

| IT |

인텔리안테크(189300.KQ)

GEO와 LEO 사이의 우주를 건너~♪

4Q25 Review 4Q25 매출액 3,196억 원(YoY +24.0%)을 기록하며 글로벌 위성 통신 시장의 멀티 오빗 채택 확대에 따른 외형 성장을 시현했다. 자상에서는 게이트웨이의 성장과 원웹 서비스 정상화에 따른 수요 회복, 해상에서는 멀티오빗 서비스 확산이 성장을 견인했다. '26년 글로벌 LEO 인프라 구축이 본격화되며 게이트웨이와 평판형 안테나 중심의 실적 성장을 전망한다.

[Investment Point 1] 웨잇, 게이트웨이~♪

'27E 게이트웨이 매출액 2,155억 원(YoY +53%)을 전망한다. 이는 1)Amazon의 위성 roll-out 가속화 및 자상 인프라 확충에 따른 게이트웨이 발주 확대, 2)ASTS·TELESAT 중심 고객사 다변화에 기인한다. 글로벌 LEO 사업자의 시장 진입 본격화에 힘입어, 독점적 공급 지위를 기반으로 非 스타링크 진영 내 LEO 게이트웨이 수요를 흡수할 것으로 전망한다.

[Investment Point 2] 평판하다 평판한~♪

'27E 평판형 안테나 매출 2,127억 원(YoY +29.62%)을 전망한다. 게이트웨이의 성장에 더해 평판형 안테나는 동사의 핵심 성장 축으로 자리매김할 전망이다. 이는 1)원웹의 서비스 확대에 따른 수혜, 2)해상용 평판형 안테나 성장의 본격화에 기인한다.

[Check Point] GMDSS

GMDSS 부문은 SOLAS 개정에 따른 교체 수요 확대로 향후 동사의 신성장동력으로 작용할 전망이다. '28년부터 구형 GMDSS의 신규 공급 및 교체 제한으로 신형 장비 전환 수요가 순차적으로 발생할 전망이다. 인마셋·Iridium 공급 체계를 기반으로 제도 변화에 따른 동사의 수혜를 전망된다.

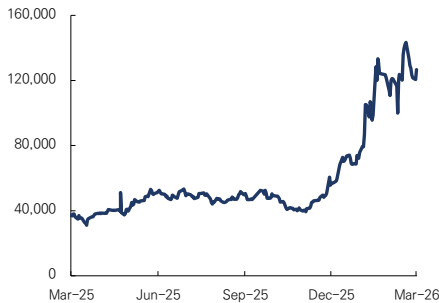
[Valuation]

동사의 Valuation으로 Historical PER 기법을 채택하였으며, 이에 따른 **목표주가 182,800원, 상승여력 42.7%, 투자의견 BUY**를 제시한다.

투자의견	BUY
목표주가	182,800원
현재주가(03.24)	128,100원
상승여력	42.7%

Stock Data			
KOSPI(03/24)	5,500.15		
KOSDAQ	1,118.67		
시가총액	13,722억 원		
발행주식수(주)	10,737,497주		
52주 최고/최저(₩)	143,400원/31,500원		
외국인지분율(%)	17.17%		
주요주주(%)	성상업	17.51%	
	인텔리안시스템즈	4.86%	
주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
	0%	+134.6%	+218.1%

Stock Price



Investment Fundamentals

FYE Dec	2023A	2024A	2025A	2026E	2027E
매출액	305	258	320	403	507
영업이익	11	(19)	12	34	76
순이익	6	(3)	7	32	48
EPS	515	(281)	646	2,564	5,009
PER	226.4	N/A	180.7	35.7	25.3
PBR	4.6	4.7	4.4	4.0	3.5
OPM	3.5	(7.5)	3.7	8.6	13.4
ROE	2.4	(1.1)	2.4	10.8	14.2

Research Team 4

팀장	41기 이승혁	seunghyeok0101@naver.com
팀원	40기 정한울	seol194@naver.com
	41기 정재웅	dost1@naver.com
	41기 정준영	xoondud@naver.com
	42기 사도윤	douuni@naver.com
	42기 이원석	dldnjstjr67@naver.com
	42기 위호진	wth9391@naver.com

CONTENTS

I . Industry Analysis	1
II . Company Overview	6
III . Investment Point	8
1. 웨잇, 게이트웨잇~♪	8
1-(1). 非 스타링크 진영 내 독점적 지위	8
1-(2). 여기는~ 아~마~존입니다	9
1-(3). 고객사 다변화	10
2. 평판하다 평판한~♪	11
2-(1). 넌 나를 원웹~	11
2-(2). NexusWave가 불러올 NextWave	12
IV . Check Point	13
신성장동력 GMDSS	13
V . Risk	14
VI . Valuation	15
VII . Estimation Logic	16

I . Industry Analysis

민간 우주 경제 확산과 함께 LEO 위성통신을 중심으로 새로운 통신 인프라 전환 국면에 도래했다. 6G 이동통신과 글로벌 커버리지 확장에 기인한 위성통신 수요는 견조할 전망이며, 위성 배치 확대와 함께 지상 인프라 구축은 필수 요소로 부상했다. 이러한 흐름 속 인프라 수요 확대의 직접적인 수혜를 받을 기업에 주목할 시점이다.

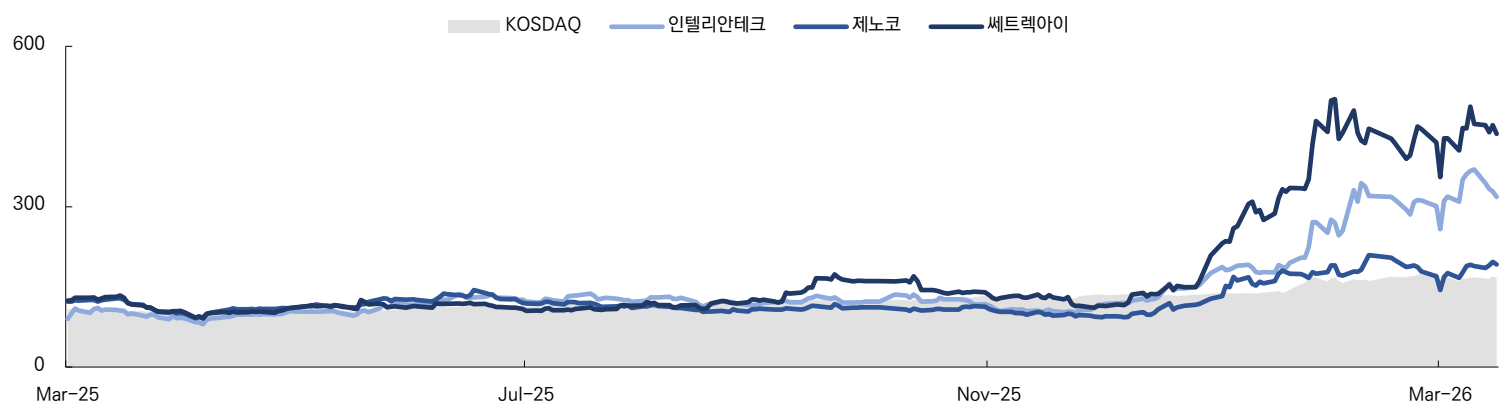
WE SONG 통신

위성통신 산업은 '26년 시장을 아웃퍼폼하는 흐름을 보이고 있다. '26년 3월 24일 기준 코스닥은 YTD 수익률 +21.2%를 기록한 반면, 위성 통신 관련 기업들의 YTD 수익률 세트렉아이 + 168.0%, 인텔리안테크 + 114.9%, 제노코 + 73.7%를 기록하며 이를 상회했다.

이번 성장세를 견인한 핵심 요인은 위성 발사 가속화와 LEO 통신의 확대로 판단한다. 스페이스 X가 불러온 우주선 개발 비용의 하락은 위성 산업의 민간화와 발사 수 증가로 이어지고 있다. 특히 위성 발사 중 통신용 발사 비중은 약 77%에 달하며 그 핵심이 LEO 통신임을 방증한다. 스타링크에 더해 非 스타링크 진영 또한 LEO 서비스를 위해 위성 발사를 가속화하고 있으며, 위성통신 산업의 성장은 지속될 전망이다.

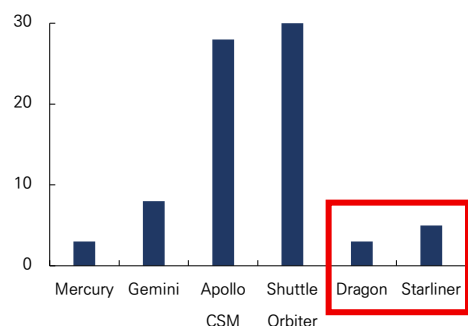
[자료 1-1] 주요 위성통신 기업 주가 추이

(단위: pt, 원)



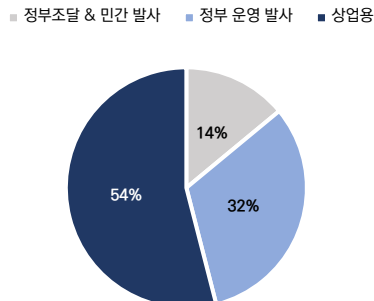
출처: Investing.com, RFS Team 4

[자료 1-2] 민간 기업 우주선 개발비용 (단위: 십억 달러)



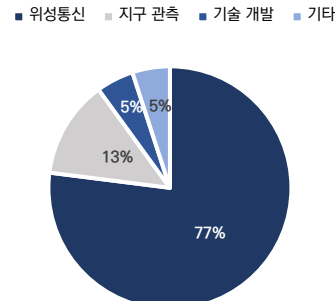
출처: 각 사, RFS Team 4

[자료 1-3] 글로벌 궤도 발사, 운영 주체 비중 (단위: %)



출처: BryosTech, RFS Team 4

[자료 1-4] 위성/우주선 발사, 용도별 비중 (단위: %)



출처: BryosTech, RFS Team 4

다가올 6G 이동통신 시대

이번 MWC26에서 6G 이동통신은 새로운 통신의 패러다임을 예고했다. '30년 6G 이동통신 상용화를 목표로 엔비디아는 AI 기반 네트워크 인프라를 위해 6G 관련 기술 투자에 나섰으며, 퀄컴과 삼성전자도 차세대 통신 칩셋과 네트워크 기술 개발을 추진하며 빅테크 기업들의 경쟁이 본격화되는 양상이다.

6G 이동통신 시대는 초저지연·초고신뢰·초연결의 동시 구현을 요구한다. 6G 이동통신의 핵심은 자율주행과 스마트팩토리·공백 없는 커버리지다. 자율주행에서는 차량이 실시간으로 교통 정보를 공유하며 즉각적으로 판단해야 하고, 스마트팩토리에서는 설비와 로봇이 끊임 없이 연결된 상태에서 정밀하게 동작해야 한다. 나아가 항공·선박·오지 지역에서 지상과 동일한 수준의 안정적인 통신 품질이 확보되어야 한다.

반면 **현재의 지상망으로는 6G 이동통신 구현에는 한계가 존재한다.** 광케이블 기반의 지상망은 항공·선박·오지에서 물리적 제약으로 인한 통신 공백이 발생한다. 이에 따라 비지상 네트워크의 필요성이 부각되는 가운데, GEO 위성통신은 높은 지연시간으로 6G 이동통신이 요구하는 환경을 충족시키기 어렵다.

필요한 건 LEO 위성통신

LEO 위성통신은 지연시간의 병목을 해소하며 GEO 위성통신의 대안으로 주목받고 있다. 통신 지연은 신호가 이동하는 거리와 직접적으로 연관된다. 기존 GEO 위성은 36,000km 상공에 위치해 600ms 수준의 지연이 발생하는 한계가 존재한다. 반면 LEO 위성통신은 지상 300~1,500km의 궤도에서 운용되며, 신호 전달거리가 크게 단축됨에 따라 20~40ms 수준의 지연시간을 구현한다.

음영 지역까지 커버함에 따라 통신 안정성 또한 분명하다. LEO 위성통신은 수백~수천 기의 위성을 군집 형태로 배치하고, 위성들이 하루 14회 지구를 공전하며 특정 지역을 순차적으로 통과하는 방식이다. 이를 통해 기존 지상망이 도달하지 못했던 영역에서도 안정적인 통신 서비스 제공이 가능하다.

위성통신 산업의 방향성은 LEO 전환으로 수렴하고 있다. '25년부터 '33년까지 GEO 시장 규모는 연평균 -4.2%의 역성장을 보일 것으로 예상되는 반면, LEO는 연평균 23.6%의 성장률을 보일 전망이다. 실제로 '25년 HughesNet의 가입자 수는 78만 명으로 '22년 대비 36.1% 감소했고, Viasat 가입자 수는 38만 명으로 35.6% 감소한 것으로 파악된다.

