

LEO: 나와 나의 연결고리

SPACE WAR

Meritz Future Intelligence
VOL. 3



SPACE WAR

Meritz Future Intelligence
VOL. 3

LEO: 나와 나의 연결고리



***For the wise man looks into space and he knows
there is no limited dimensions. – Zhuangzi***

이번 보고서는 저궤도(LEO) 위성통신을 주제로 작성한 세 번째 우주 산업 자료입니다.
2020년 11월 10일 <DATA WAR: SpaceX와 5G>가 우주 산업에 대한 Inspiration(영감)을 제공했고,
2022년 5월 9일 <SPACE WAR VOL.2: Fly Me To The Moon>이 우주 산업에 대한 Insight(통찰)를 키울 수 있는 기회였다면,
이번 자료를 통해서는 우주 산업에 대한 실질적인 Investing(투자) 방향성을 제시할 계획입니다.

이제 막 커지고 있는 우주 산업은 광범위한 주제만큼이나 투자에 있어서도 막연한 접근이 불가피했습니다.
하지만, 최근 글로벌 우주항공 기업들이 사업 확대를 앞두고 공급망의 안정화를 추진하는 과정에서
기술력 있는 국내 기업들과 사업적 협력 관계를 구축한 것으로 파악됩니다.
특히, 2022년에는 반도체, IT부품, 원소재 등 다양한 분야에서 국내 기업들이 글로벌 파트너사로 선정됐습니다.
대한민국 정부는 2023년 한국판 NASA인 '우주항공청'을 신설할 계획입니다.
정부의 전폭적인 지원을 계기로 국내 우주항공 기업들의 글로벌 진출 사례도 더욱 활발해지길 기대합니다.
또한, 이번 보고서가 국내 우주 관련 기업들의 경쟁력을 점검하고 올바른 투자 판단에 도움이 되길 바랍니다.



통신/미디어/엔터

Analyst 정지수

02. 6454-4863

jisoo.jeong@meritz.co.kr

반도체/디스플레이

Analyst 김선우

02. 6454-4862

sunwoo.kim@meritz.co.kr

CONTENTS

산업분석

Part I	The Faraway Nearby 멀고도 가까운 위성통신	09
Part II	Road to Kingdom 위성통신 시장의 주도권 경쟁	23
Part III	Age of Discovery 대우주시대	61

기업분석

코세스 (089890) 매력적인 사업 포트폴리오 구축	80
한미반도체 (042700) 궤도 속 다각적 성장 재개	86
인텔리안테크 (189300) 이미 입증한 글로벌 경쟁력	91
켄코아에어로스페이스 (274090) 국내보다 높은 해외 인지도	99



LEO: 너와 나의 연결고리

SPACE
WAR
Meritz Future Intelligence
VOL. 3

The Faraway Nearby

멀고도 가까운 위성통신

I

- 애플, 아이폰14 시리즈에 위성을 통한 긴급 구조요청 서비스 제공. 2023년 신형 애플워치에도 위성통신 기능 탑재 전망
- 화웨이는 2022년 9월 ‘메이트50’에 세계 최초 위성통신 기능 적용. 삼성전자 역시 차세대 플래그십에 위성통신 기능 탑재 전망
- 칩셋 제조사 퀄컴은 CES2023에서 위성 기반 양방향 메시지 송수신 솔루션 Snapdraon Satellite 공개
- 삼성전자는 스마트폰과 위성을 연결하는 5G NTN 표준기술을 공개하고 ‘Exynos 5300’ 모뎀에 적용해 검증 완료
- T-Mobile과 Starlink, Verizon과 Kuiper, AT&T와 OneWeb 등 기존 통신사와 위성통신 사업자간 연합 전선 형성
- 위성통신 반도체는 위성부와 단말부 별 개발 과제 차이가 존재. (1) 위성부: 전력·통신·데이터·자세/열 제어관련 고도화가 필요. GaN 등 ‘특수화’ 방향으로 진화. (2) 단말부: 전력·통신·데이터의 기본 처리 외에도 고출력과 고집적화가 필수
- 25년 위성 대역폭 폭등기에 앞서 23~24년은 반도체 양산능력 준비 과정. 반도체 성능 향상 위한 ‘고집적·차폐·박리화’에 주목

Road to Kingdom

위성통신 시장의 주도권 경쟁

II

- 글로벌 저궤도(LEO; Low Earth Orbit) 위성통신 시장의 주도권 경쟁은 Starlink, OneWeb, Kuiper 3강 구도로 압축
- Starlink는 미국, 캐나다, 영국, 일본 등 전세계 48개국에서 정식 서비스 중이며, 2022년 말 기준 유료 가입자 100만명 돌파
- Starlink가 제공하는 저궤도 위성 인터넷 서비스는 일반 소비자에서 그 대상을 모빌리티, 해상, 항공 등 기업 고객으로 확대
- 가입자 증가로 인해 Starlink 속도 하락. 소비자 불만을 잠재우고 네트워크 품질을 개선하기 위해 보다 빠른 위성망 구축이 요구
- Starlink는 저궤도 위성의 성능 고도화로 인터넷 속도 문제를 해결할 계획(2019년 v1.0 → 2021년 v1.5 → 2023년 v2.0)
- 다만, v2.0 위성의 경우 v1.0 대비 부피 및 중량이 5배 커져 기존 주력 발사체인 Falcon 9이 아닌 Starship 상용화가 필수
- 대역폭 기준으로 분석한 Starlink 관련 제품의 수요는 2024년과 2025년 두 차례에 걸쳐 큰 폭으로 성장 전망
- 현재까지 544기의 통신 위성을 발사한 OneWeb은 2023년 중순 위성 구축을 마무리한 후 2023년 말 글로벌 서비스 시작
- Eutelsat과 OneWeb의 합병법인은 유럽 최대 위성통신 사업자로 발돋움. 합병 절차는 2Q23 혹은 3Q23에 마무리될 전망
- FCC는 2023년 2월 Kuiper 프로젝트 정식 승인. Kuiper의 첫 위성인 Kuipersat은 ULA 로켓을 통해 2Q23 발사 예정
- Kuiper 프로젝트는 2024년 1월부터 본격적인 위성망 구축에 나설 전망이며, 2026년까지 총 1,970기 위성 구축 예상

Age of Discovery

대우주시대

III

- 2023년 3월 Starship 궤도 시험 비행, 6월 누리호 3차 발사 및 Starlink 국내 서비스, 11월 OneWeb 글로벌 서비스 예상
- 2022년 12월 제4차 우주개발진흥 기본계획 수립. 2027년 정부 우주개발 예산은 2022년의 두 배인 1.5조원까지 확대 계획
- 정부는 지난 2월 '신성상 4.0 전략', 'K-Network 2030 전략' 등을 잇따라 발표하며 우주항공과 6G 기술 분야 육성 계획 공개
- 그 일환으로 우주항공청 신설 관련 특별법을 입법 예고했으며, 6월 국회 의결, 11월 시행령 및 청사 마련, 12월 개청 순으로 진행
- Starlink는 2Q23 국내 서비스 목표로 기간통신사업자 등록 신청. Starlink, OneWeb 등 글로벌 사업자들의 국내 진입 지속
- 글로벌 우주항공 사업자들은 단순 서비스 제공 목적이 아닌 안정적인 밸류체인 확보 목적으로 국내 기업들에 사업 협력 제안
- SpaceX는 반도체 공정 장비를 한미반도체와 코세스로부터 공급. 주력 발사체에 쓰이는 특수강 역시 국내 기업들의 자재 활용
- OneWeb은 인텔리안테크의 Pharabolic 안테나와 한화시스템 자회사 Phasor의 Phase Array 안테나를 주력으로 활용
- 인텔리안테크는 Kuiper 프로젝트에 지상국 안테나 공급 예상. 켄코아에어로스페이스는 Blue Origin에 특수원소재 공급
- 국내외 우주 기업들의 2023년 예상 PER은 평균 97.8배(국내 27.1배, 해외139.0배)로 여전히 높은 기대감을 반영

관심종목

종목	투자판단	적정주가
코세스(089890)	NR	-
한미반도체(042700)	NR	-
인텔리안테크(189300)	NR	-
켄코아에어로스페이스(274090)	NR	-

- 코세스는 반도체 후공정 장비 및 레이저 응용 장비 제조 업체로 주요 고객사는 삼성전자, SK하이닉스 등
- 최근 이차전지 관련 장비 매출이 시작됐으며, Solder Ball Attach 등 주력 제품은 통신 위성과 안테나 등에 적용 가능
- 한미반도체는 후공정 장비의 독보적 강자. 로직 및 파운드리 성장과 동행하는 특징
- 2H22 실적 성장 둔화되었으나, 큰 그림에서 안정적 성장세 유지 중
- 중장기적으로 위성 (EMI 차폐), AI (반도체 패키징 고도화) 등 성장 영역 확대에 주목
- 인텔리안테크는 해상용 VSAT 성장 및 저궤도 통신 안테나 양산으로 2022년 매출액과 영업이익 +73.5%, +573.9% 성장
- Eutelsat과 OneWeb의 인수합병(2023년 중순), OneWeb의 글로벌 서비스(2023년 말) 계기로 안테나 공급 물량 확대 전망
- 켄코아에어로스페이스는 MRO와 항공 부품 가공, 우주항공 원소재 사업 호조로 2022년 영업이익 전환에 성공
- 2023년 연결 실적은 매출액 1,089억원(+43.6% YoY), 영업이익 139억원(+72.0% YoY)으로 PER 15.4배에 불과

기업분석

종목	투자판단	적정주가
코세스 (089890)	Not Rated	-
한미반도체 (042700)	Not Rated	-
인텔리안테크 (189300)	Not Rated	-
켄코아에어로스페이스 (274090)	Not Rated	-

코세스 (089890) 매력적인 사업 포트폴리오 구축

Analyst 정지수 02. 6454-4863
jisoo.jeong@meritz.co.kr

Not Rated

적정주가 (12개월)	-
현재주가 (3.3)	12,990원
상승여력	-
KOSDAQ	802.42pt
시가총액	2,154억원
발행주식수	1,658만주
유동주식비율	48.59%
외국인비중	0.67%
52주 최고/최저가	12,990원/6,810원
평균거래대금	64.6억원
주요주주(%)	
박명순 외 3 인	51.40

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	9.1	42.0	8.7
상대주가	4.2	39.0	23.6
주가그래프			



반도체 및 디스플레이 장비 제조 업체

- 반도체 후공장 장비 및 레이저 응용 장비 제조 업체로 2006년 코스닥 상장 후 2018년 코세스로 사명 변경
- 주요 제품은 Solder Ball Attach System, 레이저 응용 장비. 주요 고객사는 삼성전자, SK하이닉스 등
- 2022년 연결 실적은 매출액 729억원(-5.5% YoY), 영업이익 85억원(-38.2% YoY) 기록

