

인텔리안테크 (189300)

인텔리안테크를 아니?

BUY

목표주가 198,000
 현재주가 129,100
 상승여력 54%

Stock Information

시가총액	1조 3,744억원
발행 주식 수	1,074만주
유동주식비율	71.2%
52주 최고가	149,400원
52주 최저가	30,800원
외국인 지분율	17.5%
KOSDAQ	1,136.64

Price Trend



KUVIC Research Team 1

메일 kuvic_korea@naver.com

팀장	45기 Junior 명승우
팀원	44기 Senior 김현진
팀원	44기 Senior 류승민
팀원	44기 Senior 신주성
팀원	45기 Junior 김민서
팀원	45기 Junior 문진우
팀원	45기 Junior 박수홍
팀원	45기 Junior 정서윤

Who We Are



투자 의견 'Buy', 목표주가 '198,000원'

본 리서치 팀은 Historical EV/EBITDA에 따라 목표주가 198,000원, 상승여력 54%로 매수 의견을 제시한다. 동사의 2026년도 매출액과 영업이익은 각각 4,174억원, 396억원으로 전망한다.

투자포인트 1. Non-Starlink 진영의 안테나 파트너

Starlink가 위성 인터넷 시장의 90%를 장악한 독점 구조는 역설적으로 Non-Starlink 진영의 존재 이유를 만들어낸다. LEO 위성 통신이 군사 작전에도 활용되는 국가 핵심 인프라로 부상한 상황에서, 통신 주권을 한 민간 기업에 의존할 수 없다는 지정학적 우려가 EU의 11.4조원 규모 IRIS² 프로젝트, 캐나다의 2.5조원 규모 텔레셋 Lightspeed 투자 등 **유의미한 규모의 실제 투자**로 이어지고 있다. 인텔리안테크는 유텔셋 원웹, A사, 텔레셋, SES, AST 스페이스모바일 등 **Non-Starlink 진영의 주요 사업자 대부분에게 안테나를 공급하는 사실상의 독점적 파트너**로, 지상국 터키 구축 역량과 멀티밴드, 멀티오빗 범용성을 기반으로 경쟁사 대비 확고한 우위를 점하고 있다. 특히 **A사향 수주는 2023년부터 3년간 총액 2,417억 원으로 반복 및 확대되는 패턴이 뚜렷**한데, A사의 위성 배치가 여전히 초기 단계임을 감안하면 향후 매출 성장 여력이 상당하다.

투자포인트 2. 해상용 안테나 매출의 구조적 회복

2024년 해상용 안테나 매출 급감의 원인은 수요의 소멸이 아닌 원웹 서비스 지연과 LEO 및 하이브리드 수요 전환 과도기에 따른 일시적 소동이었으며, **2025년 하반기부터는 구조적 회복이 확인**되고 있다. 해운업계의 LEO 도입 수요를 충족시키는 인마셋의 하이브리드 서비스 NexusWave가 핵심 촉매다. GEO의 안정성과 LEO의 고속 성능을 결합해 출시 반년 만에 도입 선박 1,000척을 돌파했고, 2026년 상반기엔 3,000척 도입을 노리고 있다. 인텔리안테크는 NexusWave의 GEO 안테나와 LEO 평판형 안테나를 모두 공급하는 사실상 유일한 업체로, **NexusWave 한 세트가 선박에 새롭게 설치될 때마다 GEO 안테나와 LEO 평판형 안테나를 동시에 납품**한다. 이에 동사는 안테나 판매 수량과 ASP가 동시에 상승하는 이중 수혜를 누리게 되고, 이는 매출 1,243억원에 영업이익률 15.9%를 기록한 2025년 4분기 실적으로 확인됐다. 2022년 실적과 비교했을 때 매출은 절반이지만 이익률은 두 배를 넘겼다. 팔리는 제품의 구성 자체가 달라지면서 양적 회복과 질적 개선이 동시에 진행 중인 것이다.

Earnings and valuation metrics

계산기 (12월)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
매출액 (십억원)	258	320	417	555	750
YoY (%)	-15%	24%	31%	33%	35%
영업이익 (십억원)	-19	12	40	63	100
YoY (%)	-	흑전	232%	59%	58%
영업이익률 (%)	-7.5	3.7	9.5	11.4	13.3
당기순이익 (십억원)	-3	7	34	54	80
EPS (원)	-280.47	695.13	3170.63	5040.36	7430.63
P/E (배)	-133.70	85.60	40.72	25.61	17.37

주: K-IFRS 연결 기준, 순이익은 당기순이익

자료: KUVIC 리서치 1팀

CONTENTS

Summary	3
산업분석	4
기업분석	9
투자포인트	14
Point 1. Non-Starlink 진영의 튼튼한 게이트웨이 안테나 공급자	
Point 2. LEO시대 본격화에 따른 해상용 매출 회복 기대	
투자리스크	22
밸류에이션	23

Summary

표 1. 주요 매출액 및 이익 테이블

(단위: 십억원)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
매출액	258	320	417	555	750
YoY	-15%	24%	31%	33%	35%
지상용	97	139	190	305	483
해상용	151	180	221	244	263
기타	10	0	6	5	4
영업비용	277	308	378	492	651
영업이익	-19	12	40	63	100
영업이익률 (%)	-8%	4%	10%	11%	13%
순이익	-3	7	34	54	60
순이익률 (%)	-1%	2%	8%	10%	11%

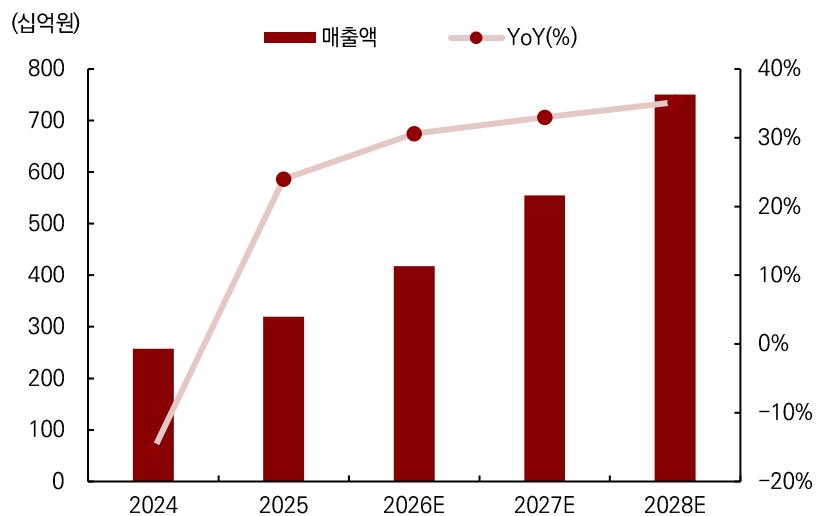
자료: KUVIC 리서치 1팀 추정

표 2. 2026E 기준 밸류에이션(EV/EBITDA 시나리오)

구분	내용	구분	내용
2026E EBITDA(백만원)	68,649	단기차입금(백만원)	64,254
Target EV/EBITDA	32.5	유동성장기차입금(백만원)	11,569
Target EV(백만원)	2,231,102	장기차입금(백만원)	40,519
순차입금(백만원)	102,995	사채(백만원)	20,000
유통주식수	10,737,497	총차입금(백만원)	136,341
목표주가(원)	198,100	현금및현금성자산(백만원)	32,846
현재주가(원)	129,100	단기금융상품(백만원)	500
상승여력(%)	54%	순차입금(백만원)	102,995

자료: KUVIC 리서치 1팀 추정

주요 그림 1. 매출액 추이 및 전망



자료: KUVIC 리서치 1팀 추정

산업분석

땅에서 우주를 잡는다: 위성 통신 지상 인프라

안테나 없으면 위성도 무용지물

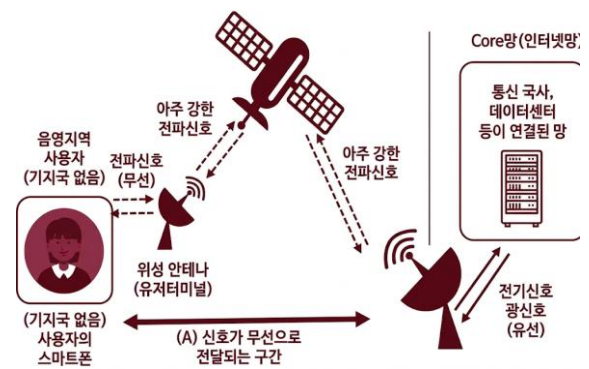
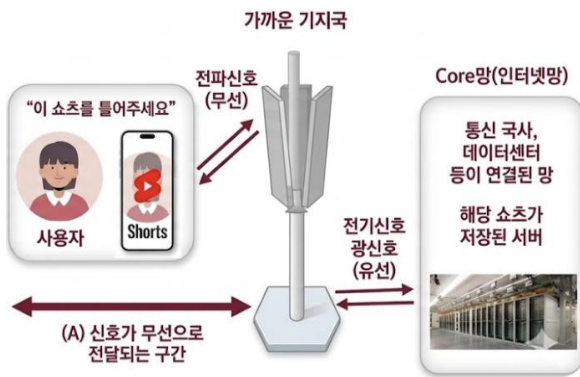
위성 인터넷
기지국 + 광케이블을
위성 + 안테나로

우리가 매일 쓰는 인터넷은 매우 다양한 물리적 인프라를 요구한다. 지상 인터넷은 반경 수km만 커버하는 기지국이 필수적이지만, 해상·산간·극지·사막에는 기지국을 세울 수 없다. 또한, 정보 처리를 위해 기지국에서 코어망까지는 반드시 광케이블로 연결되어야 한다. 해저 광케이블 1km 설치 비용은 3~5만 달러이며, 대서양 횡단 프로젝트 하나에만 약 3억 달러가 투입되었다. 결과적으로 지상 인터넷은 투자 대비 수익이 나는 곳에만 깔리며, 나머지 32% 인구(26억 명)와 바다 위 선박, 하늘 위 항공기, 전장의 군인은 지상망에서 구조적으로 배제되어 왔다.