GEO는 장거리 전송에
따른 지연 발생

GEO: 600ms
vs
LEO 20~40ms

LEO: 저궤도에서 수백~수천 기 위성이
군집 운용되는 위성통신

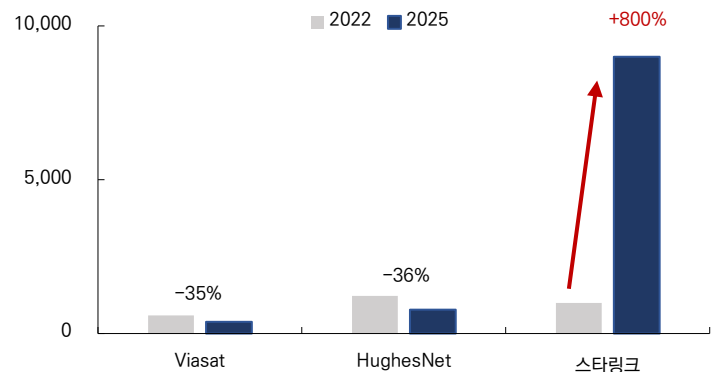
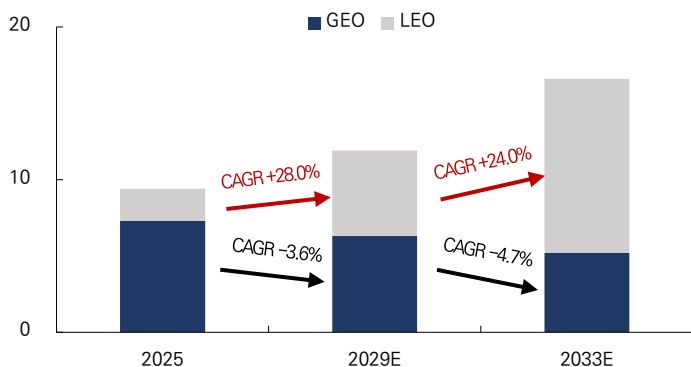
GEO 가입자 이탈 가속
→ 수요 중심축, LEO로 이동

[자료 1-5] GEO · LEO 위성시장 전망

(단위: 십억 유로)

[자료 1-6] 미국 내 대표 GEO 기업 B2C 인터넷 가입자 수 추이

(단위: 천 명)



출처: Euroconsult, Novaspace, Eutelsat, RFS Team 4

출처: Bryce Tech, RFS Team 4

스타링크, LEO 시장 선도
수직계열화 기반 비용·속도 우위

저궤도 선점이 상용화로 연결
서비스 경쟁력 기반 가입자 급증

스타링크 의존 리스크
→ 非 스타링크 진영 확대 필요성

IRIS² 프로젝트: EU 주도의
차세대 위성 프로젝트

非 스타링크 진영 추격 본격화

스타링크: LEO 위성통신 시장을 선점한 압도적 1등

LEO 위성 통신 시장의 확대는 스타링크를 중심으로 가속화되고 있다. 현재 9,982기의 위성을 운용하며 압도적인 커버리지와 66.7%의 LEO 시장 점유율을 확보했으며, '26년 FCC로부터 7,500기 위성 배치 승인을 받으며 확장을 지속하고 있다. 사업 또한 B2C에서 B2B·B2G까지 확대하고 있는 것으로 파악된다.

이러한 경쟁력은 발사체·위성·서비스의 수직계열화 구조에서 비롯된다. 스페이스X는 재사용 발사체 팰컨9을 통해 발사 비용을 절감하고, 발사 주기를 단축했다. 팰컨9 발사의 70% 이상을 스타링크 위성 배치에 활용해 위성을 대량·고속으로 저궤도에 배치하며, 초기 시장을 선점했다.

스타링크의 대규모 위성망은 빠른 LEO 서비스 상용화로 이어졌다. 기존 GEO 위성통신의 높은 지연시간과 낮은 활용도를 개선하며, 지상망이 닿기 어려운 영역에서도 안정적인 서비스를 제공했다. 이를 기반으로 스타링크 가입자 수는 '22년 100만 명에서 '25년 900만 명까지 빠르게 확대되고 있다.

非 스타링크: 스타링크에 도전하는 후발 주자

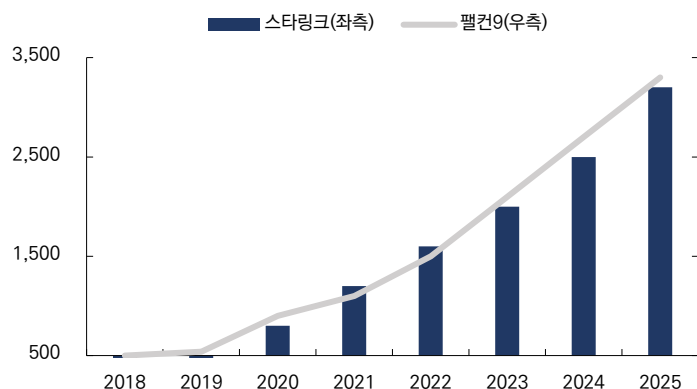
스타링크 의존 리스크가 부각됨에 따라, 非 스타링크 진영의 확대 또한 가속화될 것으로 판단한다. '25년 미국 트럼프 대통령이 젤렌스키 우크라이나 대통령에게 협상 수용 과정에서 스타링크 지원 중단 가능성을 언급했다. 이는 EU를 비롯한 주요 국가들로 하여금 특정 기업에 대한 통신 의존의 위험성을 재인식하게 했으며, 독립적인 위성통신망 확보의 필요성을 부각시켰다.

EU는 위성통신을 국가 안보 및 전략 자산으로 인식하고, IRIS² 프로젝트를 통해 60억 유로 규모의 투자로 독자적인 위성통신망 구축에 나서고 있다. 원웹·SES 등으로 구성된 SpaceRISE 컨소시엄을 주축으로 '30년까지 총 290기의 위성을 배치해 서비스를 개시할 계획이다. 이러한 범국가적 대응은 대만의 B5G 프로젝트·한국의 K-LEO 등으로 아시아까지 확장되고 있다.

非 스타링크 진영의 개별 기업도 LEO 위성통신 구축을 확대하며, 스타링크를 향한 추격을 본격화하고 있다. 원웹은 653기의 LEO 위성을 구축하며 커버리지를 확보했고, 유럽·중동·아시아 지역을 중심으로 서비스를 확대하고 있다. 아마존 레오는 3,232기의 위성군 구축을 목표로 '26년부터 대규모 위성 배치에 돌입할 전망이다.

[자료 1-7] 스페이스X 팰컨9 발사/스타링크 위성 발사 수 추이

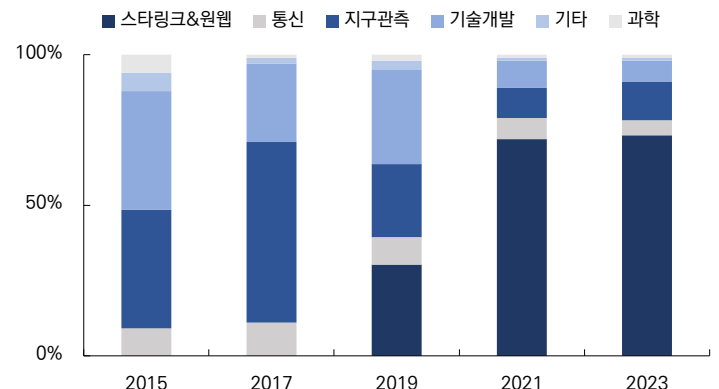
(단위: 기, 회)



출처: 언론종합, RFS Team 4

[자료 1-8] 스페이스X 내 목적별 비중 추이

(단위: %)



출처: Bryce Tech, RFS Team 4

게이트웨이: 위성-지상망 간 데이터 중계 거점

LEO 위성 수 확대 → 지상 인프라 증설

파라볼릭 안테나: GEO 환경에 최적화 기계식 추정 한계로 LEO 대응 제약

그러나 아직 충족되지 못한 게이트웨이 인프라

LEO 위성통신 서비스는 게이트웨이 인프라의 설치가 필수적이다. 게이트웨이는 위성과 지상 통신망을 연결하는 중계 거점으로, 위성으로부터 수신한 데이터를 지상망으로 전달하고 지상 데이터를 다시 위성으로 송신하는 역할을 수행한다. 위성이 궤도에 배치되더라도 게이트웨이가 확보되지 않으면 지상망과의 연계가 불가능해 실제 서비스 제공이 제한된다.

반면 현재 구축된 게이트웨이 인프라는 글로벌 서비스 수요를 감당하기 충분하지 않은 것으로 파악된다. 스타링크는 129개의 게이트웨이 사이트를 운영 중이지만 서비스 수요를 대응하기 위해 43개의 추가 설치를 계획하고 있다. 그러나 여전히 인도·동남아·중동 지역에서는 아직 게이트웨이가 구축되지 않았고, 아프리카도 단 2곳에 불과하다. 후발 사업자인 아마존 레오 역시 80개 수준으로 스타링크 대비 40% 그치는 상황이다.

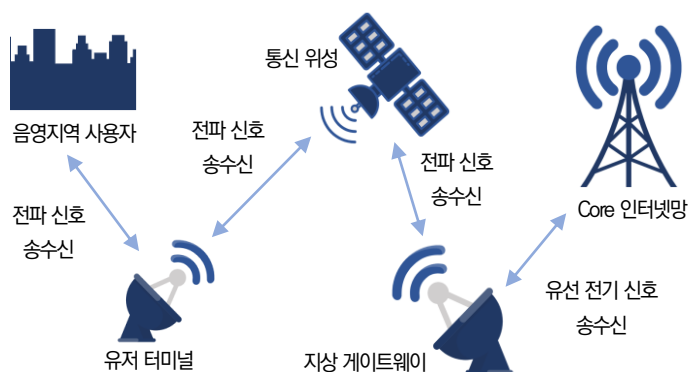
스타링크와 님스타링크 진영의 LEO 위성통신 확대에 따라, 게이트웨이 인프라 수요가 증가할 것으로 판단한다. 스타링크는 위성 수 증가에 따라 2배 이상의 추가적인 게이트웨이 사이트 구축이 필요한 것으로 파악된다. 아마존 레오 또한 '28년까지 약 1,600기의 위성을 추가할 예정이며, ASTS는 누적 243기의 위성을 배치할 것으로 예상된다. 게이트웨이 사이트 당 5~10개의 게이트웨이가 설치됨에 따라 위성 발사에 비해 게이트웨이 수요 역시 폭발적으로 증가할 전망이다.

평판형 안테나도 많이 쓰일 거예요..

LEO 서비스 확대에 따라, 유저 터미널 부분에서 파라볼릭 안테나의 한계가 명확해지고 있다. 파라볼릭 안테나는 접시 형태로 전파를 중앙에 집중시키는 방식으로, 위성이 고정된 GEO 환경을 전제로 설계된 구조이다. 파라볼릭의 기계식 방향 조정으로는 7.8km/s의 빠른 속도로 이동하는 LEO 위성에 실시간 대응이 어려우며, 단일 빔 기능에 한정돼 동시 연결 제약 또한 발생한다.

파라볼릭 안테나를 대체하며 평판형 안테나의 수요가 확대될 전망이다. 평판형 안테나는 전자식 빔 조향 기술을 통해 신속한 신호 전환이 가능하며, 안테나를 평평하고 얇게 구현하면서 어떤 방향으로든 신호를 송수신할 수 있다. 다중 빔 기능을 통해 하나의 안테나로 여러 위성과의 동시 연결 또한 가능하다. 크기와 무게를 줄일 수 있어 해상·육상·항공 등 다양한 환경에서 활용이 가능한 것으로 파악된다.

[자료 1-9] LEO 위성통신 구조



출처: RFS Team 4

[자료 1-10] 파라볼릭 안테나 VS 평판형 안테나

구분	파라볼릭 안테나	평판형 안테나(ESA)
구조	기계식 회전 구조	전자식 빔 조향
중량	상대적으로 무거움	경량화 가능
유지보수	기계적 부품 마모 발생	유지보수 부담 적음
위성 추적	기계식 방향 조정	전자식 추적
다중 빔 기능	단일 위성과의 연결	여러 위성과의 동시 연결 가능
활용 분야	해상 · 고정형 기지국 중심	자율주행 · 항공 · 군사 · 이동통신

출처: RFS Team 4

LEO 지상 인프라의 주인공이 누군데?

