | 발사 임무 + 미사일 방어 운용    | Alpha, SciTec      | 발사 임무 역량, 미사일 방어 운용 제공. VICTUS NOX 성공 이후 HAZE, SOL 등 임무에 활용       |
| 우주개발국 SDA   | 군 위성군 지원             | Elytra             | Elytra 활용, SDA 군사 위성군 대상 엔드투엔드 시연 임무 지원                           |
| 국가정찰국 NRO   | 발사 / 궤도상 임무 계약       | Alpha, Elytra      | Alpha, NRO 방어 임무 수행. Elytra, 궤도상 임무 계약. 탑재체 궤도 배치, 궤도 기동 수행       |
| NASA        | 우주선 / 달 착륙선 / 발사 계약  | Blue Ghost, Alpha  | 발사 및 우주선 솔루션 제공. Blue Ghost Mission 1 성공 이후 달 임무 Prime Contractor |
| 블루오리진       | 우주선 / 달 착륙선 파트너십     | Blue Ghost, Elytra | NASA 차기 임무 달 그루이트하워젠 돔 탐사를 위한 Blue Origin 월면차 달 표면 수송             |
| SpaceX      | 발사체 / 탑재체 처리 시설 파트너십 | Blue Ghost         | SpaceX와 탑재체 처리 시설 및 발사 인프라 관련 전략적 파트너십. ex) Blue Ghost Mission 1  |
| 국방혁신단 DIU   | xGEO 임무 지원           | Elytra             | Elytra, 지구정지궤도 너머(xGEO) 임무를 지원. 승인 후 최대 2회 시연 예정                  |

자료: sec.gov(10-K), 유안타증권 리서치센터

## 우주 임무 수행 통합 솔루션 기반 축적된 레퍼런스, 아직 시총 \$50억대

시가총액은 보유 발사 인프라 규모와 발사 비용(\$6M vs. \$15M) 및 횟수 열위를 반영하며 Rocket Lab \$480억의 1/9배 수준인 \$55억 수준에 형성되어 있으나, 점진적 발사 규모 경제 가시화, 핵심 시설 근접성 기반 비용/운영 효율성, 자체 개발 엔진 및 제조 공정 수직 계열화 기반의 우주 임무 수행 통합 솔루션 제공에 대한 가시성 측면에서 중장기적 성장성이 높다. 1) 방산 Exposure, 록히드마틴, L3해리스, Golden Dome, 국가정찰국과의 발사 계약, 2) 우주 Exposure, 미국 우주군, SDA, NASA와의 발사-우주선-착륙선 플랫폼 서비스 계약으로 다각화된 사업 포트폴리오 유의미한 레퍼런스를 축적 중이다. Northrop Grumman 독점 파트너십 기반 발사 로드맵 가시성, 신속한 발사 프로세스 수행과 규모의 경제로 가시화할 회전을 개선, 통합 솔루션 사업 역량 보유에도 시총은 \$55억 수준, 상승 여력이 크다.

## Firefly Aerospace (FLY) 재무제표

| 포괄손익계산서      |      |      |      |      |       |
|--------------|------|------|------|------|-------|
| (단위: 백만달러)   |      |      |      |      |       |
| 결산 (12월)     | 2021 | 2022 | 2023 | 2024 | 2025  |
| 매출액          | -    | -    | 55   | 61   | 160   |
| 매출액증가율 (%)   | -    | -    | -    | 10.1 | 163.0 |
| 매출원가         | -    | -    | 29   | 72   | 129   |
| 매출총이익        | -    | -    | 27   | -11  | 31    |
| 판매비          | -    | -    | 41   | 47   | 91    |
| 영업이익         | -    | -    | -132 | -209 | -261  |
| 영업이익증가율 (%)  | -    | -    | -    | 58.8 | 24.5  |
| EBITDA       | -    | -    | -124 | -194 | -236  |
| 영업외손익        | -    | -    | 4    | 22   | 75    |
| 외환관련손익       | -    | -    | -    | -    | -     |
| 이자손익         | -    | -    | 4    | 20   | 3     |
| 관계기업관련손익     | -    | -    | -    | -    | -     |
| 기타           | -    | -    | 0    | 1    | 71    |
| 법인세비용차감전순이익  | -    | -    | -135 | -231 | -335  |
| 법인세비용        | -    | -    | -    | -    | -37   |
| 계속사업순이익      | -    | -    | -135 | -231 | -298  |
| 중단사업순이익      | -    | -    | -    | -    | -     |
| 당기순이익        | -    | -    | -135 | -231 | -298  |
| 지배순이익증가율 (%) | -    | -    | -    | 흑지   | 흑지    |

| 현금흐름표                |      |      |      |      |       |
|----------------------|------|------|------|------|-------|
| (단위: 백만달러)           |      |      |      |      |       |
| 결산 (12월)             | 2021 | 2022 | 2023 | 2024 | 2025  |
| 영업활동 현금흐름            | -    | -    | -93  | -158 | -205  |
| 당기순이익                | -    | -    | -135 | -231 | -298  |
| 유무형자산상각비             | -    | -    | 5    | 13   | 23    |
| 기타비현금손익 조정           | -    | -    | 63   | 89   | 35    |
| 매출채권증감               | -    | -    | -1   | 2    | 1     |
| 재고자산증감               | -    | -    | -    | -    | -     |
| 매입채무증감               | -    | -    | 11   | 7    | -17   |
| 투자활동 현금흐름            | -    | -    | -70  | -33  | -402  |
| 인수 및 사업              | -    | -    | -    | -    | -277  |
| 유형자산 증가 (CAPEX)      | -    | -    | -77  | -33  | -33   |
| 유형자산 감소              | -    | -    | -    | -    | 0     |
| 기타현금흐름               | -    | -    | 7    | -    | -92   |
| 재무활동 현금흐름            | -    | -    | 241  | 233  | 1,262 |
| 차입금 증감               | -    | -    | 120  | 45   | 106   |
| 자본금 증감               | -    | -    | 150  | 190  | 1,178 |
| 현금배당                 | -    | -    | -    | -    | -5    |
| 기타현금흐름               | -    | -    | -30  | -2   | -17   |
| 현금의 증감               | -    | -    | 77   | 42   | 655   |
| 기초 현금                | -    | -    | 18   | 95   | 138   |
| 기말 현금                | -    | -    | 95   | 138  | 793   |
| NOPAT                | -    | -    | -133 | -214 | -239  |
| FCF (Free Cash Flow) | -    | -    | -171 | -190 | -238  |

자료: Bloomberg, 유안타증권

| 재무상태표         |      |      |      |      |        |
|---------------|------|------|------|------|--------|
| (단위: 백만달러)    |      |      |      |      |        |
| 결산 (12월)      | 2021 | 2022 | 2023 | 2024 | 2025   |
| 유동자산          | -    | -    | 150  | 181  | 963    |
| 현금및현금성자산      | -    | -    | 82   | 123  | 793    |
| 매출채권          | -    | -    | 3    | 1    | 46     |
| 재고자산          | -    | -    | 0    | -    | -      |
| 비유동자산         | -    | -    | 171  | 227  | 862    |
| 유형자산          | -    | -    | 138  | 154  | 181    |
| 관계기업 등 지분관련자산 | -    | -    | -    | -    | -      |
| 기타투자자산        | -    | -    | 12   | 14   | 4      |
| 자산총계          | -    | -    | 321  | 407  | 1,825  |
| 유동부채          | -    | -    | 137  | 179  | 214    |
| 매입채무 및 미지급금   | -    | -    | 44   | 52   | 79     |
| 단기차입금         | -    | -    | 1    | 6    | 7      |
| 유동성장기부채       | -    | -    | -    | -    | -      |
| 비유동부채         | -    | -    | 153  | 236  | 421    |
| 장기차입금         | -    | -    | 96   | 142  | 281    |
| 부채총계          | -    | -    | 290  | 415  | 635    |
| 자본금           | -    | -    | 0    | 0    | 0      |
| 자본잉여금         | -    | -    | -    | -    | 2,210  |
| 이익잉여금         | -    | -    | -504 | -768 | -1,020 |
| 비지배지분         | -    | -    | -    | -    | -      |
| 자본총계          | -    | -    | 31   | -8   | 1,190  |
| 순차입금          | -    | -    | 39   | 45   | -584   |
| 총차입금          | -    | -    | 121  | 168  | 309    |