이 문제를 해결하기 위해 위성 인터넷이 등장했다. 사용자가 통신을 요청하면, 선박이나 건물에 장착된 유저 터미널(UT) 안테나가 데이터를 전파로 우주에 쏘아 올린다. 위성은 이를 즉시 지상의 대형 기지국인 게이트웨이(GW)로 반사해 내려보내고, 게이트웨이는 이를 유선 광신호로 변환하여 코어망으로 전달한다. 즉, 기존의 기지국과 광케이블이 위성과 안테나로 대체된 것이다. **다만, 게이트웨이는 여전히 지상에 물리적으로 존재해야 하며, 게이트웨이에는 안테나가 필수적으로 장착된다.** 위성이 수만 기가 있어도 UT/GW 없이는 데이터 처리가 불가하므로, 지상 안테나 하드웨어가 위성 통신 밸류체인 구조적 병목이자 장기 성장의 핵심이다.

그림 1. 지상 인터넷 무선 통신 방식

그림 2. 위성 인터넷 무선 통신 방식



자료: KUVIC 리서치 1팀

자료: KUVIC 리서치 1팀

일론머스크: 나 혼자 다 해먹을게

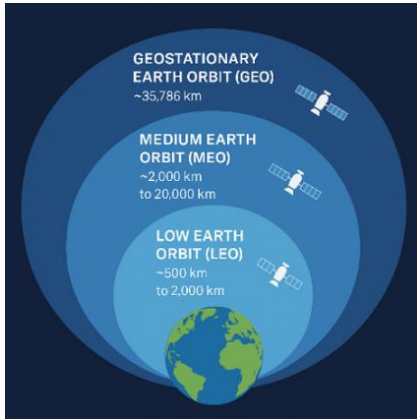
LEO는 게이트웨이와 5~10분 연결하고 지평선 아래로 사라짐

SpaceX의 스타링크는 위성 설계→제조(월 180기+)→발사(연 2,500+)→서비스(155개국, 가입자 1,000만명)→단말(평판형 FPA)까지 전 과정을 수직 계열화한 유일한 사업자이다. 스타링크의 수직 계열화 모델은 LEO(저궤도) 위성의 특성과 밀접하게 연결되어 있다.

지구를 둘러싼 위성 궤도는 고도에 따라 LEO, MEO, GEO로 나뉜다. LEO는 지구와의 거리가 매우 가까워 지연 시간이 20~40ms로 짧고 대량의 데이터를 빠르게 전송할 수 있어 B2C 인터넷에 최적이다. 다만, LEO 통신은 궤도의 특성상 지상 투영 면적이 좁고 이동 속도가 빨라 수천 기의 위성과 평판형 안테나가 필수적이다. GEO는 지구 자전 속도와 공전 속도가 일치하는 정지궤도로, 정지 궤도 위성 3기로 전 지구를 커버할 수 있다. GEO 통신은 주로 방송, 기상관 측, 광역 통신에 사용되며, 상대적으로 저렴

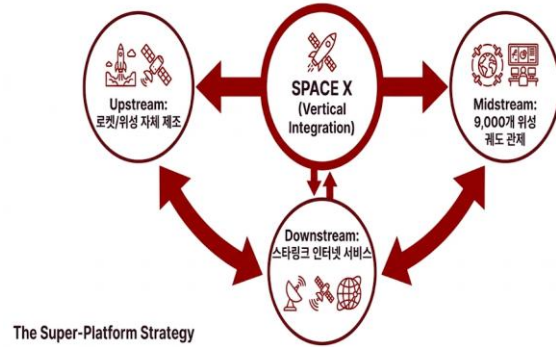
한 파라볼릭 안테나로도 충분하지만, 지연시간 600ms로 실시간 서비스에는 부적합하다. **이로 인해 최근 B2C 통신 시장 점유율을 LEO에 잠식당하고 있다.**

그림 3. 궤도에 따른 위성의 구분



자료: Link Communications Systems, KUVIC 리서치 1팀

그림 4. 스타링크 수직 계열화



자료: KUVIC 리서치 1팀

스타링크 말고 다른 데 없나요?

그러나 수직 계열화는 동시에 구조적 취약성을 내포한다. 2025년 7월 24일, 스타링크 역사상 최대 규모의 글로벌 장애가 발생했다. 약 2.5시간 동안 전 세계 접속률이 16%까지 급감, 140개국 약 96만 세션이 영향을 받았다. 원인은 위성이나 하드웨어가 아닌, 지상 네트워크를 운영하는 핵심 내부 소프트웨어 (컨트롤 플레인)의 장애였다. 우크라이나군의 전장 통신이 심각하게 중단되어 드론 정찰 작전이 영상 피드 없이 수행되었고, 일부 작전은 연기되었다. 이 사건이 Non-Starlink 수요를 가속화하는 촉매가 되었다.

Non-Starlink 진영이 부상하는 이유는 크게 안보·주권과 상업·산업로 나눌 수 있다. 먼저 안보·주권 문제이다. 앞서 언급했듯 우크라이나 전쟁을 통해 단일 민간 기업에 국가 안보를 의존하는 리스크가 확인되었고, 이에 여러 국가들이 각기 다른 대응을 추진하고 있다. 이에 대한 가장 큰 대응은 EU는 IRIS2 프로젝트이다. EU는 총 106억 유로 예산을 투입해 LEO 264기+MEO 18기의 다궤도 위성군을 추진 중이며, SpaceRISE 컨소시엄(SES, Eutelsat, Hispasat)이 EU와 12년 양허 계약을 체결했다. 핵심 서비스는 국경·해상 감시, 위기 관리, 대사관 보안 통신, 안보·국방 등 정부 전용 보안 통신이며, 유럽의 디지털 주권 확보와 비유럽 사업자 의존 탈피가 프로그램의 근본 목적이다. 미국 우주개발청(SDA)의 LEO 국방위성망, Amazon Kuiper 3,236기, 중국 Guowang 13,000기 등도 동시 추진 중이다.

스타링크가 2025년 말 기준 전체 활성 위성의 65%를 점유하고 있는 상황에서 통신사·기업 고객은 단일 공급자에 대한 가격 결정권 집중과 의존 리스크를 경계하고 있다. Amazon Leo는 총 100억 달러 이상을 투자하여 3,236기 규모의 LEO 컨스텔레이션을 구축 중이며, 2025년 4월 첫 양산 위성 27기를 발사, 2026년 상용 서비스 개시를 목표로 하고 있다. 또한 Amazon Leo는 AWS 클라우드와 직접 연동되는 'Direct to AWS' 기능으로 기업 시장을 공략하고 있다. 아마존 외에도 Eutelsat OneWeb은 LEO 통신 서비스를 이미 운영 중이며, Telesat Lightspeed는 기업용 광대역 서비스를 준비 중이다.

Amazon Leo는 단말을 자체 제조하므로 외부 안테나 업체의 수혜가 제한적이지만 SES, OneWeb, Telesat, IRIS2는 단말과 게이트웨이를 외부에서 조달하기에, 위성 수 증가가 곧 외부 안테나 수요 확대로 이어진다.

표 3. Non-Starlink 사업자들의 투자 현황

사업자	국가	투자 규모	투자 주체	현재 단계
Amazon Leo	미국	\$10B+	Amazon 자체	위성 150기
EU IRIS2	유럽	E106억	EU + SpaceRISE	24.12 계약서명
유텔샷OneWeb	프랑스/영국	E15억	프랑스E7.5억 + 영국E1.63억	LEO648기 운영
Telesat Lightspeed	캐나다	\$3.5B	캐나다정부 C\$2.14B	위성제조 중
미국SDA	미국	\$4.2B~\$4.7B/연	미 국방부	Tranche0,1운영
Guowang	중국	미공개	중국 정부	1137(25.12)

자료: 언론 종합, KUVIC 리서치 1팀

접시 VS 평판, 누가 더 잘 잡나: 안테나 용도별 시장

궤도에 따라 안테나의 형태도 달라진다. 고정된 GEO 위성은 저렴한 파라볼릭 접시 안테나로 충분하지만, 빠르게 이동하는 LEO 위성은 평판형 안테나(FPA)가 필수이다. FPA는 수천 개의 안테나 소자를 소프트웨어로 제어해, 기계식 모터로는 물리적으로 불가능한 신호 추적이 가능하다. FPA는 공기저항이 파라볼릭 대비 ~60% 낮고 소형·경량·저(低) 프로파일이라 해상·항공 등 이동체에 최적화되어 있다. 이에 2026년 신규 이동형 단말의 65%+가 FPA를 채택 중이다. **이에 더해 최근에는 LEO/MEO/GEO를 동시에 지원하는 멀티오빗 안테나가 차세대 표준으로 부상하고 있다.**

그림 5. 파라볼릭 안테나



자료: NASA, KUVIC 리서치 1팀

그림 6. 평판형 안테나



자료: 인텔리안테크, KUVIC 리서치 1팀

해상용에서는 단일 LEO망으로는 안정성이 부족하여, GEO 파라볼릭과 LEO 평판형을 동시에 운용하는 하이브리드 구성이 확산되고 있다. 군사용에서는 좁은 빔폭의 FPA가 재밍(방해 전파) 대응에 강하고 경로가 재밍 당하더라도 경로 다변화가 가능하다는 특징으로 전술 단말의 핵심이 되고 있다.