위성통신 장비 기업의 실적 가시화가 우선적으로 나타날 전망이다. LEO 위성통신 산업은 서비스 개시 이전 단말 및 지상 인프라의 선제적 구축이 필요하며, 이후에도 위성 증설에 따른 추가 수요가 발생한다. 이에 따라 본 리서치 팀은 위성통신 장비 기업 중 ①**非 스타링크 진영을 고객으로 확보한 기업** ②**게이트웨이·평판형 안테나 기술력을 동시에 보유한 기업**에 주목할 것을 제안한다.

①**非 스타링크 진영을 고객으로 확보한 기업**: 非 스타링크 진영은 원웹과 아마존 레오의 주도로 성장할 전망이다. 현재 원웹은 스타링크 외 유일하게 LEO 위성통신 서비스를 운영 중인 사업자로, Eutelsat과의 합병을 통해 GEO·LEO 멀티오빗 서비스 제공이 가능하다. 아마존 레오는 총 3,232기 규모의 위성망 구축에 100억 달러 이상을 투입할 계획이다. 스타링크에 대한 지정학적 의존 리스크가 부각되면서 각국 정부와 기업들의 非스타링크 진영 수요는 더욱 확대될 것으로 판단한다.

②**게이트웨이·평판형 안테나 기술력을 동시에 보유한 기업**: LEO 위성통신 시장의 성장에 따라 게이트웨이 수요는 증가할 것으로 예상하며, 기존 파라볼릭 안테나의 기술적 한계로 평판형 안테나로의 전환 또한 불가피하다. 따라서 두 제품을 모두 보유한 기업이 위성통신 인프라 전반의 성장 수혜를 온전히 받을 것으로 판단한다.

▶ Top-pick: 인텔리안테크(189300.KQ)

본 리서치팀은 LEO 위성통신 시장의 핵심 수혜 기업으로 인텔리안테크(189300.KQ)를 제시한다.

동사는 ①**非 스타링크 진영 주요 사업자 원웹, 아마존 레오, ASTS 등 대부분의 사업자에 장비를 공급**하고 있으며, ②**게이트웨이와 ESA를 공급하는 국내 유일 기업**으로, LEO 위성통신 확산에 따른 인프라 수요 확대의 직접적인 수혜가 예상된다.

非 스타링크 고객사 확보가 핵심
원웹·아마존 성장의 수혜 가능 기업

인프라 전반 성장 수혜 가능 기업

[자료 1-11] 인텔리안테크(189300.KQ) 주가 분석

(단위: 원)



출처: 동사, RFS Team 4

II. Company Overview

동사는 지상용 위성통신 안테나 사업의 성장을 중심으로, '25년 매출액 3,196억 원(YoY +24.0%), 영업이익 120억 원의 턴어라운드를 달성했다. 글로벌 위성통신 서비스 기업들이 본격적인 위성 발사를 진행하는 가운데, '27년 동사의 탑라인 성장 및 견조한 실적 흐름이 전망된다.

기업개요

동사는 '04년 설립된 위성통신 안테나 시스템 개발·제조 기업이다. 해상용 안테나 사업을 주력 사업으로 영위해왔으며, '19년 원웹과의 파트너십을 기점으로 LEO용 지상 터미널 및 게이트웨이로 사업을 확장했다. 미국, 네덜란드, 영국 등 6개국에 해외법인 및 지사를 설립하여 글로벌 위성통신 서비스 기업을 대상으로 안테나를 공급하고 있다.

사업부별 분석

동사는 ①해상용 위성통신 안테나 ②지상용 위성통신 안테나 사업을 영위하고 있다.

해상용 위성통신 안테나

글로벌 GEO VSAT 시장 1위
LEO/MEO·Hybrid 확장 본격화

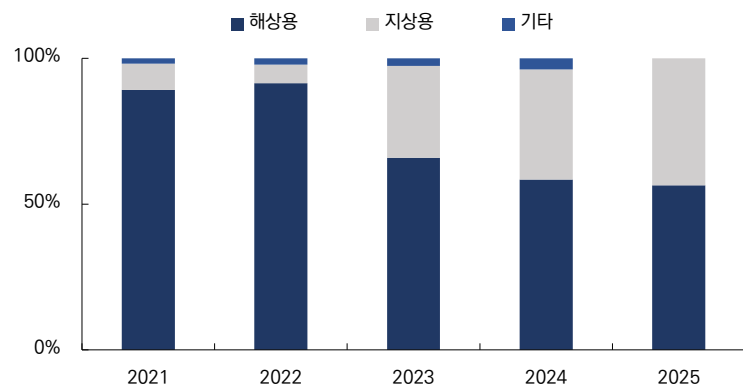
선박 탑재용 이동형 터미널 사업으로, '25년 매출 1,802억 원(YoY +19.6%)으로 동사 매출의 약 56.4%를 담당하는 주력 사업이다. 주력 제품인 글로벌 GEO VSAT 시장에서 M/S 1위를 유지하고 있으며, LEO/MEO 및 GEO Hybrid, GMDSS 등으로의 포트폴리오 확장을 통해 성장세를 이어갈 전망이다. 출시가 지연되었던 고객사의 멀티오빗 서비스 NexusWave의 판매가 속행되며 매출을 견인할 것으로 예상된다.

지상용 위성통신 안테나

지상용 매출 YoY+43.2% 성장
아마존·원웹 발사 확대 수혜

'25년 매출 1,394억 원(YoY +43.2%)으로 동사 매출의 43.6%를 담당한다. 동사는 지상용 위성통신 안테나로 이동형·고정형 파라볼릭 안테나·평판형 안테나·게이트웨이 안테나 등의 제품을 판매하고 있으며, 특히 '25년 게이트웨이 안테나의 폭발적인 수요에 힘 입어 큰 성장폭을 보였다. 주 고객사인 아마존, 원웹 등 글로벌 위성통신 서비스 기업의 본격적인 위성 발사와 함께 성장세를 지속할 것으로 사료된다. 이외에도 군사용·항공용 터미널을 개발하여 사업을 확장할 전망이다.

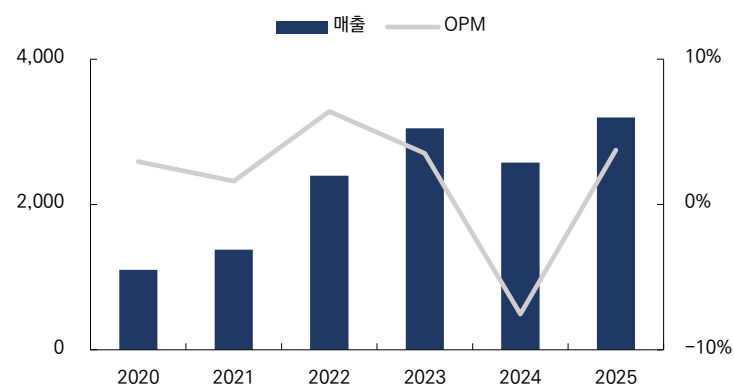
[자료 2-1] 인텔리안테크 제품 비중 추이



출처: 인텔리안테크, RFS Team4

(단위: %)

[자료 2-2] 인텔리안테크 매출액 및 영업이익 추이



출처: 인텔리안테크, RFS Team4

비즈니스 모델

동사는 위성통신 밸류체인 내에서 위성통신망과 사용자를 연결하는 핵심 인프라 역할을 수행한다. 위성통신 안테나는 사용자 단말에서의 신호를 수신하여 위성으로 송신하며, 다시 위성 신호를 받아 통신사의 지상 통신망으로 연결하는 매개체다. 동사는 위성통신 사업자별 통신망 규격에 호환하는 전용 안테나 제품을 개발하여 최적화된 맞춤 솔루션을 공급하는 독립적 제조사로서의 지위를 확보하고 있다.

동사의 매출은 제품 인도 시점을 기준으로 인식한다. 고객사의 제품주문서·입찰·예측을 기반으로 생산 계획을 수립하며, 납품은 고객사의 일정에 맞춰 탄력적으로 진행된다. 이에 따라 동사의 매출은 특정 시점의 주 잔고보다 고객사의 발주 빈도 및 납품 일정에 직접적인 영향을 받는다.

핵심 제품

LEO 위성 확대에 따라, ①게이트웨이 안테나 ②평판형 안테나가 동사의 핵심 제품으로 자리매김하고 있다.

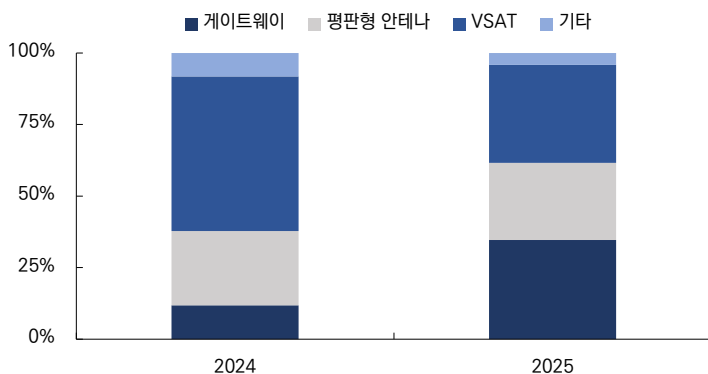
①게이트웨이 안테나: 위성 신호를 수신하여 지상 코어 네트워크로 연결하는 핵심 하드웨어로, 동사의 핵심 수익원으로 자리매김했다. SES·원웹 등 글로벌 위성통신 기업에 공급하고 있으며, ASTS·스페이스 X 등의 기업에 D2D 위성통신용 게이트웨이 안테나를 개발·공급하여 영역을 확장하고 있다.

②평판형 안테나: 전자식으로 송수신 방향을 조절하는 유저 터미널이다. 동사는 스타링크에 이어 전세계 두번째로 평판형 안테나를 상용화했으며, Ku·Ka·L밴드 다중 대역 및 Wide Ka-band feed 기술로 경쟁력을 갖췄다. OW10HM·OW10HV 등 고정형·이동형 평판형 안테나를 개발하여, '24년부터 군사·해상 등의 다양한 분야로 공급하고 있다.

재무 분석

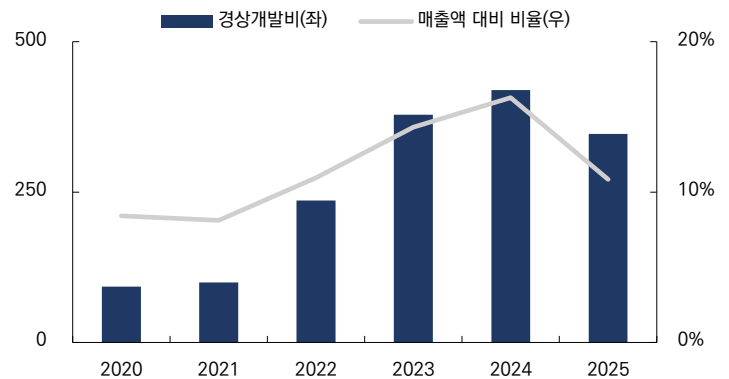
'25년 동사의 영업이익은 120억 원으로 흑자전환 했으며, 향후 실적 상승세를 지속할 전망이다. 턱어라운드 핵심 동력은 매출 확장과 더불어 재무적 부담으로 작용했던 경장개발비의 감소에 있다. '25년 동사의 경장개발비는 347억 원(YoY -17.4%), 매출액 대비 비율 10.8%(YoY -5.5%p)로, 다년간의 상승세를 꺾고 감소했다. 이는 게이트웨이, 평판형 안테나 등의 신제품 개발 사이클이 안정화 단계에 진입한 것으로 판단되며, 재무 안정성 역시 상승 국면으로 진입할 것으로 예상된다.

[자료 2-3] 인텔리안테크 제품별 매출 비중 추이



출처: 인텔리안테크, RFS Team4

[자료 2-4] 인텔리안테크 경장개발비 및 매출액 대비 비율 추이 (단위: 억 원, %)



출처: 인텔리안테크, RFS Team4

III. Investment Point

Investment Point 1. 웨잇, 게이트웨이~♪

'27E 동사의 게이트웨이 매출액 2,155억 원(YoY +53%)을 전망한다. 글로벌 LEO 통신망 사업자의 시장 진입 본격화에 따라, 非 스타링크 진영 내 핵심 벤더로 자리잡은 동사의 수혜를 전망한다. 이는 1)非 스타링크 진영 내 동사의 게이트웨이 독점적 지위와 2)LEO 시장의 본격적 개화에 따른 주요 고객사의 게이트웨이 수주 증가에 기인한다.