## 재무지표 및 밸류에이션

| 결산 (12월)       | 2021 | 2022 | 2023   | 2024   | 2025   |
|----------------|------|------|--------|--------|--------|
| EPS            | -    | -    | -13.1  | -20.7  | -4.8   |
| BPS            | -    | -    | -65.5  | -93.3  | 7.5    |
| EBITDAPS       | -    | -    | -7.8   | -12.3  | -3.0   |
| SPS            | -    | -    | 4.6    | 4.7    | 2.3    |
| DPS            | -    | -    | -      | -      | -      |
| PER            | -    | -    | -      | -      | -      |
| PBR            | -    | -    | -      | -      | 3.0    |
| EV/EBITDA      | -    | -    | -      | -      | -      |
| PSR            | -    | -    | -      | -      | 9.7    |
| ROE            | -    | -    | -      | -      | -      |
| ROIC           | -    | -    | -      | -136.9 | -28.8  |
| ROA            | -    | -    | -      | -63.5  | -26.7  |
| 부채비율 (%)       | -    | -    | 385.4  | -      | 25.9   |
| 순차입금/자기자본 (%)  | -    | -    | 124.3  | -      | -49.1  |
| 매출총이익률 (%)     | -    | -    | 48.2   | -18.7  | 19.2   |
| 영업이익률 (%)      | -    | -    | -238.8 | -344.5 | -163.1 |
| 당기순이익률 (%)     | -    | -    | -245.2 | -380.2 | -186.6 |
| EBITDA 마진율 (%) | -    | -    | -225.1 | -319.9 | -147.6 |

## Appendix

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

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

# Viasat (VSAT)

## 그럼에도 편안한 진입 구간

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

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

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

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

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

#### Summary

(백만달러, 배, %)

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

자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터



황병준 US Market  
byeongjun.hwang@yuantakorea.com

## NOT RATED (I)

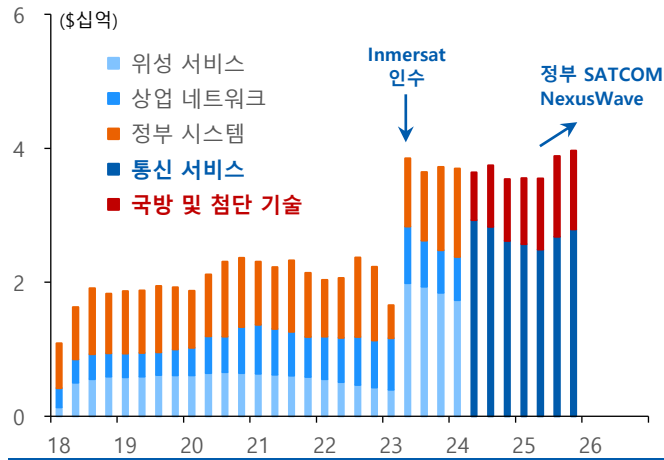
|                |          |
|----------------|----------|
| 목표주가           | -달러 (I)  |
| 현재주가 (4/27)    | \$ 57.82 |
| 컨센서스 주가 (4/27) | \$ 60.57 |
| 상승여력           | +4.7%    |