성공적인 사업 다각화

- 2018년 삼성전자에 Mini/Micro LED Chip Repair 장비를 공급하며 기존 디스플레이 제품 경쟁력 입증
- 2022년 11월 북미 배터리 제조사향 190억원 규모의 이차전지 제조 장비를 수주하며 사업 영역 확장
- 이차전지 사업은 2023년부터 본격화되어 2024년 연간 수주 금액 1천억원 돌파 전망

우주 공간으로 확장되는 비즈니스

- 고온, 고압의 극한 환경인 우주 공간에서 사용되는 전자 부품의 경우 높은 신뢰성 확보가 필수
- Solder Ball Attach, Laser Cut 장비 등 주력 제품의 경우 사용 범위를 넓혀 통신 위성에도 활용 가능
- 글로벌 우주항공 및 위성통신 사업자들의 수요 증가가 예상되는 2024~2025년 관련 매출 성장 기대

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2017	40.9	5.0	10.6	626	0.0	857	4.1	3.0	6.6	112.7	128.8
2018	65.5	10.9	9.2	544	-13.2	1,248	9.5	4.1	9.2	51.6	177.1
2019	65.6	7.7	6.2	371	-31.8	1,608	23.6	5.4	18.7	25.9	99.3
2020	63.8	9.5	6.3	379	2.2	1,728	23.2	5.1	16.3	22.8	152.9
2021	77.2	13.9	11.1	671	77.2	3,093	22.8	4.9	17.1	27.8	45.2

코세스 - 매력적인 사업 포트폴리오 구축



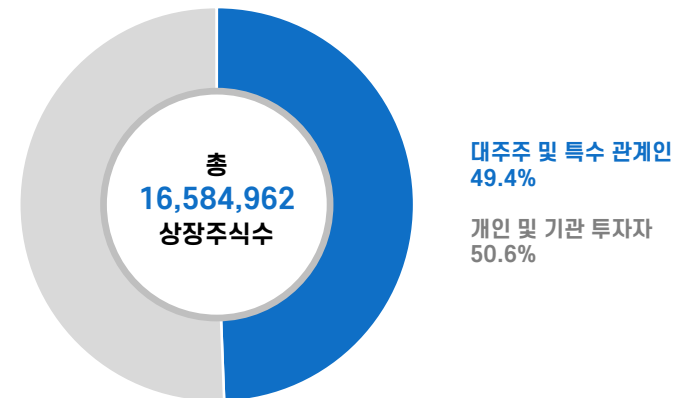
코세스 회사 개요

- 반도체 후공정 장비 및 레이저 응용 장비 제조 업체로 2006년 코스닥 상장 후 2018년 코세스로 사명 변경
- 주요 제품은 Solder Ball Attach System, 레이저 응용 장비 등
- 3Q22 기준 제품별 매출 비중은 반도체 장비 44.6%, 레이저 응용 장비 31.5%, Conversion Kit 등 23.9%
- 전세계 6개국 약 40개 이상의 고객사를 확보했으며, 주요 고객사는 삼성전자, SK하이닉스 등
- 지분구조는 3Q22 기준 대주주 및 특수관계인 49.4%, 개인 및 기관투자자 50.6% 보유

코세스 사업 연혁

설립 1991년 ~ 2001년	성장 2002년 ~ 2011년	도약 2011년 ~ 2015년	재도약 2016년 ~
<ul style="list-style-type: none"> ▪ 1991 고려시스템 설립 ▪ 1994 (주)고려반도체시스템 법인전환 ▪ 2000 대통령표창(100만불 수출탑) ▪ 2001 우량기술기업선정 	<ul style="list-style-type: none"> ▪ 2002 벤처기업 인증 ▪ 2006 4500만불 수출탑 수상 ▪ 2006 KOSDAQ상장 ▪ 2007 부설연구소 설립 	<ul style="list-style-type: none"> ▪ 2011 삼성전자 협성회 가입 ▪ 2011 TMV공정장비 판매(Solder ball attach, Laser ablation, PoP PKG Stack) ▪ 2012 신사옥 이전 ▪ 2014 반도체 PKG Laser cut장비개발 	<ul style="list-style-type: none"> ▪ 2016 OLED Laser cut 장비 납품(Apple) ▪ 2016 OLED Cell&Module Laser cut장비 납품(EDO) ▪ 2017 OLED Laser cut 2천만불 수주 ▪ 흑자전환 및 KOSDAQ 관리종목 탈피 ▪ 2018 LED Display제조 장비 수주 ▪ 코세스로 사명 변경

코세스 지분구조



자료: 코세스, 메리츠증권 리서치센터

자료: 코세스, 메리츠증권 리서치센터

코세스 - 매력적인 사업 포트폴리오 구축

코세스 주력 제품

- 다양한 모바일 디바이스의 등장으로 반도체 패키지 역시 곡선화됨에 따라 정교한 커팅 기술이 요구
- 동사가 보유한 레이저 커팅 기술 수요 급증으로 Laser Cut 장비 매출 성장세 지속
- 2018년 삼성전자에 Mini/Micro LED Chip Repair 장비를 공급하며 기존 디스플레이 제품 경쟁력 입증
- Solder Ball Attach, Laser Cut 장비 등 주력 제품의 경우 사용 범위를 넓혀 통신 위성에도 활용 가능

코세스 주력 장비 라인업

Solder Ball Attach



Marking System



Laser Drilling



Package Laser Saw System



자료: 코세스, 메리츠증권 리서치센터

코세스 - 매력적인 사업 포트폴리오 구축

코세스 신성장 동력

- 에어팟 프로와 갤럭시 버즈용으로 납품되는 SIP 패키지 Laser Cut 장비는 고객사에 독점 공급 중
- 글로벌 고객사향 납품이 기대되는 AR/VR 관련 구동 Chip Laser Cut 장비는 현재 평가 진행 중
- 2022년 11월 북미 배터리 제조사향 190억원 규모의 이차전지 제조 장비를 수주하며 사업 영역 확장

무선 이어폰, AR 글라스 등 신규 디바이스 성장 기대



자료: 코세스, 메리츠증권 리서치센터

코세스 분기 및 연간 실적 추이



코세스 실적 추이

- 2022년 연결 실적은 매출액 729억원(-5.5% YoY), 영업이익 85억원(-38.2% YoY) 기록
- 최근 6년 동안 10% 이상의 안정적인 마진 구조를 확보함에 따라 매출 성장에 따른 이익 레버리지 기대
- 이차전지 사업은 2023년부터 본격화되어 2024년 연간 수주 금액 1천억원 돌파 전망
- 글로벌 우주항공 및 위성통신 사업자들의 수요 증가가 예상되는 2024~2025년 관련 매출 성장 기대

코세스 사업부별 실적 추이

(십억원)	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22P	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022P
매출액	11.6	16.1	17.9	31.5	13.6	19.6	19.1	20.6	43.1	40.9	65.5	65.6	63.8	77.2	72.9
반도체 장비	5.7	6.4	3.6	7.8	6.3	6.2	10.8	7.7	30.3	20.6	25.4	22.7	16.5	23.5	31.0
레이저 응용 장비	2.4	3.7	10.6	18.9	4.0	9.3	3.2	8.3	-	9.1	30.0	26.8	31.0	35.6	24.8
Conversion Kit 등	3.5	6.0	3.7	4.7	3.2	4.1	5.1	4.6	12.6	11.1	10.0	16.0	16.3	18.0	17.0
임대수익 등	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.2	0.0	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
영업이익	2.6	3.0	3.5	4.7	2.2	3.9	1.7	0.8	-3.3	5.0	10.9	7.7	9.5	13.8	8.5
세전이익	2.3	2.9	3.9	4.6	2.7	4.4	3.0	-0.2	-1.2	7.7	11.3	6.9	7.5	13.7	9.9
당기순이익	2.3	1.8	3.9	3.1	2.7	2.8	3.0	-0.4	-1.2	10.6	9.2	11.1	6.3	6.2	8.0
영업이익률(%)	22.1	18.7	19.8	15.0	16.0	20.1	8.7	3.7	-11.9	12.3	16.6	11.7	15.0	17.9	11.7
당기순이익률(%)	19.9	11.4	21.9	9.7	19.5	14.3	15.7	-2.1	-4.4	25.8	14.0	17.0	9.9	8.1	11.0

자료: 코세스, 메리츠증권 리서치센터

코세스 (089890)



Income Statement					
(십억원)	2017	2018	2019	2020	2021
매출액	40.9	65.5	65.6	63.8	77.2
매출액증가율(%)	46.8	60.1	0.1	-2.7	20.9
매출원가	29.7	48.1	52.0	47.8	54.5
매출총이익	11.3	17.4	13.6	16.0	22.7
판매비와관리비	6.2	6.5	5.9	6.5	8.9
영업이익	5.0	10.9	7.7	9.5	13.9
영업이익률(%)	12.3	16.6	11.7	14.9	17.9
금융손익	-1.3	-0.4	-0.7	-2.1	-0.1
중속/관계기업관련손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	4.0	0.8	-0.1	0.1	-0.1
세전계속사업이익	7.7	11.3	6.9	7.5	13.7
법인세비용	-2.8	2.1	0.6	1.2	2.5
당기순이익	10.6	9.2	6.2	6.3	11.1
지배주주지분 순이익	10.6	9.2	6.2	6.3	11.1
Balance Sheet					
(십억원)	2017	2018	2019	2020	2021
유동자산	14.4	21.2	16.9	35.2	37.3
현금및현금성자산	0.6	0.8	0.3	6.7	2.5
매출채권	6.6	10.3	11.1	20.9	22.7
재고자산	6.0	9.2	4.7	7.0	10.9
비유동자산	18.7	37.1	37.1	37.3	37.2
유형자산	13.1	31.3	31.5	31.6	31.2
무형자산	1.6	0.3	0.2	0.3	0.7
투자자산	0.5	0.6	0.6	0.0	0.0
자산총계	33.0	58.3	54.0	72.5	74.5
유동부채	16.6	16.4	13.8	17.5	21.1
매입채무	9.2	5.2	4.5	3.5	6.7
단기차입금	0.0	0.0	3.5	4.0	2.5
유동성장기부채	0.0	5.1	2.0	5.3	2.0
비유동부채	2.0	20.8	13.1	26.3	2.1
사채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금	0.0	18.6	10.6	24.1	0.0
부채총계	18.6	37.3	26.9	43.8	23.2
자본금	4.2	8.4	8.4	8.4	8.4
자본잉여금	5.5	1.3	1.3	1.3	6.3
기타포괄이익누계액	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
이익잉여금	4.7	14.0	20.3	25.4	36.6
비지배주주지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	14.4	21.0	27.1	28.7	51.3

