

COMPANY ANALYSIS

BUY

Stock Price

목표주가	293,000원
현재주가	86,700원
상승여력	226.0%

Stock Information

시가총액	9,381억원
발행주식수	1,073만주
유동주식비율	72.12%
52주 최고가	91,000원
52주 최저가	53,051원
외국인 지분율	6.74%
KOSPI	2,559.74
KOSDAQ	882.72

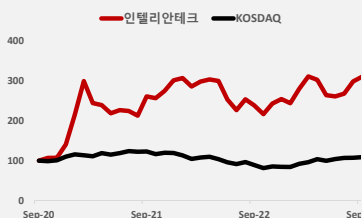
Valuation Wide

Multiple	2022	2023E	2024E
P/E	38.7	160.6	51.6
MKT P/E	16.4	16.9	11.4

Share Performance

주가상승률	1M	6M	12M
절대주가(원)	8.17	2.59	35.76
상대주가(원)	15.7	10.5	20.3

Price Trend



KUVIC Research 3 Team

멘토	38기 Mentor 박현준
메일	kuvic_korea@naver.com
팀장	39기 Senior 김성환
팀원	39기 Senior 이예진
	39기 Senior 조호준

Who We Are



인텔리안테크 (189300)

정말 간절히 원하면, 온 우주가 나서서 도와준다

Key Point

원웹의 유저형 안테나의 장기적인 공급자로 자리매김한 인텔리안테크는 향후 원웹의 서비스 개시에 맞춰 더욱 폭발적인 매출 창출이 가능할 것으로 보인다. 단순히 참여가능한 시장의 규모만 보아도 약 3조원 정도로 보이기에 향후 업사이드가 충분히 기대된다.

아마존 또한 카이퍼 프로젝트를 통해 저궤도 위성 통신 사업에 진출했는데, 당사는 게이트웨이 안테나의 테스트 물량 공급자로 선정되었다. 테스트 초기 다수의 기업들이 있었지만 현재는 인텔리안테크와 다른 하나의 기업만이 남은 상황으로 당사의 기술력이 돋보이는 상황이다. 아마존의 게이트웨이 안테나 시장의 단순한 규모만 보아도 최소 1조2천억에서 3조6천억원 정도로 추정되기에 향후 큰 매출의 발생이 기대된다.

해상용 VSAT시장의 약 59%의 점유율을 가지고 있는 시장 선두주자로서의 당사의 입지가 더욱 강해지고 있다. 해사노동협약을 통한 인터넷 제공 조항의 신설과 당사의 가장 강한 Cobham사의 사업 축소로 인해 당사의 영향력은 계속 커질 것으로 기대된다.

2026F 매출액 25,097억원, 영업이익 1,168억 전망

26년 매출액 25,097억(YoY 158%), 영업이익 1,168억(YoY 4.7%)가 전망된다. CAPA증설 및 연구비 증가로 인해 단기적인 순이익은 감소하지만, 본격적인 매출 성장이 이루어지는 24년부터는 폭발적인 성장이 기대된다. 저궤도 위성통신의 매출의 증가가 당사의 폭발적인 성장을 뒷받침할 것으로 보인다.

투자의견 'Buy', 목표주가 '293,000원'

상승여력 226%와 함께 2026F 목표주가 293,000원으로 매수 의견을 제시한다. 2G 시장에서 3G 시대의 변화와 비슷하게, 2026년 5G 시장에서 6G 시장의 개화가 시작될 것으로 전망한다. 이를 근거로, 2000년대 초반 통신 장비 시장에서 핵심 플레이어로 활약한 모토로라의 역사적 3년 선행 PER을 타겟 멀티플로 삼아 목표주가로 산정하였다. 타겟 멀티플을 직접 적용하기 전에, 미래 현금흐름임을 감안하고, 시장의 상황이 다른 점을 확인하였다. 국내 우주 항공청 설립과 원웹의 위성 통신 서비스 사업 개시와 같은 글로벌 기업들의 모멘텀이 존재하기에 멀티플 상향 요인은 많이 남아있다고 전망한다.

Earnings and valuation metrics

계산기 (12월)	2022	2023F	2024F	2025F	2026F
매출액 (십억원)	2,395	4,076	5,346	9,733	25,097
YoY (%)	73.5	70.2	31.2	82.1	157.9
영업이익 (십억원)	153	58	153	395	1,168
YoY (%)	588	-62.1	163.3	157.9	195.7
영업이익률 (%)	6.4	1.4	2.9	4.1	4.7
당기순이익 (십억원)	160	58	180	426	1,238
EPS (원)	1,700	540	1,677	3,970	11,537
P/E (배)	38.7	160.6	51.6	21.8	7.5

주: K-IFRS 연결 기준, 순이익은 당기순이익

자료: KUVIC Research 3팀

CONTENTS

- I. 산업분석 3**
 - 서론 3
 - 산업분석 4
 - 필수개념 1. 궤도에 따른 분류 4
 - 필수개념 2. 임무 수행에 따른 분류 5
 - 필수개념 3. 위성통신망이란? 5
 - 산업 HOT POINT_발사 비용 감소 6
 - 산업 HOT POINT_ 완전자율주행시장 개화의 첫걸음 7
 - 산업 HOT POINT_글로벌 기업들의 움직임 7
- II. 기업분석 9**
 - 저궤도 위성통신 진출 본격화 9
 - 저궤도 통신 사업의 게임체인저 ‘평판형 안테나’ 10
 - 저궤도 위성통신용 게이트웨이 11
 - 위성통신 안테나 수출 12
 - 주력 제품, 해상용 위성통신 안테나 VSAT 13
 - 추가 분석 14
- III. 투자 Point 15**
 - 원웹, 투웹, 쓰리웹, 레츠고 15
 - AMAZON 나~웅장해! 16
 - 선원 1: “나도 유튜브 좀 보자~” 17
- IV. 투자 Risk 18**
 - 원웹의 위성 발사 계약 불이행 위험성 18
 - 카이퍼 프로젝트, 발사체 개발 위험 18
- V. Valuation 19**
 - 매출 추정 논리 19
 - 비용 추정 논리 22
 - Valuation Method 23

I. 산업분석

서론

제 2의 콜럼버스는 누가 될 것인가?

1492년 콜럼버스가 인도 대륙을 찾기 위해 미지의 세계로 항해를 나섰다. 콜럼버스의 항해로 인해, 우리 인류는 지구의 전체적인 형상에 대한 답을 얻을 수 있었고, 근대의 장으로 뻗어 나갈 수 있었다. 그리고, 2023년 현재 각 국가 정부, 유명인들이 **제2의 콜럼버스**가 되기 위해서 막대한 투자를 이어 나가고 있다.

'제 2의 콜럼버스'가 되기 위한 정부 간 경쟁 시작

올해 여름 인도와 러시아에서 각각 달 착륙을 위한 로켓을 발사하였고, 일본은 지난 7일 인도에 이어 달 착륙에 성공한 5번째 국가가 되기 위해 달착륙선 로켓을 발사하였다. 우리나라의 윤석열 정부도 선거 공약으로 내세운 **달과 화성 탐사, 우주 항공청 설립**을 위한 구체적인 계획을 발표하는 중이다.

글로벌 CEO들도 참전!

정부 차원에서의 노력뿐만이 아니라, 아마존의 CEO 제프 베조스와 테슬라의 CEO 일론 머스크 역시 각각 2000년 초반 **블루 오리진**과 **스페이스X** 회사를 창립해서 우주 산업에 막대한 투자를 이어 나가고 있다. 이외에도, 빌 게이츠, 마크 주커버그 등 글로벌 기업의 CEO들이 직접 사업을 영위하지 않더라도 **우주 관련 사업**을 영위하는 기업에 **막대한 비용**을 투자하고 있다.

우주산업에 대한 일반인들의 관심도 역시 증가 중

정부, 기업인 측면에서만 가능하다고 생각했던 우주에 대한 투자가 개인 및 일반인들에게도 가능한 영역이 되고 있다는 측면에서 우주 산업에 대한 관심도는 점점 더 증가하고 있다. 현재에도 일반인에게 우주 여행 서비스를 제공하는 '버진 갤럭틱'과 같은 기업은 상장이 되어있어서 직접적인 투자가 가능하지만, 최근 일론머스크가 스페이스X 자회사 스타링크를 2년 후인 2025년에 상장시킬 목표라고 언급한 후, 그동안 먼 미래라고 생각해왔던 사람들에게 산업의 가시성을 부각시켜주었다.

정말 '우주'에서 영위할 수 있는 사업들은 무엇일까?

그렇다면, 우주를 통해서 우리가 영위할 수 있는 사업들은 무엇이 있을까? 지금까지 수많은 기업이나, 정부 차원에서 언급하는 사업 내용들은 매우 다양하다. 가장 기초적으로 우주선을 발사시키기 위한 **발사체 제작, 위성체 제작**, 이를 통신하기 위한 **통신망 사업**이 존재한다. 영화 아바타의 기본 배경이 되는 것과 같이, 새로운 위성에 가서 경제성이 있는 **광물을 채취하는 사업**이 있을 수 있다. 이 외에도, 위성에 AI 기술을 병합해 고화질로 특정 국가나 시설의 정보를 얻을 수 있는 **관측 위성 사업**과, 일반인들이 번지점프를 하고 싶어하는 것처럼 잠깐의 시간 동안 **우주 체험 관광을 시켜주는 사업**이 존재한다.

당장 우리가 주목해야 할 사업은 '위성통신' 사업

이처럼 우주에는 흔히 말하듯 '**돈이 되는 사업들**'이 많다고 생각할 수 있지만, 아직까지 우주 산업이 다른 사업들에 비해서 부각을 받지 못하는 이유는 '**비용이 너무 많이 드는 사업들**'이기 때문이다. 하지만, 최근 위에서 언급한 사업들 중에서 비용의 감소로 인해서 가장 빠르게 **경제화, 사업화가 될 수 있는 사업**이 큰 주목을 받고 있다. 바로 '**위성통신**' 사업이다. 본 레포트에서는 이러한 위성통신 사업을 '**인텔리안테크**'가 현재 가장 경쟁력 있게 영위하고 있다고 판단하여, 동사를 우주 산업의 TOP-Pick으로 삼아 심도 있게 분석해보았다.

산업분석

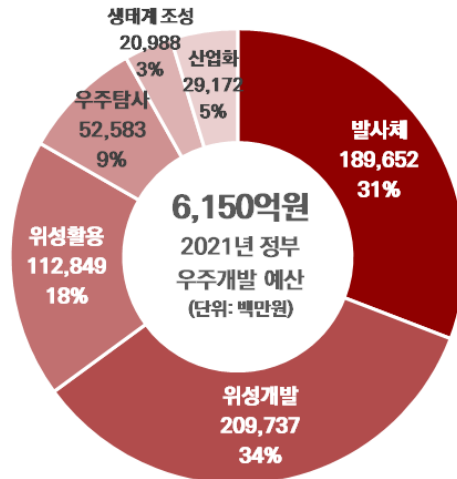
우주 산업에 투자되는 금액

'21년 기준 전 세계 우주 산업의 경제 규모는 3860억 달러이다. 이 중 위성 서비스 30%, 지상장비 36%, 발사체 3.5%, 위성체 1.5%, 위성 외 우주산업이 27.7%의 비중을 차지하고 있다. 같은 시기 정부의 우주 개발 예산은 6,150억원에 달했고, 이 예산들은 발사체에 31%, 위성개발에 34%, 위성활용에 18%, 우주탐사에 9% 비중으로 사용되었다.