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

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

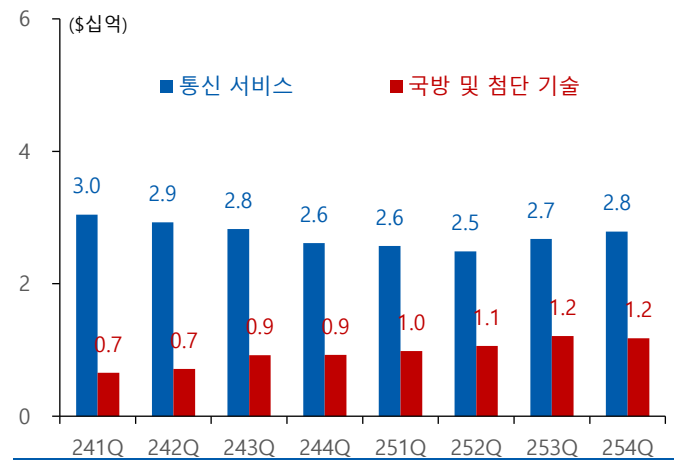
금융투자분석사의 확인 및 중요 공시는 Appendix 참조

[차트 1] Viasat 사업부문별 Backlog 추이 - 1



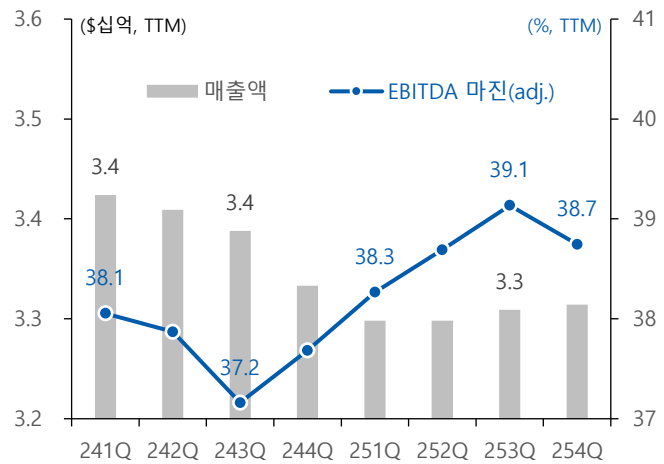
자료: sec.gov(10-K/Q), 유안타증권 리서치센터

[차트 2] Viasat 사업부문별 Backlog 추이 - 2



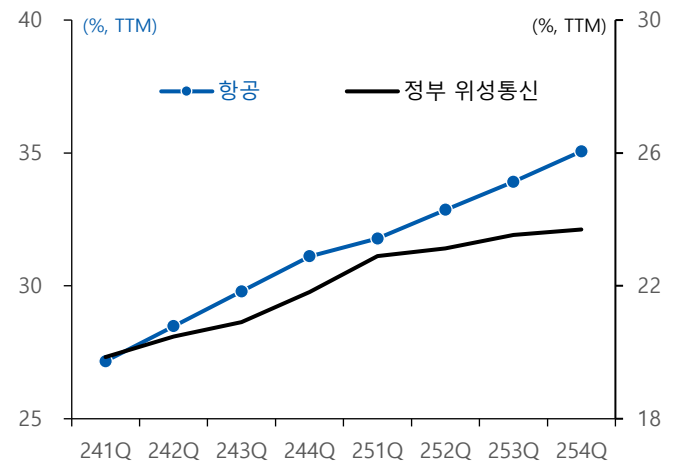
자료: sec.gov(10-K/Q), 유안타증권 리서치센터

[차트 3] 통신 서비스 사업 부문 매출액, EBITDA 마진 추이



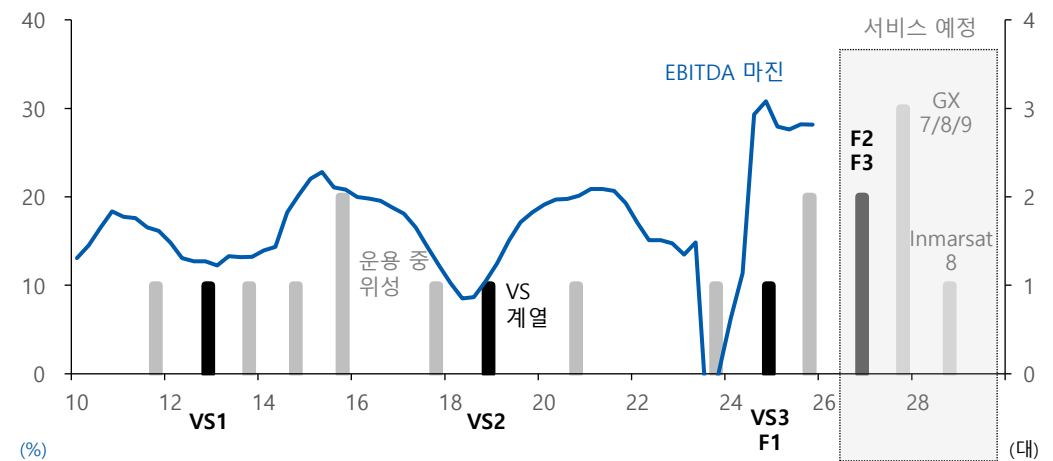
자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

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



자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

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



자료: Viasat, 유안타증권 리서치센터

## 맞춰지는 장기 성장 로드맵의 퍼즐, 주가는 1년간 +600% 상승

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

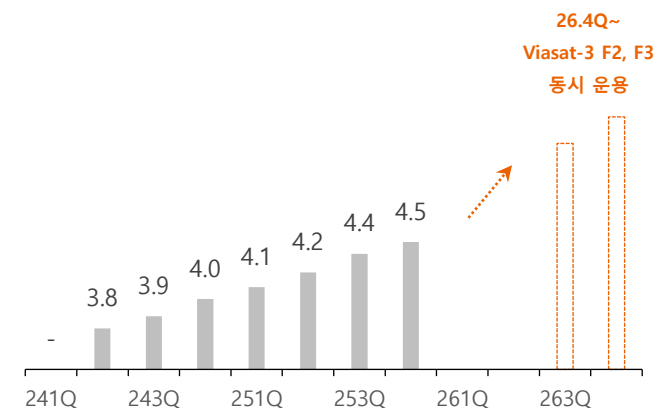
위성 서비스의 경우, 동사는 <sup>1</sup>위성, <sup>2</sup>지상국, <sup>3</sup>단말기 토탈 솔루션을 기반으로 Ka-Band와 L-Band 기반 다중 궤도 통신 서비스를 제공 중이다. 항공, 국방/정부, 해양, 일반 소비자 등 넓은 고객을 대상으로 광대/협대역 위성 네트워크 서비스를 제공하며, 정지궤도(GEO), 중궤도(MEO), 저궤도(LEO) 등 다양한 궤도 영역에 적용 가능한 우주 시스템 통합 솔루션을 제공한다. 정부 사업 부문에는 통신 게이트웨이, 지휘 통제 플랫폼, 사이버 보안 서비스도 제공한다.

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

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

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

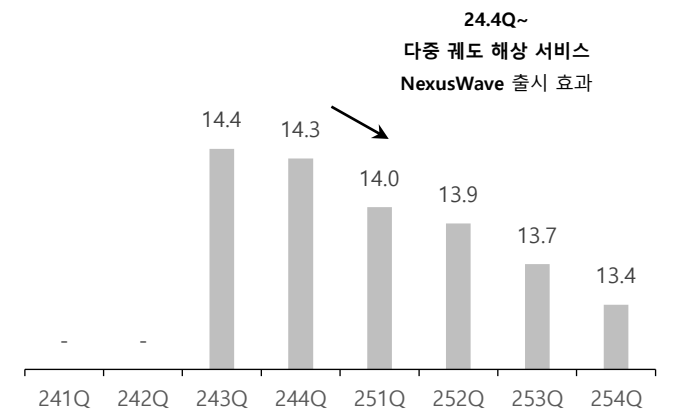
(천대)



자료: sec.gov(10-K/Q), 유안타증권 리서치센터

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

(천척)



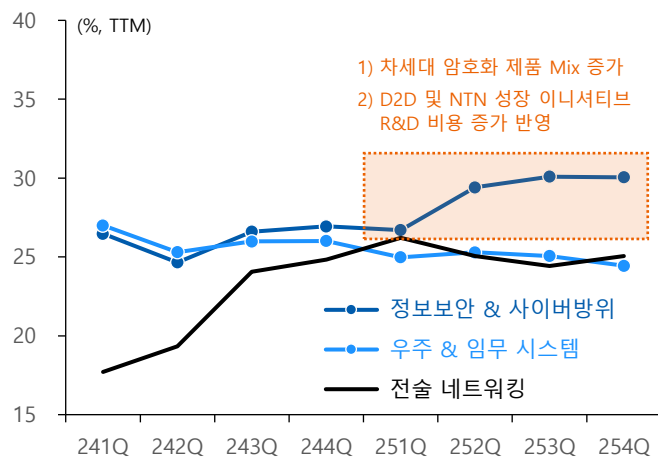
자료: sec.gov(10-K/Q), 유안타증권 리서치센터

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



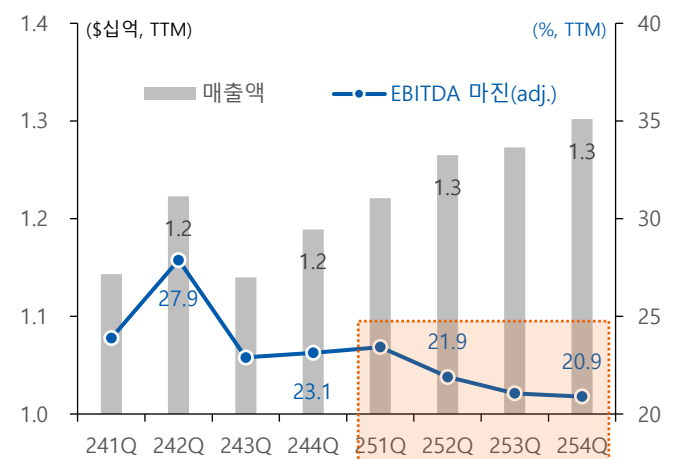
자료: Global Satellite Coalition, 유안타증권 리서치센터