게이트웨이는 아직 내 세상: 파라볼릭

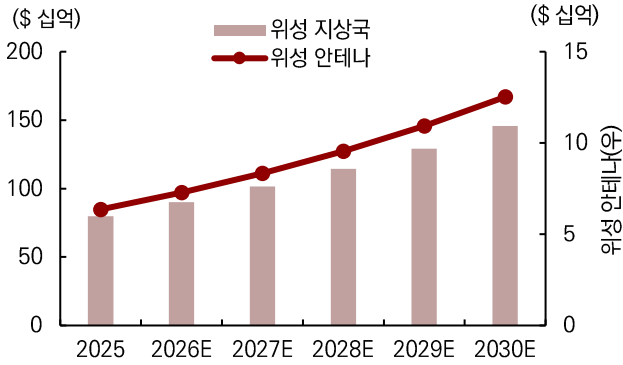
게이트웨이는 지상국에 고정 설치되므로 크기와 무게 제약이 적다. 다만, 수백~수천 명의 트래픽을 한꺼번에 중계해야 하므로 대용량 처리가 요구된다. **이를 가장 효율적으로 충족하는 것이 바로 파라볼릭 안테나이며, 이로 인해 대부분의 상용 게이트웨이가 파라볼릭을 채택하고 있다.** 게이트웨이의 RF 전자장치는 특정 주파수 대역에 맞게 설계되어, 대부분 단일 대역에 최적화된다. 이는 특정 컨스텔레이션의 피더 링크를 처리하도록 설계되기 때문이다. 즉, **게이트웨이는 범용이 불가능하며, 새로운 컨스텔레이션이 나올 때마다 해당 주파수에 맞는 전용 게이트웨이가 새로 필요하다.** 이것이 Non-Starlink 위성 수 증가가 곧 게이트웨이 안테나 수요 증가로 이어지는 이유이다.

게이트웨이 경쟁사로는 CPI International(Ka/Q/V-band 파라볼릭 기반), AvL Technologies(파라볼릭 추적 안테나 쌍 공급) 등이 있다. Mordor Intelligence에 따르면 **위성 안테나 시장 전체는 2025년**

63.6억 달러에서 2030년 125.2억 달러(CAGR 14.5%)로, 지상국 시장은 2025년 798억 달러에서 2032년 1,854억 달러(CAGR 12.8%)로 확대될 전망이다.

그림 7. 위성 지상국과 위성 안테나 성장 규모

그림 8. 미국 지상안테나 지도



자료: MarketsandMarkets, KUVIC 리서치 1팀

자료: KUVIC 리서치 1팀

표 4. 사업자별 게이트웨이 사이트 수

사업자	GW 사이트	GW 사이트(계획)	사이트당 안테나	주요 위치
Starlink(SpaceX)	약 150개 운영, 13개 건설 중	170개 이상	8~32개/사이트	LA(8기), 펜실베이니아(32기)
Eutelsat OneWeb	40개 SNP, 29개 PoP	미공개	사이트당 16기	알래스카, 앙골라 Luanda(16기)
Amazon Leo	미공개(초기 구축 단계, 위성 212기)	300개 이상(AWS re:Invet 발표)	4~6개/사이트	미국, 영국, 프랑스, 독일 등
Telesat Lightspeed	건설 초기	20~30개 사이트	최대 8개/사이트	캐나다, 글로벌 20~30곳(계획)

자료: SpaceNews, KUVIC 리서치 1팀

바다 위의 전쟁터: 해상 VSAT 시장 쟁탈전

해상 VSAT
CAGR 6.9%

LEO/MEO
CAGR 17.6%

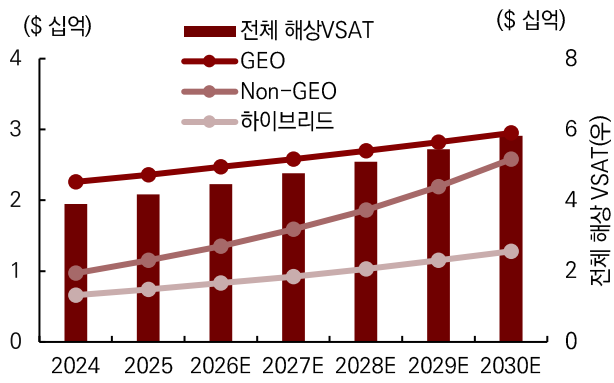
해상 VSAT 시장은 2033년 약 71억 달러 규모로의 성장이 예상된다. 기존에는 GEO 방식이 절반 이상을 차지했으나, 현재는 LEO/MEO 솔루션이 연평균 17.6%라는 속도로 빠르게 성장하고 있다. 또한, GEO와 LEO 방식이 결합한 하이브리드와 여러 주파수를 범용하는 멀티밴드 패키지는 신규 계약에서 지배적인 위치를 점하고 있다. 해상 VSAT 시장의 수요 동인으로는 ① 선대 디지털화(실시간 항로 최적화, 예측 정비), ② 2024년 해사노동협약(MLC) 개정으로 선원 최소 인터넷 대역폭 의무화, ③ 전 세계 선대의 약 60%가 15년 이상의 노후화로, 통신 시스템의 레트로핏 등이 있다.

스타링크는 2025년 말 기준 약 6만 9천척 이상의 상업 선박에 서비스를 제공하며 (60%가 IMO 등록 상선), 2년 만에 위성 연결 선박 시장의 약 25% 침투율을 달성했다. 이러한 시장 변화 속에서도 동사는 해상용 VSAT 안테나 시장 점유율 약 60%로 글로벌 1위를 유지하고 있다.

하나만 쓰면 불안~하네: 하이브리드

신규 해상 계약에서 GEO+LEO 하이브리드 구성이 지배적인 추세이다. 왜냐하면 단일 LEO로는 대양 전체를 안정적으로 커버하기 어렵고, 국제 규정(IMO GMDSS)상 조난 통신을 위한 자동 백업 시스템이 반드시 필요하기 때문이다. Viasat은 Telesat Lightspeed에서 LEO 용량을 구매하여 자사 GEO와 결합하는 멀티오빗 전략을 추진 중이며, 자체 ESA 단말 Viasat Aera를 2028년 상용화 목표로 개발 중이다. SES는 GEO ~90기 + MEO O3b mPOWER ~30기를 결합한 업계 최초 멀티오빗 전략을 선도하며, 2024년 NATO 최초 MEO 위성 서비스 계약을 체결했다. OneWeb은 CMA CGM과 300척+ 컨테이너 선박에 LEO 하이브리드 서비스를 Marlink 통해 rollout 중이다. 이 과정에서 Non-Starlink 사업자향 해상 안테나, 하이브리드 GEO+LEO 겸용 안테나에 대한 수요가 구조적으로 확대되고 있으며, 동사는 2025년 2월 Telesat LEO용 Ka-Band 평판형 안테나 개발을 발표하며 멀티오빗 해상 시장 공략을 가속화하고 있다.