Statement of Cash Flow					
(십억원)	2017	2018	2019	2020	2021
영업활동현금흐름	11.2	-1.0	7.7	-5.0	12.7
당기순이익(손실)	10.6	9.2	6.2	6.3	11.1
유형자산감가상각비	0.6	0.6	1.0	1.1	1.1
무형자산상각비	0.7	0.5	0.1	0.0	0.1
운전자본의 증감	2.4	-14.6	-1.1	-16.9	-3.2
투자활동 현금흐름	-0.9	-20.0	-0.3	-0.8	-0.7
유형자산의 증가(CAPEX)	-0.0	-20.3	-0.4	-1.0	-0.5
투자자산의 감소(증가)	-0.1	-0.1	-0.0	0.6	0.0
재무활동 현금흐름	-10.7	21.2	-7.9	12.3	-16.2
차입금증감	-11.1	23.7	-7.4	17.2	-29.0
자본의증가	0.0	-0.0	0.0	0.0	5.0
현금의증가(감소)	-0.4	0.2	-0.5	6.4	-4.2
기초현금	1.0	0.6	0.8	0.3	6.7
기말현금	0.6	0.8	0.3	6.7	2.5
Key Financial Data					
	2017	2018	2019	2020	2021
주당데이터(원)					
SPS	2,428	3,887	3,891	3,808	4,654
EPS(지배주주)	626	544	371	379	671
CFPS	557	843	669	789	1,112
EBITDAPS	377	710	517	633	903
BPS	857	1,248	1,608	1,728	3,093
DPS	0	0	0	0	0
배당수익률(%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Valuation(Multiple)					
PER	4.1	9.5	23.6	23.2	22.8
PCR	4.6	6.1	13.0	11.1	13.8
PSR	1.1	1.3	2.2	2.3	3.3
PBR	3.0	4.1	5.4	5.1	4.9
EBITDA	6.4	12.0	8.7	10.6	15.0
EV/EBITDA	6.6	9.2	18.7	16.3	17.1
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	112.7	51.6	25.9	22.8	27.8
EBITDA이익률	15.5	18.3	13.3	16.6	19.4
부채비율	128.8	177.1	99.3	152.9	45.2
금융비용부담률	1.5	0.8	1.2	0.9	0.6
이자보상배율(x)	8.1	22.1	10.0	15.9	29.9
매출채권회전율(x)	9.7	7.8	6.1	4.0	3.5
재고자산회전율(x)	7.4	8.6	9.4	10.9	8.6

한미반도체 (042700) 웨도 속 다각적 성장 재개

Analyst 김선우 02. 6454-4862
sunwoo.kim@meritz.co.kr

Not Rated

적정주가 (12개월)	-
현재주가 (3. 3)	15,570원
상승여력	-
KOSPI	2,432.07pt
시가총액	15,156억원
발행주식수	9,734만주
유동주식비율	43.37%
외국인비중	5.56%
52주 최고/최저가	17,575원/10,800원
평균거래대금	86.4억원
주요주주(%)	
광동신 외 11 인	56.63
국민연금	6.68

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	7.1	30.8	-8.3
상대주가	9.2	29.6	3.6

주가그래프



후공정 장비의 독보적 강자. 로직 반도체와 파운드리 성장과 동행하여 성장

- 반도체 후공정 장비 (검사 및 패키징) 전문 업체로 1980년 설립, 2005년 거래소에 상장
- 5개의 공장을 통해 2400대 장비 생산 Capa 보유. 전방 주력 고객은 OSAT 및 PCB, 파운드리 업체
- Micro SAW / Vision Placement / EMI Shield Line 등 세계 점유율 1위 장비군 보유
- 4Q22 매출과 영업이익은 609억원 (-24% QoQ), 145억원 (-55% QoQ)로 아쉬운 수준을 기록

주력 사업인 MSVP 부문은 글로벌 반도체 사이클 성장 정체 영향을 받겠으나...

- 동사의 캐시카우인 MSVP (micro SAW & Vision Placement)은 전방 고객인 OSAT 등의 투자 숨고르기와 함께 2022년 9.7% YoY 매출 감소했으나 여전히 전체 매출의 60%를 차지
- Covid-19에 기인한 글로벌 반도체 산업 압축적 성장기 (20-21년)의 수혜 이후, 현재 사이클 정체기에 진입

... 사업다각화의 성공적 안착에 주목. 증장기적으로 위성, AI, 반도체 고도화와 동반 성장

- 위성산업 (EMI 차폐), AI (HBM용 TSV TV 본더), Wafer Saw 개발 등 신규 영역에서는 성장은 지속 중
- 현재 밸류에이션은 컨센서스 기준 2023E P/E 16.1배 수준 (vs 해외 피어 22~24배)

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2018	217.1	56.8	49.3	403	439.1	1,884	9.7	2.1	6.8	22.9	14.1
2019	120.4	13.7	19.3	168	-58.2	1,920	24.1	2.1	20.6	8.8	17.2
2020	257.4	66.7	50.1	482	186.6	2,496	18.8	3.6	11.7	19.5	27.2
2021	373.2	122.4	104.4	1,048	117.2	3,506	18.1	5.4	14.1	30.1	23.8
2022	327.6	111.9	98.1	1,008	-3.8	nm	11.4	nm	nm	nm	nm

한미반도체 – 회사 소개 및 주력 제품

한미반도체 회사 개요

- 한미반도체는 1980년 설립된 반도체 후공정 장비 (검사 및 패키징) 전문 업체
- 5개의 공장을 통해 2400대 장비 생산 Capa 보유. 전방 주력 고객은 OSAT 및 PCB, 파운드리 업체
- Micro SAW / Vision Placement / EMI Shield Line 등 세계 점유율 1위 장비군 보유
- 절단, 세척, 부착, 검사 등 후공정의 주요 부문에서 절대적 강점을 보유

한미반도체 주력 장비 라인업



자료: 한미반도체, 메리츠증권 리서치센터

한미반도체 분기 및 연간 실적 추이



한미반도체 실적 추이

- 4Q22 매출과 영업이익은 609억원 (-24% QoQ), 145억원 (-55% QoQ)로 아쉬운 수준을 기록
- 2022년 연결 실적은 매출액 3,276억원(-12% YoY), 영업이익 1,119억원(-9% YoY), 순이익 981억원 (-6% YoY). 2020년부터의 급성장세 대비 다소 아쉬운 실적
- 외형 성장 정체 불구 영업이익률은 2019년 11.4%를 저점으로 2022년 34.1%까지 지속 개선
- 이는 기존 사업의 부품 내재화 등 수직계열화와 점유율 확대, 성공적인 신사업 다각화에 기반

한미반도체 실적 추이

(십억원)	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22P	2018	2019	2020	2021	2022P
매출액	70.9	108.9	91.7	101.6	63.2	123.2	80.3	60.9	217.1	120.4	257.4	373.2	327.6
micro SAW & Vision Placement	44.5	47.9	53.2	71.8	38.9	73.1	47.4	36.7	75.8	42.1	95.1	217.4	196.2
EMI Shield 제품군	6.2	19.2	7.4	1.7	0.0	5.8	0.5	2.5	11.7	10.0	71.7	34.6	8.8
Camera Module	3.8	17.5	9.6	5.3	0.7	9.5	3.6	0.9	10.9	5.7	17.8	36.2	14.6
Spare & Kit & Tool	8.3	10.2	10.6	12.0	9.1	16.3	12.6	11.5	28.7	26.5	35.0	41.1	49.4
Bonding Equip.	1.7	4.9	6.3	4.6	8.0	5.3	7.7	4.9	53.2	3.1	6.7	17.5	25.9
기타	6.4	9.2	4.6	6.3	6.5	13.2	8.5	4.5	36.9	32.9	31.1	26.4	32.6
영업이익	19.3	36.4	30.9	35.7	21.3	43.9	32.2	14.5	56.8	13.7	66.7	122.4	111.9
세전이익	26.1	34.9	35.3	39.9	25.7	50.2	51.1	2.7	62.0	24.6	65.6	136.3	139.9
당기순이익	20.4	27.7	26.7	29.7	19.6	36.8	38.7	2.9	49.3	19.3	50.1	104.4	98.1
영업이익률(%)	27.3%	33.5%	33.7%	35.1%	33.6%	35.6%	40.1%	9.7%	28.0%	11.4%	25.9%	32.8%	34.1%
당기순이익률(%)	28.7%	25.4%	29.1%	29.2%	31.0%	29.9%	48.2%	4.8%	22.7%	16.0%	19.5%	28.0%	29.9%

자료: 한미반도체, 메리츠증권 리서치센터

한미반도체 주요 제품군



한미반도체 주요 사업 분야

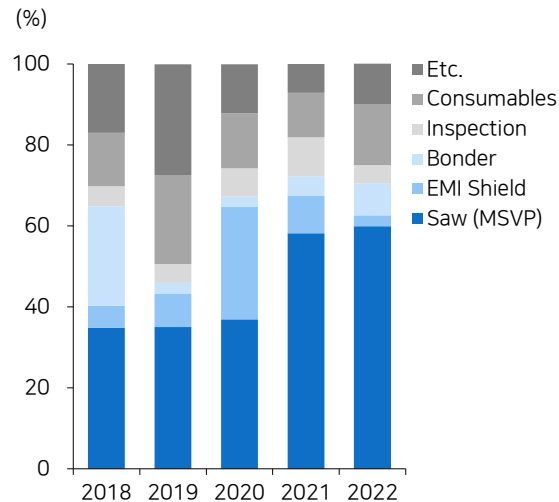
- 동사는 절단, 세척, 부착, 검사 등 반도체 후공정의 대부분을 커버
- MSVP 뿐 아니라 패키지 본더 및 검사 등 사업분야 내 고도화 진행 중
- 여전히 MSVP 매출 비중은 높은 편으로, 전공정 사업의 사이클과 동반 등락되는 사업구조의 한계 보유

한미반도체 주요 사업 분야 및 제품

사업 분야	주요 제품/용도	22년 매출비중
Saw (MSVP)	웨이퍼 패키지, FC-BGA · HDI, 유리, LED, 웨이퍼	59.9%
Advanced Package Bonder	웨이퍼+기판 웨이퍼+웨이퍼 ※ Flip-Chip, TC, TSV TC Type	7.9%
EMI Shield	반도체칩의 전자파 노이즈를 차단	2.7%
Inspection	카메라모듈, 3D 비전(패키지용) 검사	4.5%
Consumables	Spare, Kits, Parts & Tools	15.1%

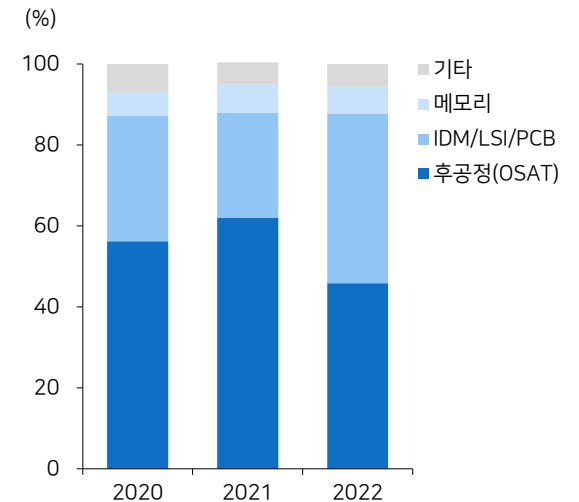
자료: 한미반도체, 메리츠증권 리서치센터

한미반도체 주요 제품 별 매출 비중



자료: 한미반도체, 메리츠증권 리서치센터

한미반도체 고객사 유형 별 매출 비중



자료: 한미반도체, 메리츠증권 리서치센터

한미반도체 (042700)