단어 개념 설명 (위성체, 발사체, 위성 서비스, 지상장비)

그렇다면, 위성체, 발사체, 위성 서비스, 지상장비라는 생소한 단어들의 개념은 무엇일까? 우선 우리가 지구에서 우주로 인공위성을 보내는 가정해보자. 먼저 인공위성을 쏘아올리기 위해 **강력한 추진체**가 필요하다. 그 역할을 하는 것이 **발사체**이다. 그리고 발사체는 **인공위성이라는 위성체**를 품고 올라가 일정 궤도에 달하면 위성체로부터 벗어나 다시 지구로 떨어지게 된다. 그 후, 궤도에 오른 위성체는 각각 부여받은 **특정 위성 서비스 임무를 수행**하고, 임무를 잘 수행하는지 **지상장비를 통해서 확인**할 수 있게 된다. 이 외에, 본 레포트에서 집중하고자 하는 위성통신 사업에 대해서 깊게 알기 위해 필요한 3가지의 개념을 아래에 기술하겠다.

그림 1. 2022년 우주 분야별 정부 우주개발 예산 분포



자료: 2022년도 우주개발 진흥 시행계획, 과학기술정보통신부(2022)

필수 개념 1. 궤도에 따른 분류

저궤도, 정지궤도, 중궤도, 고궤도 위성의 의미

인공위성은 **위치하고 있는 궤도**에 따라서 크게 4가지로 분류할 수 있다. 저궤도, 중궤도, 정지궤도, 고궤도이다. 먼저 **저궤도위성(LEO)**이란 지구 궤도 200~2,000km에서 지구를 공전하는 위성이다. 현재 모든 인공위성 중에서 77%에 달하는 인공위성이 이 궤도에 존재하고 있다. 중력의 영향으로 인해 공전 속도가 매우 빠르며, 이에 따라 수명이 평균 5년으로 매우 짧은 단점이 있다. **정지궤도위성(GEO)**은 지구 궤도 35,800km에서 지구를 공전하며, 공전주기가 지구의 자전주기와 같아 지구에서 볼 때 항상 정지하고 있는 것처럼 보이는 위성이다. 주로 방송, 기상관측을 목적으로 하는 위성이 많다. **중궤도위성(MEO)**은 저궤도에서 정지궤도 사이에 있는 궤도이며, 대부분 항법위성이다. 마지막으로 **고궤도위성(HEO)** 타원형태로 공전하며 다양한 임무를 수행하지만, 그 비중이 1%에 달할 정도로 적은 비중을 차지하고 있다.

필수 개념 2. 임무 수행에 따른 분류

인공위성은 궤도에 따라서 뿐만 아니라, **수행하는 임무**에 따라서도 크게 3가지로 분류할 수 있다. 통신, 관측, 항법으로 분류할 수 있고 통신이 54%, 관측이 27%, 항법이 4%의 비중을 차지하고 있다. 나머지는 과학, 기술개발을 위한 인공위성이라고 분류할 수 있다.

통신위성이란?

먼저 **통신위성**에 대해서 설명하자면, 우리가 흔히 이용중인 휴대폰, 선박, 컴퓨터, 비행기 간의 통신을 지원해주는 위성이다. 앞에서 서술하였듯이, 정지궤도에 있는 위성은 위치가 안정적인 반면에, 저궤도위성은 속도가 매우 빨라 특정 지역에서의 통신을 위해서는 몇 천개에 달하는 저궤도위성이 필요하다. 그동안, 몇 천개에 달하는 위성을 쏘아 올린다는 것은 불가능한 일이라고 생각했지만, 발사 비용 감소라는 혁신으로 저궤도 위성통신 보편화는 가능한 영역으로 넘어오고 있다.

통신 이외의 다른 임무를 수행하는 위성들

통신위성 이외에도 지형, 기상, 군사목적에 위해 사용되는 **관측위성**과 중궤도에 있는 4개의 형태로 분포해서 수신자의 시각과 위치를 결정하는 **항법위성**이 존재한다. 관측위성은 레이더, 적외선, 전자광학 등의 카메라로 지구를 관측한다. 이를 통해 원유 저장고 분석을 통해 유가를 예측하거나, 농작물 수확량 및 해운 물동량을 예측하는 영역의 기술로 점점 고도화되고 있다.

필수 개념 3. 위성통신망이란?

지상망 통신의 단점은 수요가 적은 곳에서 통신이 아예 불가능. 위성통신은 이를 해결 가능!

임무 수행에 따른 분류에서 위성통신의 개념에 대해서 언급하였다. 우리가 흔히 휴대폰으로 소통할 때 이용하는 것은 **지상망 통신**이다. 지상망 통신은 이제는 5G, 6G를 개발할 정도로 정말 빠른 속도의 데이터를 주고받을 수 있는 것이 장점이지만, 큰 취약점이 하나 있다. 바로, 통신을 하기 위해서는 **직접 케이블을 깔아야 한다**는 것이다. 수요가 상대적으로 떨어지는 곳, 이를테면 고산지대나 해저케이블이 존재하지 않는 바다에 케이블을 깔기에는 설치 및 유지 비용이 더 크기에 케이블을 설치하지 않는다. 하지만, 최근 Machine to Machine, 즉 사물 간의 통신이 점점 더 많아지고 있는 상황에서는 사람의 수요가 존재하지 않는 곳에서도 통신의 필요성이 증가하고 있다. 이러한 단점을 보완할 수 있는 것이 위성통신망이라는 개념이다. **위성통신망**은 인공위성이 띄워져 있는 곳이라면 케이블이 없더라도 **어디에서도 통신이 가능한** 통신망이다. 인공위성을 수 천개 띄우는 것은 불가능할 것이라고 믿어왔지만, 최근 발사 비용의 감소로 이 역시 가능할 것이라는 희망의 영역이 되었다.

[산업 HOT POINT]

발사 비용 감소

위성 발사 기술력의 척도?
빈도수, 무게수가 아닌 얼마나 적은
비용인지

2022년 전세계에서 총 180개의 발사체가 궤도에 이르는데 성공하였다. 이중에서 미국과 중국이 차지하는 비중은 각각 76회(스페이스X 61회), 62회로 압도적이었다. 우주 발사체를 저궤도에 올릴 수 있는 능력 역시 NASA SKS Block1이 95톤, 스페이스X 팔콘 헤비가 64톤, 중국 창전-7호가 13.5톤으로, 누리호가 1.5톤에 불과했다는 것과 비교했을 때 미국과 중국의 발사체의 기술력은 매우 뛰어나다는 것을 알 수 있다. 하지만, 이제는 더 이상 얼마나 자주 발사할 수 있느냐, 얼마나 많은 양을 발사할 수 있는지가 중요한 척도가 아니다. **얼마나 적은 비용으로 발사체를 궤도에 올려 보내느냐**가 진정한 기준이 되기 시작했다.

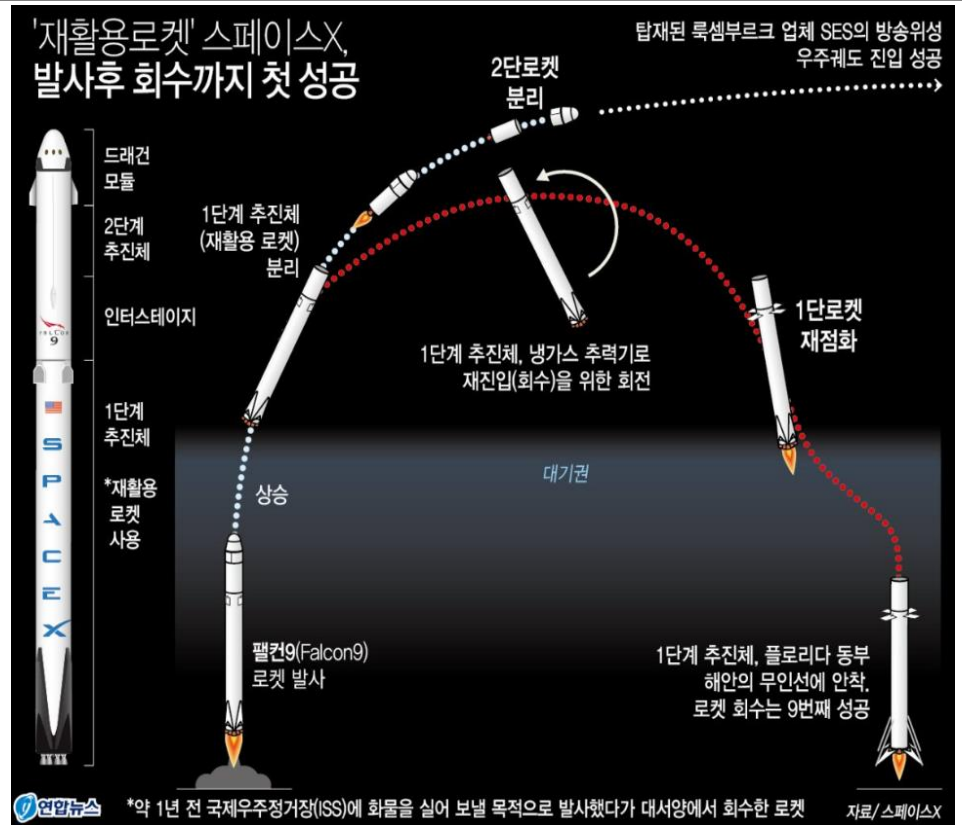
스페이스X가 가져온 혁명은
'발사비용의 감소'

당장 위의 문단에서 언급한 스페이스X 팔콘 헤비와 NASA SLS Block1의 톤 당 발사비용을 비교해보자. NASA SLS Block1의 발사 비용은 2314만 달러에 달했지만, 팔콘 헤비의 톤당 발사비용은 150만 달러에 불과했다. 이처럼 **스페이스X**는 2015년 팰컨9을 개발하며 kg당 **발사비용을 대폭 축소**시키는 혁명을 불러일으켰다.

발사비용 감소가 가능했던 것은
'발사체 재사용 기술' 덕분

그렇다면, 스페이스X가 발사체의 발사 비용을 압도적으로 줄일 수 있었던 비결은 무엇이었을까? 핵심은 **발사체 재사용 기술**이다. 기존에는 발사체가 위성을 궤도에 보내는 임무를 하고 나서 바다에 버려지는 것이 일반적이었다. 스페이스X의 핵심 기술은 **임무 완료한 발사체를 조종하여서 다시 쓸 수 있게** 만드는 것이었다. 임무완료한 발사체를 엔진을 끄고 진행방향을 전환시키고, 날개를 핀 후 엔진 다시 켜서 중력을 이용해 연료 소모를 최적화하는 탄도 비행을 통해 원하는 장소에서 다시 발사체를 회수하는 기술을 발명한 것이다.