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



자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

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

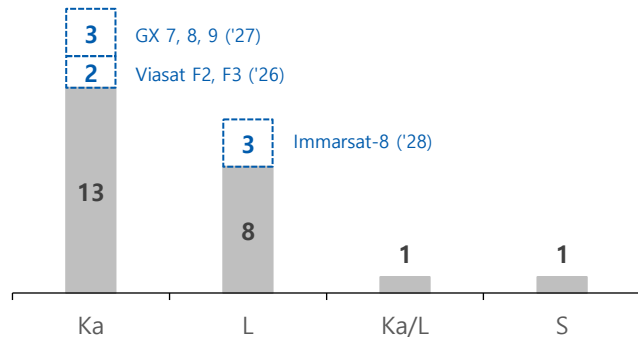


자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

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

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

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



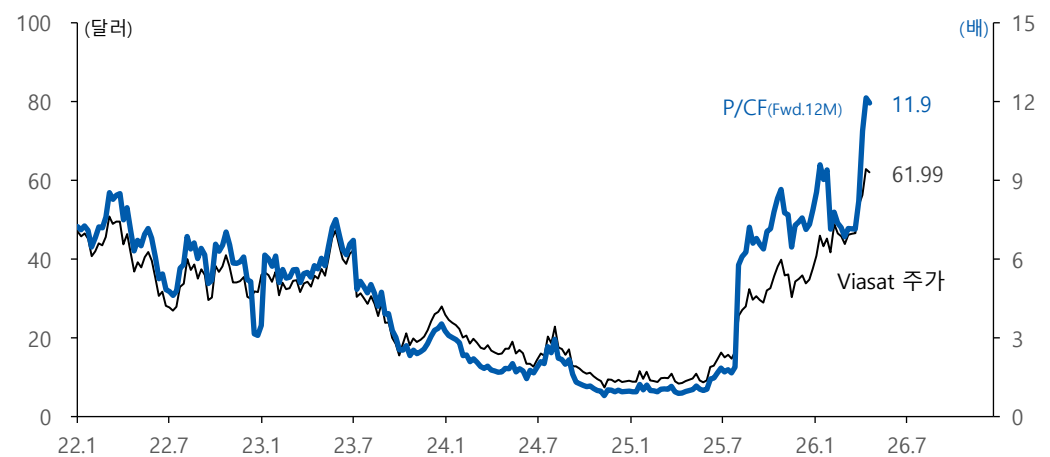
자료: Viasat, 유안타증권 리서치센터

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

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

자료: 유안타증권 리서치센터

[차트 11] Viasat 주가 및 P/CF(Fwd.12M) 추이



자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

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

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

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

[표 2] 손익계산서 - 재무 지표 추이

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

자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

## Viasat (VSAT) 재무제표

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

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

자료: Bloomberg, 유안타증권

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

## 재무지표 및 밸류에이션

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

## Appendix

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

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

# Hexcel Corporation (HXL)

## 민수 회복으로 먹고 들어가는 탄소섬유 기업

### 전방 공급 차질 완화로 민항 회복 본격화, 27년 우주 사업 가세

동사의 제품 수요와 실적은 상용 여객기와 군용기, 위성 및 발사 시스템의 주요 공급업체인 Boeing(BA)과 Airbus(AIR)의 수주 현황과 생산 스케줄에 직접적인 영향을 받는데 최대 고객인 Boeing의 생산 차질 완화가 본격화. 주요 제품 737 증산 로드맵에 따르면 월 생산량은 25.1Q 32~3대 → 38대 (25.2Q) → 42대 (25.4Q) → 47대 (26.2QE)로 확대 중.

Hexcel 전사 매출 60%를 차지하는 상용 여객기 매출이 25.4Q부터 반등. 고객사 항공기 인도 시점과의 4~6개월 시점차를 고려할 때 26.2Q 생산 로드맵 순항과 관련된 것으로 판단. 복합 소재 매출 기여도가 높은 Airbus 여객기 A350 생산 병목 역시 완화 중.

한편 Boeing PPE가 25.4Q 47.5% YoY 증가, 이는 787 생산 확대를 위한 Charleston 공장 확장 공사(현 8대, 26.2H 월 10대 목표), Saint Louis 사이트 투자(방산 및 차세대 제품 개발), Everett North Line 신규 라인 활용과 연관되어 있어 이는 Boeing 증산과 동사 외형 개선에 대한 가시성을 높이는 부분. 항공기 제조 업체의 차세대 제품 개발은 경량화와 연료 효율 향상을 위한 복합 소재 도입과도 크게 연관.

### 전방 Destocking 완화에 따른 수익성 회복, 주가 상승 지속

보잉과 에어버스가 현재 계획하고 있는 생산 로드맵 준수시 \$10억 이상의 추가 매출 여력이 발생할 것으로 추산, 영업이익률 기준 18~19년과 22~23년 중간 수준인 Mid-Teen 하단 수준의 개선은 가능할 것으로 판단. P/CF(Fwd.12M) 20배 중반 수준의 밸류에이션은 26년 민항 부문 회복과 27년 중대형 발사체 운용 로드맵의 가시성, 최근의 일시적인 방위 산업 업종センチ먼트 악화를 고려할 때 매력적인 진입점. 남은 2분기 비중 확대 전략이 유효.

#### Summary

(백만달러, 배, %)

|           | 2023  | 2024  | 2025  | 2026E | 2027E |
|-----------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 매출액       | 1,903 | 1,894 | 1,894 | 2,071 | 2,324 |
| 영업이익      | 186   | 172   | 172   | 264   | 346   |
| 당기순이익     | 132   | 109   | 109   | 173   | 242   |
| PER       | 31.7  | 37.5  | 37.5  | 40.6  | 29.0  |
| PBR       | 3.3   | 4.5   | 4.5   | 5.2   | 4.8   |
| EV/EBITDA | 16.2  | 19.3  | 19.3  | 16.4  | 16.4  |
| ROE       | 8.1   | 7.9   | 7.9   | 13.3  | 19.1  |

자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터



황병준 US Market  
byeongjun.hwang@yuantakorea.com

## NOT RATED (I)

#### 목표주가

-달러 (I)

현재주가 (4/27) \$ 91.83

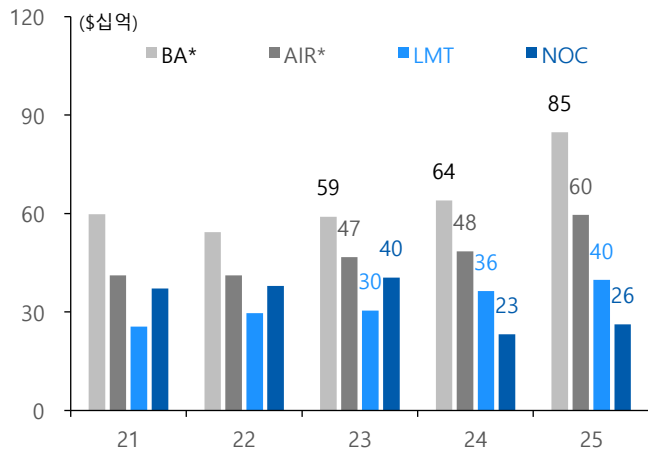
컨센서스 (4/27) \$ 96.88

상승여력 +5.5%

|                |                    |
|----------------|--------------------|
| 국가             | 미국                 |
| 상장거래소          | New York           |
| 산업 분류 (GICS 3) | 우주항공 & 국방          |
| 시가총액 (\$십억)    | 70                 |
| 유동주식비율 (%)     | 110.7              |
| 52주 최저/최고      | 49.15/98.26        |
| 주요주주 (%)       | ANGUARD GROUP 9.7% |

| 주가수익률 (%) | 1개월  | 3개월  | 12개월 |
|-----------|------|------|------|
| 절대        | 16.7 | 32.4 | 85.8 |
| 상대        | 9.9  | 7.4  | 27.1 |