1-(1) 非 스타링크 진영 내 독점적 지위

글로벌 LEO 통신망 사업자의 시장 진입 본격화에 따라, 非 스타링크 진영 내 게이트웨이 수요가 증가할 전망이다. '26년은 Amazon, TELESAT, ASTS 등 LEO 사업자의 통신망 인프라 구축이 본격화되는 원년이다. 선두업체인 스타링크는 발사부터 위성 제조, 단말에 이르는 수직계열화를 이루고 있음을 고려할 때, 주요 LEO 사업자는 非 스타링크 공급망을 채택할 것으로 판단한다.

非 스타링크 진영 내 게이트웨이 외주 조달 수요 확대는 LEO 게이트웨이 시장 내 독점적 지위를 확보한 동사의 수혜로 직결될 전망이다. 동사는 非 스타링크 진영의 게이트웨이 핵심 공급사로, 사실상 독점적 공급 지위를 보유하고 있다. 이는 1)듀얼 벤더 경쟁구도 내 Cobham의 이탈, 2)기술적 우위 기반의 공급 레퍼런스 확보에 기인한다.

'24년 Cobham의 수주 물량 드랍과 동사의 양산 성공이 맞물리며, 동사는 멀티 벤더 경쟁 구도에서 우위를 점한 것으로 판단된다. 초기 게이트웨이 시장은 동사와 Cobham 중심으로, 두 기업은 '22년 듀얼 벤더 구조의 Amazon 개발사로 선정됐다. 그러나 '24년 9월 Cobham의 양산 준비 미비에 따른 Amazon 물량 드랍 이후, 전체 물량을 동사가 담당하며 동사는 시장 초기 핵심 벤더의 입지를 확보했다. Cobham의 부진은 '19년 사모펀드 Advent에 인수되며 사업부 및 연구개발비가 축소된 영향이 컸던 것으로 판단된다.

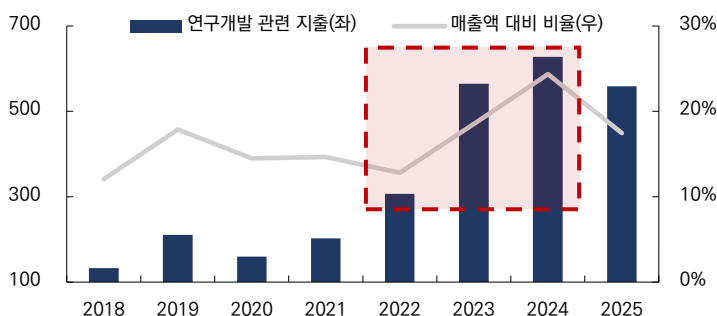
Cobham이 전방사 벤더에서 이탈한 반면, 동사는 양산에 성공한 단일 벤더로서 공급 레퍼런스를 확보하며 기술적 우위를 증명했다. 게이트웨이는 움직이는 위성 추적 및 신호 유지를 위해 GEO 대비 고도의 기술력이 요구되는 분야다. 동사는 '22년 연구개발비 306억, '23년 564억 원을 투입하며 선제적 투자를 통해 양산에 성공했으며, '24년 9월 Cobham의 드랍 물량인 890억 규모의 추가 수주를 확보했다. 이후 '24년 TELESAT, '25년 ASTS 등 非 스타링크 진영 내 대부분의 LEO 사업자와 공급 관계를 구축하며 非 스타링크 진영의 LEO 인프라 투자 확대에 따른 직접 수혜를 전망한다.

스타링크의 수직계열화 구조
→ 非 스타링크 외주 수요 확대

경쟁사 차질에 따른 우위 확보
아마존 초기 시장 내 입지 강화

[자료 3-1] 연구개발 관련 지출/매출액 대비 비중

(단위: 억 원, %)



출처: 인텔리안테크, RFS Team 4

[자료 3-2] 게이트웨이 수주 공시 내역

(단위: 억 원)

고객사	계약금액(억 원)	계약 시작일	계약 종료일
Amazon	306	2023-08-17	2025-09-30
Amazon	357	2024-04-24	2025-11-30
Amazon	891	2024-09-23	2026-10-11
TELESAT	290	2024-10-17	2027-12-31
ASTS	281	2025-08-08	2026-12-31
Amazon	864	2025-12-16	2028-02-08

출처: 인텔리안테크, RFS Team 4

1-(2) 여기는~ 아~마~존입니다

'27E 게이트웨이 매출액
2,155억 원(YoY +53%) 전망

동사의 '27E 게이트웨이 매출액 2,155억 원(YoY +53%)을 전망한다. 동사는 메인 벤더의 공급 레퍼런스를 기반으로, 非 스타링크 진영 전방사 확대에 따른 추가 수주를 확보할 것으로 전망한다. 특히 1)Amazon의 위성 roll out 가속화에 따른 게이트웨이 신규 수주 확보, 2)ASTS·TELESAT 중심의 고객사 다변화는 동사의 추가적인 리레이팅 요인으로 작용할 전망이다.

Amazon

'26E Amazon向 게이트웨이 매출액 1,003억 원을 전망한다. Amazon은 게이트웨이 개발부터 양산까지 함께 한 핵심 고객사로, 동사는 '24년 9월 이후 Amazon의 독점 공급사 지위를 유지하고 있다. '26년 아마존 레오의 위성 roll out 본격화로, 동사는 Amazon向 수주잔고 매출 인식 가속화 및 신규 수주에 따른 실적 가시성을 확보할 전망이다.

Amazon 목표 위성 수 및 FCC 규정
달성 위한 위성 roll out 확대 전망

Amazon은 '26년 서비스 개시와 3,232기의 목표 위성 수 달성을 위해 위성 roll out을 가속화할 것으로 전망한다. Amazon의 지상 인프라 구축은 아직 초기단계에 머물러 있다. 현재 위성 수는 약 212기에 불과한 반면, 아마존 레오는 총 3,232기의 위성을 배치해 '29년까지 발사를 완료해야 한다. FCC 규정상 마일스톤을 충족하지 못할 경우 승인 범위가 해당 시점 운용 위성 수에 맞춰 축소될 수 있다는 점에서, Amazon은 규제상 불이익을 피하기 위해 위성 roll out을 가속화할 전망이다.

위성 roll out에 따른 수주잔고
소진 및 후속 발주 가속화 전망

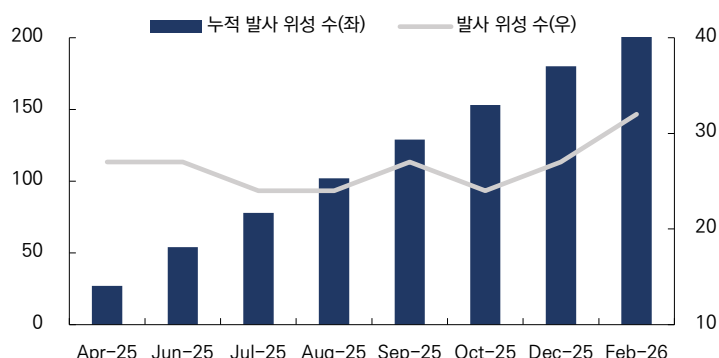
Amazon의 위성 roll out 본격화 흐름은 동사의 수주잔고 소진 및 후속 발주 시점을 앞당길 전망이다. 게이트웨이 구축은 위성 발사 이전에 완료되어야 한다. Amazon의 위성 roll out 가속화에 따라 기존 공급 계약 이전에 게이트웨이 납품 및 매출인식이 진행될 것으로 판단된다. 실제로 Amazon과의 1차 계약 물량은 기존 공급 시기 대비 3분기 앞당겨 소진됐다. 2~3차 물량 또한 '25년 대부분 소진된 것으로 파악되며, 이에 따라 게이트웨이 후속 발주가 본격화될 것으로 전망한다.

신규 수주에 따른 '27E Amazon向
매출액 1,465억 원(YoY +68%) 전망

게이트웨이 수주잔고 소진이 기존 공급 계획 대비 빠르게 진행됨에 따라, '27년 Amazon向 게이트웨이 매출액 1,465억 원(YoY +68%)을 전망한다. Amazon의 목표 위성 수를 고려할 때, 300개 이상의 게이트웨이 사이트 및 1,500개의 게이트웨이 구축이 필요하다. 현재 구축된 Amazon의 게이트웨이 사이트는 약 80개 수준으로, 향후 627개의 게이트웨이 후속 발주가 진행될 것으로 추정된다. 동사는 독점 공급사로서 Amazon의 게이트웨이 후속 발주 물량 전량을 확보할 것으로 전망한다. 초기 공급 레퍼런스와 신뢰성이 중요한 게이트웨이 특성상, 양산·납품 이력을 확보한 동사 외 타 벤더의 신규 진입 가능성은 제한적이라고 판단한다.

[자료 3-3] Amazon 위성 발사 추이

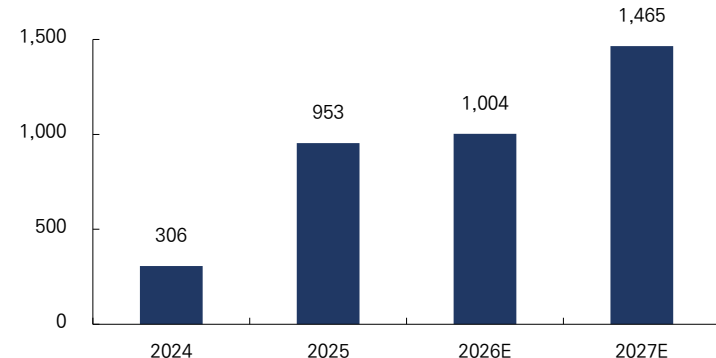
(단위: 기)



출처: Amazon, RFS Team 4

[자료 3-4] Amazon 게이트웨이 매출액 추이

(단위: 억 원)



출처: 인텔리안테크, RFS Team 4

1-(3) 고객사 다변화

Amazon 레퍼런스 기반 고객사 다변화
ASTS·TELESAT向 공급 확대 본격화 전망

'27년 ASTS, TELESAT向 게이트웨이 매출액 690억 원(YoY +70.5%)을 전망한다. 당사는 Amazon 공급 레퍼런스를 기반으로, 고객사를 다변화하며 非 스타링크 진영 내 대부분의 LEO 사업자와 공급 관계를 구축하고 있다. 특히 ASTS와 TELESAT과 각 280억 원 규모의 게이트웨이 공급 계약을 체결하며 고객 기반을 확장하고 있는 것으로 판단된다.

①ASTS

ASTS 뉴글렌 적층형 로켓 투입
→ 위성 roll out 가속에 따른
서비스 개시구간 진입

'26년 ASTS向 수주 계약 매출 인식에 따라, 당사는 '26E ASTS向 게이트웨이 매출액 280억 원을 달성할 전망이다. ASTS는 '26년 45~60기의 위성을 추가 배치하며 서비스 개시 구간에 진입할 전망이다. '26년 4월 블록2 3차 발사부터 뉴글렌 적층형 로켓 투입으로 회당 최대 8기의 위성 발사가 가능해짐에 따라, 위성 roll out은 한층 가속화될 것으로 판단한다. '25년 말 기준 ASTS의 게이트웨이 구축 규모는 15개에 그친다는 점을 감안할 때, 280억 원 규모의 ASTS向 수주는 '26년 전량 매출 인식될 전망이다.

'27E ASTS向 게이트웨이 매출액 524억 원(YoY +87%)을 전망한다. ASTS의 최종 목표 위성 수는 243기로, 이에 따른 '27년 183기의 ASTS 게이트웨이 추가 수요가 발생할 전망이다. ASTS 게이트웨이는 Q/V 밴드를 활용한다는 점을 고려할 때, 추가 수요는 '27년 내 동사의 신규 수주로 이어질 것으로 판단한다. 대부분의 게이트웨이 주파수 대역은 Ka/Ku밴드이나, 당사는 더 큰 주파수 대역의 Q/V밴드 게이트웨이 개발을 ASTS와 진행하고 있다. Ka/Ku밴드를 활용하는 게이트웨이 대비 높은 기술력을 요구하기에, 이는 ASTS向 후속 발주 모멘텀으로 작용할 전망이다.

②TELESAT

'27E TELESAT向 게이트웨이 매출액
165억 원(YoY +33.3%) 전망

'27E TELESAT向 게이트웨이 매출액 165억 원(YoY +33.3%)을 전망한다. TELESAT은 '28년 초까지 156기, '30년까지 198기의 위성을 배치하기 위해 '30년까지 8억 달러를 자상 인프라에 투자할 계획이다. 이에 따라 위성 발사 일정에 맞춘 게이트웨이 구축도 본격화될 전망이다. 당사는 4Q24에 TELESAT과 약 290억 원 규모의 127개 게이트웨이 안테나 개발 및 공급 계약을 체결했고, '26년부터 공급이 본격화되며 TELESAT向 게이트웨이 레퍼런스를 확보할 전망이다. 이는 향후 TELESAT의 추가 게이트웨이 발주와 누적 수주 확대를 견인하는 모멘텀으로 작용할 것으로 판단한다.