Income Statement					
(십억원)	2017	2018	2019	2020	2021
매출액	197.3	217.1	120.4	257.4	373.2
매출액증가율(%)	18.7	10.0	-44.6	113.8	45.0
매출원가	108.8	120.3	70.3	146.7	192.9
매출총이익	88.5	96.8	50.1	110.7	180.3
판매비와관리비	36.8	40.1	36.4	44.0	57.8
영업이익	51.7	56.8	13.7	66.7	122.4
영업이익률(%)	26.2	26.2	11.4	25.9	32.8
금융손익	-39.7	5.4	0.1	-6.6	6.9
총속/관계기업관련손익	0.3	-1.9	-0.8	1.2	6.1
기타영업외손익	2.2	1.7	11.6	4.5	0.9
세전계속사업이익	14.5	62.0	24.6	65.7	136.3
법인세비용	5.0	12.7	5.3	15.5	31.8
당기순이익	9.5	49.3	19.3	50.1	104.4
지배주주지분 순이익	9.5	49.3	19.3	50.1	104.4
Balance Sheet					
(십억원)	2017	2018	2019	2020	2021
유동자산	165.1	113.4	129.5	208.9	249.8
현금및현금성자산	73.5	24.9	47.8	81.2	49.6
매출채권	58.3	40.7	39.8	76.6	108.4
재고자산	30.0	42.5	38.9	48.3	85.8
비유동자산	120.0	132.6	128.0	118.0	179.5
유형자산	57.4	76.2	89.9	90.3	108.1
무형자산	4.5	3.5	3.4	3.5	4.6
투자자산	15.8	14.3	13.2	14.0	55.5
자산총계	285.1	246.0	257.5	327.0	429.3
유동부채	61.8	29.3	31.8	67.6	80.7
매입채무	17.4	14.7	18.0	39.5	44.7
단기차입금	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
유동성장기부채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
비유동부채	17.1	1.2	6.0	2.3	1.8
사채	14.8	0.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
부채총계	78.9	30.5	37.8	69.9	82.5
자본금	12.7	12.7	12.7	12.7	12.7
자본잉여금	47.9	47.9	47.9	47.9	50.9
기타포괄이익누계액	-0.1	-0.2	-0.1	-0.1	0.2
이익잉여금	205.2	203.9	208.9	215.2	282.6
비지배주주지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	206.2	215.6	219.7	257.1	346.8

Statement of Cash Flow					
(십억원)	2017	2018	2019	2020	2021
영업활동현금흐름	36.0	45.6	27.2	37.5	52.3
당기순이익(손실)	9.5	49.3	19.3	50.1	104.4
유형자산감가상각비	4.6	4.7	6.0	5.7	6.1
무형자산상각비	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4
운전자본의 증감	-8.1	-12.1	6.5	-30.3	-70.8
투자활동 현금흐름	16.7	-23.0	9.2	11.7	-65.0
유형자산의 증가(CAPEX)	9.9	24.2	19.0	7.4	25.3
투자자산의 감소(증가)	0.1	-3.4	-1.9	2.0	47.6
재무활동 현금흐름	-45.2	-71.1	-13.0	-15.1	-19.9
차입금증감	16.1	-8.6	-0.8	14.2	7.9
자본의증가	-14.3	-15.9	3.8	-2.6	0.5
현금의증가(감소)	4.9	-48.6	23.0	33.4	-31.6
기초현금	68.6	73.5	24.9	47.8	81.2
기말현금	73.5	24.9	47.8	81.2	49.6
Key Financial Data					
	2017	2018	2019	2020	2021
주당데이터(원)					
SPS	1,552	1,774	1,052	2,477	3,744
EPS(지배주주)	75	403	168	482	1,048
CFPS	504	645	431	863	1,650
EBITDAPS	445	505	176	700	1,293
BPS	1,621	1,884	1,920	2,496	3,506
DPS	240	250	100	400	600
배당수익률(%)	4.1	6.4	2.5	4.4	3.2
Valuation(Multiple)					
PER	79.3	9.7	24.1	18.8	18.1
PCR	11.8	6.0	9.4	10.5	11.5
PSR	3.8	2.2	3.9	3.7	5.1
PBR	3.7	2.1	2.1	3.6	5.4
EBITDA	56.6	61.8	20.2	72.8	128.9
EV/EBITDA	12.6	6.8	20.6	11.7	14.1
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	4.6	22.9	8.8	19.5	30.1
EBITDA이익률	28.7	28.5	16.8	28.3	34.5
부채비율	38.3	14.1	17.2	27.2	23.8
금융비용부담률	0.8	0.1	0.1	0.0	0.0
이자보상배율(x)	33.1	227.2	124.8	952.1	3,060.5
매출채권회전율(x)	4.1	4.4	3.0	4.4	4.0
재고자산회전율(x)	5.8	6.0	3.0	5.9	5.6

인텔리안테크 (189300) 이미 입증한 글로벌 경쟁력

Analyst 정지수 02. 6454-4863
jisoo.jeong@meritz.co.kr

Not Rated

적정주가 (12개월)	-
현재주가 (3. 3)	81,600원
상승여력	-
KOSDAQ	802.42pt
시가총액	7,494억원
발행주식수	918만주
유통주식비율	64.97%
외국인비중	5.81%
52주 최고/최저가	90,000원/54,800원
평균거래대금	75.2억원
주요주주(%)	
성장업 외 6 인	30.30

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	10.4	17.2	-3.5
상대주가	5.5	14.8	9.7

주가그래프



해상용 안테나 VSAT 글로벌 시장 점유율 1위 업체

- 동사는 2004년 설립된 해상/지상/항공용 위성통신 안테나 생산 업체로, 해상용 VSAT 글로벌 M/S 1위
- Inmarsat, SES 등 정지궤도/중궤도 고객군에 OneWeb, Telesat 등 저궤도 위성 사업자도 고객으로 확보

엔데믹으로 글로벌 선박 시장 회복 전망

- 2022년 연결 실적은 매출액 2,395억원(+73.5% YoY), 영업이익 150억원(+573.9% YoY) 기록
- 글로벌 선박 시장 회복에 따른 해상용 VSAT 매출 성장 + 저궤도 통신 안테나 양산에 따른 고성장

저궤도(LEO) 위성통신 시장의 살림꾼

- 2023년 연결 매출액과 영업이익은 각각 3,468억원(+44.8% YoY), 348억원(+131.9% YoY) 전망
- 저궤도 위성통신 관련 매출은 2022년 955억원, 2023년 1,301억원, 2024년 2,383억원으로 고성장 전망
- Eutelsat과 OneWeb의 인수합병은 2023년 중순 마무리될 전망이며, 동사는 유럽 최대 위성통신 사업자가 된 합병법인의 안테나 주력 제조사로 수혜 예상
- OneWeb은 2023년 말 글로벌 서비스를 시작할 예정이며, 신규 고객사 유입 가능성 또한 높은 상황

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2017	83.7	7.0	3.4	451	0.0	8,493	30.7	1.6	10.7	5.3	68.5
2018	109.8	8.3	7.7	1,012	124.5	9,022	12.5	1.4	8.0	11.6	80.0
2019	118.0	7.1	7.2	925	-8.7	9,882	37.1	3.5	18.5	9.7	75.3
2020	110.1	3.3	0.6	73	-92.1	9,645	687.4	5.2	33.5	0.7	99.3
2021	138.0	2.2	6.0	710	878.4	17,640	129.5	5.2	64.9	5.0	61.4

인텔리안테크 회사 소개

인텔리안테크 회사 개요

- 인텔리안테크는 2004년 설립된 해상/지상/항공용 위성통신 및 위성 방송 안테나 생산 업체
- 주력 제품은 선박에 장착되는 해상용 안테나이며, 해상용 안테나 VSAT 글로벌 시장 점유율 1위
- 해상용 안테나 VSAT 시장은 진입 장벽이 높고, 경쟁 업체가 제한적(Cobham, KVH)
- Inmarsat, SES 등 정지궤도/중궤도 고객군에 OneWeb, Telesat 등 저궤도 위성 사업자도 고객으로 확보

인텔리안테크 제품 라인업 및 고객사



자료: 인텔리안테크, 메리츠증권 리서치센터

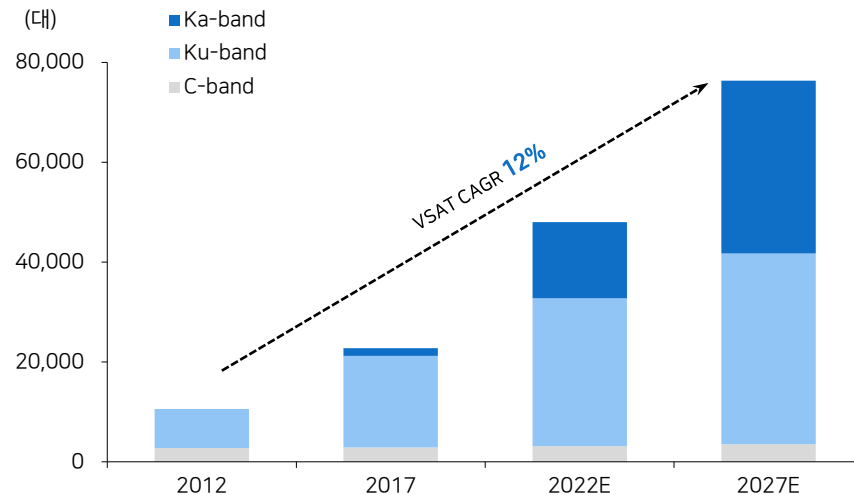
인텔리안테크 - 해상용 VSAT 안테나 사업



글로벌 선박 시장 회복 가속화

- 글로벌 VSAT 시장은 2012년부터 2027년까지 연평균 +12%의 안정적인 성장 전망
- VSAT 글로벌 선박 장착률은 현재 약 25%로 추정되며 리오프닝 이후 성장이 재개될 전망
- 저궤도 위성통신 등 위성을 활용한 통신 안테나 수요가 확대되고 가격 부담이 줄어들 경우 대형 선박 외 소형 및 중형 선박에도 통신 안테나 장착이 늘어날 전망

VSAT 시장 성장 전망



자료: Euroconsult, 인텔리안테크, 메리츠증권 리서치센터

VSAT 글로벌 선박 장착률

(대)	Merchant	Cruise & Ferry	Energy	Yachts	Fishing	Total
2017 Addressable Fleet	76,500	7,200	13,700	9,100	22,600	129,100
2017 Number of Vsat	13,500	2,300	1,000	4,100	2,000	22,900
2017 VSAT Penetration	17.6%	16.8%	13.9%	45.1%	8.8%	17.7%
2027E Number of VSAT	47,400	4,500	3,000	14,000	7,900	76,800