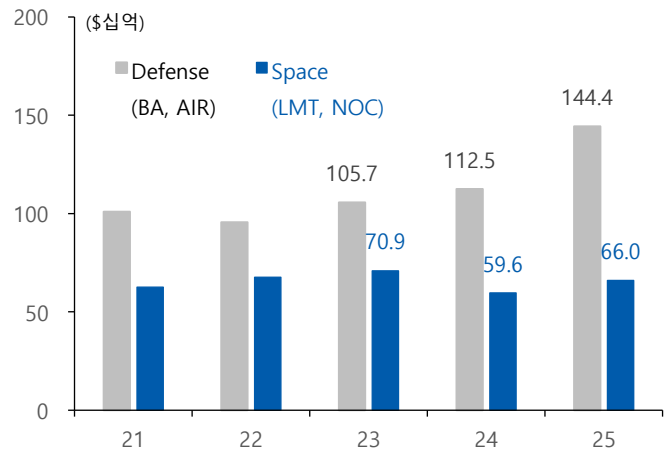
[차트 1] NASA Artemis 프로젝트 핵심 파트너십 업체 4사 수주 잔고 추이



자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

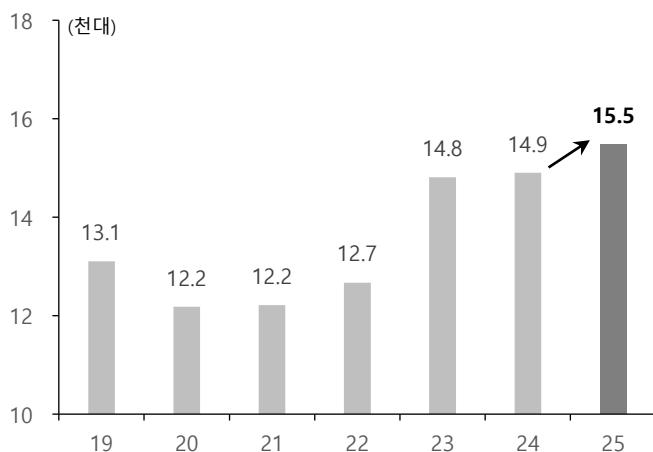
\*주: Boeing(BA), Airbus(AIR)는 Defense & Space 사업부 / LMT, NOC는 Space 사업부 매출액

[차트 2] BA/AIR (방위&우주 사업), LMT/NOC (우주 사업) 수주 잔고 - 25년 우주 회복



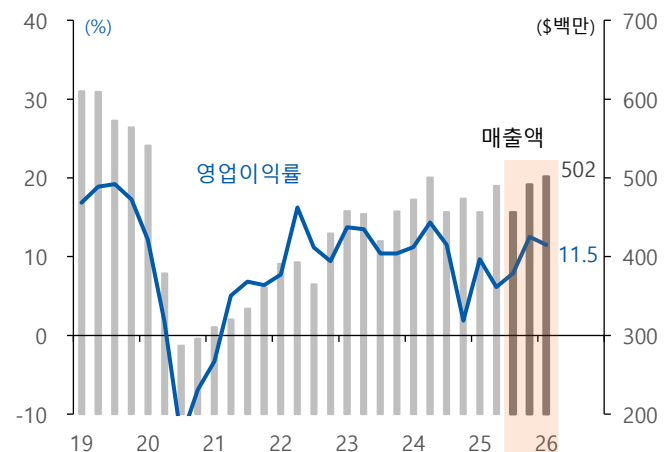
자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

[차트 3] Boeing(BA), Airbus(AIR) 합산 항공기 수주 잔고 - 25년 YoY 증가



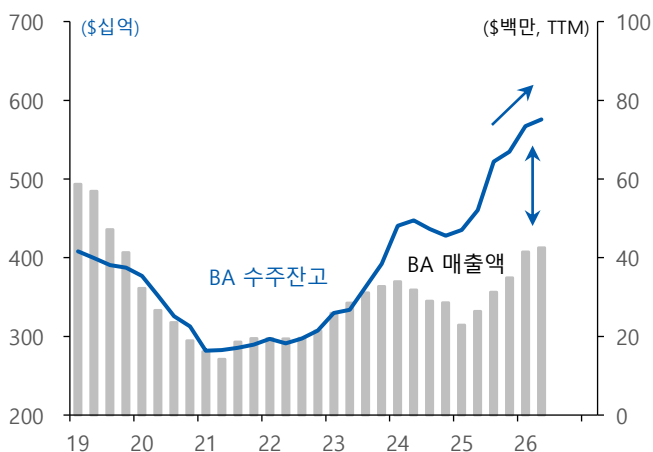
자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

[차트 4] Hexcel(HXL) 매출액, 영업이익 추이 - 24년 이후 매출 증가세 부진



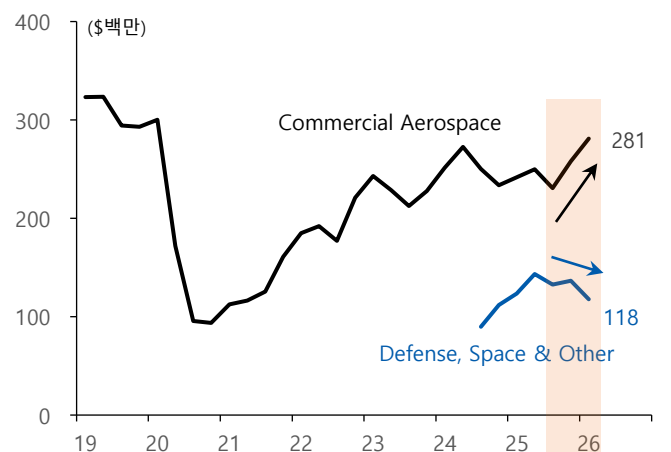
자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

[차트 5] Boeing(BA) 수주 잔고, 매출액 추이 - 전방 업체 제품 공급 차질 반영



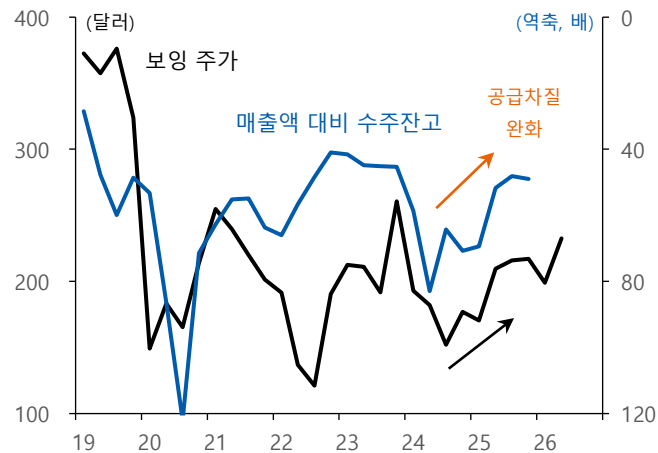
자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

[차트 6] Hexcel 사업 부문별 매출 추이 - 하반기 민수 사업 회복이 전사 실적 견인



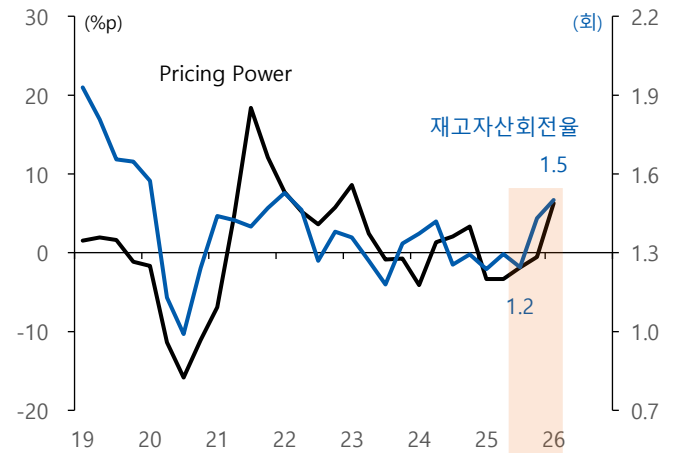
자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