[자료 3-5] ASTS 위성 발사 계획

발사 번호	3	4	5	6	7	8
인도 준비	Apr-26	May-26	May-26	Jun-26	Jun-26	Jul-26
마이크론 배치	완료	완료	완료	완료	완료	완료
발사 번호	9	10	11	12	13	
인도 준비	Aug-26	Sep-26	Oct-26	Nov-26	Dec-26	
마이크론 배치	Apr-26	May-26	Jun-26	Jul-26	Aug-26	

출처: ASTS, RFS Team 4

[자료 3-6] 밴드 별 특징

특성	Ku 밴드	Ka 밴드	Ka 밴드
주파수 대역	12~18GHz	26.5~40 GHz	33~75 GHz
대역폭	약 6 GHz	약 13.5 GHz	약 42 GHz
도달 거리	비교적 멀리 도달 가능	중간	짧음
기후 영향	낮음	중간	높음
용도	위성방송, 항공기 인터넷	위성인터넷, 군사 통신	차세대 위성통신

출처: 언론종합, RFS Team 4

Investment Point 2. 평판하다 평판한~♪

동사의 '27년 평판형 안테나 매출 2,127억 원(YoY +29.6%)을 전망한다. 게이트웨이의 성장에 더해 평판형 안테나는 동사의 핵심 성장 축으로 자리매김할 전망이다. 이는 1)원웹의 서비스 확대에 따른 수혜, 2)해상용 평판형 안테나 성장의 본격화에 기인한다.

2-(1) 년 나를 원웹~♪

동사의 '27년 지상용 평판형 안테나 매출 1,086억 원(YoY +18.5%)을 전망한다. 1)원웹의 LEO 서비스 확대에 따른 평판형 안테나 Q 증가, 2)레퍼런스에 기반한 수요 흡수에 기반한 동사 지상용 평판형 안테나 부문의 외형 성장이 전망된다.

원웹 확장에 따른 수혜

원웹의 글로벌 서비스 개시에 따라 원웹에 평판형 안테나를 공급하고 있는 동사의 수혜가 전망된다. 2H25 원웹의 LEO 서비스 매출은 약 1억 1,100만 유로(YoY +60%)로 가파른 성장세를 보이고 있다. '21년 계약한 약 829억 원 규모의 초기 네트워크 구축 물량이 소진됨에 따라, 원웹의 서비스 확대에 비례한 지속적인 단말 수요가 발생할 것으로 판단한다.

특히 음영 인구가 가장 많은 인도 시장으로의 진입은 원웹 LEO 서비스의 핵심 축으로 작용할 전망이다. 원웹은 '25년 8월 인도 2위 통신사인 Bharti와 계약하며 인도 통신 시장에 본격적으로 진입했다. 이미 게이트웨이는 구축 완료되었으며, 인도 해군 프로젝트에 1월부터 실제 적용되고 있는 것으로 파악된다. 상용화가 본격화될 경우 원웹의 서비스 규모가 대폭 확대될 것으로 판단한다.

LEO 서비스의 성장세에 더해 원웹은 '26년부터 CAPEX를 확대할 예정이며, 이는 동사의 추가 성장 모멘텀으로 작용할 전망이다. 원웹은 '30년까지 총 40억 유로 이상의 CAPEX를 투입해 1기 인프라 보충과 위성 340개 추가 구축을 진행할 계획이다. '27년까지 725개의 위성이 확보될 것으로 전망되며, 이를 기반으로 원웹의 서비스 확장이 본격화될 것으로 판단한다.

레퍼런스 CHECK

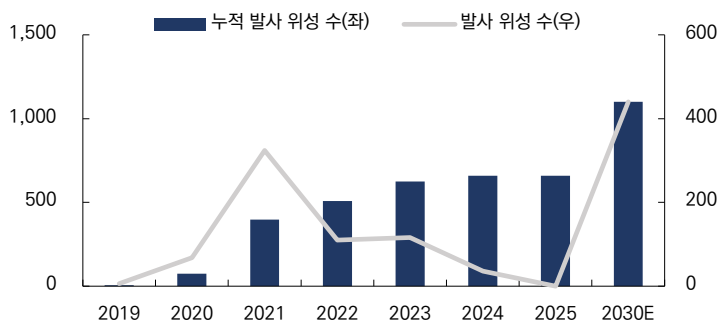
동사는 검증된 레퍼런스를 기반으로, '27년 약 9,945개의 지상용 평판형 안테나 수요를 흡수할 전망이다. 동사는 '21년부터 원웹 통신망용 평판형 안테나 설계에 참여해왔으며, 양산 과정에서 원웹의 규격 인증을 확보한 핵심 공급사다. RF 기반 통합 시스템 구조가 요구되는 특성에 의해 신규 공급사의 진입은 제한적이며, 원웹의 단말기 수요는 당사 네트워크에 최적화된 동사의 Q 증가로 직결될 전망이다.

원웹 인도 시장 진입
+ CAPEX 확대 본격화
→ 서비스 확장 기반 성장 가속 전망

RF기반 통합 시스템: 안테나-회로
-신호처리의 일체형 구조

[자료 3-7] 원웹 위성 수 전망

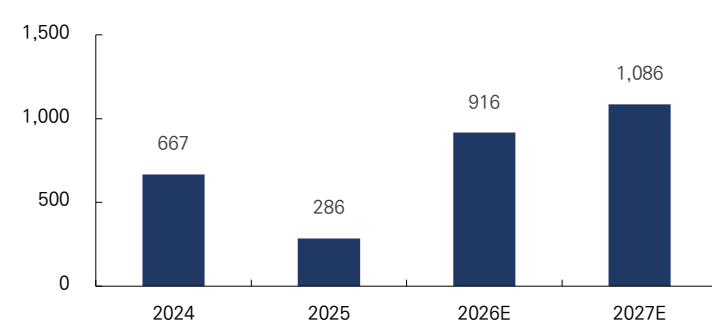
(단위: 기)



출처: 원웹, RFS Team 4

[자료 3-8] 지상용 평판형 안테나 매출 추이 및 전망

(단위: 억 원)



출처: 인텔리안테크, RFS Team 4

2-(2) NexusWave가 불러올 NextWave

동사의 '27년 해상용 평판형 안테나 매출 1,041억 원(YoY +43.8%)을 전망한다. 이는 1)NexusWave 확대에 따른 수혜와 2)견고한 해상용 안테나 경쟁력에 기인한다. '25년부터 매출에 기여하기 시작한 해상용 평판형 안테나는 동사의 핵심 성장 축으로 자리매김할 전망이다.

NextWave

인마셋의 NexusWave 판매 개시에 따라 동사 평판형 안테나 수요가 확대될 것으로 전망한다. '25년 서비스 개시 1년 만에 약 2,500척의 선박에 설치되며 폭발적인 성장세를 보이고 있다. 특히 이전 세대 FleetXpress 안테나 교체주기가 5년 수준이라는 점을 감안할 때, '20년 FleetXpress 교체 수요가 우선적으로 발생하고 있는 것으로 파악된다. 이에 따라 약 2,500대에 대한 교체 수요가 '27년 본격화될 것으로 예상되며, 신규 수요를 감안할 시 약 3,083개의 평판형 안테나 수요가 발생할 전망이다.

카니발리제이션 우려 또한 제한적일 것으로 판단한다. '24년 NexusWave의 판매가 지연된 가운데, 스타링크가 동사의 주요 고객인 Carnival을 흡수하며 동사의 시장 지배력에 대한 우려가 확산된 것으로 파악된다. 반면 스타링크는 단독 운용 구조의 한계로 인해 혼잡 구간에서 트래픽이 발생하며, 통신 안전성이 제한된다. 실제로 '25년 7월 글로벌 서비스 중단을 겪은 데 이어 지속적으로 불안정 문제가 이어지고 있는 것으로 파악된다.

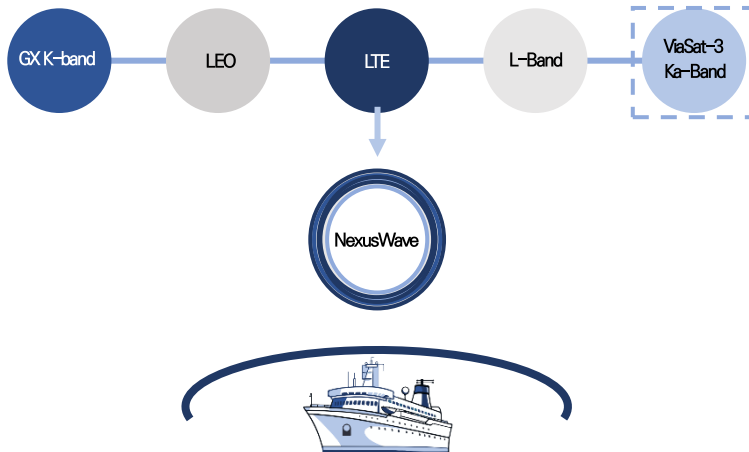
견고하다 해상용

해상용 안테나 시장 내 압도적인 M/S 또한 견조할 것으로 판단한다. LEO 통신 서비스 확산으로 해상 시장 내 평판형 안테나의 수요가 증가하는 가운데, 해상용 평판형 안테나 양산이 가능한 업체는 동사와 스타링크로 제한적이다. 스타링크가 수직 계열화 전략을 취함에 따라 외부 공급이 가능한 업체는 사실상 동사가 유일한 것으로 파악된다. '25년부터 양산된 동사의 해상용 평판형 안테나의 독점적인 공급 능력을 기반으로, 약 60%에 달하는 압도적인 해상용 안테나 점유율을 유지할 전망이다.

NexusWave 확산에 따른 수요 확대
FleetXpress 교체 수요 본격화

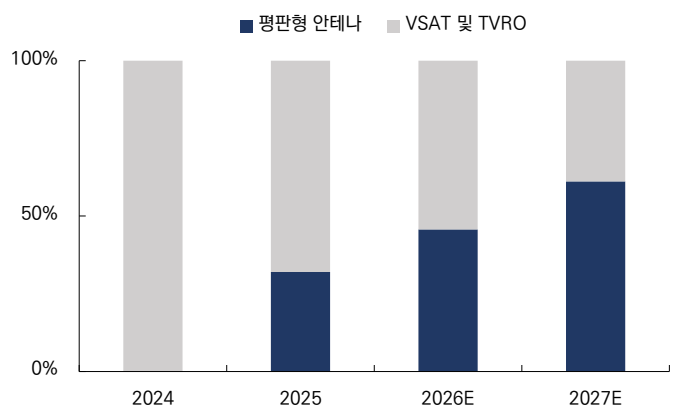
스타링크 서비스 불안정성
→ 카니발리제이션 우려 제한적

[자료 3-9] 인마셋 NexusWave 상품 개념



[자료 3-10] 해상용 안테나 내 평판형 비중

(단위: %)



IV. Check Point

'26년부터 동사의 GMDSS 사업은 중장기 수익원으로 자리매김할 것으로 판단한다. 4Q25 GMDSS의 출시로 본격적인 실적 기여가 가능할 것으로 기대한다. 이는 1)SOLAS 개정에 따른 수요 확대와 2)인마셋·Iridium 양방향 포지셔닝을 통한 수요 흡수에 기인한다.

SOLAS에 따른 강제적 GMDSS 수요 상승

SOLAS 개정은 GMDSS 교체 수요를 발생시키는 요인으로 작용할 전망이다. IMO의 SOLAS 규정에 따라 300t 이상의 선박과 모든 여객선은 GMDSS를 반드시 탑재해야 하며, '24년 현대화 개정으로 '28년부터 구형 GMDSS의 신규 공급 및 교체가 불가하다. SOLAS 적용 선박의 신형 GMDSS 전환 수요가 순차적으로 발생할 것으로 예상하며, 개정안에서 메인·백업 2개의 GMDSS 설치를 권고함에 따라 선박당 복수의 수요가 창출될 것으로 판단한다.