그림 9. 해상 VSAT 규모



자료: Mordor Intelligence, KUVIC 리서치 1팀

그림 10. 다중주파수 VSAT 안테나



자료: 인텔리안테크, KUVIC 리서치 1팀

기업 분석

인텔리안테크의 비즈니스 모델

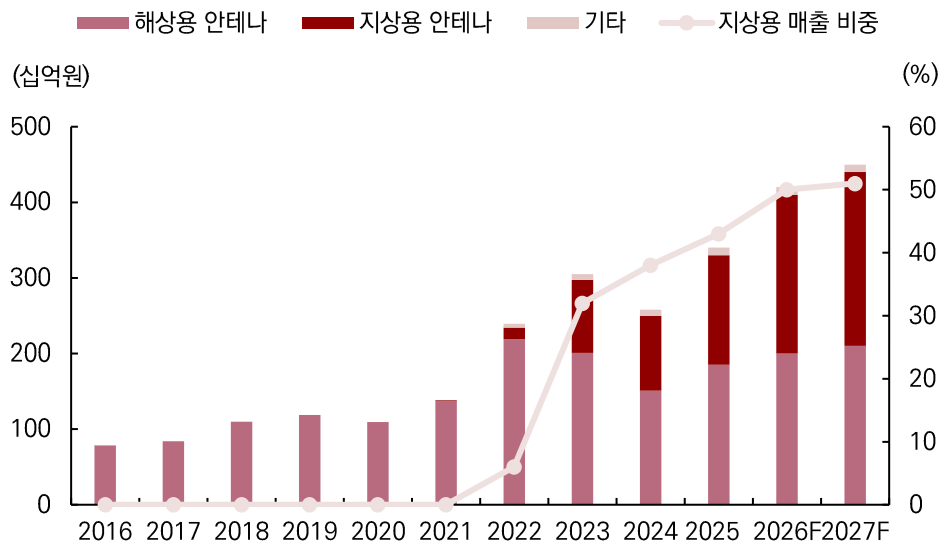
해상도, 지상도 잘해요

해상→지상 전환 ↑
25' 지상용 43.6%,
26F 50%+ 전망

LEO 위성 인터넷의 상용화가 본격화되면서 위성통신 안테나 시장이 구조적 성장 국면(CAGR 18.4%)에 진입한 가운데, 인텔리안테크는 동 시장에서 가장 유리한 위치를 확보하고 있는 기업이다. 동사는 2004년 설립된 위성통신 안테나 설계·제조·판매 기업으로, **해상용 VSAT 시장에서 글로벌 점유율 약 60%를 보유한 시장 지배적 사업자**이다. 사업부문은 해상용 위성통신과 지상용 위성통신으로 구분되며, **해상용에서 축적한 RF 안테나 기술력을 기반으로 육상·항공·우주 영역으로 사업을 확장**하고 있으며, 2025년 연결 기준 **매출액 3,196억원(+23.9% YoY), 영업이익 120억원**을 기록하며 전년 194억원 영업손실에서 **흑자 전환에 성공, 창사 이래 최대 매출을 경신**하였다.

매출 구조는 전통적으로 해상용 중심이었으나, LEO 위성 인터넷 보급 확대에 따라 지상용 비중이 빠르게 확대되고 있다. 2024년 기준 해상용 58.5%, 지상용 37.8%, 기타 3.8%였던 매출 비중은 2025년 3분기 기준 해상용 59%, 지상용 41%로 격차가 축소되었으며, 지상용 게이트웨이 안테나의 연간 30% 이상 공급 확대가 지속될 경우 **2026년 이후 지상용 비중이 50%를 상회할 것으로 판단된다.**

그림 11. 인텔리안테크 부문별 매출액 추이



자료: 인텔리안테크, KUVIC 리서치 1팀

해상용 안테나

2024년 역성장,
Nexuswave를
필두로 회복

해상용 안테나는 동사의 기존 주력 사업으로, 선박이 승객 편의·선원 복지·항로 운용·안전 목적상 **최소 1기 이상의 위성 안테나를 필수적으로 탑재해야 한다는 점에서 안정적인 수요 기반을 확보하고 있다.** 동사는 이 시장에서 VSAT를 중심으로 글로벌 1위를 유지해 왔으며, Inmarsat·Marlink·Carnival 등 사업자·선사·유통사에 걸친 다층적 채널을 통해 공급 지배력을 구축했다. 다만 2023~2024년에는 주요 해상 고객사가 GEO에서 LEO 기반 체계로 전환하는 과도기에 진입하면서 일시적 수요 공백이 발생, 매출이 2년 연속 둔화되었다. 그러나 2025년 들어 LEO 서비스가 안정화 국면에 접어들고, **GEO와 LEO를 동시에 지원하는 하이브리드 안테나 Nexuswave를 적시에 출시하며 전환기 수요를 흡수하는 데 성공, 해**

상용 부문이 3년 만에 턱어라운드를 기록하였다.

지상용 안테나

위성 서비스
영향으로 성장,
주요 사업자 전반과
공급 관계

지상용 안테나는 2017년 OneWeb과의 계약을 시작으로 본격화된 사업 부문으로, **LEO·MEO 위성 서비스의 상용화가 진전됨에 따라 동사의 차세대 성장축으로 부상하고 있다.** 동 부문의 핵심 성장 동력은 위성 지상국에 설치되는 **게이트웨이 안테나**이며, 고객사의 지상국 구축이 가속화되면서 누적 수주 잔고가 실질적 매출로 전환되고 있다. 2025년 기준 A사향 게이트웨이 매출이 약 1,100억원에 달한 것으로 추정된다. 또한 사이트 확대에 따라 2026년에는 1,300~1,500억원까지 성장이 전망된다. 동사는 현재 스페이스X를 제외한 주요 LEO·MEO 사업자 전반(OneWeb, SES, 텔레셋, AST 스페이스모바일 등)과 공급 관계를 유지하고 있어, **특정 고객사 의존도를 낮추면서도 LEO 생태계 전반의 성장을 수익으로 전환할 수 있는 구조를** 갖추고 있다. 게이트웨이 외에도 파나소닉 에이비오닉스와 약 410억원 규모의 항공용 LEO 위성 안테나 공급 계약을 체결하며, 지상용 부문의 영역을 항공·방산으로 확장하고 있다.

非스타링크 LEO 생태계 포식자는 나아, 인텔리안

LEO 생태계에 걸친
수혜 구조

위성통신 산업 내 동사는 위성사업자와 최종 사용자 사이에서 단말·게이트웨이 장비 공급자에 위치한다. 핵심 고객은 OneWeb, SES, Telesat, A사 등 위성 사업자이며, 최종 수요처는 해운사, 항공사, 군 정부, 통신사이다. 동사는 **스페이스X를 제외한 LEO 생태계 전반에 걸친 독립 장비 공급자로서, 산업 전반의 설비투자 확대를 흡수할 수 있는 구조에** 속해 있다.

동사의 실적 성장은 ‘위성 증가 → 게이트웨이 증가 → 단말 증가 → 매출 증가’의 흐름으로 나타나며, 이 공식이 가장 먼저 현실화된 부문이 게이트웨이이다. 사업보고서 기준 매출은 2024년 300억원에서 2025년 1,108억원(+269%)으로 급증하며 전사 매출의 34.7%를 차지하는 단일 최대 제품군으로 부상하였다. **현재 최대 고객인 A사의 인프라 구축이 초기 단계(위성 180기, 최종 목표 3,236기/게이트웨이 스팟 최소 300개 이상 필요)에 머물러 있는 데다, 고객 파이프라인 또한 확장되고 있음을** 고려하면 게이트웨이의 성장은 아직 초입에 위치한다고 볼 수 있다. 게이트웨이 이후의 단계인 단말 또한 OneWeb 설비투자 확대에 연동된 LEO 평판형 단말의 반복 수요가 후행적으로 발생하고 있다.

해상용 부문은 별도의 재성장 구조를 형성하고 있다. GEO의 통신 지연(600~700ms)이 LEO 결합 시 30~50ms까지 감소하여, 선박 디지털 전환이 가속될수록 하이브리드 전환은 선사에게 필수가 된다. 동사는 Inmarsat 차세대 하이브리드 서비스 NexusWave의 핵심 안테나 공급사로, 출시 6개월 만에 1,000척 이상의 주문을 확보했다. Inmarsat Fleet Xpress의 기존 설치 기반이 16,000척 이상인 점을 감안하면 교체 사이클은 아직 초입이며, 동사는 교체 사이클의 수혜를 받는 구조이다.

표 5. 주요 고객사와 진행 중인 개발 및 양산 프로젝트

		Eutelsat	SES O3b	Telesat	Panasonic	Company A	AST	RISE
Parabolic	Land Fixed	양산/대량생산	양산/대량생산					
	Maritime	양산/대량생산	양산/대량생산					
Phased Array	Enterprise	개발 완료	개발 진행중	개발 진행중				
	Consumer	양산 개시	253억원(25.07)	113억원(25.03)				
	Maritime					개발 기회		
	Land Mobile	Launching						GEO: Hispasat
	Man Pack	개발 진행중	개발 기회	개발 기회	개발 진행중			MEO: SES
	Aviation				409억원(24.09)			LEO: OneWeb
								290개의 위성
Ground Gateway		Gen2 개발 기회	개발 진행중 123억원(24.09)	개발 진행중 290억원(24.10)		양산/대량생산 305억원 (23.08)	개발 진행중 280억원(25.08)	
						356억원 (24.04)		
						890억원 (24.09)		
						864억원 (25.12)		

자료: 인텔리안테크, KUVIC 리서치 1팀

인텔리안테크의 기술 경쟁력

수직계열화 구조와 압도적 RF 기술력

기존 GEO 위성과 달리, 초속 7.5km로 이동하는 LEO 위성의 급증에 따라 기존 안테나로는 물리적 대응이 불가능해 고급 안테나로의 전환이 이루어지고 있으며, 동사는 이 전환기에 가장 유리한 포지션을 확보하고 있다. **핵심은 ESA(전자식 평판 안테나)의 수직계열화 구조로, 칩셋→소자→안테나→소프트웨어를 단일 기업에서 설계·제조하는 업체는 글로벌에서 동사가 유일하다.** 동사는 이를 미국 메릴랜드 ADC에서 설계하고 한국 Campus 2에서 완전 자동화 생산하는 체계를 갖추고 있으며, R&D 센터에만 1억 달러를 투자했다. 스페이스X를 제외한 LEO 진영이 선택할 수 있는 종합 ESA 공급사는 사실상 동사뿐이다.