[차트 7] 24.2H 이후 공급 차질이 점진적으로 완화되며 주가 상승 추세 지속



자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

[차트 8] Pricing Power 와 재고 회전을 개선 - 견조한 전방 수요와 공급 차질 완화



자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

## 전방 공급 차질 완화로 민항 회복 본격화, 27년 우주 사업 가세

동사의 제품 수요와 실적은 상용 여객기와 군용기, 위성 및 발사 시스템의 주요 공급업체인 Boeing(BA)과 Airbus(AIR)의 수주 현황과 생산 스케줄에 직접적인 영향을 받는다. [차트 4, 5] Boeing은 25년 상반기부터 주요 제품인 737 증산 로드맵 확보가 본격화하고 있는데 월 생산량은 25.1Q 32~3대 → 38대 (25.2Q) → 42대 (25.4Q) → 47대 (26.2Q)로 확대하고 있다.

Hexcel 전사 매출 60%를 차지하는 상용 여객기 매출 역시 25.4Q부터 반등하고 있는데 고객사 항공기 인도 시점과의 4~6개월 시점차를 고려할 때 26.2Q 생산 로드맵 순항과 관련된 것으로 판단한다. 복합 소재 매출 기여도가 높은 Airbus 여객기 A350 생산 병목 역시 완화 중이다.

Boeing의 PPE가 25.4Q 47.5% YoY 증가했는데, 이는 787 생산 확대를 위한 Charleston 공장 확장 공사(현 8대, 26.2H 월 10대 목표), Saint Louis 사이트 투자(방산 및 차세대 제품 개발), Everett North Line 신규 라인 활용과도 연관되어 있다는 점도 Boeing 증산과 동사 외형 개선에 대한 가시성을 높이고 있다. 특히 항공기 제조 업체의 차세대 제품 개발은 경량화와 연료 효율 향상을 위한 복합 소재 도입과도 크게 연관되어 있어 성장 로드맵에 대한 가시성을 높이고 있다.

발사체/로켓모터/위성 등 우주 사업과 관련한 동사 복합소재 수요는 최근 2개 분기간 부진한 흐름이다. 동사는 Space & Defense & Other 부문 [차트 6] 내 하위 사업을 회전익(프로펠러; 헬리콥터), 고정익, 발사체, 수송기, 위성으로 분류하고 있는데 매출 40%가 회전익 사업이 차지하고 있고, 우주 사업 수요 자체가 분기별 변동성이 있다고 언급하고 있다. 25.2H부터 이어진 연방 정부 섯 다운과 단기 금융 시장 유동성 충격 등 비우호적인 매크로 환경 영향도 반영된 것으로 판단한다.

하지만 SpaceX, Rocket Lab(RKLB), Firefly Aerospace(FLY)의 27년 중대형 발사체 운용 본격화에 따른 업종 내 온기 확산, 2030년까지 지속되는 NASA 주도 Artemis 프로젝트 등 경량 구조재나 복합재 부품에 대한 구조적인 수요가 이어질 전망으로 중장기적인 기대감은 유효하다.

[차트 7] Hexcel 복합 재료 부문 핵심 고객사

| Hexcel 복합 재료 부문 핵심 고객사 |                  |                  |
|------------------------|------------------|------------------|
| Aernnova               | Daher            | Lockheed Martin  |
| Airbus                 | Dassault         | Nordam           |
| Albany International   | Embraer          | Northrop Grumman |
| Blue Origin            | FACC             | RTX              |
| The Boeing Company     | General Dynamics | Safran           |
| Bombardier             | General Electric | Syensqo          |
| CFAN                   | GKN              | Toray            |
| CTRM Aero Composites   | Leonardo         |                  |

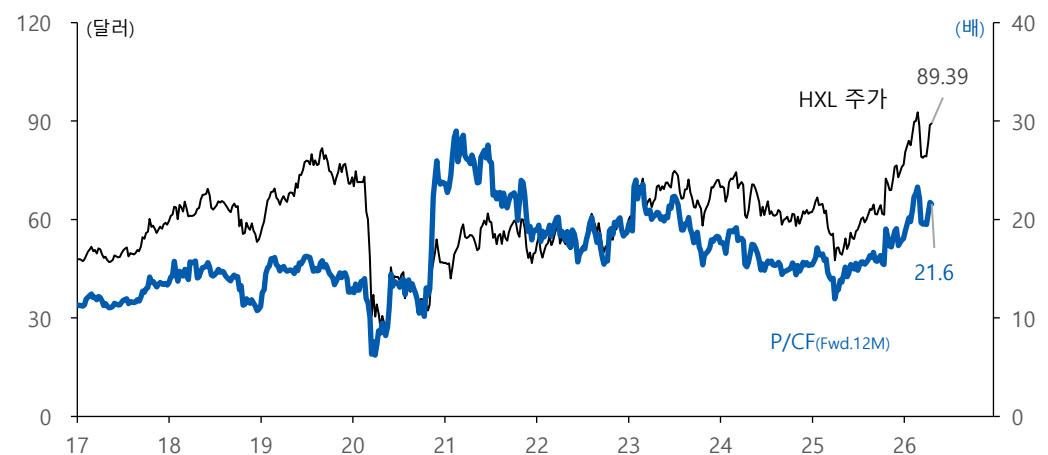
자료: sec.gov(10-K/Q), 유안타증권 리서치센터

[차트 8] Hexcel 복합 재료 부문 주요 생산 제품과 사용 용도

| 제품         | 사용 용도                                                                   |
|------------|-------------------------------------------------------------------------|
| 탄소섬유       | 항공우주, 방산 및 산업용 필라멘트 와인딩 소재                                              |
| 직물, 특수 보강재 | 항공우주, 방산, 자동차, 풍력, 레저, 해양 및 기타 복합재·부품                                   |
| 프리프레그      | 상업용 및 군용 항공기, 항공엔진, 회전익기, 위성 및 발사체<br>자동차, 해양 및 철도, 풍력 터빈 블레이드, 스키/스노보드 |
| 구조용 접착제    | 금속, 허니콤 및 복합소재 접합                                                       |
| 허니콤        | 복합재 구조물 및 내장재, 충격 및 진동 흡수 시스템,<br>회전익기 블레이드                             |
| 펠트루전 프로파일  | 튜브, 로드, 로보틱스 및 의료용 애플리케이션                                               |

자료: sec.gov(10-K/Q), 유안타증권 리서치센터

[차트 11] Hexcel P/CF(Fwd.12M)와 영업이익의 추이



자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

## 전방 Destocking 완화 지속에 따른 수익성 회복, 주가 상승 추세 지속

현재 영업이익, 현금흐름이 지난 4분기부터 본격적인 회복 국면에 들어갔으나 24년 고점 수준에 미치지 못하고 있다. 전방 재고 축소와 생산 증가 지연에 따른 압력을 반영하고 있으나 해당 요인의 완화는 올해 생산 로드맵에서 가시성을<sup>ss</sup> 확보하고 있다. 보잉과 에어버스가 현재 계획하고 있는 생산 로드맵 준수시 \$10억 이상의 추가 매출 여력이 발생할 것으로 추산, 영업이익률 기준 18-19년과 22-23년 중간 수준인 Mid-Teen 하단 수준 개선은 가능할 것으로 판단한다.