자료: Euroconsult, 인텔리안테크, 메리츠증권 리서치센터

인텔리안테크 - 저궤도(LEO) 위성통신 사업 주도권 확보



저궤도(LEO) 위성통신사 OneWeb의 동반자

- 저궤도(LEO) 위성통신 사업자들의 글로벌 시장 진출로 지상망 안테나에 대한 수요 꾸준히 증가
- OneWeb, SES, Telesat 등 저궤도 위성통신 서비스를 준비하는 고객사의 주요 안테나 벤더로 등록
- 2021년 OneWeb과 1,809억원, SES와 711억원 저궤도 위성 안테나 공급계약 체결하며 본격적인 사업 개시
- 주요 고객사인 OneWeb의 저궤도(LEO) 위성을 활용한 글로벌 서비스는 2023년 말 시작
- Eutelsat과 OneWeb의 인수합병은 2023년 중순 마무리될 전망이며, 동사는 유럽 최대 위성통신 사업자가 된 합병법인의 안테나 주력 제조사로 수혜 예상

OneWeb향 저궤도 위성통신용 안테나 수주 계약



자료: 인텔리안테크

SES향 저궤도 위성통신용 안테나 수주 계약



자료: 인텔리안테크

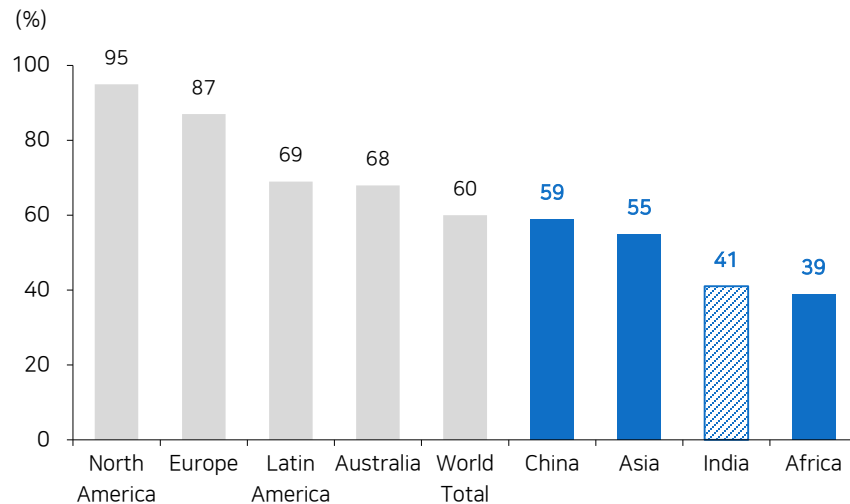
인텔리안테크 - 인도 시장 공략의 적기



OneWeb을 인수한 인도 2위 통신사 Bharti

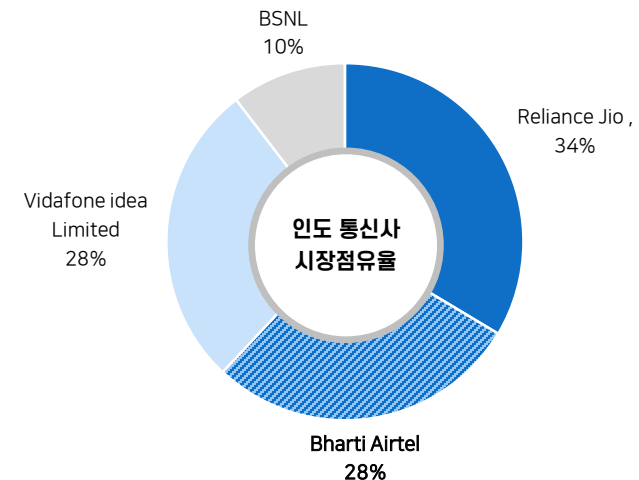
- 인도는 전세계 인구 비중의 약 18%를 차지하고 있으나, 자국 인터넷 보급률은 41%에 불과
- 인도는 국영 통신사인 BSNL을 포함해 4개의 사업자가 경쟁하고 있으며, OneWeb을 인수한 Bharti Airtel은 3.3억명(M/S 28%)의 가입자를 보유한 2위 사업자
- Bharti Airtel은 남아시아와 아프리카 지역 18개국에서도 통신 사업을 영위 중
- 인도 Bharti Group은 사업을 영위 중인 국가의 인터넷망 보급에 위성통신을 적극적으로 활용할 계획

인도 인터넷 보급률 현황



자료: 인텔리안테크, 메리츠증권 리서치센터

인도 통신사 시장 점유율 현황



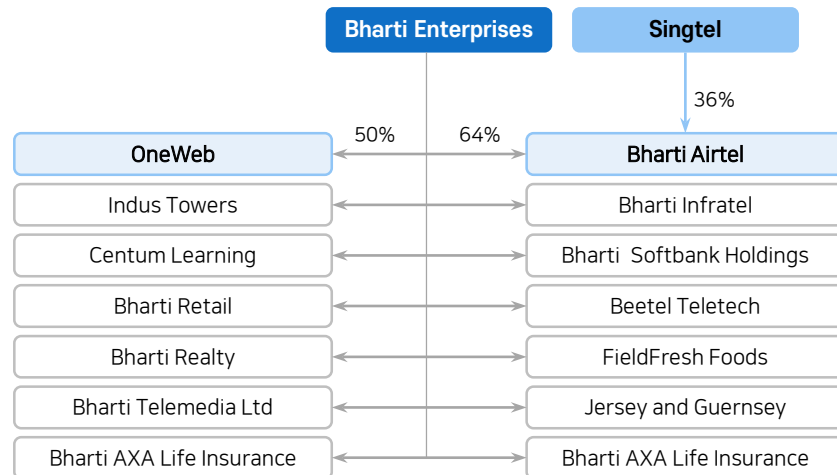
자료: 인텔리안테크, 메리츠증권 리서치센터

인텔리안테크 - 인도에 이어 동남아 시장 진출 전망

싱가포르 Singtel과 간접적 제휴를 맺은 OneWeb

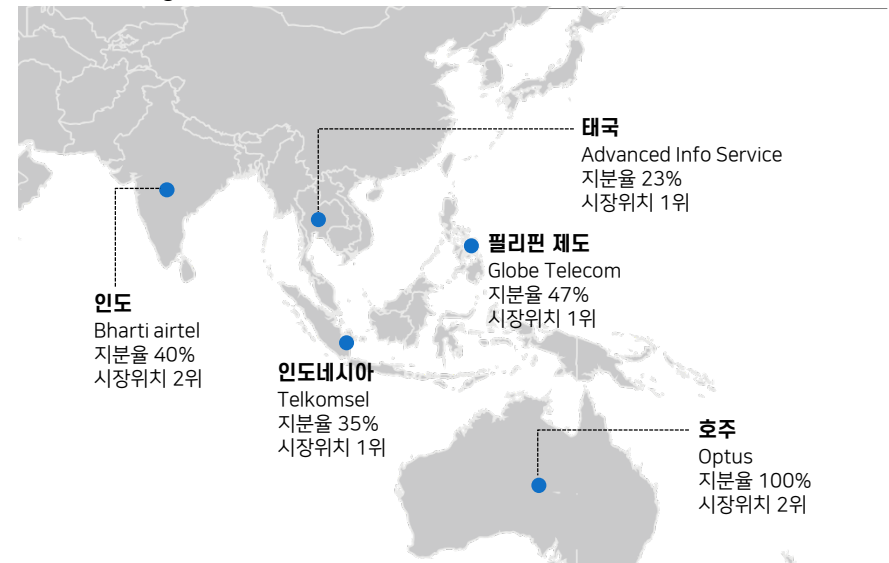
- Singtel은 다국적 통신 기업으로 싱가포르 내 무선 M/S 47%, 유선 M/S 82%, 인터넷 M/S 43% 차지
- Singtel은 인도 Bharti Airtel 지분 36%, 호주 Optus 지분 100%, 인도네시아 Telkomsel 지분 35% 보유
- OneWeb의 위성통신 사업 재개 시 인도와 아프리카 지역 외 Singtel을 활용한 동남아 시장 확대 가능

인도 Bharti Group 지배구조 현황



자료: 인텔리안테크, 메리츠증권 리서치센터

싱가포르 Singtel 글로벌 사업 현황



자료: 인텔리안테크, 메리츠증권 리서치센터

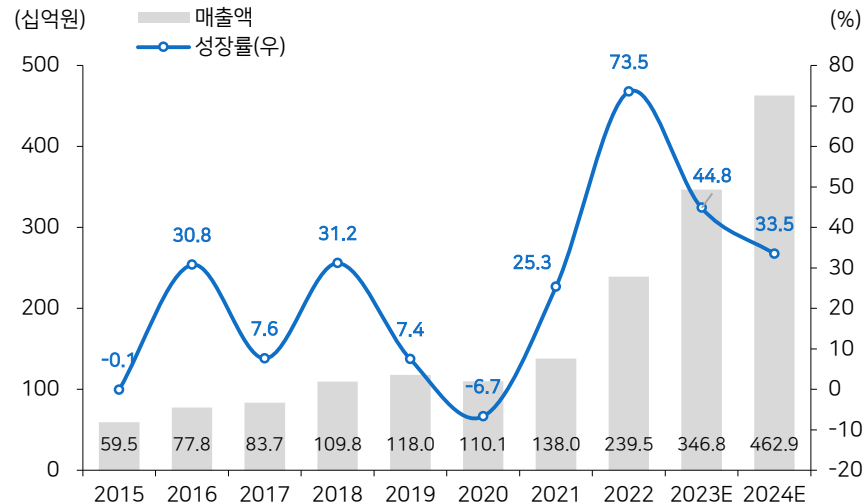
인텔리안테크 실적 추이 및 전망



인텔리안테크 실적 전망

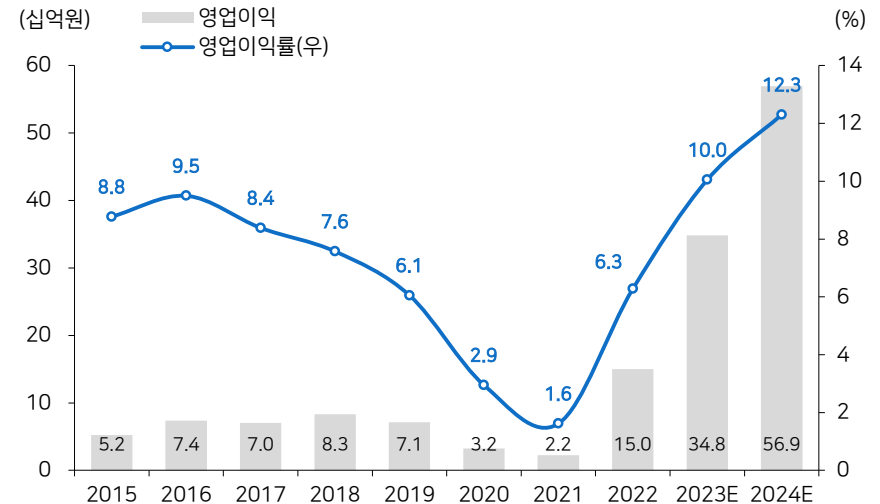
- 2022년 연결 실적은 매출액 2,395억원(+73.5% YoY), 영업이익 150억원(+573.9% YoY) 기록
- 글로벌 선박 시장 회복에 따른 해상용 VSAT 매출 성장 + 저궤도 통신 안테나 양산에 따른 고성장
- 2023년 연결 매출액과 영업이익은 각각 3,468억원(+44.8% YoY), 348억원(+131.9% YoY) 전망
- 저궤도 위성통신 관련 매출은 2022년 955억원, 2023년 1,301억원, 2024년 2,383억원으로 고성장 전망