여기에 **20년간 축적된 RF 설계 역량과 멀티밴드 통합 기술이 진입장벽을 강화한다.** 위성 안테나는 **고장 시 즉각 교체가 필요한 핵심 장비로, 검증된 RF 성능에 가격 프리미엄이 형성되고 반복 유지보수 수주가 구조적으로 발생하는 시장이다.** 제품 측면에서도 v240MT는 세계 유일의 트라이밴드 안테나로, 단일 장비로 GEO에서 LEO로의 전환이 가능하다. 게이트웨이 역시 사업자별 개별 설계가 요구되어 한번 벤더로 선정되면 독점 공급이 지속되는 락인 구조를 가지고 있다.

표 6. 인텔리안테크 및 경쟁사 제품 라인업 비교

업체	VSAT	Flat Panel	L-Band/GMDSS	Gateway	WGS Certi
Intellian	○ (GEO/MEO/LEO)	○	○	○	○
COBHAM	△ (Only GEO)	X	○	○	X
STARLINK	X	△ (Only HD)	X	○	X
HUGHES	X	△ (Only HD)	X	X	X

자료: 인텔리안테크, KUVIC 리서치 1팀

Peer

표 7. 인텔리안테크 Peer 벤더

고객사	Intellian	COBHAM	HUGHES	STARLINK
Inmarsat (NexusWave)	○	○	X	X
Eutelsat OneWeb	○	○	○	X
SES (O3b MEO)	○	○	X	X
Telesat (Lightspeed)	○	○	○	X
Amazon (Company A)	○	X	X	X
Panasonic (항공용)	○	X	X	X
AST SpaceMobile	○	X	X	X

자료: 인텔리안테크, KUVIC 리서치 1팀

Cobham은 Inmarsat NexusWave향 SAILOR XTR GX-R2 안테나 공급(100척+ 대량 계약), OneWeb TRACKER 게이트웨이, Telesat Lightspeed 랜딩 스테이션 공급, SES MEO Ka 서비스 호환 등 4개 고객사에서 인텔리안과 중복된다. 특히 Inmarsat 해상용에서는 70년 이상의 파트너십을 기반으로 인텔리안과 가장 직접적으로 경쟁하는 사업자이다. 다만 Cobham의 VSAT는 GEO Only 대응에 머물러 있어, LEO·MEO 멀티밴드 통합이 요구되는 차세대 시장에서는 인텔리안 대비 제품 경쟁력이 열위에 있다.

Hughes는 OneWeb 게이트웨이 전자장비 및 모든 단말의 코어 모듈을 공급하는 핵심 기술 파트너로, ESA 평판 안테나(HL1120W)를 5,000대 이상 출하했다. Telesat Lightspeed에도 MSP(Managed

Service Provider)로 참여하고 있다. 다만 Hughes의 공급 영역은 게이트웨이 전자장비와 평판 단말(FPA)에 집중되어 있어, 인텔리안의 주력인 파라볼릭 게이트웨이 안테나 및 멀티궤도 VSAT와는 제품 레이어가 상이하다.

Starlink은 위성·단말·서비스를 수직계열화한 구조로, 인텔리안의 고객사에 직접 납품하는 관계는 확인되지 않는다. 다만 자체 FPA 기반 해상용 단말로 시장에 진출하며 인텔리안의 해상용 VSAT 시장에서 간접 경쟁이 발생하고 있다.

종합하면, Amazon·Panasonic·AST SpaceMobile 등 인텔리안의 차세대 성장 파이프라인에서는 경쟁 3사 중 어느 기업도 납품 관계를 확보하지 못한 상태이며, 이는 인텔리안이 非스타링크 LEO 생태계에서 확보한 독점적 포지셔닝의 실질적 근거로 판단된다.

수주 기반 매출 가시성

수주로 보는
중장기 매출 성장

동사의 기술적 우위와 시장 포지셔닝은 가시적인 수주 성과로 증명되고 있으며, 특히 게이트웨이를 중심으로 수주 잔고의 규모와 매출 예측 가능성이 동시에 확대되고 있다. 동사의 2025년 말 기준 수주 잔고는 약 2,922억 원으로, 이미 2028년 인도 물량까지 확보된 상태다. 게이트웨이 매출은 인도 완료 시점에 인식되므로 분기별 실적 편차는 존재하나, 4Q25 매출 1,243억 원(OPM 16%)은 대규모 납품이 실제로 직결됨을 보여주는 유의미한 지표다.

후속 수주가 지속되는 이유는 저궤도(LEO) 위성 통신의 물리적 특성 때문이다. LEO 위성은 고속으로 공전하기 때문에 끊임 없는 통신을 위해 지상 게이트웨이의 촘촘한 배치가 필수적이며, 기상 악화나 장애에 대비한 여유분 수요도 상존한다. 현재 A사의 게이트웨이 설치량은 약 80기로 스타링크의 절반 수준에 불과하여, 2026년 글로벌 서비스 출시를 앞둔 시점에서 대규모 후속 발주가 유력한 상황이다.

성장 동력은 단일 고객사에 그치지 않고 전방위로 확산되고 있다. 원웹(OneWeb)과 Gen2 게이트웨이 공급을 논의 중이며, SES(711억 원), 파나소닉 항공용(410억 원), 군용(ARC-M4), GMDSS(대상 선박 8만 척) 등 견고한 파이프라인을 구축했다. 이에 대응하여 2026년 6월 얼바인 신규 라인 가동(SOP)을 통해 생산 능력을 8~10% 추가 확보하며 중장기 성장 기반을 완성할 계획이다.

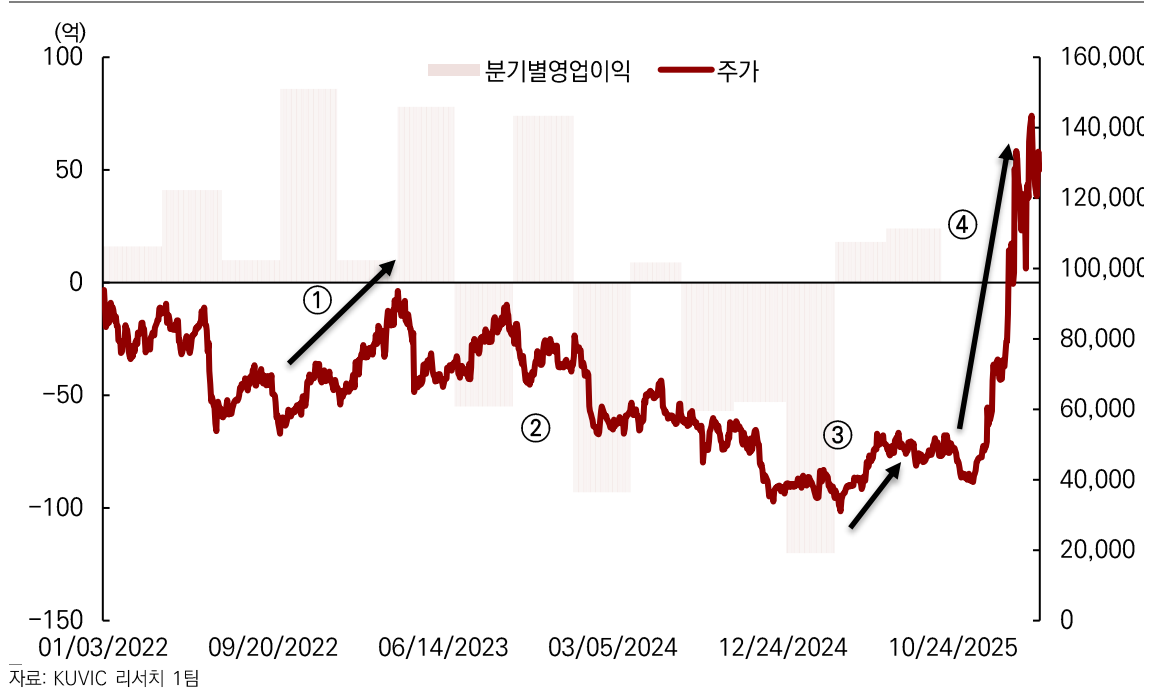
표 8. 인텔리안테크 최근 수주 현황

시작일	종료일	고객사	금액(십억원)	내용	비고
2021-03-05	2025-08-31	Oneweb	82.888	저궤도 평판안테나(단말기)	
2021-08-18	2023-12-31	Oneweb	9.716	저궤도 Dual Terminal	
2021-10-01	2026-08-31	SES	71.112	중궤도 User Terminal	
2021-11-23	2024-01-31	Oneweb	63.764	저궤도 Dual Terminal	
2023-08-17	2025-09-30	A사	30.619	게이트웨이 안테나	
2024-04-24	2025-11-30	A사	35.678	게이트웨이 안테나	
2024-09-23	2026-10-11	A사	89.055	게이트웨이 안테나	2025-03-01~2026-02-01, 최대 2026-10-11까지
2024-10-19	2027-12-31	TELESAT	28.975	게이트웨이 안테나	최대 2027년 12월말까지
2025-06-30	2029-06-30	SES	25.31	저궤도 평판안테나	
2025-08-08	2026-12-31	AST SpaceMobile	28.051	게이트웨이 안테나(D2D)	
2025-09-16	2030-09-14	Panasonic	40.981	저궤도 위성안테나	항공기용
2025-12-16	2028-02-08	A사	86.442	게이트웨이 안테나	

자료: 인텔리안테크, KUVIC 리서치 1팀

주가 추이

그림 12. 주가 추이



① 2022.01 ~ 2023.03: 원웹 밸류체인 부각 → 역대 최고가

OneWeb 대규모 수주(828 억원)가 실적으로 전환되기 시작하며 분기 영업이익 40~85 억원의 안정적 흑자를 유지했다. 해상용 VSAT 글로벌 점유율 60%의 시장 지배력이 재확인되며 LEO 위성통신 성장 기대감이 주가에 선반영, 역대 최고가 96,515 원을 기록했다.