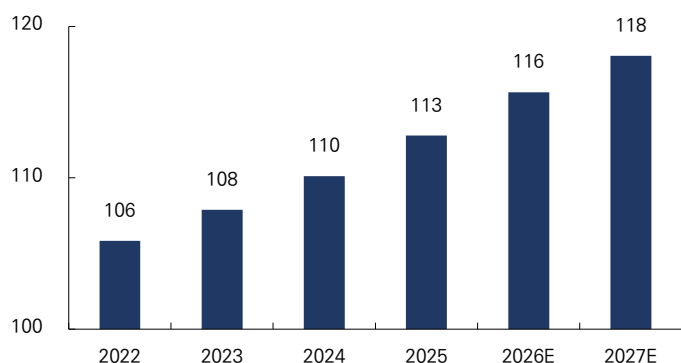
Iridium, 인마셋을 통한 GMDSS 시장 진입 및 수요 흡수

동사는 인마셋·Iridium 양방향 공급으로 수요를 온전히 흡수할 전망이다. '91년 이후 GMDSS 시장은 IMO에서 분할·출범한 인마셋의 독점체제로 유지되었으나, 4Q20 Iridium의 서비스 상용화로 경쟁 구도가 형성되었다. 동사는 양사의 L-BAND 위성 단말 개발사로 선정되었으며, 4Q24 부산 GMDSS 개발 센터를 설립하여 역량을 강화하고 있다.

'26년 Iridium向 GMDSS의 본격적인 매출 인식이 기대된다. 4Q25 Iridium LEO 통신망 Certus용 C200M, C700M을 출시하여 GMDSS 시장에 진입했으며, '26년 신제품 C100M을 출시할 예정이다. 특히 C700M은 CERTUS망 최상위 규격 700을 활용하는 유일한 상용화 GMDSS 단말로서 독보적인 경쟁력을 갖는다. 동사의 제품군은 기존 Iridium向 위성 단말 공급을 독점하던 Lars Thrane의 신제품 LT-4200S보다 뛰어난 디지털 UI와 통합 장치 구성, 규격 다양성을 기반으로 수요를 흡수할 것으로 기대된다.

'26년 인마셋 SDT 출시를 통해 인마셋向 수요도 흡수할 전망이다. 동사는 '23년 인마셋과 차세대 서비스 Fleet Safety의 L-BAND 단말 개발 협약을 체결했으며, '26년 인마셋 SDT를 출시할 예정이다. 인마셋이 SDT를 표준 MST로 선정한 만큼 인마셋向 위성 단말 경쟁 구도에서 안정적 지위를 확보할 것으로 판단한다.

[자료 4-1] 연도별 SOLAS 대상 선대 추이



출처: Clarkson, RFS Team 4

(단위: 천 척) [자료 4-2] 경쟁사 제품 비교

구분	C700M	LT-4200S
인터페이스	터치식 7인치	버튼형 4인치
최대 속도	704kbps	176kbps
장치구성	sdt · bdu · 안테나 통합 단말 내장 와이파이 탑재	안테나 · 제어기 · 헤드셋 분리형
확장성	오픈 API 지원 원격 관리 가능	외부 하드웨어 추가 필요

출처: 인텔리안테크, Lars Thrane, RFS Team 4

V. Risk

Q. Amazon에 편중된 게이트웨이 안테나 매출 구조 리스크는 없는가?

A. '25년 Amazon向 게이트웨이 안테나 매출은 1,108억 원으로 게이트웨이 안테나 매출의 전량을 차지하여 단일 고객 편중 구조의 우려는 유효하다. 그러나 '26년부터 ASTS-TELESAT向 매출이 신규로 발생하여 매출 포트폴리오가 다변화되며 이를 해소할 전망이다. 이에 따라 게이트웨이 매출 내 Amazon向 비중은 '26E 71.3%(YoY -28.7%), '27E 67.9%(YoY -3.4%)로 하락할 전망이며, 중장기적으로 동사의 매출 안정성은 개선될 것으로 판단한다.

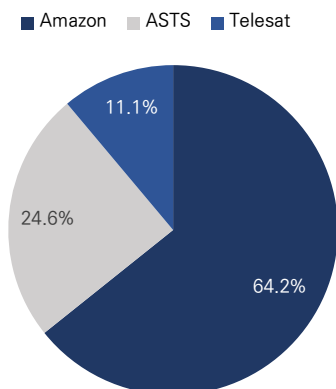
Q. LEO 경쟁 심화 흐름 중 대형 방산·전자 업체들의 진입에도 경쟁 우위를 유지할 수 있는가?

A. 동사는 위성통신 시장의 높은 진입장벽과 주요 위성통신 서비스 기업과의 레퍼런스 및 공급 관계를 바탕으로, 대형 업체의 시장 진입에도 경쟁 우위를 유지할 것으로 판단한다.

위성통신 장비 시장은 까다로운 고객사별 인증 절차와 높은 수준의 기술이 요구되어 신규 진입자가 시장에 안착하기까지 상당한 시간이 소요된다. '26년은 LEO 인프라 투자가 본격화되는 시점으로, 시장 수요 확대 속도가 경쟁사의 진입 속도를 상회할 것으로 판단한다.

동사는 Amazon·ASTS·원웹 등 주요 LEO 서비스 기업 전반의 공급 레퍼런스를 기반으로 경쟁 우위를 지속할 전망이다. 글로벌 위성통신 서비스 기업은 서비스 안정성을 위해 검증된 레퍼런스를 보유한 기업과의 계약을 선호한다. Amazon은 게이트웨이 초기 물량을 Cobham과 동사에 분할 발주하였으나, Cobham의 제품 개발 실패 이후 사실상 동사에 독점 발주하고 있다. 레퍼런스 기반의 후속 수주가 지속되는 가운데, 신규 진입자가 이를 대체하기 위해서는 상당한 시간과 검증 과정이 필요하기에 실질적인 리스크는 제한적일 것으로 판단한다.

[자료 5-1] '27년 고객사별 게이트웨이 매출 비중



출처: RFS Team 4

(단위: %) [자료 5-2] 동사의 LEO 서비스 기업 공급 레퍼런스

고객사	거래 제품
Amazon	게이트웨이 안테나
유텔셋-원웹	게이트웨이 안테나 지상·해상용 파라볼릭·평판형 안테나 군용 이동형 안테나
ASTS	게이트웨이 안테나
TELESAT	게이트웨이 안테나
SES	지상·해상용 파라볼릭 안테나

출처: 인텔리안테크, 인텔리안테크, RFS Team 4

VI. Valuation

Historical PER Valuation

Target P/E 36.47배, 목표주가 182,800원, 상승여력 42.7%, 투자 의견 BUY를 제시한다.

▶ Why not Peer PER?

: 동사의 LEO 위성 통신용 안테나 사업과 유사한 국내 Peer가 존재하지 않아 국내 Peer 선정이 불가능하며, Global Peer로는 Kymeta-Cobham-Hughes 등이 존재하나 사업 규모와 시장 지배력에 차이가 존재한다. 특히 Kymeta의 경우 비상장사, Cobham의 경우 '21년 상장 폐지하였음에 따라 Peer Valuation은 적합하지 않은 것으로 판단했다.

▶ 전방사 수요 증가에 따른 실적 확대 국면

본 리서치팀은 동사의 Valuation 기법으로 Historical PER 방식을 채택하였다. Target P/E는 2Q22~3Q22 PER인 36.47배를 적용하였으며, 선정 논리의 근거는 다음과 같다.

①본격화된 위성 통신 인프라 수요 증가: '26~'27년은 LEO 위성 통신 서비스의 확대와 이에 따른 인프라 수요가 폭발적으로 증가하며 동사의 수혜가 예상되는 시기이다. 이는 2Q22~3Q22의 LEO 위성 통신 서비스 확대 구간 진입 시점과 유사한 국면이라 판단한다.

②실적 성장 및 수익성 개선 구간: 2Q22~3Q22는 해상용 VSAT 안테나 수요 확대와 고사양 제품 비중 증가에 따라 동사의 매출과 이익이 동시에 성장한 시기이다. 특히 선박 내 데이터 사용량 증가에 대응한 고성능 통신 장비 수요가 확대되며 ASP가 상승하였고, 출하량 증가가 수익성 개선으로 이어지는 영업 레버리지 효과가 본격적으로 나타났다. 이는 '27년부터 가속화될 동사의 실적 확대 구간과 유사하다고 판단한다.

Historical PER Valuation

인텔리안테크 P/E Valuation				
구분		단위	비고	
2027E 당기순이익	53,817	백만 원	(A)	
발행주식수	10,737,497	주	(B)	
2027E EPS	5,012	원	(C) = (A) ÷ (B)	
Target P/E	36.47	(배)	(D)	
적정주가	182,800	원	(E) = (C) × (D)	
목표주가	182,800	원		
현재주가	128,100	원		
상승여력	42.7	%		

출처: RFS Team 4

VII. Estimation Logic

매출추정

동사의 매출은 ①게이트웨이 ②평판형 안테나 ③VSAT ④TVRO로 구분하여 추정하였다. 전체 매출액의 60% 이상을 차지하는 게이트웨이와 평판형 안테나를 중심으로 추정을 진행하였으며, 기타 부문의 경우 정보통신공사와의 계약이 종료되어 추정에 반영하지 않았다. 최종 매출 추정 Table은 다음과 같다.

[자료 7-1] 총 매출추정 Table

(단위: 백만 원)

매출 추정 종합				
(단위: 백만 원)	2024A	2025A	2026E	2027E
매출	257,769	319,628	403,304	506,744
YoY(%)		24.00%	26.18%	25.65%
게이트웨이	30,619	110,800	140,844	215,542
YoY(%)		261.87%	27.12%	53.04%
of Revenue(%)	11.9%	34.7%	34.9%	42.5%
평판형 안테나	66,728	86,300	164,059	212,654
YoY(%)		29.33%	90.10%	29.62%
of Revenue(%)	25.9%	27.0%	40.7%	42.0%
VSAT	139,365	109,210	85,821	66,043
YoY(%)		-21.64%	-21.42%	-23.05%
of Revenue(%)	54.1%	34.2%	21.3%	13.0%
TVRO	11,352	13,318	12,580	12,505
YoY(%)		17.32%	-5.54%	-0.59%
of Revenue(%)	4.4%	4.2%	3.1%	2.5%
기타	9,705			
YoY(%)				
of Revenue(%)	3.8%			

출처: RFS Team 4

①게이트웨이

게이트웨이 부문 매출의 경우, 주요 고객사인 1)Amazon, 2)ASTS, 3)TELESAT으로 구분하였다. 수주 계약 기반으로 매출이 인식되기에, 수주잔고를 기반으로 추정된 뒤 예상 신규 수주에 따른 매출액을 합산하여 추정하였다. 최종 게이트웨이 매출추정 Table은 다음과 같다.

[자료 7-2] 총 게이트웨이 매출추정 Table

(단위: 백만 원)

게이트웨이 매출 추정 종합					
(단위: 백만 원)	2023A	2024A	2025A	2026E	2027E
게이트웨이	14,600	30,619	110,800	140,844	215,542
YoY(%)		109.7%	261.9%	27.1%	53.0%
Amazon		30,619	110,800	100,375	146,529
of Revenue(%)		100.0%	261.9%	71.3%	68.0%
AST Spacemobile				28,051	52,455
of Revenue(%)					87.0%
Telesat				12,418	16,557
of Revenue(%)					33.3%

출처: RFS Team 4

1)Amazon

[공통 P 추정] '25년 80개의 Amazon 게이트웨이 사이트에 납품했으며, 사이트 당 5개의 게이트웨이가 구축된다는 동사의 IR 자료를 참고하여 '25년 Amazon向 인도대수를 400개로 전제하였다. 이를 통해 Amazon向 게이트웨이 ASP를 2.77억 원으로 추정하였다. Amazon ASP가 2~3억 원 내외라는 업계 분석 자료와 IR측 답변과 단가가 유사하므로 합리적인 수치로 판단하였다.

▶기존 수주잔고 매출 추정

3차 수주 공시분 매출 추정: 수주잔고와 인도대수를 통해 역산한 ASP를 기반으로 3차 수주 공시분 내 '25년 인식된 매출을 추정하였다. 이후 3차 수주 공시분의 공급시기가 '26년 2월까지임을 고려하여 수주잔고를 '26년 매출로 인식하여 추정하였다.

4차 수주 공시분 매출 추정: 4차 수주 공시분의 경우 Amazon의 위성 roll out 및 서비스 개시에 따라, 전량 '26년에 매출 인식되는 것으로 추정하였다. Amazon向 1~3차 수주 물량 모두 Amazon 사업 전개 속도가 기존 계획 대비 가속화되며, 이에 따라 공급 물량 대부분이 매출로 인식되었다는 컨퍼런스 콜 답변과 유사하므로 합리적인 가정이라고 판단하였다.

▶신규 수주 매출 추정

Amazon의 목표 위성 수를 기반으로 총 필요한 게이트웨이 수를 추정한 후, 기존 수주 게이트웨이 수를 제하여 신규 수주 Q를 추정하였다. 3차 수주 공시분의 경우 1년 내 84.4%가 공급 및 매출 인식된다는 점을 반영하여 이를 '27년 신규 수주 매출액에 반영하였다.