인텔리안테크 매출액 추이 및 전망



자료: 인텔리안테크, 메리츠증권 리서치센터

인텔리안테크 영업이익 추이 및 전망



자료: 인텔리안테크, 메리츠증권 리서치센터

인텔리안테크 (189300)



Income Statement					
(십억원)	2017	2018	2019	2020	2021
매출액	83.7	109.8	118.0	110.1	138.0
매출액증가율(%)	7.6	31.2	7.4	-6.7	25.3
매출원가	46.3	62.1	62.2	57.8	80.7
매출총이익	37.4	47.7	55.8	52.3	57.3
판매비와관리비	30.4	39.4	48.7	49.0	55.1
영업이익	7.0	8.3	7.1	3.3	2.2
영업이익률(%)	8.4	7.6	6.1	3.0	1.6
금융손익	0.7	-1.2	-2.5	-1.1	0.2
종속/관계기업관련손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	-4.5	0.6	0.9	-4.1	4.1
세전계속사업이익	3.2	7.7	5.6	-2.0	6.6
법인세비용	-0.2	0.0	-1.6	-2.6	0.6
당기순이익	3.4	7.7	7.2	0.6	6.0
지배주주지분 순이익	3.4	7.7	7.2	0.6	6.0
Balance Sheet					
(십억원)	2017	2018	2019	2020	2021
유동자산	69.9	81.3	76.0	73.2	155.3
현금및현금성자산	14.2	16.2	24.8	12.9	22.5
매출채권	30.9	32.5	26.2	26.1	43.2
재고자산	21.1	20.7	20.1	28.5	47.1
비유동자산	38.7	42.3	61.3	79.6	106.2
유형자산	17.3	18.7	29.4	39.7	64.6
무형자산	15.4	13.5	19.5	17.4	17.0
투자자산	0.1	2.8	4.0	10.0	10.7
자산총계	108.6	123.6	137.3	152.8	261.5
유동부채	30.9	22.6	27.7	49.6	67.4
매입채무	10.4	7.9	5.8	9.6	15.0
단기차입금	12.1	1.9	6.5	14.5	18.8
유동성장기부채	2.1	4.1	4.0	12.4	12.6
비유동부채	13.3	32.3	31.3	26.5	32.1
사채	0.0	6.8	4.5	0.0	0.0
장기차입금	5.8	15.4	14.5	14.3	17.8
부채총계	44.2	55.0	59.0	76.1	99.5
자본금	3.6	3.6	3.8	3.8	4.6
자본잉여금	35.7	38.4	41.7	41.7	119.4
기타포괄이익누계액	-0.5	-0.8	-1.0	-0.9	-1.0
이익잉여금	28.1	30.3	36.6	36.3	41.4
비지배주주지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	64.5	68.7	78.4	76.7	162.0

Statement of Cash Flow					
(십억원)	2017	2018	2019	2020	2021
영업활동현금흐름	-2.7	10.7	19.1	11.7	-9.7
당기순이익(손실)	3.4	7.7	7.2	0.6	6.0
유형자산감가상각비	1.9	2.2	4.9	5.3	6.4
무형자산상각비	1.4	2.2	3.0	4.1	4.3
운전자본의 증감	-13.6	-3.8	0.6	-5.7	-28.5
투자활동 현금흐름	-9.5	-19.6	-12.0	-28.0	-65.7
유형자산의 증가(CAPEX)	-3.7	-4.4	-10.7	-14.3	-27.7
투자자산의 감소(증가)	0.1	-2.7	-1.2	-6.0	-0.8
재무활동 현금흐름	0.7	10.8	2.0	5.9	84.3
차입금증감	2.1	9.7	3.6	8.8	8.7
자본의증가	0.3	2.7	3.5	-0.0	78.6
현금의증가(감소)	-11.7	2.0	8.7	-11.9	9.6
기초현금	25.9	14.2	16.2	24.8	12.9
기말현금	14.2	16.2	24.8	12.9	22.5
Key Financial Data					
	2017	2018	2019	2020	2021
주당데이터(원)					
SPS	11,052	14,434	15,220	13,861	16,359
EPS(지배주주)	451	1,012	925	73	710
CFPS	1,492	1,974	2,452	2,260	2,400
EBITDAPS	1,360	1,669	1,946	1,587	1,529
BPS	8,493	9,022	9,882	9,645	17,640
DPS	95	95	95	95	100
배당수익률(%)	0.7	0.8	0.3	0.2	0.1
Valuation(Multiple)					
PER	30.7	12.5	37.1	687.4	129.5
PCR	9.3	6.4	14.0	22.1	38.3
PSR	1.3	0.9	2.3	3.6	5.6
PBR	1.6	1.4	3.5	5.2	5.2
EBITDA	10.3	12.7	15.1	12.6	12.9
EV/EBITDA	10.7	8.0	18.5	33.5	64.9
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	5.3	11.6	9.7	0.7	5.0
EBITDA이익률	12.3	11.6	12.8	11.4	9.3
부채비율	68.5	80.0	75.3	99.3	61.4
금융비용부담률	0.4	0.8	1.0	0.9	0.6
이자보상배율(x)	20.0	9.9	6.3	3.4	2.8
매출채권회전율(x)	3.3	3.5	4.0	4.2	4.0
재고자산회전율(x)	4.4	5.3	5.8	4.5	3.7

켄코아에어로스페이스 (274090) 국내보다 높은 해외 인지도

Analyst 정지수 02. 6454-4863
jisoo.jeong@meritz.co.kr

Not Rated

적정주가 (12개월)	-
현재주가 (3. 3)	15,420원
상승여력	-

KOSDAQ	802.42pt
시가총액	1,911억원
발행주식수	1,239만주
유동주식비율	71.18%
외국인비중	30.30%
52주 최고/최저가	17,540원/10,150원
평균거래대금	74.5억원

주요주주(%)	
LEE KENNETH MINKYU	28.69
에셋플러스자산운용	6.91

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	-5.9	7.8	15.9
상대주가	-10.0	5.6	31.8

주가그래프



글로벌 도약을 꿈꾸는 우주항공 제조 업체

- 동사의 사업 영역은 우주항공 원소재 공급, 항공 부품 가공, 항공기 조립 및 정비(MRO), UAM 및 드론

기존 항공기 사업 영역은 본격적인 성장 궤도 진입

- 2022년 연결 매출액과 영업이익은 각각 759억원(+38.7% YoY), 영업이익 81억원(흑전 YoY) 기록
- 2022년 MRO(PTF Conversion)와 우주항공원소재 매출액이 전년 대비 각각 +68.9%, +83.9% 고성장
- 전세계 여행 수요 회복으로 기존 항공기 정비 사업 매출 역시 빠르게 회복될 전망
- 주요 고객사인 Airbus의 절충교역 대상으로 선정됨에 따라 향후 사업 영역 확대 및 추가 수주 가능성 증가
- 2023년 연결 실적은 매출액 1,089억원(+43.6% YoY), 영업이익 139억원(+72.0% YoY) 전망

SpaceX, Blue Origin 등 글로벌 우주 발사체 기업들과 협업

- SpaceX의 발사체 수요 증가로 특수원소재를 공급하는 자회사 California Metal & Supply 실적 개선 기대
- Kuiper 프로젝트와 저궤도 통신 위성 발사 계약을 체결한 Blue Origin에도 특수원소재 공급 전망
- Boeing과 Lockheed Martin 합작법인 ULA의 핵심 공급망인 M&J 지분 투자로 시너지 효과 기대

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2018	28.9	-0.9	-9.5	-2,329	0.0	-2,161	0.0	0.0	62.4	72.0	-611.4
2019	46.3	1.0	-7.6	-1,413	적지	3,679	0.0	0.0	5.7	-22.5	120.7
2020	31.7	-7.4	-9.3	-1,060	적지	3,496	-7.6	2.3	-26.7	-25.1	140.5
2021	54.7	-13.8	-19.7	-1,735	적지	2,169	-7.5	6.0	-21.0	-76.9	317.1

켄코아에어로스페이스 회사 소개

글로벌 도약을 꿈꾸는
우주항공 제조 업체

- 동사의 사업 영역은 우주항공 원소재 공급, 항공 부품 가공, 항공기 조립 및 정비(MRO), UAM 및 드론
- Boeing, Lockheed Martin 등 글로벌 대표 항공우주 기업들과 직접 수주 계약 중인 국내 유일의 중소기업
- Kencoa USA, California Metal & Supply 등 글로벌 계열사간 시너지 효과로 수주 경쟁에서 강점 보유

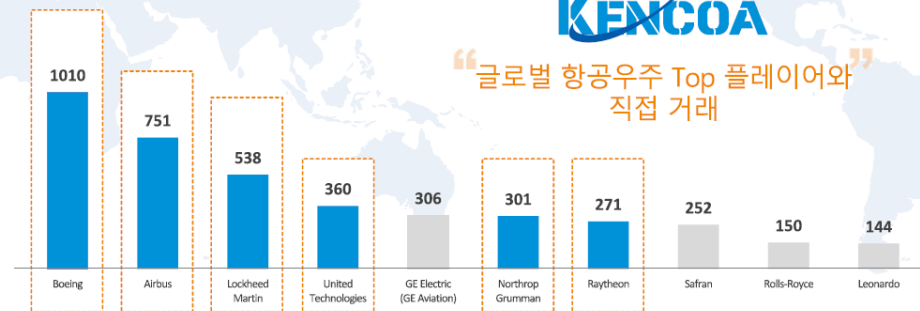
켄코아에어로스페이스 사업 영역



자료: 켄코아에어로스페이스, 메리츠증권 리서치센터

켄코아에어로스페이스 경쟁력: 글로벌 Major 고객사 확보

글로벌 항공우주 기업 순위 (매출액 기준) 단위: 억 달러



항공우주 고객사



국방·우주 고객사



자료: 켄코아에어로스페이스

켄코아에어로스페이스 - MRO 사업

중장기 실적을 견인할 MRO 사업

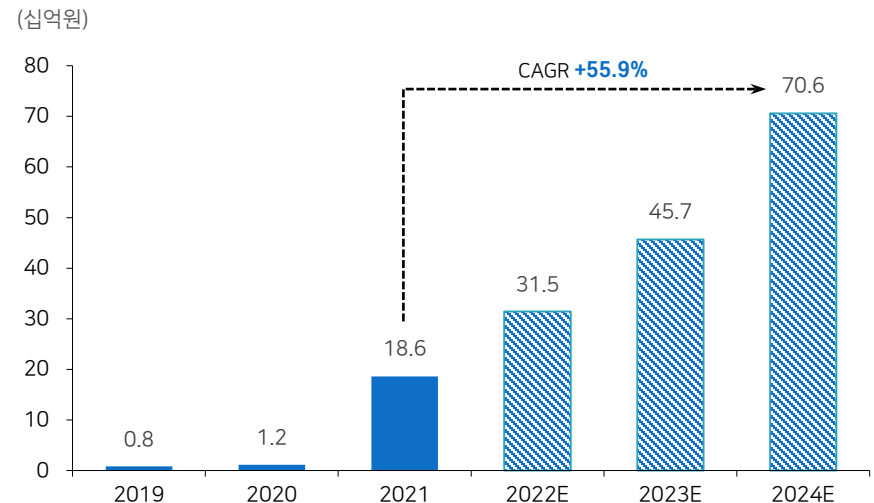
- 항공기 정비(MRO; Maintenance Repair Overhaul) 사업은 초기 투자비용이 크고 복잡한 작업 절차와 인적자원이 필요한 만큼 높은 진입장벽이 형성된 시장
- 코로나19 이후 화물기 수요가 2~3배 증가하면서 화물기 개조 부문 대규모 사업 수주 - Airbus로부터 2021년 4월과 10월 각각 2,630억원, 1,200억원의 MRO 사업 수주 계약을 체결
- 앤데믹으로 전세계 여행 수요가 회복됨에 따라 기존 항공기 정비 사업 매출 역시 정상화될 전망
- 주요 고객사인 Airbus의 절충교역 대상자로 선정됨에 따라 향후 사업 영역 확대 및 추가 수주 가능성 증가