② 2023.04 ~ 2024.09: GEO→LEO 전환기 수요 공백 → 장기 조정

주요 해상 고객사들이 GEO에서 LEO로 전환하는 과도기에 진입하며 일시적 수요 공백이 발생했다. 영업이익이 -50 억~-100 억원대 적자로 전환되었고, 원웹 서비스 지연과 해상용 재고 조정이 겹치며 주가는 최고가 대비 -68%인 31,050 원까지 하락했다.

③ 2024.10 ~ 2025.06: A사 GW 수주 본격화 + 흑자 전환 → 바닥 탈출

A사 게이트웨이 누적 수주가 2,417 억원까지 확대되며 GW 매출이 300 억→1,108 억원(+269%)으로 급증했다. 하이브리드 안테나 NexusWave 출시로 해상용도 턴어라운드 성공, 25년 영업이익 120 억원 흑자 전환을 달성하며 주가가 60,000~70,000 원대로 회복됐다.

④ 2025.07 ~ 2026.02: 스페이스X 상장 모멘텀 + 사상 최대 실적 → 리레이팅

4Q25 매출 1,243 억원·OPM 16.0%의 분기 사상 최대 실적을 기록했다. 25년 12월부터 스페이스X 상장 준비 소식에 우주 섹터 전반이 리레이팅되며, 수주잔고 2,922 억원(28년까지 확보)의 가시성에 힘입어 주가가 140,000 원을 돌파했다.

투자포인트

Point 1. Non-Starlink 진영의 든든한 안테나 공급자

통신 주권을 가지려면 인텔리안테크를 거쳐라

Non-Starlink 진영 내 다양한 사업자들이 인프라 투자를 확대하고 있는 상황에서, 이와 직접적으로 연동되는 영역이 **게이트웨이 안테나 매출의 성장**이다. 위성 인프라가 가능하려면 단순히 위성 외에도 위성 과 지상 네트워크를 연결하는 인프라 장비인 지상 게이트웨이 안테나가 지구 각지에 수백, 수천 개 단위로 필요하다. 투자가 늘어날수록, 위성이 궤도에 올라갈수록 그 신호를 받는 지상 게이트웨이 안테나 역시 비례적으로 늘어날 수밖에 없는 것이다. 이 **게이트웨이 안테나가 인텔리안테크의 핵심 성장 동력**이다.

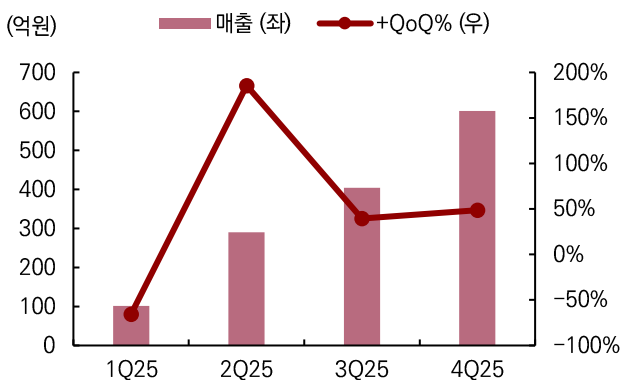
표 9. 인텔리안테크의 Non-Starlink 위성 사업자 파트너십 현황

사업자	주요 제공 제품	주요 계약	특이사항
유텔샷 원웹	파라볼릭, 평판, 듀얼터미널, 맨팩	평판 안테나, 저궤도 듀얼터미널 공급 계약 체결 (2021년 3월, 8월, 11월, 총 1,564억원 규모)	2019년부터 전략적 파트너, 가장 다양한 제품 라인업
텔레샷 A사	파라볼릭, 평판, 게이트웨이	게이트웨이 안테나 공급 계약 (2024년 10월, 290억)	캐나다 정부 프로젝트 연계
SES	게이트웨이	게이트웨이 안테나 공급 계약 (2025년 12월, 864억)	2023년부터 수주 계약 반복 중
인마넷	파라볼릭, 평판, 게이트웨이, 유저터미널	저궤도 평판안테나 공급 계약 (2025년 7월, 253억)	유일 중궤도 사업자
AST 스페이스모바일	파라볼릭, 유저터미널	2010년대 Fleet Xpress, FleetBroadband 터미널 공급 계약	2018년부터 전략적 파트너
	게이트웨이	D2D 게이트웨이 안테나 공급 계약 (2025년 8월, 280억)	최초 D2D 게이트웨이 계약

자료: 인텔리안테크, 언론 종합, KUVIC 리서치 1팀

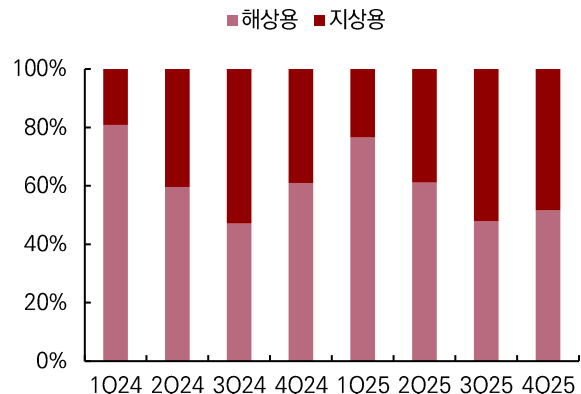
Non-Starlink 진영의 사업자들은 각자 다른 궤도와 서비스 모델을 가지고 있지만, **인텔리안테크는 대부분의 Non-Starlink 진영 내 주요 LEO 통신 사업자에게 지상 게이트웨이 안테나를 공급하고 있는 기업**이기 때문이다. 이는 이미 지난해 지상용 안테나 매출 실적으로 확인되었는데, 1분기 102억, 2분기 290억, 3분기 502억, 4분기 891억으로 매출이 수직 상승하는 모습을 보였다. Non-Starlink 진영의 투자 증대는 곧 동사의 매출 성장을 의미한다.

그림 13. 2025년 지상용 안테나 분기별 매출 및 성장률



자료: KUVIC 리서치 1팀

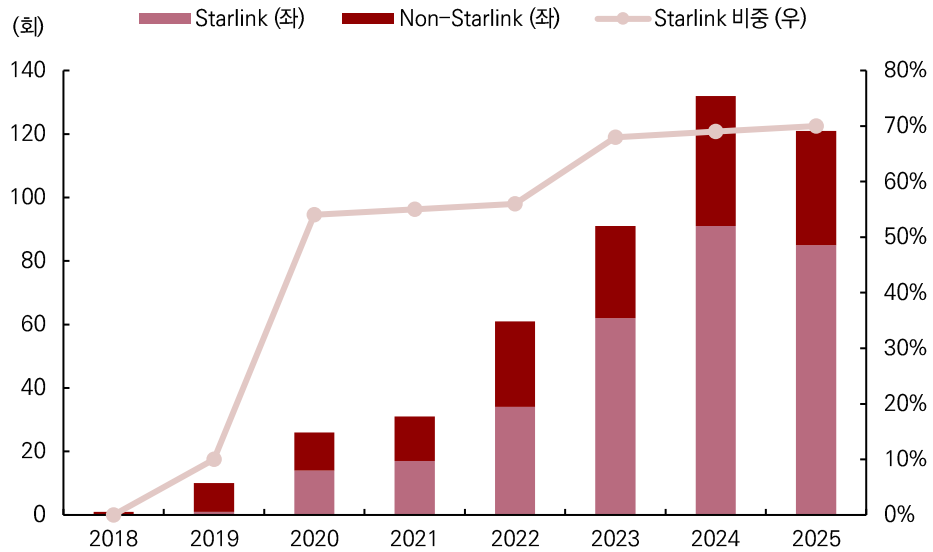
그림 14. 2024~25년 분기별 해상용/지상용 안테나 매출 비중



자료: KUVIC 리서치 1팀

현재 LEO 위성 인터넷 시장은 스페이스X의 Starlink가 압도하고 있다. 2026년 3월 기준 Starlink의 위성 인터넷 시장 점유율은 약 90%이며, 2025년에만 약 \$118억 (약 18조 원)의 매출을 올렸다. 그런데 이 **압도적 독점 구조 자체가 Non-Starlink 진영의 존재 이유**를 만들어 낸다. LEO 위성 인터넷이 단순한 인터넷 접속 수단을 넘어 군사 작전에도 활용되는 국가 통신 인프라로 거듭난 상황에서, Starlink만을 사용한다면 통신 주권이 스페이스X라는 한 민간 기업의 판단에 의해 좌지우지되기 때문이다.