그림 2. 재활용로켓 원리



자료: 연합뉴스, 스페이스X

발사비용 감소 추이

이러한 기술을 통해서 기존에 kg당 51,800달러에 달하던 발사 비용을 2015년 kg당 2,720달러로 줄였으며, 22년에는 1,500kg 수준으로 감소시켰다. 씨티그룹 추정치에 의하면 2040년이 되면 kg 당 100달러 수준으로 발사 비용이 감소할 수 있다고 한다. 이렇게 된다면 산업 분석에서 언급하였던 저궤도 위성 통신망 구축을 위해 수천개의 위성 통신을 궤도에 올리는 것에 대한 비용적 부담을 확실하게 내려놓을 수 있게 된다.

표 1. 우주 발사체 발사 비용 추이

기간	1981년 NASA	1970~2010년(평균)	2022년	2040년(추정)
발사 비용	\$51,800/KG	\$16,000/KG	\$1,500/KG	\$100/KG

자료: 씨티그룹(22.5), "space the dawn of the new age", KUVIC 리서치 3팀

완전자율주행시장 개화의 첫걸음

완전자율주행을 위해서는 정확한 차량의 측위 기술이 필수

최근 IT, 디스플레이, AI, 위성통신 등에서 기술의 비약적인 발전을 경험하며 **자율주행에 대한 시장의 관심이 늘어나고 있는 상황**이다. 이러한 상황 속에서 자율주행을 위해서 가장 필요한 기술 몇 가지를 뽑자면 Localization(차량의 측위 기술), Perception(차량 주변 환경 인지 기술), Motion Planning(자율주행 차량의 종/횡 방향 운동 계획), Control(자율주행 차량의 운동 제어) 4가지를 꼽을 수 있다. 이 중에서 **가장 중요한 것은 바로 Localiztion**이라고 할 수 있는데 이유는 다른 세가지 기술 역시 정확한 차량의 측위 기술 없이는 제대로 된 성능을 구현할 수 없기 때문이다.

정밀한 위치정보와 데이터 전달에 용이한 저궤도 위성

현재 시장에 도입된 자율주행의 단계는 auto-pilot 기능이 적용된 레벨3정도로 여겨진다. 이 역시도 운전자의 존재가 필수로 여겨지는 수준이기 때문에 완전 자율주행인 레벨4로 가기 위해서는 첨단 기술이 필수적이다. 차량의 현재 위치를 정확히 파악하기 위해서는 **고정밀 위성항법 네트워크를 구축해야만 하는데 이를 위해서는 저궤도 위성 체계가 필수적**이다. 기존의 고궤도, 정지궤도 위성으로부터 통신데이터를 수신하는 방법은 저궤도 위성에 비해 높은 궤도로 인해 높은 지연율과 손실율이 발생하기 때문에 더 정밀한 위치정보를 빠르고 정확하게 전달받기 위해서는 저궤도 위성이 필요한 것이다. **완전자율주행의 시대는 저궤도위성으로부터 개화**가 시작되는 것이다.

농기계에서는 이미 그 시장이 개화되어 있음.

그렇다면 자동차처럼 테스트물량이 아닌 실제로 무인자율주행이 적용된 시장이 존재할까? 농기계 산업에서 존재한다. 넓은 면적의 농지를 무인으로 관리하고 효율성을 위해 **자율주행이 적용된 농기계가 실제로 22년 1월부터 판매중**에 있다. 자동차와는 다르게 농지에서만 사용되고, 속도도 그렇게 빠르지 않는 등, 안전문제가 훨씬 적기 때문에 가능했던 일이다. 기존 육상 데이터 통신이 아닌 위성통신을 사용하는 이유는 데이터가 터지지 않는 음영지역이 압도적으로 위성통신이 적기 때문이다. 하지만 **농기계에 있어서는 고성능의 데이터 송수신이 필요하지는 않았기에 먼저 개화**될 수 있었다. 하지만 이 시장 역시 결국 더 많은 데이터를 빠르고 정확하게 전송할 수 있는 **니즈가 존재하기 때문에 저궤도 위성을 통한 통신에 편입될 가능성이 높**다고 생각된다.

글로벌 기업들의 움직임

글로벌 CEO들이 움직이기 시작했다

한국은 지상망 유선 인터넷망이 98% 이상 커버하고 있어서, 우리는 위성인터넷의 필요성을 잘 느끼지 못할 수 있다. 하지만, '21년 기준 **전세계 지역별 인터넷 보급률은 평균적으로 59%**에 미치지 못하고 있는 상황이다. 특히, 미국과 같은 국토의 크기가 매우 넓은 나라에서는 지상망이 깔리지 않은 지역이 많이 존재하며, 속도가 매우 느려 불편함을 겪는 사람들이 많은 상황이다. 이를 인지하고 글로벌 기업들의 수장은 수년 전부터 위성통신에 대한 비전과 목표를 제시해왔고, 이제는 그 비전들이 가시화가 되는 모멘텀이 도래했다.

스페이스X, 원웹, 아마존을 필두로 한 'NEW 스페이스' 시대 개막

스페이스X의 스타링크는 저궤도 위성통신을 영위하기 위해서 직접 발사체와 위성을 만들어 단계별로 나누어 총 42,000기의 위성을 운용할 계획이다. 이미 스타링크는 '20년 10월부터 복미를 시작으로 전세계에서 베타 서비스를 제공하고 있다. 경쟁자인 **원웹**은 '23년 3월까지 18번의 발사에 성공해 총 618개의 저궤도 위성을 보유해, 글로벌 커버리지를 위한 위성 개수인 588개를 넘어섰다. **아마존** 역시 '29년까지 3,236개의 저궤도 위성을 쏘아 올릴 것을 목표로 하며 '26년까지 목표의 절반을 수행하겠다고 포부를 다졌다. 현재까지 올해 5월 기준으로 83회의 로켓 발사 예약을 완료하였고, 24년 상반기 내에 저궤도 위성 대량 생산을 시작해 베타 서비스를 시작할 것이라고 말했다. **SES** 역시 GEO와 MEO 궤도를 중심으로 다중 궤도 전략을 통한 인터넷 서비스 제공 계획을 밝혔다.

II. 기업분석

저궤도 위성통신 진출 본격화

고객사 원웹이 준비한
저궤도 위성통신 사업

동사는 **원웹의 파트너**로서 유저 터미널을 개발해 해상 위성통신 기술을 기반으로 저궤도 위성통신으로 사업영역을 확대하고 있다. 앞서 말했듯이 **저궤도 위성통신 사업**이란, 지구 저궤도에 많은 수의 통신 위성을 배치하여 ‘지상의 케이블’이 아닌 ‘**통신 위성**’을 통해 **전세계에 광대역 인터넷 서비스를 제공하는 사업**이다. 저궤도 위성통신은 빠른 속도를 기반으로 기존 지상통신망이 갖추어진 곳과 더불어 지상통신망이 미치지 못하는 지역에서까지 활용되고 있으며, 이에 차세대 통신 수단으로 각광받고 있다. 원웹, SpaceX, Amazon 등 저궤도 위성통신 기업들이 사업을 본격화함에 따라 올해부터 **위성통신 서비스 개시 지역이 점차 확대**될 것이며, 이에 원웹의 파트너인 동사의 수혜가 지속될 것으로 전망된다.

원웹 향 매출 비중 역시
꾸준히 증가 중

원웹은 현재까지 발사 목표 650개 중 634개를 이미 궤도에 올려놓은 상황이며, 위성망 구축이 거의 완료되어 **글로벌 저궤도 위성통신 서비스 준비**를 마쳤다. 올해 연말에는 본격적인 서비스가 개시될 예정이며, 이후에는 본격적으로 안테나 수요가 더 증가하여 동사의 실적에도 크게 기여할 수 있는 모멘텀이 될 것이다. 동사는 이미 4Q22부터 원웹향 안테나 제품을 생산하고 있으며, 23년 원웹향 매출 비중은 30%까지 확대될 전망이다.

우리의 고객사는 원웹만이 아니다

또한 세계 최대 위성통신 서비스 사업자인 **SES에 중궤도 위성통신 서비스를 위한 안테나를 공급**할 예정이다. SES는 다른 기업과는 다르게 정지궤도와 중궤도를 중심으로 한 다중 궤도 전략을 추구하는 기업이다. 동사는 2021년 711억원의 공급계약을 공시하였으며, 올해 5월 140억원 규모의 추가 공급 계약까지 체결하면서 연간 200억 이상의 매출이 발생하고 있다. 이는 저궤도부터 중궤도, 정지궤도까지 사실상 **모든 위성통신 안테나 사업으로 영역을 확장**하는 기회이며, 지상 게이트웨이 안테나도 개발 중에 있어 **저궤도 위성통신 시장의 본격적인 진입**에 따른 장기적인 실적 성장이 기대된다.

저궤도 위성통신을 이해하기
위해서는 ‘파라볼릭 안테나’,
‘평판형 안테나’, ‘게이트웨이’의
개념을 알아야 한다

저궤도 위성통신 시장을 이해하기 위해 **저궤도 위성통신의 제품**을 더 자세히 알아볼 필요가 있다. 저궤도 위성용 안테나 제품은 크게 파라볼릭형 안테나, 평판형 안테나, 게이트웨이로 나눌 수 있다. **‘파라볼릭 안테나’**는 B2B용이며, 기계식 안테나이다. 속도가 빠르며 크기가 크고 비싸다. 1대당 예상 가격은 약 4천달러 수준이다. 기계식 안테나는 라돔(보호용도) 안에 안테나가 있어서 안테나가 돌아가면서 저궤도 위성의 신호를 잡아낸다. **‘평판형 안테나’**의 경우, B2C용이며 전자식 안테나이다. 기계식 안테나와 달리 안에서 안테나가 돌아가지 않으며, 크기가 노트북 수준으로 작고, 1대당 예상가격이 400달러로 파라볼릭형 안테나 대비 더 저렴하다. 또한 파라볼릭형보다 적용분야가 더 다양하다. **‘게이트웨이’**는 저궤도 인공위성과 지구상의 데이터센터 간의 연결 매체이다. 즉 저궤도 위성 인터넷 사용자들을 인터넷 망과 연결해주는 위성통신 중계기 역할을 하는 필수적인 인프라이다. 1대당 약 3억~4억원으로 추정되며, 무선 신호를 통해 통신하여 커버리지 면적이 굉장히 넓다.