[자료 7-3] Amazon向 매출추정 Table

(단위: 백만 원)

Amazon 매출 추정 Table			
(단위: 백만 원)	2025A	2026E	2027E
Amazon 매출	110,800	100,375	146,529
2 차 수주공시분	35,678		
인도 대수	129		
ASP	277		
3 차 수주공시분	75,122	13,933	
인도 대수	271	50	
4 차 수주공시분		86,442	
인도 대수		312	
예상 추가 수주			146,529
인도대수			529

출처: RFS Team 4

[자료 7-4] Amazon 위성 발사 계획

(단위: 개)

Amazon 위성 발사 계획			
고객사	날짜	목표 위성 수	게이트웨이 수
Amazon	26.07.31	700	325
	28.07.31	1,616	750
	29.07.31	3,232	1500

출처: RFS Team 4

[자료7-5] Amazon 추가 수주 대수 추정 Table

(단위: 개, 백 만원)

Amazon 추가 수주 대수 추정	
예상 추가 수주 대수	627
예상 추가 수주 금액	173,706
목표 게이트웨이 수	1,500
기존 수주 게이트웨이 수	873
기존 수주 금액	241,794

출처: RFS Team 4

2)ASTS

[공통 P 추정] 동사는 차세대 주파수 대역의 Q/V밴드를 활용한 게이트웨이를 개발 중에 있으며, 아직 매출 인식이 진행되지 않았기에 ASTS 위성 수를 기반으로 Q를 추정하여 역산하였다. 이를 통해 ASTS向 게이트웨이 ASP를 2.81억 원으로 추정하였으며, Amazon ASP와 유사하므로 합리적인 수치로 판단하였다.

▶기존 수주잔고 매출 추정

'26년 ASTS의 발사 위성 수를 50개로 가정한 후, 위성 당 2개의 게이트웨이가 구축되어야 한다는 점을 고려하여 100개의 게이트웨이를 인도할 것이라 추정하였다. ASTS의 '26년 목표 위성 수가45~60개이며, 뉴글렌 적층형 로켓으로 회당 8기의 위성 발사가 가능하다는 점을 감안할 때 보수적인 수치라고 판단하였다.

▶신규 수주 매출 추정

'28년 ASTS의 목표 위성 수가 243개임을 고려하여 '27년 발사 위성 94개에 대한 게이트웨이 187개를 인도할 것이라 추정하였다.

[자료 7-6] AST SpaceMobile向 매출추정 Table

(단위: 백만 원)

AST SpaceMobile 매출 추정 Table			
(단위: 백만 원)	2025A	2026E	2027E
AST SpaceMobile 매출		28,051	52,455
수주 공시분		28,051	
인도 대수		100	
ASP		281	
예상 추가 수주			52,455
인도 대수			187
ASP			281

출처: RFS Team 4

3)TELESAT

[공통 P 추정] TELESAT은 '24년 10월 동사와 127개의 게이트웨이에 대한 289억 원 규모의 수주 계약을 체결하였다. 이에 따라 수주금액에서 인도 예정 대수를 역산하여 TELESAT向 게이트웨이 ASP를 2.28억 원으로 추정하였다.

▶기존 수주잔고 매출 추정

현재 TELESAT向 게이트웨이의 경우 개발 진행 중에 있으며, '26년 3월 20일 기준 매출은 발생되고 있지 않다는 '25년 사업보고서를 참고하여 공급 시기를 2Q26~4Q27이라고 추정하였다. 전체 인도 대수를 공급 기간에 안분하여 TELESAT向 매출을 추정하였다.

[자료 7-7] Telesat向 매출추정 Table

(단위: 백만 원)

TELESAT 매출 추정 Table			
(단위: 백만 원)	2025A	2026E	2027E
TELESAT 매출		12,418	16,557
인도 대수		54	73
ASP		228	228

출처: RFS Team 4

② 평판형 안테나

평판형 안테나의 경우 1)지상용과 2)해상용으로 각각 구분하여 추정하였으며, 과거 매출과 생산실적을 역산하여 ASP를 추정한 후, 각 부문별 향후 모멘텀을 반영하였다. 최종 평판형 안테나 추정 Table은 다음과 같다.

[자료 7-8] 총 평판형 안테나 매출추정 Table

(단위: 백만 원)

평판형 안테나 매출 추정 Table				
(단위: 백만 원)	2024A	2025A	2026E	2027E
평판형 안테나	66,728	86,300	164,059	212,654
YoY(%)		29.33%	90.10%	29.62%
지상용	66,728	28,555	91,646	108,560
YoY(%)		-57.21%	220.94%	18.46%
of Revenue(%)	100.00%	33.09%	55.86%	51.05%
해상용		57,745	72,414	104,094
YoY(%)			25.40%	43.75%
of Revenue(%)		66.91%	44.14%	48.95%

출처: RFS Team 4

1)지상용: 주요 고객인 원웹의 서비스 확대에 따른 수혜를 중점적으로 추정하였다. 동사는 지상용 평판형 안테나의 ASP를 공시하지 않고 있어, 지상용 평판형 안테나 매출만 발생했던 '24년을 기준으로 ASP를 역산하였으며, P*Q 논리를 적용하여 추정하였다.

▶P 추정: 지상용 평판형 안테나 ASP의 경우 '24년 지상용 평판형 안테나 매출과 생산실적을 기준으로 역산하였으며, 기술고도화에 따라 VSAT ASP가 꾸준한 상승세를 보이고 있다는 점을 감안해 상승세를 반영하였다.

[자료 7-9] 지상용 평판형 안테나 ASP

(단위: 백만 원)

지상용 평판 안테나 ASP				
(단위: 백만 원)	2024A	2025P	2026E	2027E
ASP	8.99	9.59	10.23	10.92

출처: RFS Team 4

▶Q 추정: 지상용 평판형 안테나 Q의 경우 원웹의 서비스 확대에 따른 평판형 안테나 수요를 추정하였으며, '25년 서비스 개시 시점 초도 계약 물량을 기준으로 '25년의 Q를 역산하였다. 원웹의 국가별 계약 통신사와 통신사의 M/S인터넷 보급률을 기준으로 타켓 음영 인구를 구하였으며, 이를 기반으로 동사의 평판형 안테나 보급률을 반영하여 Q 추정을 진행하였다. 원웹의 위성 수 확대에 비례하여 평판형 안테나 보급률 또한 확대될 것으로 추정하였다.

[자료 7-10] 지상용 평판형 안테나 Q

(단위: 백만 원)

원웹향 평판형 Q				
(단위: 개)	2025A	2026E	2027E	2028E
평판형 안테나 Q	8,641	8,956	9,945	11,044
가용 위성 수(기)	630	653	725	805
평판형 보급률	0.0037%	0.0038%	0.0043%	0.0047%

출처: RFS Team 4

[자료 7-11] 지상용 평판형 안테나 Q

(단위: 백만 원)

원웹 타겟 음영 인구						
국가	통신사	인구 (2025)	M/S	통신사별 가입 인구	인터넷 보급률	타겟 음영 인구
인도	Bharti Airtel	1,437,000,000	30.6%	440,153,100	52.4%	209,512,876
일본	SoftBank	123,900,000	21.4%	26,514,600	94.3%	1,511,332
한국	KT	51,630,000	22.9%	11,823,270	97.2%	331,052
대만	Chunghwa Telecom	23,420,000	36.0%	8,431,200	92.8%	607,046
프랑스	Orange	65,800,000	29.7%	19,542,600	92.7%	1,426,610
스페인	Orange	48,300,000	23.1%	11,157,300	93.5%	725,224
폴란드	Orange	37,700,000	27.8%	10,480,600	87.6%	1,299,594
루마니아	Orange	19,000,000	37.0%	7,030,000	89.3%	752,210
모로코	Orange	37,800,000	34.2%	12,927,600	84.1%	2,055,488
튀니지	Orange	12,400,000	31.0%	3,844,000	72.2%	1,068,632
세네갈	Orange	18,400,000	58.0%	10,672,000	58.3%	4,450,224
코트디부아르	Orange	31,600,000	34.0%	10,744,000	52.0%	5,157,120
남아공	Paratus	62,000,000	7.0%	4,340,000	72.0%	1,215,200
나미비아	Paratus	2,700,000	18.0%	486,000	62.0%	184,680
앙골라	Paratus	36,700,000	6.0%	2,202,000	33.0%	1,475,340
잠비아	Paratus	21,000,000	5.0%	1,050,000	43.0%	598,500
보츠와나	Paratus	2,600,000	12.0%	312,000	77.0%	71,760
앙골라	MSTelcom	36,700,000	4.8%	1,761,600	33.0%	1,180,272

출처: RFS Team 4

[자료 7-12] 지상용 평판형 안테나 Q

(단위: 백만 원)

지상용 매출 추정 Table				
(단위: 백만 원)	2024A	2025A	2026E	2027E
지상용 매출	66,728	28,555	91,646	108,560
YoY(%)		-57.21%	220.94%	18.46%
ASP	8.99	9.59	10.23	10.92
평판형 안테나 Q	7,420	2,977	8,956	9,945

출처: RFS Team 4

2)해상용: 인마셋의 NexusWave 탑재 수량과 非NexusWave 탑재 수량으로 나누어 추정하였으며, 지상용과 동일한 방식으로 P*Q 논리를 적용하여 추정하였다.

▶**P 추정:** 해상용 평판형 안테나 ASP의 경우 '25년 해상용 평판형 안테나 매출과 생산실적을 기준으로 역산하였으며, '25년 해상용 평판형 안테나 Q의 경우 전체 중소형 안테나 생산실적에서 지상용·VSAT·TVRO 생산실적을 제외하여 역산하였다.

▶**Q 추정:** 해상용 평판형 안테나 Q의 경우 NexusWave向 Q와 非NexusWave向 Q로 구분하여 추정하였다. NexusWave向 Q의 경우 안테나 교체주기가 5년임에 따라 이전 세대 FleetXpress에 5년 전 탑재된 안테나에 대한 교체 수요와 신규 수요로 구분하여 추정하였으며, 신규 수요의 경우 선박용 안테나 전체 수요에서 침투율을 산정하여 추정하였다.

[자료 7-13] NexusWave Q 추정

(단위: 개)

NexusWave Q 추정			
(단위: 개)	2025A	2026E	2027E
NexusWave Q	2,500	2,046	3,083
교체 수요	2,000	1,500	2,500
신규 수요	500	546	583
안테나 전체 수요	13,048	14,243	15,225
대형 선박 침투율	4%	4%	4%

출처: RFS Team 4

[자료 7-14] FleetXpress 설치 수량

(단위: 개)

FleetXpress 설치 수량					
(단위: 개)	2020	2021	2022	2023	2024
설치 수량	2,000	1,500	2,500	500	500

출처: RFS Team 4

非NexusWave向 Q의 경우 해상용 안테나에서 동사의 VSAT 탑재율이 감소하는 분을 평판형 안테나가 대체할 것으로 판단하였으며, 이에 탑재율을 적용하여 추정하였다.

[자료 7-15] 해상용 평판형 안테나 매출추정 Table

(단위: 백만 원)

해상용 평판 안테나 매출 추정			
(단위: 백만 원)	2025P	2026E	2027E
해상용	57,745	72,414	104,094
YoY(%)		25.40%	43.75%
ASP(백만 원)	11.10	11.84	12.63
전체 Q	5,202	6,115	8,241
NexusWave Q	2,500	2,046	3,083
非 NexusWave Q	2,702	4,069	5,157
非 NexusWave 탑재율	21%	29%	34%
동사 VSAT 탑재율	24%	16%	11%
안테나 전체 수요	13,048	14,243	15,225

출처: RFS Team 4

③VSAT

동사의 기존 VSAT의 경우 대형 선박수를 기준으로 크루즈와 크루즈 제외 선박의 Q를 산정하였으며, 이를 기반으로 P*Q 논리를 진행하여 추정하였다.

▶P 추정: P의 경우 공시된 해상용 VSAT 가격이 지속적으로 상승함에 따라, 상승 추세를 반영하였다.

▶Q 추정: Q의 경우, 안테나 전체 수요에 동사 VSAT 탑재율을 적용하여 산정하였다. 안테나 전체 수요의 경우 크루즈의 탑재수량이 8개, 크루즈 제외 선박의 탑재 수량이 1개임에 따라 이를 각각 구분하였으며, 신규 증가분 수요와 교체 수요를 구분하여 추정하였다. 대형 선박 수를 기준으로 크루즈와 크루즈 제외 선박 수량을 산출하였으며, 크루즈의 탑재율은 공시된 100%를 적용하였다. 크루즈 제외 탑재율의 경우 '21년부터 꾸준히 증가함에 따라 상승 추세를 반영하여 적용하였다.