P/E(Fwd.12M) 30배 후반, P/CF(Fwd.12M) 20배 중반 수준의 밸류에이션은 26년 민항 부문 회복과 27년 중대형 발사체 운용 로드맵의 가시성, 최근의 일시적인 방위 산업 업종センチ먼트 악화를 고려할 때 매력적인 진입점. 남은 2분기 비중 확대 전략이 유효할 것으로 판단한다.

[표 3] 손익계산서 - 재무 지표 추이

(단위: \$백만)

| (\$백만, %) | 24.Q1<br>24.3 | 24.Q2<br>24.6 | 24.Q3<br>24.9 | 24.Q4<br>24.12 | 25.Q1<br>25.3 | 25.Q2<br>25.6 | 25.Q3<br>25.9 | 25.Q4<br>25.12 | 26.Q1<br>26.3 |
|-----------|---------------|---------------|---------------|----------------|---------------|---------------|---------------|----------------|---------------|
| 수익        | 472           | 500           | 457           | 474            | 457           | 490           | 456           | 491            | 502           |
| 복합재료      | 380           | 409           | 368           | 375            | 365           | 393           | 363           | 395            | 399           |
| 민수항공      | 252           | 273           | 250           | 234            | 242           | 250           | 231           | 258            | 281           |
| 국방우주      |               |               | 90            | 112            | 124           | 143           | 133           | 137            | 118           |
| 엔지니어링 제품  | 93            | 92            | 89            | 99             | 91            | 97            | 93            | 97             | 103           |
| 민수항공      | 48            | 48            | 46            | 45             | 38            | 43            | 44            | 42             | 52            |
| 국방우주      |               |               |               |                | 53            | 54            | 49            | 55             | 51            |
| 매출원가      | 354           | 374           | 350           | 355            | 354           | 378           | 356           | 370            | 367           |
| 매출총이익     | 118           | 127           | 107           | 119            | 102           | 112           | 100           | 121            | 135           |
| (GPM)     | 25            | 25            | 23            | 25             | 22            | 23            | 22            | 25             | 27            |
| 영업비용      | 65            | 55            | 54            | 110            | 58            | 82            | 64            | 60             | 77            |
| 판관비       | 49            | 40            | 40            | 48             | 43            | 43            | 41            | 42             | 49            |
| R&D 비용    | 15            | 15            | 14            | 14             | 14            | 14            | 14            | 14             | 18            |
| 기타영업비용    | 1             | 0             | 0             | 48             | 1             | 24            | 9             | 4              | 10            |
| 영업이익      | 54            | 72            | 53            | 57             | 45            | 54            | 36            | 65             | 68            |
| (OPM)     | 11.5          | 14.4          | 11.5          | 12.1           | 9.9           | 11.1          | 7.9           | 13.3           | 13.5          |
| 복합재료      | 16.8          | 18.2          | 15.3          | 5.5            | 14.9          | 14.8          | 11.0          | 21.6           | 17.5          |
| 엔지니어링 제품  | 13.9          | 14.2          | 11.2          | 3.8            | 5.6           | -14.1         | 14.6          | 8.3            | 14.8          |
| EBITDA    | 85            | 103           | 84            | 88             | 75            | 84            | 67            | 96             | 98            |
| (EBITDAM) | 18.0          | 20.6          | 18.4          | 18.6           | 16.5          | 17.1          | 14.7          | 19.5           | 19.5          |

자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

## Hexcel Corporation (HXL) 재무제표

| 포괄손익계산서      |       |       |       | (단위: 백만달러) |       |
|--------------|-------|-------|-------|------------|-------|
| 결산 (12월)     | 2021  | 2022  | 2023  | 2024       | 2025  |
| 매출액          | 1,325 | 1,578 | 1,789 | 1,903      | 1,894 |
| 매출액증가율 (%)   | -11.8 | 19.1  | 13.4  | 6.4        | -0.5  |
| 매출원가         | 1,075 | 1,221 | 1,356 | 1,433      | 1,459 |
| 매출총이익        | 250   | 357   | 433   | 470        | 435   |
| 판매비          | 135   | 148   | 164   | 177        | 169   |
| 영업이익         | 52    | 175   | 215   | 186        | 172   |
| 영업이익증가율 (%)  | 267.4 | 238.2 | 22.9  | -13.6      | -7.8  |
| EBITDA       | 205   | 317   | 340   | 310        | 294   |
| 영업외손익        | 30    | 25    | 106   | 31         | 37    |
| 외환관련손익       | -     | -     | -     | -          | -     |
| 이자손익         | 38    | 36    | 34    | 31         | 38    |
| 관계기업관련손익     | -     | -     | -     | -          | -     |
| 기타           | -9    | -11   | 72    | -          | -1    |
| 법인세비용차감전순이익  | 22    | 150   | 110   | 155        | 135   |
| 법인세비용        | 6     | 32    | 12    | 23         | 26    |
| 계속사업순이익      | 16    | 126   | 106   | 132        | 109   |
| 중단사업순이익      | -     | -     | -     | -          | -     |
| 당기순이익        | 16    | 126   | 106   | 132        | 109   |
| 지배순이익증가율 (%) | 적지    | 흑전    | 적전    | 흑전         | 적전    |

| 현금흐름표                |      | (단위: 백만달러) |      |      |      |  |
|----------------------|------|------------|------|------|------|--|
| 결산 (12월)             | 2021 | 2022       | 2023 | 2024 | 2025 |  |
| 영업활동 현금흐름            | 152  | 173        | 257  | 290  | 231  |  |
| 당기순이익                | 16   | 126        | 106  | 132  | 109  |  |
| 유무형자산상각비             | 138  | 126        | 125  | 124  | 122  |  |
| 기타비현금손익 조정           | 16   | -7         | 54   | 35   | 0    |  |
| 매출채권증감               | -41  | -63        | -9   | 11   | -23  |  |
| 재고자산증감               | -40  | -82        | -9   | -34  | 45   |  |
| 매입채무증감               | -    | -          | -    | -    | -    |  |
| 투자활동 현금흐름            | -28  | -55        | -51  | -87  | -76  |  |
| 인수 및 사업              | -    | -          | -    | -    | -    |  |
| 유형자산 증가 (CAPEX)      | -28  | -76        | -108 | -87  | -76  |  |
| 유형자산 감소              | -    | 21         | 10   | -    | -    |  |
| 기타현금흐름               | -    | 1          | 47   | -    | -    |  |
| 재무활동 현금흐름            | -97  | -130       | -93  | -302 | -212 |  |
| 차입금 증감               | -104 | -101       | -25  | 0    | -9   |  |
| 자본금 증감               | 7    | 4          | -25  | -252 | -154 |  |
| 현금배당                 | -    | -34        | -42  | -49  | -54  |  |
| 기타현금흐름               | -    | -          | -    | -1   | 5    |  |
| 현금의 증감               | 24   | -16        | 115  | -102 | -54  |  |
| 기초 현금                | 103  | 128        | 112  | 227  | 125  |  |
| 기말 현금                | 128  | 112        | 227  | 125  | 71   |  |
| NOPAT                | 39   | 150        | 200  | 160  | 139  |  |
| FCF (Free Cash Flow) | 124  | 97         | 149  | 203  | 155  |  |