저궤도 통신위성에서의 핵심은
위성신호 추적 기능

기존의 위성통신은 계속해서 지구 공전과 같은 속도로 돌아가는 정지궤도 위성에서 송수신을 하기 때문에 **고정된 형태의 파라볼릭형 안테나**가 사용되었다. 하지만 **저궤도에 위치한 통신위성**은 지구위를 빠르게 돌기 때문에 고정된 형태가 아닌 이동하는 위성 신호를 추적할 수 있는 안테나가 필요하다. 동사가 주력으로 하고 있었던 **해상용 안테나**에는 배의 위치가 지속적으로 변하기 때문에 이에 따라 이동하면서 **위성 신호를 추적할 수 있는 기능**을 가지고 있었고, 동사의 이러한 기술력이 저궤도 위성시장에서 주목을 받기 시작했다. 이를 계기로 **저궤도 위성 안테나와 게이트웨이 안테나**까지 영역을 확장하고 있다.

표 2. 위성궤도별 비교

	저궤도(LEO)	중궤도(MEO)	정지궤도(GEO)
위성 고도(km)	160~2,000	2,000~36,000	36,000
평균 통신 지연율(ms)	25	140	500
공전 주기(분)	88~127	127~1,440	1,440(24시간)
위성 수(2019.3 기준)	1,338	125	554
대표 사업자	OneWeb, Space X 등	SES Networks	NASA 등 정부기관
위성 무게(kg)	150	700	3,500

자료: 한국투자증권, KUVIC 리서치 3팀

저궤도 통신 사업의 게임체인저 ‘평판형 안테나’

평판형 안테나가 왜 좋은거야?

평판형 안테나는 아직까지 시장의 주목을 받지 않은 저궤도 통신사업의 게임체인저이다. 일반적인 접시형 안테나는 크기나 모양 면에서 항공기나 자동차에 설치하기 어렵지만, **납작한 평판형 안테나는 다양한 모빌리티의 기능을 해치지 않고 용도에 맞게 적용**할 수 있다. 또한 앞서 본 것처럼 저궤도 위성은 계속 빠른 속도로 이동하기 때문에 여러 방향에서 신호를 받고 지속적으로 추적을 해야 한다. 평판형 안테나는 내부에 내장된 많은 코어칩으로 전자빔을 조향한다는 점에서 경쟁력이 높고, 기계적으로 움직이는 것보다는 전자식으로 추적하는 것이 더 정확하며 간편하다는 강점이 있다. 따라서 **평판형 안테나를 중심으로 저궤도 안테나 시장이 성장**할 것으로 예측된다.

우리는 평판형 안테나를 이미 공급하고 있다

동사는 기계식 안테나뿐만 아니라 **평판형 안테나 또한 공급**하고 있다. 현재 기계식 안테나는 납품 중이며, 평판형 저궤도 안테나는 미국 메릴랜드주에 ADC(Advanced Development Office)를 설립하여 개발하고 있다. 평판형 안테나는 올해 1월 제품 테스트를 통과한 이후 4분기부터 공급될 예정이다. 현재 개발 마무리 단계인 ‘OW10HL’, ‘OW11FL’ 제품은 일반 소비자 및 엔터프라이즈용으로 **올해부터 국내 라인에서 양산**할 예정이며, 최종적으로 위성이 커버하는 범위가 더 넓어지면서 동사의 경쟁력이 향상될 것이다. 또한 **평판형 안테나의 플랫폼화**를 통해 향후 해상, 모빌리티, 항공 부문까지 대응할 예정이며, 2024년부터 해상 및 모빌리티용 평판형 안테나 제품을 상용화할 계획이다.

경쟁사가 존재해도 결국 우리의 제품이 최고

하반기 본격적인 상업화를 앞둔 동사의 평판형 안테나는 시장 내 주요 경쟁사인 **카이메타(Kymeta)와 한화 페이저(Hanwha Phasor) 대비 우수한 제품 및 가격 경쟁력**을 확보했다. 특히 카이메타는 원웹에 평판형 안테나를 공급했는데, 동사의 제품에 비해 더 무겁고 크며 소비 전력도 높아 수요는 한정적일 것으로 예상된다. 특히 5,000~8,000달러 수준에서 제조 가능한 동사의 안테나 대비 카이메타는 모빌리티용 안테나로 대당 16,000달러를 제시하면서 대중적인 상업화가 어려울 것으로 예상된다. 한화페이저의 경우, 평판형 안테나를 개발하고 있으나 실제 수주나 매출이 발생하고 있지는 않으며, 우선적으로 B2B, B2G 시장에 진출할 예정으로 당분간 B2C에서의 경쟁은 일어나지 않을 것으로 보인다. 이는 아직까지 **한 번도 개척되지 않은 시장**이기 때문에 동사의 평판형 안테나가 개발에 성공한다면 앞으로 IoT 및 자율주행이 가능한 여러 모빌리티 분야에 동사의 제품을 납품할 수 있다.

그림 3. 접시형 안테나



자료: 인텔리안테크

그림 4. 평판형 안테나



자료: 인텔리안테크

그림 5. 인텔리안테크 vs 카이메타 비교

구분	인텔리안테크(OW10HL)	카이메타(Hawk U8 LEO)
Band	Ku-band	Ku-band
Orbit	LEO	LEO
Dimension	54cm*42cm*16cm	90cm*90cm*14cm
Weight	8kg	32kg
Power	120W	200W, 600W(Peak)

자료: 카이메타, KUVIC 리서치 3팀

저궤도 위성 통신용 게이트웨이

게이트웨이는 무선통신의 핵심

평판형 안테나에 이어 **저궤도 위성**과 지구 상의 연결 매체인 **게이트웨이 안테나 시장**에서도 동사의 성장을 기대할 수 있다. 지상에 설치되는 게이트웨이가 케이블 통신의 지상국과 다른 점은 케이블 연결이 아닌 **무선 신호를 통해 통신**한다는 것과 **커버리지 면적이 넓다**는 것이다.

정지궤도와 저궤도 게이트웨이의 차이점

정지궤도 게이트웨이 안테나는 멀리 있는 위성의 신호를 잡아야 하기 때문에 **크기가 큰 10m 크기**의 안테나가 사용된다. 반면 **저궤도 위성통신**은 송수신의 거리가 가까워서 안테나의 **크기가 더 작고 소모 전력이 작으며 건설 비용도 더 싸다**. 안테나의 크기가 작은만큼 군집 단위의 위성을 대응해야 하기 때문에 최소 5개 이상의 게이트웨이 안테나로 이루어진 게이트웨이존을 통해 운용되어야 한다. 동사는 시장 내에서 선두 주자로 평가받고 있기 때문에 게이트웨이 시장에서 크게 성장할 가능성이 충분하다.

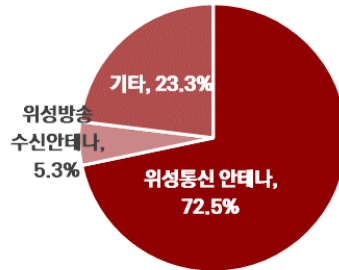
아마존을 시작으로 게이트웨이 사업이 시작되었다

8월 17일, 동사는 306억원 규모의 지상 게이트웨이 안테나 공급 계약을 공시했다. 계약 상대방은 비밀유지 요청으로 비공개 처리되었으나, 글로벌 저궤도 통신기업 중 게이트웨이 안테나 공급업체가 정해지지 않은 곳은 '아마존'이 유일하다. 이번 계약은 초도 양산물량 공급 계약으로 공급기간은 24년도 2분기에서 24년도 3분기로 24년부터 양산이 시작될 예정이다. 아마존의 게이트웨이 설치 규모를 추정하기엔 아직 불확실하지만 2029년까지 3,236기의 위성 발사 승인을 받았음을 근거로 위성이 많아질수록 당연히 정보를 전달해주는 매개체인 게이트웨이에 대한 수요 또한 폭발적일 것으로 추정된다. 추정 규모는 최소 2조 원이며, 추후 연말 혹은 내년 초에 추가 수주 가능성이 높은 것으로 보아 동사의 사업을 게이트웨이 안테나 시장의 영역까지 확장하여 중장기적으로 실적이 성장할 수 있을 것으로 전망한다.

위성통신 안테나 수출 기업

동사는 2004년에 설립되어 **위성통신 안테나 사업**을 영위하고 있다. 2022년 연결 기준 부문별 매출액 비중은 **위성통신 안테나 72.5%**, **위성방송 수신안테나 5.3%**, **기타 23.3%**이다. 전체 매출액 중 **수출 비중이 93%**이며 이중 **90% 이상은 자체 브랜드로 수출**하고 있다.

그림 6. 부문별 매출액 비중



자료: 인텔리안테크, KUVIC 리서치 3팀

주요 제품은?

주요 판매 제품으로는 제품으로는 C, Ku, Ka-Band 주파수를 사용하는 **위성 통신용 VSAT(Very Small Aperture Terminal) 안테나**, L-Band 주파수의 **FBB(Fleet Broadband) 안테나**, 위성방송을 수신할 수 있는 **위성방송 수신안테나 제품(TVRO)**, **지상용 송수신안테나(Flyaway)** 등이 있다. VSAT, FBB, Flyaway, Gateway는 위성통신 안테나, TVRO는 위성방송 수신안테나에 포함된다.

주요 고객사는?

또한 동사가 확보하고 있는 위성통신 안테나의 주요 고객으로는 **위성통신사(Inmarsat, Marlink, SES, Iridium, 원웹)**가 있으며, End User로는 **대형 해운사(Maersk, CMA CGM, Hapag-Lloyd), 크루즈 선사(Carnival, Royal Caribbean)**가 있다. 동사는 원웹(저궤도), SES(중궤도, 정지궤도) 등과 계약하면서 **저궤도부터 중궤도, 정지궤도까지** 모든 궤도를 아우르는 위성 통신 안테나 사업으로 영역을 확장했다. 이처럼 **다양한 주파수 대역**에 대응할 수 있는 폭 넓은 포트폴리오를 보유하고 있으며, 특히 이번 Satellite 2023 컨퍼런스에서는 제품의 적용 영역을 현재의 해상용에서 캐시카우인 **육상용, 항공용 및 국방 관련(방위산업) 사업으로 확장**하기 위한 비전을 제시했다.

핵심 경쟁사는 힘을 잃어가는 중

해상용 VSAT, TVRO, FBB를 모두 보유한 업체는 동사와 Cobham, 두 업체가 유일하다. 따라서 핵심 경쟁사는 Cobham이라고 할 수 있는데, Cobham의 경우 사모펀드에 인수되면서 구조조정을 하고 생산기지를 태국으로 이전하면서 품질이 떨어지는 등의 사건으로 인해 **경쟁사의 시장점유율이 동사에게 많이 넘어온 것으로 보인다.** 2019년도 39%인 동사의 VSAT 시장점유율은 현재 **58.9%**로 과반이 넘었고, 한 번 넘어온 점유율을 쉽게 잃지 않을 것으로 추정된다.

그림 7. 2019년 VSAT 안테나 점유율

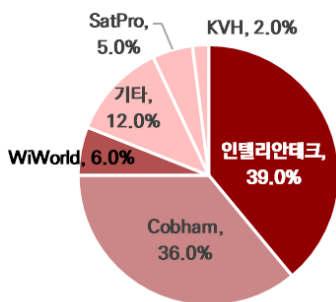
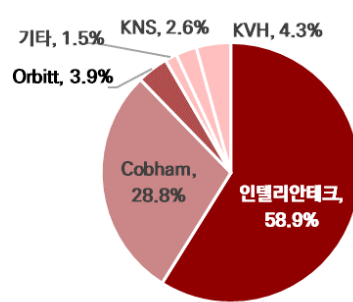


그림 8. 2022년 VSAT 안테나 점유율



자료: 인텔리안테크

자료: 인텔리안테크

주력 제품, 해상용 위성통신 안테나 VSAT

해상용 위성통신 VSAT란?