그림 15. 스페이스X 발사 중 Starlink 비중



자료: Forecast International, KUVIC 리서치 1팀

Non-Starlink
진영의 확대는
인텔리안테크의
매출 상승과 연결

결국 Starlink가 강해질수록 지정학적 우려와 통신 주권에 대한 수요는 커지고, 이에 각국 정부는 자체적인 LEO 인프라 구축을 위해 **Starlink의 대안을 찾아 나설 수밖에 없다**. 그리고 이는 이미 수조 원 규모의 실제 투자로 확인되고 있다. EU의 IRIS² 프로젝트가 대표적이다. 그리고 IRIS² 프로젝트의 LEO 핵심 사업자로 참여하는 유텔셋 원웹의 최대 안테나 공급 파트너가 인텔리안테크다. 동사는 2017년 원웹과의 협력 계약을 시작으로 약 9년간 파라볼릭 안테나와 평판형 안테나를 공급해왔다. 프로젝트 진행에 따라 유텔셋 원웹의 위성군이 648기에서 1,000기 이상으로 확대되면, 이에 수반되는 게이트웨이 물량도 늘어날 것으로 기대된다. 캐나다 연방 정부의 투자를 받은 텔레셋 역시 지난 2024년 10월 동사와 290억 원 규모의 게이트웨이 안테나 공급 계약을 체결한 바 있다. 텔레셋의 LEO 위성군 156기는 2026년 12월부터 1년에 걸쳐 발사될 예정으로, 본격적인 위성 배치기 시작되면 게이트웨이 사이트 확대에 따른 후속 수주가 이어질 가능성이 높다. 현재 텔레셋의 게이트웨이 안테나는 동사가 유일한 공시 수주자인 상태다. 정리하면 **유럽의 IRIS² 프로젝트가 유텔셋 원웹을 통해, 캐나다 정부의 투자가 텔레셋을 통해 결국 동사의 게이트웨이 안테나 매출로 수렴하게 된다**. 각국 정부의 통신 주권 수호를 위한 투자가 고스란히 동사의 수혜로 연결되는 것이다.

표 10. Non-Starlink 진영의 국가적 투자

구분	EU	캐나다
프로젝트	IRIS ² 프로젝트	Lightspeed (텔레셋)
목적	290기 MEO+LEO 위성 통신망 구축	LEO 156기 위성군 구축
정부 투자 규모	65.5억 유로 (약 11.4조 원)	25.4억 캐나다달러 (약 2.5조 원)
핵심 사업자	유텔셋 원웹 등	텔레셋
사업 진행	에어버스와 차세대 위성 440기 제조 계약 체결	SpaceX와 14회 발사 계약 체결
일정	2029년 초기 서비스 / 2030년 완전 운영 예정	2026년 12월 첫 발사 / 2028년 1분기 서비스 예정

자료: 유텔셋 원웹, 텔레셋, 언론 종합, KUVIC 리서치 1팀

Non-Starlink 진영 내 특히 주목해야 할 A사의 확장

인텔리안테크가 안테나를 공급하는 Non-Starlink 진영 내에서도 가장 눈여겨보아야 할 사업자는 A사다. A사는 2029년까지 총 3,236기의 위성을 발사해 전 세계 인터넷 미연결 지역에 고속 인터넷을 제공하는 프로젝트 카이퍼에 약 165억~200억 달러(약 25~30조 원)를 투자했다. 스페이스X와의 3회 발사를 포함해 총 90회 이상의 발사 계약을 체결했고, 지난 2월 12일 아리안 6 로켓을 통해 32기의 위성을 추가로 배치하며 카이퍼 상용 위성은 총 212기에 이르렀다. 오는 3월 29일엔 ULA의 아틀라스 V 로켓을 통해 29기가 추가로 발사될 예정이다. 이미 지난해 11월부터 일부 기업을 대상으로 기업 대상 위성인터넷 ‘A사 Leo(레오)’의 시범 운용을 시작했고, 최근 미 연방통신위원회(FCC)로부터 2세대 위성 4500기 추가 발사 승인을 받아 총 계획 위성 수가 7,727기로 늘어나는 등 공격적인 확장에 나서고 있다.

표 11. A사의 LEO 위성 발사 내역 및 계획

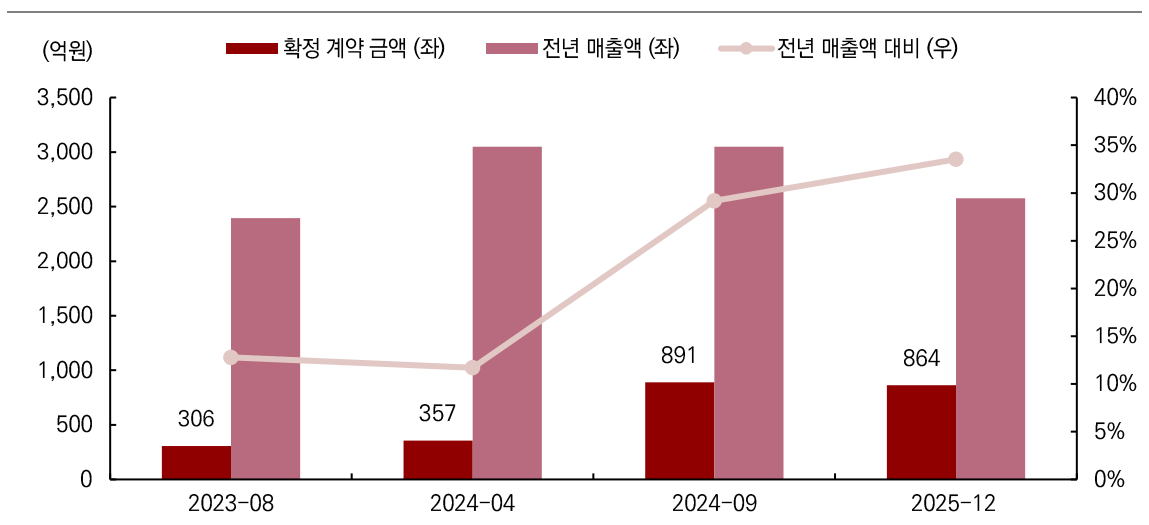
#	미션명	발사일	로켓	탑재 위성수	누적 위성수
0	Protoflight	2023.10.06	ULA Atlas V 501	2 (시험용)	2 (시험용)
1	KA-01	2025.04.28	ULA Atlas V 551	27	27
2	KA-02	2025.06.23	ULA Atlas V 551	27	54
3	KF-01	2025.07.16	SpaceX Falcon 9	24	78
4	KF-02	2025.08.11	SpaceX Falcon 9	24	102
5	KA-03	2025.09.25	ULA Atlas V 551	27	129
6	KF-03	2025.10.13	SpaceX Falcon 9	24	153
7	LA-04	2025.12.16	ULA Atlas V 551	27	180
8	LE-01	2026.02.12	Arianespace Ariane 64	32	212
9	LA-05	2026.03.29 (예정)	ULA Atlas V 551	29	241 (예정)

자료: A사, KUVIC 리서치 1팀

특히 A사의 LEO 사업 확장에 주목해야 하는 이유는 **인텔리안테크가 2023년부터 반복적으로 A사에게 게이트웨이 안테나를 공급하고 있기 때문이다.** 단순한 협력 관계의 지속을 넘어, A사가 동사의 매출에서 차지하는 비중 역시 상당하다. 동사의 A사향 게이트웨이 안테나 수주 내역을 시간순으로 보면 2023년 8월부터 시작되는 **반복 수주의 패턴이 명확하며** 그 규모도 점점 커지고 있다. 특히 864억 원 규모 4차 수주의 계약은 전년 매출 2,578억 원의 약 33.5% 규모였다. 결론적으로 A사에 있어 동사는 단순 납품 업체가 아니라 위성 인프라 확장에 연동되는 구조적 공급 파트너다. A사의 위성 사업이 확장되고 서비스 국가가 늘어날수록 동사의 수주와 매출은 자동적으로 따라오는 구조인 것이다.

A사와의 수주가 2023년부터 3년째 이어지는 중

그림 16. 인텔리안테크의 A사향 게이트웨이 안테나 수주 내역



자료: KUVIC 리서치 1팀

더욱 중요한 부분은, A사 Leo의 위성 배치는 아직 전체 계획의 3%도 진행되지 않았다는 점이다. 현재 까지 배치된 위성은 약 212기인데, 1세대 목표만 3,236기이고 추가 승인분까지 포함하면 7,727기다. 또 A사는 작년 말 ‘AWS re:Invent’ 컨퍼런스콜을 통해 현재 계획 중인 지상 게이트웨이 기지국이 최소 300개 이상임을 밝혔다. 한 곳당 안테나 5개가 설치되는 점을 고려하면 공급자인 인텔리안테크가 받을 수혜는 상당할 것으로 보인다. 이 기대가 현실이 되려면 A사의 위성 배치가 계획대로 진행되어야 하지만, 현재까지도 약 2,417억 원에 달하는 수주가 향후 동사의 강력한 성장 원동력은 분명하다.

이들이 인텔리안테크를 선택한 이유는?

인텔리안테크는 유텔셋 원웹에 안테나 물량 대부분을 독점하다시피 공급하고 있고, A사의 듀얼밴더 중 우위를 점하고 있으며, 텔레셋과 AST에게는 현재 유일한 공시 수주자다. Non-Starlink 진영의 주요 사업자들이 동사를 게이트웨이 안테나 공급자로 선택한 것은 우연이 아니다. 동사가 이 시장에서 지배적 위치를 확보할 수 있었던 데는 몇 가지 구조적 이유가 있다.