항공기 정비(MRO) 사업



자료: 켄코아에어로스페이스

MRO 사업 매출액 추이 및 전망



자료: 켄코아에어로스페이스, 메리츠증권 리서치센터

켄코아에어로스페이스 - 항공기 부품 사업



20년 이상의 항공기 부품 가공 기술력 보유

- Kencoa USA는 20년 이상 미국 방산 및 항공기 부품 가공 기술력을 보유해 항공 엔진 Supply Chain에 진입
- 미국 국방부, Boeing, Lockheed Martin, Gulfstream 등 글로벌 항공우주업체의 Tier 1 공급사로 선정
- NASA의 아르테미스(ARTEMIS) 프로젝트의 발사체 부품 생산사업을 수주했으며, Boeing의 SLS(Space Launch System), Blue Origin 사업 역시 수주하며 성장 기대감 고조

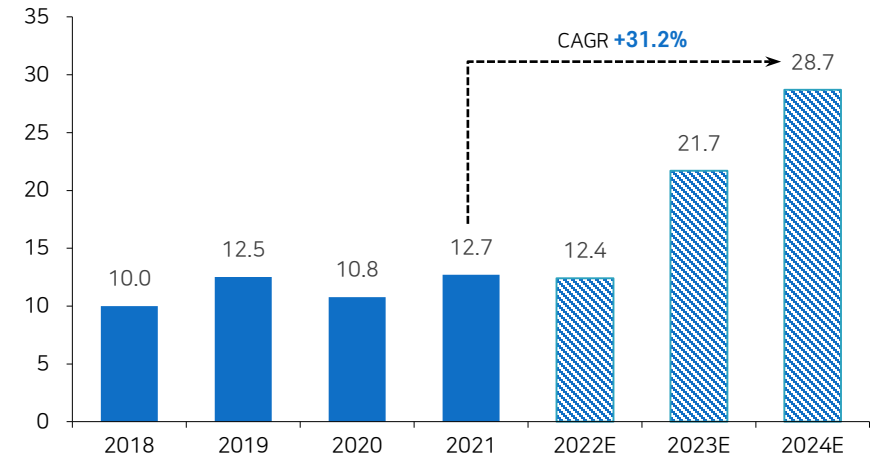
항공기 부품 공급처 및 제품



자료: 켄코아에어로스페이스, 메리츠증권 리서치센터

Kencoa USA(항공기 부품) 매출액 추이 및 전망

(십억원)



자료: 켄코아에어로스페이스, 메리츠증권 리서치센터

켄코아에어로스페이스 - 특수원소재 사업

우주항공에 활용되는
고부가가치 특수원소재 생산

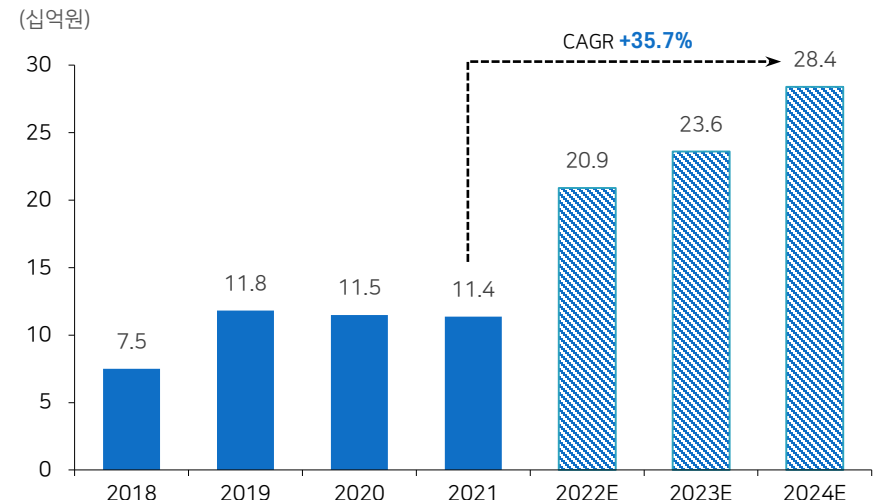
- NASA, SpaceX, Blue Origin, Virgin Orbit 등 글로벌 우주기업에 티타늄, 니켈 등 특수원소재 공급
- NASA의 아르테미스 프로젝트 중 Boeing의 SLS(Space Launch System) 관련 주요 파트 생산 계획
- Amazon의 저궤도(LEO) 군집 위성 구축을 위한 발사체 관련 BE-4 엔진 파트 수주로 위성통신 시장 진입

우주항공 특수원소재 공급처 및 제품



자료: 켄코아에어로스페이스

California Metal & Supply(특수원소재 사업) 매출액 추이 및 전망



자료: 켄코아에어로스페이스, 메리츠증권 리서치센터

켄코아에어로스페이스 - UAM 및 드론 사업

미래항공모빌리티(AAM) 사업에서도 두각

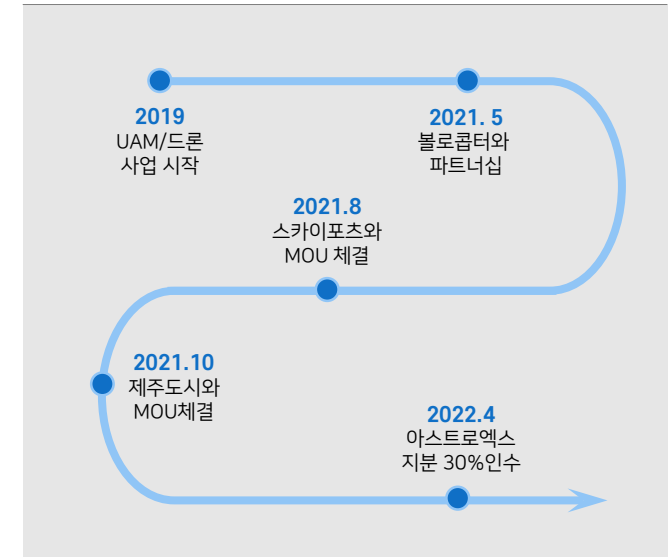
- 켄코아에어로스페이스는 설립 당시부터 UAM, 화물 드론 등 미래항공모빌리티(AAM) 사업을 준비
- 2021년 5월 UAM 선도 기업인 독일 볼로콥터(Volocopter)사와 파트너십을 체결하고, 8월에는 화물 드론 배송 전문 업체 영국 스카이포트츠(Skyports)사와 MOU를 체결
- 2021년 10월 제주도 및 제주국제자유도시개발센터와 드론 산업 생태계 구축 및 UAM 사업 협력 MOU 체결
- 최근에는 국내 최초 수륙양용 PAV 개발 및 레이싱 드론 1위 업체 아스트로엑스 지분 30% 인수

켄코아에어로스페이스 UAM/드론 사업 확대 전략



자료: 켄코아에어로스페이스

UAM & 드론 사업 협력 강화



자료: 켄코아에어로스페이스, 메리츠증권 리서치센터

켄코아에어로스페이스 실적 추이 및 전망



항공기와 우주항공 부품 사업 모두 고성장 전망

- 2022년 연결 매출액과 영업이익은 각각 759억원(+38.7% YoY), 영업이익 81억원(흑전 YoY) 기록
- 2022년 MRO(PTF Conversion)와 우주항공원소재 매출액이 전년 대비 각각 +68.9%, +83.9% 고성장
- 주요 고객사인 Airbus의 절충교역 대상자로 선정됨에 따라 향후 사업 영역 확대 및 추가 수주 가능성 증가
- 2023년 연결 실적은 매출액 1,089억원(+43.6% YoY), 영업이익 139억원(+72.0% YoY) 전망
- 영업 마진이 정상화되는 2023년 기준 PER 15.7배로 글로벌 & 로컬 Peer 대비 저평가

켄코아에어로스페이스 실적 추이 및 전망

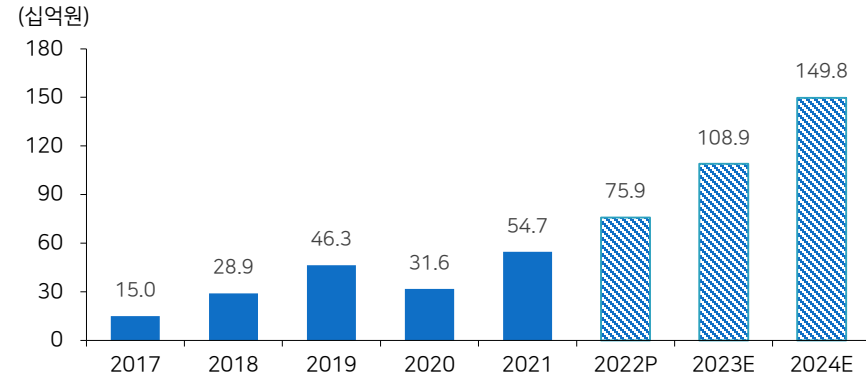
(십억원, %)	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22P	2018	2019	2020	2021	2022P	2023E	2024E
매출액	10.2	13.9	15.2	15.4	16.5	18.7	19.6	21.1	28.9	46.3	31.6	54.7	75.9	108.9	149.8
미국 방산 및 발사체 부품	3.1	3.8	4.4	1.5	2.9	1.9	2.7	4.8	16.4	12.5	10.8	12.7	12.4	21.7	28.7
국내 방산 및 항공기 부품	2.5	1.7	2.0	5.8	2.1	3.7	3.1	2.2	3.1	21.1	8.2	12.0	11.2	17.9	22.1
MRO(PTF Conversion)	1.6	5.1	4.9	7.1	7.2	7.6	8.1	8.5	0.8	0.8	1.2	18.6	31.5	45.7	70.6
우주항공원소재	3.0	3.2	3.9	1.1	4.3	5.4	5.7	5.6	8.7	11.8	11.5	11.4	20.9	23.6	28.4
영업이익	0.2	-4.8	-2.2	-7.0	-2.1	4.3	2.0	3.9	-0.9	1.0	-7.4	-13.8	8.1	13.9	22.8
세전이익	-0.6	-6.0	-2.9	-10.6	-3.0	3.8	1.2	2.4	-10.0	-7.5	-9.3	-20.0	4.4	13.4	21.9
당기순이익	-0.6	-6.0	-3.0	-10.0	-3.1	4.3	1.1	1.4	-9.4	-7.6	-9.3	-19.6	3.8	12.4	20.3
영업이익률(%)	2.0	-34.7	-14.3	-45.2	-12.8	23.0	10.3	18.5	-3.2	2.2	-23.5	-25.2	10.7	12.8	15.2
당기순이익률(%)	-6.0	-43.3	-19.8	-65.0	-18.6	23.0	5.7	6.7	-32.5	-16.4	-29.5	-35.9	4.9	11.4	13.6