동사의 주력 제품인 **해상용 위성통신 제품**은 C/L/Ku/KA-band의 전 대역 주파수를 이용하여 **위성과 양방향으로 통신 서비스를 제공**하고 크루즈, 여객선, 상선 등에 설치되어 해상에서 승객과 승무원들에게 **인터넷을 이용할 수 있도록** 한다. 또한 선주에게는 각종 감지기 및 해상 조난 장치와 연결되어 선박의 안전 항해와 해상에서 발생할 수 있는 재난에 즉각 반응할 수 있는 수단으로 사용된다.

기술력 증가와 함께 성장하고 있는 VSAT 제품 Line up

해상용 위성통신 제품 중에서도 주력 상품은 위성 통신용 안테나 중 **해상용 VSAT 안테나**이다. 시장 조사에 따르면 2021년 말 매출 기준 해상용 VSAT 안테나 시장에서 동사의 **시장점유율이 58.9%**에 이르는 것으로 나타났다. 해상용 VSAT(Very Small Aperture Terminal)은 ‘초소형 지구국’이라고도 하며, **고속, 고용량 해상용 안테나**이다. 소형 안테나(주로 직경 0.6m~2.4m)의 지상국, 유저 터미널을 이용하여 데이터통신을 하는 안테나를 말한다. 위성통신 기술이 진화함에 따라 위성과 지구국의 성능이 대폭 향상되었고, 위성 통신으로 사용 가능한 주파수가 L/C band(1GHz~4/6GHz)에서 Ku/KA(12/14~28GHz)으로 확장되었다. 이에 따라 직경이 작은 안테나를 사용하여 원활한 데이터 통신이 가능해졌다. VSAT은 일상에서 사용하는 수준으로 인터넷 이용이 가능하며 주로 **대형 선박에 탑재**된다.

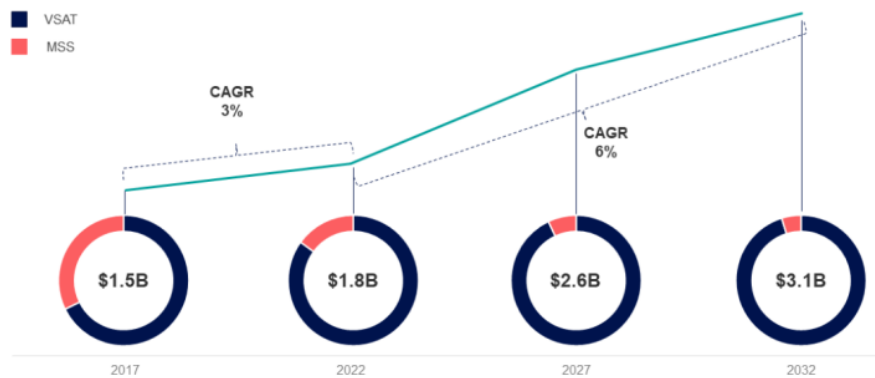
표 3. Band별 사용 가능 주파수

L-Band	C-Band	X-Band	Ku-Band	Ka-Band
1.4~1.6 GHz	3~5 GHz	7~8 GHz	10.7~14.8 GHz	19~31 GHz

자료: KUMIC 리서치 3팀

VSAT 시장의 CAGR은 6%

그림 9. 해상용 안테나 시장 성장률

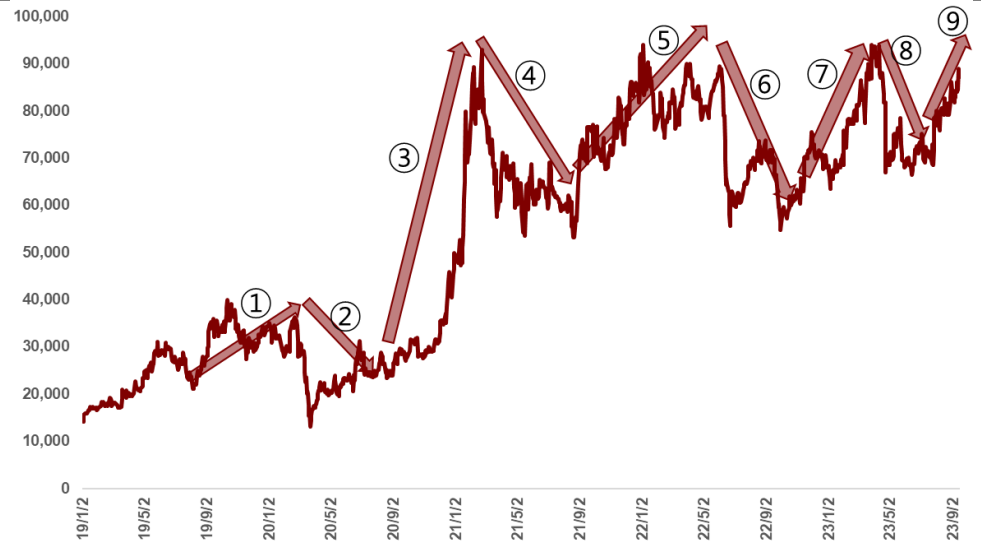


자료: Euroconsult

Euroconsult에 따르면, 해상용 안테나 시장은 2022년 18억달러에서 2032년 31억달러(약 3.9조 원) 수준으로 성장하여 **CAGR 6%**를 전망하고 있다. 시장은 앞으로 해상용 안테나 시장에서도 특히 **VSAT 위주의 성장**이 주를 이룰 것이라고 예상하는데, 그 이유는 **인터넷 사용의 수요가 증가**하고 실시간 운항 데이터 분석을 통해 최적 경로를 계산하여 연료비와 탄소 배출을 절감하는 **대형 선박의 전장화** 추세가 이어지고 있기 때문이다.

주가 분석

그림 10. 인텔리안테크 최근 5년 주가



자료: KUVIC 리서치 3팀

- ① 2019.08 ~ 2020.03: 2019년 말, 원웹과 공급 계약 체결을 공시하면서 주가가 상승하였다.
- ② 2020.03 ~ 2020.11: 2020년 3월 27일, 주요 고객사 원웹이 유동성 문제로 인해 파산 신청을 하였다. 최대 주주였던 소프트뱅크가 더 이상 자금 투자 계획이 없다고 발표하면서 원웹은 파산 위기에 몰렸고, 이에 동사의 주가가 하락하였다.
- ③ 2020.11 ~ 2021.03: 2020년 11월 23일, 영국정부와 인도의 대형 통신업체인 바르티 그룹이 각각 5억달러의 투자를 통해 원웹을 인수하였고, 이에 원웹의 파산보호 절차가 종결되었고, 2020년 12월 18일 원웹이 위성 36대 발사에 성공하면서 동사의 주가가 상승하였다. 이후 2021년 2월, 파괴적 혁신 기업에 투자하는 ARK Investment에서 우주 ETF 출시를 발표하였고, 우주 관련주로 주목받으며 동사의 주가가 급등하였다.
- ④ 2021.03 ~ 2021.07: 추가적인 주가 상승 모멘텀이 부족하여 하락세를 보였다.
- ⑤ 2021.07 ~ 2022.06: 2021년 8월, 180억원 규모의 “저궤도용 안테나 생산 시설, 물류 창고 확보 및 게이트웨이 안테나 등 신제품 개발과 양산을 위한 시설 증설”을 공시하면서 주가가 상승하였다. 더불어 21년 10월 SES와 711억원 규모 공급계약 체결 및 11월 원웹과의 865억원 규모의 공급계약 체결 등 수주를 공시하면서 상승하였다.
- ⑥ 2022.06 ~ 2022.09: 동사의 코스닥 150 편입 후, 지수 급락과 동시에 공매도의 영향으로 주가가 급락하였다. 공매도 과열 종목으로 지정되었음에도 동사의 주가는 크게 떨어지는 모습을 보였다.
- ⑦ 2022.09 ~ 2023.04: 6G의 핵심 관련주 및 저궤도 위성통신 수혜주로 주가가 상승하였다.
- ⑧ 2023.04 ~ 2023.07: 23년 4월 24일, 제품개발을 위한 자금 조달 목적으로 1000억원 규모의 유상증자 발표하면서 주가가 하락하였다.
- ⑨ 2023.07 ~ 현재: 23년 2분기 실적 컨센서스 부합 및 저궤도 제품 매출비중 확대의 기대감으로 주가가 급등하였고, Inmarsat L-밴드 서비스용 제품 최초 국산화 소식 등에 상승세를 보이고 있다.

III. 투자 Point

투자 포인트 1. 원웹 투웹 쓰리웹 레츠고

스타링크는 B2C, 원웹은 B2B

원웹과 체결한 공급계약이 24년, 25년에 만기가 다가오고 있다. 원웹이 648개로 구성된 저궤도 위성 네트워크를 보유하게 되었고, 동사가 **파나볼릭 안테나**와 **평면형 안테나**를 공급하게 될 것이다. 원웹은 가정용 평판 안테나를 생산하는 스타링크와는 달리 **B2B 엔터프라이즈 서비스**를 중심으로 시작하여 추후 **B2C로 확대**해 나가는 전략을 구사할 것으로 보인다.

스타링크 저궤도 위성 사업과는 고도, 비용 측면에서 완전히 다르다

스타링크의 위성은 약 500km정도의 낮은 고도에 위치하는 반면, 원웹의 위성은 1200km정도에 위치하게 되는데 이는 높은 곳에 위성이 위치할 경우 커버리지가 더 넓어지기 때문에, 스타링크는 더 많은 위성을 보내는 것이고 원웹은 **상대적으로 더 적은 위성**으로 위성 네트워크를 구축할 수 있는 것이다. 따라서 위성 발사 수에 있어서는 차이가 존재할 수밖에 없을뿐더러 **대당 위성 발사 가격은 스타링크가 더 저렴**할 수 있어도 **발사 비용의 총합은 원웹이 오히려 우위에** 있다고 할 수 있다. 스타링크의 경우, 현재 장비 가격은 499달러이며 한 달에 99달러의 이용요금을 받고 있다. 하지만 스페이스X의 제조 원가는 1300달러로 손해를 감수하고 있다. 머스크는 제조 원가를 200~300달러로 낮출 수 있는 차세대 단말기를 개발하고 있다고 하지만, 아직까지는 **비용면에서 원웹이 유리**하며 이는 원웹이 사업을 지속적으로 이어나갈 수 있는 하나의 긍정적인 면모이다.