자료: Bloomberg, 유안타증권

| 재무상태표         |       |       | (단위: 백만달러) |       |       |
|---------------|-------|-------|------------|-------|-------|
| 결산 (12월)      | 2021  | 2022  | 2023       | 2024  | 2025  |
| 유동자산          | 616   | 734   | 864        | 782   | 731   |
| 현금및현금성자산      | 128   | 112   | 227        | 125   | 71    |
| 매출채권          | 160   | 223   | 235        | 212   | 249   |
| 재고자산          | 246   | 319   | 334        | 356   | 329   |
| 비유동자산         | 2,203 | 2,103 | 2,054      | 1,944 | 1,973 |
| 유형자산          | 1,797 | 1,707 | 1,708      | 1,622 | 1,637 |
| 관계기업 등 지분관련자산 | 45    | 48    | 5          | 5     | 5     |
| 기타투자자산        | 70    | 78    | 81         | 80    | 87    |
| 자산총계          | 2,819 | 2,837 | 2,919      | 2,726 | 2,704 |
| 유동부채          | 248   | 330   | 316        | 354   | 323   |
| 매입채무 및 미지급금   | 231   | 297   | 303        | 335   | 312   |
| 단기차입금         | —     | —     | —          | —     | —     |
| 유동성장기부채       | —     | —     | —          | —     | —     |
| 비유동부채         | 1,086 | 953   | 886        | 844   | 1,131 |
| 장기차입금         | 822   | 723   | 699        | 701   | 993   |
| 부채총계          | 1,334 | 1,283 | 1,202      | 1,198 | 1,453 |
| 자본금           | 1     | 1     | 1          | 1     | 1     |
| 자본잉여금         | 879   | 905   | 937        | 970   | 995   |
| 이익잉여금         | 2,013 | 2,105 | 2,169      | 2,252 | 2,307 |
| 비지배지분         | —     | —     | —          | —     | —     |
| 자본총계          | 1,486 | 1,554 | 1,717      | 1,528 | 1,251 |
| 순차입금          | 746   | 661   | 502        | 601   | 948   |
| 총차입금          | 874   | 773   | 729        | 726   | 1,019 |

## 재무지표 및 밸류에이션

| 결산 (12월)       | 2021  | 2022 | 2023 | 2024 | 2025 |
|----------------|-------|------|------|------|------|
| EPS            | 0.2   | 1.5  | 1.3  | 1.6  | 1.4  |
| BPS            | 17.7  | 18.5 | 20.4 | 18.9 | 16.5 |
| EBITDAPS       | 1.8   | 2.1  | 3.0  | 3.5  | 2.9  |
| SPS            | 15.8  | 18.7 | 21.1 | 23.1 | 23.8 |
| DPS            | 0.1   | 0.4  | 0.2  | 0.6  | 0.2  |
| PER            | 189.1 | 45.8 | 62.8 | 31.7 | 37.5 |
| PBR            | 2.9   | 3.2  | 3.6  | 3.3  | 4.5  |
| EV/EBITDA      | 24.9  | 17.7 | 19.7 | 18.3 | 22.3 |
| PSR            | 3.3   | 3.1  | 3.5  | 2.7  | 3.1  |
| ROE            | 1.1   | 8.3  | 6.5  | 8.1  | 7.9  |
| ROIC           | 1.5   | 6.0  | 8.1  | 6.8  | 6.1  |
| ROA            | 0.6   | 4.5  | 3.7  | 4.7  | 4.0  |
| 부채비율 (%)       | 58.8  | 49.7 | 42.5 | 47.5 | 81.5 |
| 순차입금/자기자본 (%)  | 50.2  | 42.5 | 29.2 | 39.3 | 75.8 |
| 매출총이익률 (%)     | 18.9  | 22.6 | 24.2 | 24.7 | 23.0 |
| 영업이익률 (%)      | 3.9   | 11.1 | 12.0 | 9.8  | 9.1  |
| 당기순이익률 (%)     | 1.2   | 8.0  | 5.9  | 6.9  | 5.8  |
| EBITDA 마진율 (%) | 15.5  | 20.1 | 19.0 | 16.3 | 15.5 |

## Appendix

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

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



Head of Research Center **최현재**  
3770-2553 / hyunjae.choi@yuantakorea.com

부센터장 2차전지/신에너지 **이안나**  
3770-5599 / anna.lee@yuantakorea.com

### 투자전략

팀장 Strategist 김용구 3770-3521 yg.kim@yuantakorea.com

Fixed Income Strategist 이재형 5579 jaehyung.lee@yuantakorea.com  
Passive/ ETF Analyst 고경범 3625 gyeongbeom.ko@yuantakorea.com  
Credit Analyst 이현수 5718 hyunsoo.yi@yuantakorea.com  
Global Strategist 민병규 3635 byungkyu.min@yuantakorea.com  
Economist/ESG 김호정 3630 hojung.kim@yuantakorea.com

Quant Analyst 신현용 3634 hyunyong.shin@yuantakorea.com  
Market Analyst 이재원 5719 jaewon2.lee@yuantakorea.com  
Research Assistant 임지윤 3527 jiyeon.lim@yuantakorea.com  
Research Assistant 김혜원 3526 hyewon.kim@yuantakorea.com  
Research Assistant 김세빈 3646 sebin2.kim@yuantakorea.com

### 기업분석

팀장 2차전지/신에너지 이안나 3770-5599 anna.lee@yuantakorea.com

인터넷/SW 이창영 5596 changyoung.lee@yuantakorea.com  
정유/화학 황규원 5607 kyuwon.hwang@yuantakorea.com  
스몰캡 권명준 5587 myoungchun.kwon@yuantakorea.com  
화장품/의료기기/유통 이승은 5588 seungeun.lee@yuantakorea.com  
제약/바이오 하현수 2688 hyunsoo.ha@yuantakorea.com  
통신/지주 이승웅 5597 seungwoong.lee@yuantakorea.com  
조선/자동차 김용민 5606 yongmin.kim@yuantakorea.com  
미디어/엔터/디지털자산 이환욱 5590 hwanwook.lee@yuantakorea.com  
US Market 황병준 3523 byongjun.hwang@yuantakorea.com  
유틸리티/음식료 손현정 5595 hyunjeong.son @yuantakorea.com  
반도체 백길현 5635 gilhyun.baik@yuantakorea.com  
금융 우도형 5589 dohyeong.woo@yuantakorea.com  
전기전자 고선영 3525 sunyoung.kou@yuantakorea.com  
방산/우주/AI/로보틱스 백종민 5598 jongmin.baik@yuantakorea.com  
운송 최지운 3640 jiyun.choi@yuantakorea.com  
건설/기계 김도엽 5580 doyub.kim@yuantakorea.com  
Research Assistant 서석준 5585 seokjun.seo@yuantakorea.com  
Research Assistant 한동우 3647 dongwoo.han@yuantakorea.com  
Research Assistant 임석민 3648 seokmin.lim@yuantakorea.com

Research Assistant 김고은 3649 koeun2.kim@yuantakorea.com  
Research Assistant 배종성 3643 jongsung.bae@yuantakorea.com  
Research Assistant 신승우 5594 sungwoo.shin@yuantakorea.com  
Research Assistant 김영민 5602 yeongmin.kim@yuantakorea.com  
Research Assistant 조계철 2665 gyecheol.jo@yuantakorea.com