[자료 7-16] VSAT 매출추정 Table

(단위: 백만 원)

VSAT 매출 추정 Table				
(단위: 백만 원)	2024A	2025A	2026E	2027E
VSAT	139,365	109,210	85,821	66,043
YoY(%)		-21.64%	-21.42%	-23.05%
VSAT ASP	32.47	34.67	37.02	39.53
VSAT Q	4,292	3,150	2,318	1,671
동사 VSAT 탑재율	36%	24%	16%	11%
안테나 전체 수요	11,987	13,048	14,243	15,225
크루즈	1,123	1,054	1,101	1,108
신규 증가분	176	72	104	90
교체수요	947	982	997	1,018
크루즈 제외	10,864	11,993	13,142	14,117
신규 증가분	3,307	3,775	4,169	4,310
교체수요	7,557	8,218	8,973	9,807
총 탑재수량	46,003	49,850	54,123	58,523
크루즈	4,912	4,984	5,088	5,178
크루즈 제외	41,091	44,866	49,035	53,345
크루즈 탑재율	100%	100%	100%	100%
크루즈 제외 탑재율	38%	40%	43%	45%
대형 선박 수	110,100	112,788	115,655	118,051
크루즈	614	623	636	647
크루즈 제외	109,486	112,165	115,019	117,404

출처: RFS Team 4

④TVRO

TVRO의 경우 위성 방송 수신 안테나로, 가격과 수요가 일정한 추세를 보임에 따라 Average flat 적용하여 추정하였다.

[자료 7-17] TVRO 매출추정 Table

(단위: 백만 원)

TVRO 매출 추정 종합				
(단위: 백만 원)	2024A	2025A	2026E	2027E
TVRO	11,352	13,318	12,580	12,505
YoY(%)		17.32%	-5.54%	-0.59%

출처: RFS Team 4

비용추정

비용추정은 금액적 중요성이 높고, 합리적인 추정이 가능한 주요 항목을 중심으로 진행했다. ①매출원가는 변동비 성격의 재고 관련 원가와 고정비 성격인 감가상각비 및 인건비로 구분했으며, ②판매비와관리비는 인건비와 경상개발비, 감가상각비, 지급수수료로 구분해 추정했다. 그 외 비용 계정은 이상치가 존재하거나 뚜렷한 추세가 관찰되지 않은 항목은 이동평균을 적용하거나 flat 처리했다. 최종 IS Table은 다음과 같다.

[자료 7-18] 총 비용추정 Table

(단위: 백만 원)

비용 추정 종합						
(단위: 백만 원)	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	2025A	2026E
매출액	43,350	74,736	77,226	124,315	319,628	403,304
YoY(%) / QoQ(%)	-7.2%	4.2%	23.8%	61.4%	24.0%	26.2%
(-)매출원가	25,409	46,769	46,702	75,858	194,739	231,777
매출원가율(%)	58.6%	62.6%	60.5%	61.0%	60.9%	57.5%
매출총이익	17,941	27,967	30,524	48,457	124,890	171,528
GPM(%)	41.4%	37.4%	39.5%	39.0%	39.1%	42.5%
(-)판매비	29,980	26,204	28,151	28,601	112,936	130,414
% of sales	69.2%	35.1%	36.5%	23.0%	35.3%	32.3%
영업이익	(12,039)	1,763	2,373	19,856	11,954	41,114
OPM(%)	-27.8%	2.4%	3.1%	16.0%	3.7%	10.2%
영업외손익	(2,071)	(6,044)	555	2,307	(5,253)	(4,090)
법인세비용차감전순이익(손실)					6,700	37,024
(-)법인세비용(수익)					(764)	9,488
당기순이익					7,464	27,536

출처: RFS Team 4

①매출원가

매출원가는 원재료 및 외주가공비와 감가상각비, 인건비로 구분해 추정했다.

원재료 및 외주가공비는 매출 증가에 따라 비례적으로 발생하는 변동비 구조를 감안했다. 이에 따라 '24년~'25년 누적 매출액 대비 변동비 비율인 50.2%를 적용했다.

감가상각비 및 인건비는 생산직 급여와 설비 감가상각비로 구성된 고정비 성격을 감안해 매출과 무관하게 발생하는 특성을 반영했다. 급여 항목은 물가상승률을 고려해 연간 2% 수준의 증가를 가정했다. 그리고 동사는 셀방식으로 안테나를 생산하며, 고객의 제품 생산 요청에 따라 인력 재배치가 상시적으로 발생하는 구조다. 또한 현재의 가동률을 고려했을 때, 현 1,2 사업장에 대한 인원 변동은 고려하지 않고, 3Q25부터 가동될 미국 공장에 CAPA 증량 분만큼의 인건비를 추가적으로 고려했다.

[자료 7-19] 매출원가 비용추정 Table

(단위: 백만 원)

매출원가							
(단위: 백만 원)	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	2025A	2026E	2027E
매출원가	25,409	46,769	46,702	75,858	194,739	353,158	436,811
재고 관련 원가	19,240	40,501	40,228	68,669	168,638	323,873	406,940
% of sales	44.4%	54.2%	52.1%	55.2%	52.8%	80.3%	80.3%
감가상각비 및 인건비 관련 원가	6,169	6,268	6,474	7,189	26,101	29,285	29,871
% of sales	14.2%	8.4%	8.4%	5.8%	8.2%	7.3%	5.9%

출처: RFS Team 4

②판매비와관리비

인건비와 감가상각비는 매출원가에서 적용한 가정과 동일한 방식으로 추정했다.

경상개발비는 동사의 게이트웨이와 평판형 안테나 관련 R&D는 마무리 단계에 진입하며 현재 피크아웃 구간에 있는 것으로 파악된다. 다만 중장기 성장 동력 확보를 위해 투자가 지속될 것으로 가정해 '25년 수준의 매출 대비 비율을 유지하는 것이 합리적이라고 판단했다.

지급수수료는 분기별로 일정한 비율이 유지되는 점을 고려해 '25년 of sales 비율 적용해 추정했다.

[자료 7-20] 판매비와관리비 비용추정 Table

(단위: 백만 원)

판매비와관리비							
(단위: 백만 원)	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	2025A	2026E	2027E
급여	7,613	8,785	8,987	10,083	35,468	39,795	40,591
% of sales	17.6%	11.8%	11.6%	8.1%	11.1%	9.9%	8.0%
퇴직급여	400	389	401	784	1,974	2,215	2,485
% of sales	0.9%	0.5%	0.5%	0.6%	0.6%	0.5%	0.5%
복리후생비	936	1,052	971	1,176	4,135	4,549	5,003
% of sales	2.2%	1.4%	1.3%	0.9%	1.3%	1.1%	1.0%
경상개발비	12,194	7,330	9,017	6,128	34,669	43,745	54,965
% of sales	28.1%	9.8%	11.7%	4.9%	10.8%	10.8%	10.8%
감가상각비	1,411	1,367	1,349	1,350	5,477	6,025	6,025
% of sales	3.3%	1.8%	1.7%	1.1%	1.7%	1.5%	1.2%
지급수수료	2,433	2,330	2,913	3,296	10,972	13,844	17,395
% of sales	5.6%	3.1%	3.8%	2.7%	3.4%	3.4%	3.4%
기타항목	4,993	4,951	4,513	5,784	20,241	20,241	20,241
% of sales	11.5%	6.6%	5.8%	4.7%	6.3%	5.0%	4.0%

출처: RFS Team 4

③영업외손익

영업외손익은 주요 항목별 특성을 반영해 보수적으로 추정했다.

이자수익은 뚜렷한 추세가 관찰되지 않아 최근 3개년 이동평균을 적용해 추정했다.

이자비용은 장단기차입금 및 사채 규모가 최근 3개년 동안 큰 변동성이 없는 점을 고려해 당기 이자비용 수준을 기준으로 flat 반영했다.

기타 항목은 추세가 불분명한 점을 감안해 당기 금액을 기준으로 flat 처리했다.

법인세는 과세표준 구간에 따른 누진세율 구조를 반영해 추정했다.

[자료 7-21] 영업외손익 비용추정 Table

(단위: 백만 원)

영업외손익							
(단위: 백만 원)	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	2025A	2026E	2027E
이자수익	395	185	287	322	1,190	2,353	2,357
이자비용	1,315	1,254	1,398	1,523	5,490	5,490	5,490
기타	(1,151)	(4,976)	1,666	3,508	(953)	(953)	(953)
법인세비용(수익)					(764)	9,488	17,867

출처: RFS Team 4

예상 포괄손익계산서(단위: 십억 원)	2024A	2025A	2026E	2027E
매출액	258	320	403	507
매출원가	159	195	232	284
매출총이익	99	125	171	222
일반판매관리비	118	113	137	146
영업이익	-19	12	34	76
영업외손익	17	-5	-4	-4
세전계속사업손익	-2	7	30	72
법인세 비용	0	-1	8	18
계속영업이익	-2	6	22	54
중단사업이익	-	-	-	-
당기순이익	-3	7	22	54
지배기업	-3	7	22	54
비지배기업	-	-	-	-
총포괄이익	-4	9	23	55
지배기업	-4	9	23	55
비지배기업	-	-	-	-
EBITDA	-12	34	58	92
FCF	-61	-186	146	186
EBITDA 마진율 (%)	-4.7	10.6	14.4	18.1
영업이익률 (%)	-7.5	3.7	8.6	13.4
지배주주귀속 순이익률 (%)	-1.2	2.3	5.6	9.4

예상 현금흐름표 (단위: 십억 원)	2024A	2025A	2026E	2027E
영업활동으로 인한 현금흐름	4	-3	84	82
당기순이익	-3	7	32	48
감가상각비(계)	23	25	30	37
유형자산 감가상각비	13	15	20	27
무형자산 상각비	3	3	3	3
사용권자산 상각비	7	7	7	7
영업활동 자산부채 변동	-18	-51	22	-2
법인세납부	-	-	1	2
기타	-	-	-	-
투자활동으로 인한 현금흐름	-27	-19	-66	-76
현금유입액	6	4	7	9
현금유출액	-33	-23	-73	-85
장단기금융자산의 감소(증가)	-	-	-	-
기타투자활동	-	-	-	-
재무활동으로 인한 현금흐름	-13	38	-12	-3
현금유입액	5	53	15	33
현금유출액	-18	-15	-27	-30
배당금의 지급	-1	-1	-2	-3
기타재무활동	-	-	-	-
현금의 증가	-63	-15	6	4
기초현금	123	60	45	51
기말현금	60	45	51	55

예상 재무상태표 (단위: 십억 원)	2024A	2025A	2026E	2027E
유동자산	225	275	265	284
현금 및 현금성자산	60	45	51	55
매출채권 및 기타채권	72	97	95	123
재고자산	87	124	109	97
기타유동자산	6	9	10	9
비유동자산	215	241	277	316
유형자산	115	125	149	175
무형자산	38	50	62	75
기타자산	62	66	66	66
자산총계	441	516	541	601
유동부채	176	234	229	244
매입채무	28	47	52	66
유동성이자부채	58	75	65	65
기타유동부채	100	113	112	113
비유동부채	84	96	96	96
비유동이자부채	84	96	96	96
부채총계	176	234	229	244
지배주주지분	265	282	312	357
자본금	5	5	5	5
자본잉여금	210	211	211	211
이익잉여금	55	61	91	136
비지배주주지분	-	-	-	-
자본총계	265	282	312	357
예상 주당 가치 및 Valuation	2024A	2025A	2026E	2027E
P/E (x)	적전	180.7	37.5	25.3
P/B (x)	4.7	4.4	4.0	3.5
EV/EBITDA (x)	386.5	37.3	19.7	13.8
EPS (원)	-281	646	2,564	5,009
BPS (원)	24,656	26,270	29,064	33,260
DPS (원)	100	200	250	300
배당성향 (%)	-34.47	1.56	3.44	2.29
배당수익률 (%)	0.1	0.2	0.2	0.2
매출액증가율 (%)	-15.5	24.0	26.0	25.9
EBITDA증가율 (%)	적전	흑전	70.6	58.6
조정영업이익증가율 (%)	적전	흑전	183.3	100.0
EPS증가율 (%)	적전	흑전	214.3	118.2
매출채권 회전일수	95.3	98.4	87.0	78.4
재고자산 회전일수	120.4	102.2	92.4	83.7
매입채무 회전일수	20.5	18.7	17.4	16.5
ROA (%)	-0.7	1.4	6.1	8.3
ROE (%)	-1.1	2.4	10.8	14.2
ROIC (%)	-4.7	2.4	8.8	12.2
부채비율 (%)	66.5	83.1	73.6	68.2
유동비율 (%)	245.7	199.5	198.5	192.9
당좌비율 (%)	150.6	101.6	113.7	111.8