스타링크는 일반인 타겟, 원웹은 글로벌 MOU 전략

이러한 사업 방향성의 차이에 따라 **스타링크**는 각 국가마다 지사를 설립하여 직접 망을 공급하는, **일반 소비자의 통신 서비스를 타겟팅**하는 전략을 택했다. 인터넷 서비스 가격을 책정하여 소비자들에게 요금을 수취하는 방법이다. 반면, **원웹**은 글로벌 MOU 전략을 통해 해당 국가 혹은 지역 통신업체들을 통해 서비스를 공급하는 **굵직한 계약을 중심으로** 시장을 확장하는 전략을 선택했다. 인터넷 요금은 중간업자인 통신사와의 계약을 통해 이루어지며, 이에 소비자 요금 책정은 원웹의 몫이 아닌 통신사의 몫이다. 원웹은 21년 이후 글로벌 20개 이상의 통신업체들과 유통파트너십을 체결했다. 이처럼 원웹과 스타링크는 **다른 사업 방향성**을 보이고 있으며 타겟층이 다르기 때문에 스타링크가 **직접적인 경쟁사라고 할 수 없으며** 안테나 경쟁에 있어서도 절대 밀린다고 할 수 없다.

표 4. 스타링크와 원웹 비교

	스타링크	원웹
현재 위성 수	1800개	254개
목표 위성 수	12,000개(2027년), 추후 42,000개	648개, 추후 3236개
위성 궤도	고도 550km	고도 1200km
위성 무게	260kg	150kg
사업 방식	고객과 직접 계약	중간사업자인 통신사와 계약

자료: KUVIC 리서치 3팀

거대한 침투가능한 시장 규모

원웹이 가지고 있는 또 하나의 차별점은 바로 **침투할 수 있는 시장의 규모**가 굉장히 크다는 것이다. 2022년 기준 전세계 **인터넷 사용자는 약 46억명**이지만 **아직 인터넷을 사용할 수 없는 인구는 약 25억명**이다. 인터넷 사용자 중에서도 초고속 인터넷이라고 불리는 **1Mbps이하의 인터넷**을 사용하는 인구는 **약 25억명**으로 원웹이 타겟할 수 있는 풀이 굉장히 넓다. 또한 **국제 기구의 지원** 덕분에 원웹은 이 시장에 더욱 빠르게 침투할 수 있을 것으로 보인다. **UN의 지속가능한 발전 목표**의 9번 목표는 “접근 가능한, 지속 가능한, 현대적인 에너지를 모두에게 보장한다”는 것이며, **국제 전기통신연합(ITU)의 디지털 개발 목표**의 1번 목표는 “모든 사람이 인터넷에 접근할 수 있는 기회를 보장한다”는 것이다. 이렇게 전세계적으로 정부 및 국제 기구의 노력은 인터넷 인프라를 구축하는데 주력하며 **원웹의 침투 기회를 확장**하는 좋은 기회이다.

통신 음영지역과 통신을 필요로 하는 비음영지역의 시장규모는 약 103조

우선 원웹은 **통신 음영지역**뿐만 아니라 **비음영지역**에서도 통신이 필요한 지역이나 사람들에게 서비스를 공급하는 모양을 펼칠 것으로 예상되는데, 원웹이 연말부터 서비스 제공을 시작함에 따라 세계의 음영지역과 비음영지역에 있는 사람들에게 사용되어질 공간은 많을 것으로 추정된다. 인터넷을 필요로 하는 비음영 지역과 음영지역의 시장 규모는 **약 103조**정도로 추정되며, 보수적으로 **원웹의 점유율을 30%**라고 가정했을 때 원웹이 침투가능한 시장 규모는 **약 3조 1000억**으로 **상방 잠재력 및 성장 가능성**이 무궁무진하다.

보수적으로 원웹이 30%정도 점유율 가지고 올 만하다고 생각되는 이유는 경쟁사가 한정되어있기 때문이다. 아마존은 26년도부터 서비스를 개시할 예정이기 때문에 23년부터 25년까지 스타링크와 원웹만이 점유율을 차지할 것이다. 따라서 보수적으로 미국, 한국, 영국, 일본의 **인터넷 통신사 점유율 1, 2위를 제외한 나머지 통신사 점유율의 평균**을 원웹이 가져갈 수 있다고 가정하였다. 현재 미국, 유럽, 한국, 일본의 통신사 점유율을 살펴보면, 전체 점유율에서 1, 2위 점유율을 제외한 평균이 약 33%이다. 원웹은 TAM을 충분히 커버가능하기 때문에 30% 점유율 확보는 충분히 가능하다고 보는 것이다. 현재 동사는 원웹향 유저용 안테나의 핵심 벤더이지만, 추후 서비스가 확대됨에 따라 어쩔 수 없는 벤더 내 점유율 하락이 있을 것으로 보인다. 하지만 **해상 안테나 세계 1위**라는 레퍼런스 와 원웹과의 **장기적인 계약관계**를 바탕으로 견고한 매출을 유지할 수 있을 것이다.

투자 포인트 2. AMAZON 나~웅장해!

스타링크의 진짜 경쟁사는 아마존

아마존은 2026년 7월까지 3,236개의 위성 중 절반 이상을 궤도에서 운영하는 것을 조건으로 미국 연방통신위원회의 승인을 받았다. 이에 따라 26년 7월까지 약 1600개의 위성을 궤도에 올려놓아야 하는 상황이다. 아마존은 스타링크과 마찬가지로 590~630km의 저궤도를 사용하기 때문에 카이퍼 프로젝트는 원웹과는 다르게 **스타링크의 거의 직접적인 경쟁상대**로 보인다. 동사는 아마존에 **게이트웨이 안테나를 공급하는 계약**을 체결했다.

위성통신의 또 다른 인프라, 아마존의 게이트웨이

아마존은 **2026년에 위성통신 서비스를 시작할 계획**에 있다. 결국 아무리 위성이 많아도, 아무리 개인용 안테나가 많아도, 게이트웨이가 존재하지 않는다면 위성에 정보가 도달하지 못하기에, 서비스 시작을 위해서 **게이트웨이의 확보는 가장 중요한 과제**이다. 아마존이 목표로 하고 있는 게이트웨이 사이트는 300~400곳 정도이고, 사이트 하나에 게이트웨이 안테나는 20~30개 정도 들어갈 것으로 보인다. 게이트웨이 안테나의 단가가 개당 2~3억인 것을 감안하면, **최소 1조2천억에서 최대 3조6천억의 시장**이 카이퍼 프로젝트의 ‘게이트웨이’ 부문에서만 발생할 것으로 보인다.

2조원에 육박하는 게이트웨이 사업에 참여하고 있는 동사

현재 스타링크의 경우, 게이트웨이 수는 약 150개 정도로 보인다. 원웹은 2026년 서비스 시작 전에 위성 1,618개를 궤도에 올려 놓을 것이고, 이는 스타링크 서비스가 개시된 2021년의 스타링크 위성의 숫자와 유사하다. 위성통신 사업에 있어 스타링크의 후발주자로 등장하게 되는 아마존은 적어도 **스타링크의 현재 성능 정도는 커버가 가능해지는 상황에서 출발점**을 가지게 될 것이다. 총 발사 계획인 위성의 절반이 궤도에 오르는 2026년에 총 필요한 게이트웨이 사이트의 절반도 설치가 될 것으로 보인다. 따라서 아마존의 카이퍼 프로젝트가 서비스를 개시하기 위해서 **최소 170대가 필요**할 것으로 추정된다. 아마존이 저궤도 위성시스템을 구축하기 위해 필요한 **전체 게이트웨이 안테나 매출이 대략 2조**이며, 동사는 이 중 **50%는 점유**할 것으로 예상된다. 아마존과의 계약은 **내년부터 양산**되어 매출에 반영될 예정이며 전세계에 보급되기 위해서는 앞으로 게이트웨이의 수가 점점 늘어날 것이다. 물론 기술 발전으로 필요한 게이트웨이 안테나 수는 조금 줄어들 수 있지만 그만큼 **게이트웨이 수의 절대적인 증가, 비용 절감, 고성능의 고가격적** 측면에서 이를 충분히 상쇄시킬 수 있을 것이므로 큰 문제가 되지 않는다고 판단된다.

투자 포인트 3. 선원 1: “나도 유튜브 좀 보자~”

VSAT는 동사의 핵심 제품

동사가 공급하는 **해상용 VSAT 안테나**는 육상 통신 인프라가 닿지 않는 선박, 해외 플랜트 또는 항공기 등에 **위성망을 이용하여 데이터 서비스를 제공하는** 것이다. 위에서 언급했듯 동사의 **VSAT 시장 점유율은 약 59%** 수준(반기보고서 기타 참고)으로 압도적인 1위를 차지하고 있다. 따라서 **VSAT의 수요 증가가 동사의 매출 증가로 이어질 수 있는 중요한 핵심 포인트가 될** 것이다.

그림 11. 소형 해상 인터넷 위성통신 안테나 (v60E)



자료: 인텔리안테크

MLC 개정으로 선박 내 무료인터넷 제공 조항 신설

현대 사회에서 스마트폰은 사람들에게 뗄래야 뗄 수 없는 상황이다. 과거 전화 또는 문자만 했던 휴대전화가 발전을 거듭하며, 카카오톡과 같은 메신저가 사용되고, 웹 서핑뿐만 아니라 동영상 시청까지 담당하게 되며 언제 어디서든 스마트폰을 사용할 수 있는 환경이 필수적이게 되었다. 하지만 **바다에서는 육지의 데이터 케이블을 통한 인터넷 사용이 불가하기에 선원이나 승객들의 불만이** 자자했다. 실제로 이 문제를 개선하기 위해 22년 5월경 ILO 해사노동협약 제4차 특별삼자간위원회(STC)의 논의 결과 MLC가 개정되어 **선박/항만에서 선원에 무료 인터넷 제공 조항이 새로이** 신설되었다. 이로 인해 VSAT 수요도 촉진될 것으로 보인다.

노동조합의 힘으로 이제는 선박에서 이메일 교신뿐만 아니라 인터넷도 가능하다

이와 더불어 올해 7월 박성용 전국해상선원노동조합연맹 위원장은 **선박 내 인터넷망을 인마셋 (INMARSAT)에서 이리듐(Iridium)으로 전환**하는 사업을 검토하고 있다고 말했다. 최근 해상 인터넷 환경은 인마셋에서 VSAT으로 바뀌는 추세이다. **인마셋은 이메일 교신만 가능했지만 VSAT은 개인당 1GB의 데이터가 제공되면서 인터넷 생활이 가능하다.** 이리듐은 동사가 확보하고 있는 **위성통신 안테나의 주요 고객**으로서 만약 이리듐으로 인터넷망을 구축한다면 이 또한 동사의 VSAT 수요 상승으로 이어질 수 있다.