자료: 켄코아에어로스페이스, 메리츠증권 리서치센터

켄코아에어로스페이스 수주잔고 및 Valuation

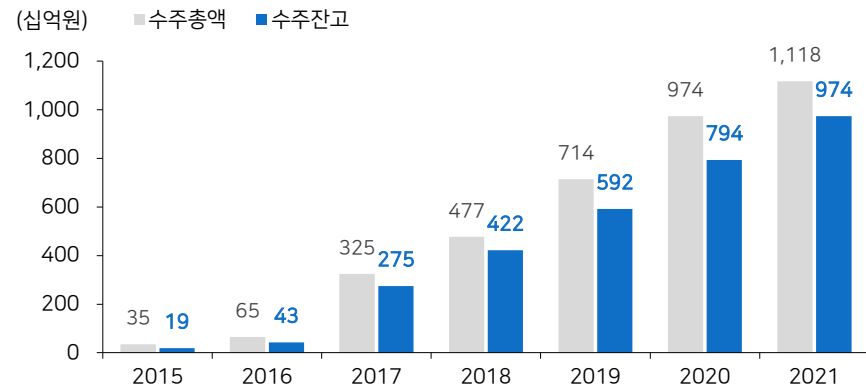


켄코아에어로스페이스 매출액 추이 및 전망



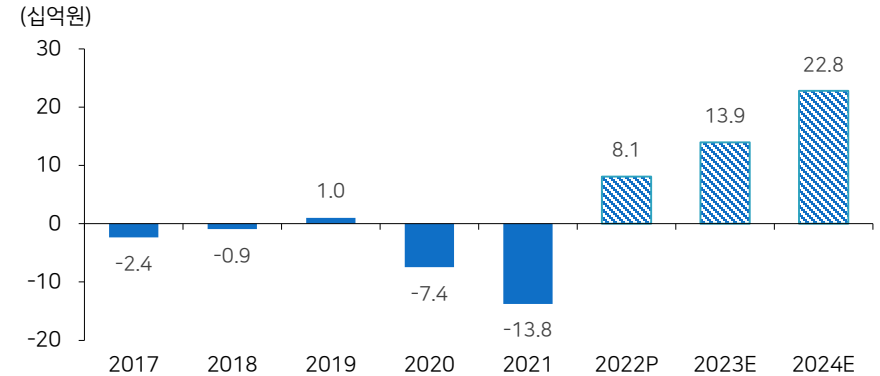
자료: 켄코아에어로스페이스, 메리츠증권 리서치센터

켄코아에어로스페이스 수주총액 및 수주잔고



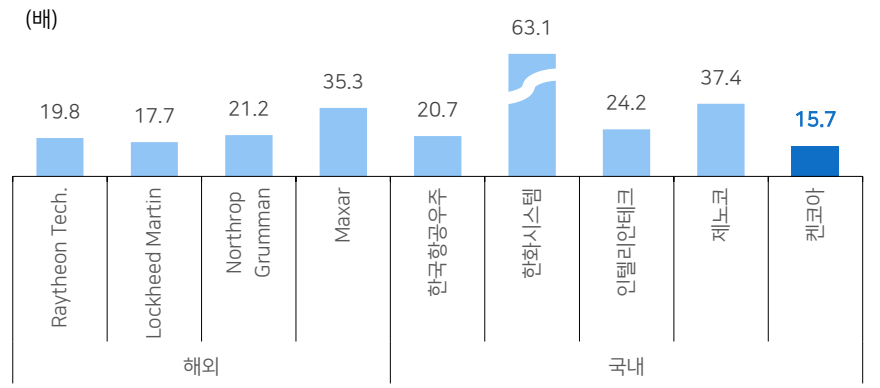
자료: 켄코아에어로스페이스, 메리츠증권 리서치센터

켄코아에어로스페이스 영업이익 추이 및 전망



자료: 켄코아에어로스페이스, 메리츠증권 리서치센터

Global & Local Peer Valuation (2023E PER)



자료: 켄코아에어로스페이스, 메리츠증권 리서치센터

켄코아에어로스페이스 (274090)



Income Statement				
(십억원)	2018	2019	2020	2021
매출액	28.9	46.3	31.7	54.7
매출액증가율(%)	0.0	60.0	-31.6	72.8
매출원가	23.7	38.3	30.1	60.6
매출총이익	5.2	8.0	1.5	-5.9
판매비와관리비	6.1	7.0	9.0	7.9
영업이익	-0.9	1.0	-7.4	-13.8
영업이익률(%)	-3.2	2.2	-23.5	-25.2
금융손익	-9.2	-7.1	-1.7	-4.4
종속/관계기업관련손익	0.0	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	0.1	-1.5	-0.2	-1.9
세전계속사업이익	-10.0	-7.5	-9.3	-20.0
법인세비용	-0.6	0.1	0.1	-0.4
당기순이익	-9.4	-7.6	-9.3	-19.7
지배주주지분 순이익	-9.5	-7.6	-9.3	-19.7
Balance Sheet				
(십억원)	2018	2019	2020	2021
유동자산	22.3	32.5	38.5	50.6
현금및현금성자산	2.3	8.7	8.1	17.2
매출채권	5.6	8.8	4.6	8.7
재고자산	14.0	13.8	23.1	22.9
비유동자산	36.1	41.8	51.0	56.1
유형자산	24.8	30.4	31.8	35.1
무형자산	10.6	11.0	11.5	10.1
투자자산	0.4	0.0	0.0	2.2
자산총계	58.4	74.3	89.6	106.6
유동부채	41.3	19.4	28.3	59.4
매입채무	5.1	5.9	5.7	9.8
단기차입금	7.1	8.5	7.2	6.3
유동성장기부채	6.2	2.7	10.3	7.4
비유동부채	28.5	21.3	24.0	21.6
사채	8.3	3.0	2.3	1.6
장기차입금	10.5	15.0	11.0	8.2
부채총계	69.8	40.6	52.3	81.1
자본금	2.0	4.6	5.3	5.9
자본잉여금	0.5	52.1	65.8	70.5
기타포괄이익누계액	-0.4	-0.0	-1.6	0.9
이익잉여금	-15.3	-22.9	-32.3	-51.7
비지배주주지분	1.7	0.0	0.0	0.0
자본총계	-11.4	33.7	37.2	25.6

Statement of Cash Flow				
(십억원)	2018	2019	2020	2021
영업활동현금흐름	-9.0	-0.0	-10.4	-8.4
당기순이익(손실)	0.0	-7.6	-9.3	-19.7
유형자산감가상각비	1.3	2.3	2.8	3.5
무형자산상각비	0.5	0.7	0.7	0.7
운전자본의 증감	-9.6	-2.4	-6.4	-3.9
투자활동 현금흐름	-5.7	-8.1	-7.1	-7.1
유형자산의 증가(CAPEX)	6.0	7.0	5.5	5.7
투자자산의 감소(증가)	0.4	0.0	0.0	2.2
재무활동 현금흐름	15.6	14.7	17.2	23.7
차입금증감	34.2	-20.7	6.9	14.9
자본의증가	28.5	-7.3	2.8	-2.4
현금의증가(감소)	0.9	6.4	-0.6	9.1
기초현금	1.4	2.3	8.7	8.1
기말현금	2.3	8.7	8.1	17.2
Key Financial Data				
	2018	2019	2020	2021
주당데이터(원)				
SPS	7,116	8,643	3,591	4,828
EPS(지배주주)	-2,329	-1,413	-1,060	-1,735
CFPS	679	1,387	-195	254
EBITDAPS	231	736	-456	-845
BPS	-2,161	3,679	3,496	2,169
DPS	0	0	0	0
배당수익률(%)	0.0	0.0	0.0	0.0
Valuation(Multiple)				
PER	0.0	0.0	-7.6	-7.5
PCR	0.0	0.0	-41.4	51.5
PSR	0.0	0.0	2.2	2.7
PBR	0.0	0.0	2.3	6.0
EBITDA	0.9	3.9	-4.0	-9.6
EV/EBITDA	62.4	5.7	-26.7	-21.0
Key Financial Ratio(%)				
자기자본이익률(ROE)	72.0	-22.5	-25.1	-76.9
EBITDA이익률	3.2	8.5	-12.7	-17.5
부채비율	-611.4	120.7	140.5	317.1
금융비용부담률	7.4	5.3	5.1	6.1
이자보상배율(x)	-0.4	0.4	-4.6	-4.1
매출채권회전율(x)	10.4	6.4	4.7	8.2
재고자산회전율(x)	4.1	3.3	1.7	2.4

Compliance Notice

본 조사분석자료는 제3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다. 당사는 자료작성일 현재 본 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 해당 종목과 재산적 이해관계가 없습니다.
본 자료에 게재된 내용은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 신의 성실하게 작성되었음을 확인합니다.

본 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 본 자료를 이용하시는 분은 본 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다.
따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 투자 결과와 관련한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료는 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로 당사의 허락 없이 복사, 대여, 배포 될 수 없습니다.

투자등급 관련사항 (2019년 9월 16일부터 기준 변경 시행)

기업	향후 12개월간 추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미	
추천기준일 직전 1개월간 종가대비 3등급	Buy	추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 +20% 이상
	Hold	추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 -20% 이상 ~ +20% 미만
	Sell	추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 -20% 미만
산업	시가총액기준 산업별 시장비중 대비 보유비중의 변화를 추천	
추천기준일 시장지수대비 3등급	Overweight (비중확대)	
	Neutral (중립)	
	Underweight (비중축소)	

투자의견 비율

투자의견	비율
매수	84.9%
중립	15.1%
매도	0.0%

2022년 12월 31일 기준으로
최근 1년간 금융투자상품에
대하여 공표한 최근일
투자등급의 비율