침투율, 교체주기를 고려한 매출 증대 효과

VSAT의 월간 비용은 초창기 500만원에서 현재 300만원까지 떨어졌기 때문에 도입이 더욱 용이해졌으며, **자율주행 선박 도입도 VSAT의 수요 증가를 촉진시킬** 것이다. **선박 모니터링 및 선박 간의 소통을** 위해 위성통신의 사용이 활발해질 것이기 때문이다. 현재 21년 기준 **VSAT의 선박 침투율은 39%정도이며 39,700척에** 도입되고 있다. 총 선박량이 10만2천척 정도로 보여지고 코로나 이후 물동량 증가에 맞춰 조선사들의 도크도 모두 차있기에 선박량도 과거 증가 추이만큼은 보수적으로 충분히 증가가 가능할 것이다. 늘어나는 선박 수와 늘어나야 하는 침투율만 보아도 동사의 VSAT 매출의 업사이드는 충분히 크다고 생각된다. 또한 VSAT은 **3~4년의 교체주기**를 가지고 있기에 단순 일회성 매출이 아닌 **반복적인 매출**을 통해 더욱 매출 증대효과가 커질 것으로 보인다.

IV. 투자 Risk

원웹의 위성 발사 계약 불이행 위험성

자체적인 발사 체재 미비	위에서도 말했듯이 스타링크와 달리 원웹은 자체적인 시스템을 구축하지 않고 있다 . 따라서 2015년 프랑스의 아리안스페이스(Arianespace) 와 21번의 소유즈(Soyuz) 로켓 발사, 5번 추가 발사(옵션), 아리안6의 3회 발사 조항 등이 포함된 발사 서비스 계약을 맺었다 .
소유주 로켓 재개 불투명	소유즈 로켓은 러시아가 개발한 로켓 이었으며 러시아우주연방청과 아리안스페이스가 합작 법인인 Starsem을 설립하여 소유즈 로켓의 상업적 발사를 위해 법인을 운용하였다. 하지만 러우 전쟁 발발 이후 영국은 우크라이나를 지원하였고, 영국 정부는 원웹의 대주주였기 때문에 러시아는 이에 대한 보복으로 소유즈 로켓 발사를 일방적으로 취소 하였다. 원웹은 소유즈 로켓 발사 계약 체결로 이미 대금까지 모두 지불한 상황이었지만 전쟁이 장기화되면서 발사 재개가 불투명 해지는 상황이었다.
스페이스X와의 계약 체결	이후 저궤도 위성통신 서비스 사업에서의 경쟁사라고 간주되는 스페이스X와 위성 발사 계약 을 맺어 중단되었던 위성발사는 재개 되었다. 이후 New Space India와의 발사 계약 체결 로 인해 원웹이 계획한 위성 발사 계약은 모두 확보할 수 있었다. 다행히 올해는 원웹의 위성 발사가 가능해졌지만 자체 시스템이 없기 때문에 계약 체결의 불이행 리스크 가 존재한다. 동사의 가장 큰 파트너사인 원웹의 리스크는 곧 동사의 리스크이기 때문에 투자리스크로 작용할 수 있다. 하지만 이미 스페이스X와 인도측과의 발사 계약 체결로 상당 부분 리스크를 해소 했으며 전세계적으로 연구하고 있는 우주산업만큼 주변국의 지원도 충분히 확보 할 수 있을 것으로 보인다.

카이퍼 프로젝트, 발사체 개발 위험

목표 위성 수를 달성하기에 충분한 발사 계획	앞서 말했듯 아마존은 FCC라이선스 조건에 따라 2026년 중반까지 계획된 3,236개의 위성 중 절반을 지구 저궤도에서 작동하도록 해야 한다. 최근 ULA(United Launch Alliance)의 Vulcan Centaur의 수소 연료 누출 문제로 인한 출시 연기까지 발생하며 과연 아마존이 약속한 계획을 이행할 수 있을지에 대한 불안감이 커지고 있는 상황이다. 계약 초기 아마존은 발사체 생산을 맡은 위 3사(Blue Origin, Arianespace, ULA)와 총 83회 발사 계획 을 세웠는데, 발사체 하나에 10~40개 정도의 위성이 탑재가 가능하기에 FCC라이선스 조건인 3,236개의 위성 중 절반인 약 1,600개의 위성을 저궤도에 보내는데 충분한 횟수 다. 현재는 발사체의 문제로 계속 지연되는 상황이지만, 발사체의 출시일이 늦춰졌을 뿐, 출시가 되는 시점부터는 굉장히 빠른 속도로 위성을 저궤도에 보낼 수 있기 때문에 큰 문제로 보이지 않는다.
3개의 발사체 공급업체의 발사체 성능과 가까워지는	Vulcan Centaur 의 경우 출시 연기 이후로 발사체 전체적인 개선을 끝마치고 현재 최종 조립 단계에 있고, 11월에 발사 장소로 이동 후 12월에 Vulcan의 비행이 예상되는 상황이다. Blue origin의 New Glenn 은 24년에 10~25회 정도 재사용이 가능한 부스터가 탑재될 것이기에 출시 이후 발사 비용 측면이나 횟수 측면에서도 엄청난 효율이 예상된다. Arianespace는 10월초 화재 테스트 이후 발사체 Ariane 6의 목표 발사 기간을 설정할 예정인데, 여기에는 고체 연료 부스터를 사용하여 최대 40개 위성이 탑재 가능하다. ULA 는 잠시 출시가 미뤄진 Vulcan Centaur를 대신해 우선 Atlas발사체에 카이퍼 위성을 탑재하여 4분기부터 9번의 발사가 있을 예정이다 .

결과적으로 카이퍼 프로젝트의 위성 발사에 핵심적인 역할을 하는 발사체의 개발이 지연된 부분은 사실이다. 그러나 발사체 공급 기업이 3개라는 점과, 발사체들의 성능이 뛰어날 것이라는 것, 아마존을 비롯한 발사체 공급 업체들이 발사 계획을 맞추기 위해 큰 노력을 기울일 것이라는 점을 통해 발사체의 개발이 지연이 목표 달성에 **큰 위험이 되지 않을 것으로 보인다**.

V. Valuation

매출 추정 논리

저궤도 안테나 (원웹향 + 아마존향)

원웹향 안테나 매출을 구하기 위해서, 우선 원웹의 서비스를 요구하는 인구 수가 얼마나 될지 추정해보았다. 인구를 추정하기 위해서 서비스를 요구할 환경에 있는 국가를 추려보았다. 원웹의 저궤도 위성통신이 필요한 국가가 되기 위한 조건은 2가지라고 생각했다. 소득과 통신 속도 수준이다.

첫째, 아직 공개되지 않았지만 휴대폰보다 훨씬 비싼 저궤도 위성통신요금을 지불하기 위해서는 어느 정도의 소득 수준 기반이 필요하다. 이러한 논리로, 1인당 GDP 수준이 최소 24,000 달러가 되는 국가를 첫번째 조건으로 삼았다.

둘째, 우리나라와 같이 매우 빠르고 넓은 지상망 통신을 갖춘 국가에서는 저궤도 위성통신이 필요하지 않다. 이를 고려해서, 통신 음영 지역이 거의 존재하지 않고 통신 속도가 매우 빠른 국가를 첫번째 조건식에서 추가적으로 제거하였다.

이를 고려한 국가의 총 인구수는 9,755만 명이다. 조건식에서 제외된 국가 중 통신 음영 지역에 해당되는 국가들에서 소득수준이 높아 위성통신 수요가 있을 것으로 파악되는 인구 수 역시 함께 고려해주었다. 이 인구 수는 9,000만명이다.

총 1억 8755만 인구 중에서, 원웹의 안테나를 4인 가구 기준 1개의 안테나를 필요로 한다고 생각하여 4로 나누었다. 여기에 ASP 40만원, 전체 수요에서 원웹이 차지하는 글로벌 MS 33%, 원웹에 수주하는 경쟁사들 대비 동사의 점유율 50%를 반영하였다. 이를 통해 동사가 저궤도 위성통신 안테나를 통해 총 3조 1000억원의 매출을 실현할 수 있음을 확인하였고, 이를 10년동안 달성한다고 가정하여 배분하였다. 10년을 선정한 이유는 2G에서 3G 시장으로 세대가 교체되고, 스마트폰이 활성화되었던 기간이 10년이었기 때문이다. 매출액 증가율의 경우, 스타링크 서비스 이용자수 성장률을 참조해 총 매출액을 고르게 분배한 것이 아닌 30년까지 4배로 성장하고 이후 감소율이 점차 둔화한다고 가정했다.

그림 12. 비음영지역 매출

비음영지역 총인구(만명)	9,755
1 가구당 인구	4
비음영지역 가구수	2,439
가격(만원)	40
비음영지역 안테나 매출	97,550
원웹 추정 점유율	33%
원웹 비음영지역 안테나 매출	32,289
원웹 내 동사 점유율	50%
비음영지역 매출(백만원)	16,145

그림 13. 음영지역 매출

음영지역 총인구(만명)	180,000
6G를 쓸 수 있는 부유층 상위 5%	5%
음영지역의 타겟 인구수	9,000
1 가구당 인구	4
음영지역 타겟 가구수	2,250
가격(만원)	40
음영지역 안테나 매출	90,000
원웹 추정 점유율	33%
원웹 음영지역 안테나 매출	29,790
원웹 내 동사 점유율	50%
음영지역 매출(백만원)	14,895

원웹항 안테나는 크게 B2C 성격의 평판형 안테나, B2B 성격의 파라볼릭 안테나로 나뉘어진다. 본 레포트에서는 원웹항 안테나 총 매출을 추정할 때, 일괄적으로 평판형 안테나의 가격과 수량으로 추정하였다. B2B 성격과 B2C 성격에 차이가 있을 수 있지만, 통신 속도와 소득 수준을 고려해야 하는 논리는 같다고 생각하였기 때문이다. 평판형 안테나의 가격과 파라볼릭 안테나의 가격은 각각 40만원, 400만원 부근의 가격으로 상이하나, 가격 차이만큼 요구하는 수량에서의 차이 역시 존재하기에 논리적 비약이 크게 없을 것으로 가정하였다.

표 5. 원웹항(LEO) 매출 추정

(단위: 백만원)	2023E	2024E	2025E	2026E
원웹항 매출액	30,913	123,650	494,601	1,978,404

자료: KUVIC 리서치 3팀

아마존의 카이퍼 프로젝트는 현재 서비스를 준비중에 있고, 서비스 시작 계획은 2026년에 있기에 아마존의 위성 발사계획과 연동하여 매출이 발생할 것으로 생각하고 추정하였다. 따라서 **스타링크의 위성발사 추이**를 바탕으로 **아마존의 위성 발사 시나리오**를 추정하고, 그에 맞춰 게이트웨이 사이트도 갖추어진다고 가정하였다. 26년 서비스 시작할 때에는 스타링크의 서비스 품질보다 좋거나 동등한 수준은 갖출 것이라 가정했다. 따라서 **위성 발사 횟수도** 스타링크와 마찬가지로 체증, **게이트웨이 사이트의 수도** 체증하는 것으로 추정하여 26년까지의 **적정 게이트웨이 사이트 수**를 추정하고, 게이트웨이 **안테나의 단가**를 곱해서 카이퍼 프로젝트 속에서 **게이트웨이 안테나 시장의 총 규모**를 산출했다. 마지막으로 현재 카이퍼 프로젝트에 게이트웨이 안테나를 **납품할 업체는 2개사**로 좁혀진 상태인데, 인텔리안테크의 해상 VSAT부터, 원웹과의 장기계약관계 등을 바탕으로 한 **단단한 레퍼런스**가 있기에 **50%의 점유율**은 동사에서 가져올 수 있을 것이라 가정하여 아마존항 매출을 추정하였다.

그림 14. 총 아마존 게이트웨이 매출액

아마존 목표 게이트웨이 사이트	350
사이트당 필요한 게이트웨이 안테나	25
대당 가격(백만)	250
점유율	50%
동사의 총 아마존 게이트웨이 매출액	1,093,750

자료: KUVIC 리서치 3팀

표 6. 위성 발사 추이

	2023E	2024E	2025E	2026E
스타링크 위성 발사 누적	48	746	1,683	3,340
아마존 발사 위성 수(누적)	159	359	809	1,618
아마존 발사 위성 수(증분)	159	200	450	809
아마존 목표 사이트 달성률	7%	16%	30%	49%

자료: KUVIC 리서치 3팀

표 7. 아마존항 매출액

(단위: 백만원)	2023E	2024E	2025E	2026E
아마존항 매출액	78,125	93,750	156,250	203,125

자료: KUVIC 리서치 3팀

해상용 안테나 (VSAT+FBB+TVRO)

우선적으로 VSAT의 경우, VSAT이 탑재 가능한 범위 안에 있는 선박을 구하기 위해 **현재 총 선박 수**를 추출했다. 또한 위에서도 언급했듯 앞으로 더 많은 선박들이 나오게 될 것으로 보여지기에 **과거의 총 선박 수 증가율**을 사용하여 **미래의 선박 수**를 계산했다. 과거 VSAT 탑재 선박 실제 수치와 미래 VSAT 탑재 선박 예상을 통해 **현재의 탑재율**과 **미래의 탑재율**을 구하고 VSAT을 신규로 탑재하게 되는 **증분 선박**을 추정, 또한 지금의 점유율을 바탕으로 그러한 **신규 물량 중 동사의 물량**을 추출하였다. 2022년의 매출을 바탕으로 VSAT의 Q를 추출하여, 신규 Q와의 차이를 바탕으로 **교체물량**이 어느정도 수준인지 파악하고 이러한 비율은 지속될 것이라 가정하여 미래의 Q를 추정하였다.

FBB는 총 매출액 비중 1%를 차지하기 때문에 과거의 매출에서 FBB 매출을 추출하였다. Q는 사업보고서에 기재되어 있는 **예상Q**와 **CAGR**을 이용하여 추정하였고, 이를 매출로 나누어 P를 역산하였다.

TVRO는 과거의 P와 매출액을 이용하여 Q를 역산하였고, 최근 5년간 P와 Q의 변동이 크지 않아 **그 추이를 이어간다고** 보았다. 따라서 **환율의 변동**을 반영하여 매출을 추정하였다.

표 8. 선박 수 및 VSAT 침투율

(단위: 개)	2021	2022	2023E	2024E	2025E	2026E
총 선박 수	91,400	102,174	103,711	105,395	107,482	109,610
VSAT 탑재 선박 수	39,700	43,000	46,872	51,038	55,349	59,812
VSAT 침투율	39%	41%	44%	47%	50%	54%

자료: KUVIC 리서치 3팀

표 9. VSAT 매출 추정

(단위: 백만원)	2022	2023E	2024E	2025E	2026E
신규 물량	1,980	2,323	2,499	2,587	2,678
교체 물량	4,232	4,966	5,341	5,529	5,723
Q(신규+교체)	6,212	7,290	7,841	8,116	8,400
P(만원)	23	30	31	31	31
VSAT 매출액	189,400	228,163	239,843	248,283	256,963

자료: KUVIC 리서치 3팀

표 10. 해상용 안테나 매출 추정

(단위: 백만원)	2022	2023E	2024E	2025E	2026E
해상용 안테나	186,095	245,046	256,529	265,382	274,133
VSAT		228,163	239,843	248,283	256,963
FBB	173,510	1,200	1,275	1,294	1,374
TVRO	12,585	15,682	15,411	15,804	15,796

자료: KUVIC 리서치 3팀

표 11. 인텔리안테크 총 매출 추정

(단위: 백만원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E	2026E
해상용 안테나	113,434	186,095	245,046	256,529	265,382	274,133
VSAT			228,163	239,843	248,283	255,963
FBB	103,074	173,510	1,200	1,275	1,294	1,374
TVRO	10,360	12,585	15,682	15,411	15,804	15,796
중, 저궤도 (SES형)	(해상용 안테나 및 기타 매출에 포함)		14,463	14,463	14,463	9,642
저궤도	-	-	109,038	217,400	650,851	2,181,529
원웹항	-	-	30,913	123,650	494,601	1,978,404
아마존항	-	-	78,125	93,750	156,250	203,125
기타	24,566	53,371	38,969	46,170	42,569	44,369
합계	138,000	239,466	407,515	534,563	973,265	2,509,674

자료: KUVIC 리서치 3팀

비용 추정 논리

매출액과 급여는 비례하는 모습을 보이고 있어 매출액 대비 급여 비율의 5개년 평균을 사용하여 급여 비용을 추정하였다.

임차료의 경우 2019년도부터 현재까지 0원이므로 임차료는 없다고 가정하였다.

지급 수수료는 매출액 대비 18년에 0.53%, 19년~22년에 약 3.5~5% 수준을 웃돌고 있어 18년은 아웃라이어로서 제외한 후 4개년 평균 비율을 적용하여 추정하였다.

감가상각비는 기존의 상각 대상 자산들과 이번 연도 취득 상각 대상 자산으로 분류한 후 정액법으로 추정하였다. 이번 연도 CAPEX가 급등함에 따라 취득 상각 대상 자산이 작년 대비 증가하였으며, 이로 인해 감가상각비가 약 2배정도 증가하는 모습을 보인다.

연구개발비의 경우, 23년 1분기와 2분기 사업보고서에서 매출액 대비 17%를 제시하여 이를 적용하였다.

이외 5개년 평균으로 추정한 비용은 접근 가능한 정보로 합리적인 추정이 불가능하거나 기업의 손익에 큰 영향을 미치지 못하는 항목이다.

표 12. 매출원가의 급여

단위: 천만원	2018	2019	2020	2021	2022	2023F
매출	10,980	11,797	11,011	13,800	23,947	40,752
급여	908	1,086	1,053	1,426	2,611	3,953
매출 대비 급여	8.3%	9.2%	9.6%	10.3%	10.9%	9.7%

자료: KUVIC 리서치 3팀

표 13. 판관비의 급여

단위: 천만원	2018	2019	2020	2021	2022	2023F
매출	10,980	11,797	11,011	13,800	23,947	40,752
급여	1,512	1,880	1,946	2,306	3,587	6,439
매출 대비 급여	13.8%	15.9%	17.7%	16.7%	15.0%	15.8%

자료: KUVIC 리서치 3팀

표 14. 감가상각비 (무형자산 포함)

	2018	2019	2020	2021	2022	2023F
감가상각비	382	794	936	1,067	1,310	2,197

자료: KUVIC 리서치 3팀

Valuation Method

본 레포트에서는 거대한 꿈을 지닌 우주산업의 미래에 대해서 고찰하였고, 그리고 이러한 우주 산업이 가장 먼저 가져올 변화는 위성통신 사업이라고 언급하였다. 위성통신이 가져올 가장 큰 혁명은 5G 산업에서 6G 산업으로의 변화이다. 여기서 G가 의미하는 변화는 Generation 즉 세대이다. 그동안 우리는 2G에서 3G, 3G에서 4G, 4G에서 5G등의 세대 변화를 모두 경험한 바 있다.

하지만, 위성통신과 함께 다가올 5G에서 6G로의 변화는 4G에서 5G로의 변화와는 혁신 측면에서 급이 다르다. 속도 변화 포함은 물론이고, 공간의 변화가 시작된다. 5G 시대까지는 지상 중심의 평면적인 네트워크였지만, 6G 시대부터는 하늘, 우주, 바다에서 사각지대가 전혀 존재하지 않게 3차원 공간 통신이 시작된다. 이를 통해 사각 지대 없이 사물과 사물, 사물과 사람, 사람과 사람간 통신이 가능해져 우리가 꿈꾸는 UAM, 드론, 선박 및 항공기 무인 자율주행 모든 것이 가능해지는 기반이 마련된다.

이러한 세대(G) 변화는 2G에서 3G로의 변화와 비슷한 정도의 혁신이라고 볼 수 있다. 2G 시대까지는 휴대폰으로 할 수 있었던 것은 음성 통화와, 메세지 뿐이었다. 하지만, 3G 시대가 개화되며 2G보다 100배는 빨라진 음성 통화, 메세지, 인터넷을 핸드폰에서 구현할 수 있게 되었다. 3G와 함께 스마트폰이 탄생하여서 핸드폰으로 주식을 하고, 검색을 하고, 모바일 게임을 하는 등의 혁신, 즉 진정한 세대 변화가 시작되었다.

본 레포트에서는 이러한 이유로, 2G에서 3G 시대로 변화할 때 혁신을 주도한 기업을 잘 살펴보고 5G에서 6G로의 변화를 주도하는 인텔리안테크와 비교하면 적합한 비교가 될 것이라고 생각하였다. 2G에서 3G 시대로의 변화를 주도한 기업의 중심에는 모토로라가 있었다. 따라서 3G 시대 본격적으로 개화되었던 2002년 모토로라의 실적과 1999년 당시 모토로라의 시가총액을 비교해서 모토로라가 받던 기대감(멀티플)을 계산하였다. 멀티플을 바로 반영한 것이 아닌, 미래에 발생하는 당기 순이익을 WACC로 각각 할인하였다. 또한, 당시 미국 시장에서 평균적으로 부여받던 PER과 현재 국내 시장 종목들이 부여 받는 평균 PER를 비교하여 할인하여 적용하였다.

2026E 당기순이익 (단위: 원)	123,796,000,000
유통주식수	10,733,334
2026E EPS (단위: 원)	7,075
PER	62
Target Multiple	40
현재주가	86,700
목표주가	293,200
상승여력	238.3%

자료: KUVIC 리서치팀 N조

Compliance Notice

- 본 보고서는 고려대학교 가치투자동아리 KUVIC의 리서치 결과를 토대로 한 분석 보고서입니다.
- 본 보고서에 사용된 자료들은 고려대학교 가치투자동아리 KUVIC이 신뢰할 수 있는 출처 및 정보로부터 얻어진 것이나 그 정확성이나 완전성을 보장하지 못합니다.
- 본 보고서는 투자 권유 목적으로 작성된 것이 아닌 고려대학교 가치투자동아리 KUVIC의 스터디 목적으로 작성되었습니다.
- 따라서 투자자 자신의 판단과 책임 하에 종목선택이나 투자시기에 대한 최종 결정을 하시기 바랍니다.

- 본 보고서에 대한 지적재산권은 고려대학교 가치투자동아리 KUVIC에 있으며 어떠한 경우에도 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.