첫째로 인텔리안테크는 안테나만 파는 것이 아니라 설계, 설치, 통합, 관리까지 툰키로 제공한다. 게이트웨이 안테나는 3~4m급 대형 파라볼릭 안테나 자체만으로는 기능하지 않고, 안테나와 함께 베이스밴드 장비, 네트워크 시스템, 제어 시스템까지 통합 설치해야 하나의 지상국이 완성된다. 이 부분에서 동사가 가진 장점이 텔레셋과의 계약에서 잘 드러났다. 지난 2024년 10월 텔레셋의 Lightspeed 위성군을 위해 127개 게이트웨이 안테나 시스템을 설계, 공급, 설치, 통합하는 계약을 체결했는데, 각 지상국에 게이트웨이 안테나와 함께 베이스밴드, 네트워크, 제어 시스템이 함께 설치되었다.

이처럼 **안테나 하드웨어뿐 아니라 지상국 전체를 툰키로 구축해주는 역량은 위성 사업자 입장에서 인텔리안테크 하나로 모든 과정을 해결할 수 있다**는 것을 의미한다. 게이트웨이 안테나 시장 내 주요 경쟁사인 미국의 컴테크(Comtech)가 모뎀, BUC 등 지상국 전자 장비에 주력하고 안테나 자체는 별도 업체인 AvL에서 조달하는 경우가 많은 걸 고려하면 동사가 확실히 우위에 있는 부분이다.

동사의 또 다른 경쟁 우위는 **멀티밴드, 멀티오빗 범용성**이다. 이것이 동사가 Non-Starlink 진영을 다양하게 품을 수 있었던 이유이기도 하다. 일반적으로 안테나 업체는 특정 밴드나 특정 궤도에 전문화되어 있어 한 업체가 다수의 사업자를 동시에 대응하기 어렵다. 그러나 **동사는 L부터 C, Ku, Ka, X, Q, V밴드에 이르는 전 주파수 대역과 GEO, MEO, LEO 전 궤도를 커버하는 라인업을 갖추고 있어 Non-Starlink 진영 대부분에게 게이트웨이를 공급할 수 있었다.**

표 12. 인텔리안테크 주요 고객사별 주파수 대역, 궤도

사업자	주파수 대역	궤도
A사 (Leo)	Ka밴드 (26.5~40GHz 대역)	LEO (590~630km)
텔레셋 (Lightspeed)	Ka밴드	LEO (약 1,000km)
유텔셋 원웹 (OneWeb)	Ku밴드 (12~18GHz 대역)	LEO (~1,200km)
SES (O3b mPOWER)	Ka밴드	MEO (~8,000km)
AST 스페이스모바일	Q/V밴드 (37.5~52.4GHz(Q), 40~75GHz(V))	LEO (~700km)

자료: 언론 종합, KUVIC 리서치 1팀

경쟁자 컴테크가 심각한 재무적 위기를 겪고 있다는 것도 동사에게는 기회다. 2024년 2월 전력 증폭기 사업부인 PST를 약 4,000만 달러에 매각했고, 이번 3월 발표된 2026년 회계 2분기 실적에서도 영업손실 약 120만 달러를 기록했다. A사가 동사와 컴테크의 듀얼밴더 체제를 운영하고 있는 상황에서 컴테크의 재무적 불안정성까지 더해지면, 핵심 인프라인 게이트웨이 안테나의 장기 공급 물량이 동사에 더 집중될 가능성이 높아진다. 결과적으로 **동사는 Non-Starlink 게이트웨이 안테나 시장에서 사실상의 독점적 지위를 향해 가고 있다.**

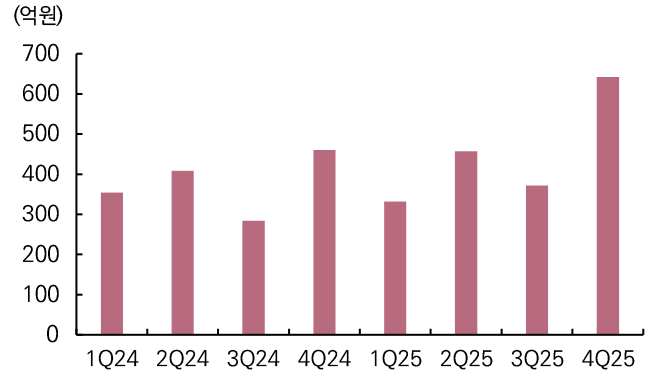
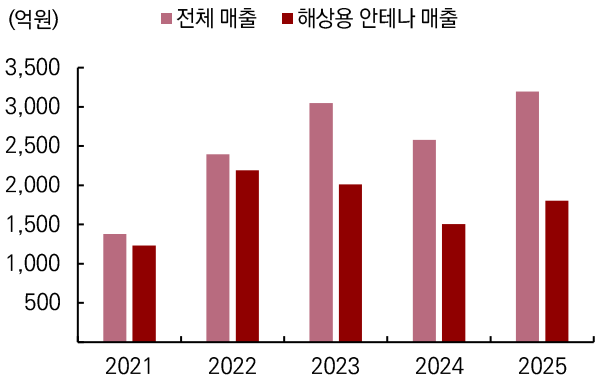
Point 2. LEO 시대 본격화에 따른 해상용 매출 상승 기대

2026년 드-가자, 성장을 위한 구조적 환경 준비 완료

인텔리안테크는 해상용 위성통신(VSAT) 안테나 시장에서 글로벌 점유율 약 60%를 차지하는 세계 1위 사업자다. 그러나 이 핵심 사업부의 매출은 2024년 뚜렷한 역성장을 보였다. 해상용 안테나 매출은 2022년 약 2,191억 원에서 2024년 약 1,507억 원으로 약 31% 감소했다.

그림 17. 2021~2025년 전체 매출 대비 해상용 안테나 매출 추이

그림 18. 2024~2025년 해상용 안테나 분기별 실적



자료: KUVIC 리서치 1팀

자료: KUVIC 리서치 1팀

실적 하락의 배경에는 복합적인 요인이 있다. 가장 큰 영향을 준 것은 유텔셋 원웹의 글로벌 상용 서비스 확대가 계속 미뤄진 점이다. 원웹은 2023년 위성 648기 배치를 완료하고 알래스카, 캐나다 등 일부 지역에서 서비스를 개시했다. 그러나 지상국 인프라의 구축이 늦어지고, 인도 등 주요 시장에서 주파수 할당 및 서비스 허가 절차가 지연된 것이 문제였다. 이에 따라 기존 GEO 위성통신 사업자들이 LEO 하이브리드 서비스로의 전환을 고민하는 과도기에서 대기 수요가 발생했다. 인마셋, 마링크 등 주요 해상 서비스 사업자들이 Starlink와 원웹 등 저궤도 서비스의 개시를 기다리며 기존 정지궤도 전용 안테나를 새로 구매하기보다는 상황을 지켜보면서 신규 주문을 미룬 것이다. 여기에 SES의 위성 수명 이슈에 따른 납품 물량 감소, 신규 평판형 안테나 관련 개발비 상각 개시 등도 겹치면서 2024년에는 해상용 부문의 실적이 크게 위축되었다.

원웹 서비스 지연 이슈 종료 및 하이브리드 안테나 전환 가속화로 신성장 동력 마련

그런데 이 구조적 지연 이슈가 2025년 상반기를 기점으로 해소되기 시작했다. 원웹의 지상국 확충이 진전을 보이며 글로벌 커버리지가 확대되었고, 2025년 5월 30일에는 과기정통부가 원웹의 국내 서비스 공급 협정을 승인하는 등 각국의 인허가도 속도를 내기 시작한 것이다. 더불어 인마셋이 GEO와 LEO를 결합한 하이브리드 서비스인 NexusWave 판매를 2025년 2분기부터 본격화하면서, **그동안 눌러 있던 해상용 안테나 교체 및 신규 수요가 되살아나기 시작했다.** 실제로 인텔리안테크의 해상용 매출은 2025년 하반기부터 뚜렷한 회복세를 보였다.

2025년 3분기 해상용 매출은 372억으로 전년 동기 284억 대비 +30.8%의 성장률을 보였고, 주요 고객별로는 인마셋향 공급이 전년 대비 +134.9%, 마링크향이 +59.9% 급증하며 회복을 견인했다. 4분기 매출은 642억으로 전년 동기 460억 대비 성장률 +39.4%로 매출의 회복이 더욱 가속화되고 있다. 눌러 있던 수요가 서비스 정상화 및 신규 출시와 함께 되돌아오면서 매출도 함께 돌아오기 시작한 것이다. 결론적으로 2024년의 부진은 수요의 소멸이 아닌 일시적인 연기였으며, 2026년 현재는 그간 쌓였던 대기 수요가 실적으로 완전히 전환되는 강력한 성장 구간에 진입한 것으로 평가된다.

NexusWave 날개를 달고 LEO로의 해상용 통신 수요 대전환 이끈다

해상용 위성통신 시장에서 일어나고 있는 가장 큰 구조적 변화는 GEO 단독 서비스에서 GEO+LEO 하이브리드, 나아가 LEO 중심 서비스로의 전환이다. 이 전환이 인텔리안테크에 의미하는 바는 단순한 기술 교체가 아니라 매출 구조의 질적 변화다.

표 13. GEO vs. LEO 비교

구분	GEO (정지궤도)	LEO (저궤도)
궤도 고도	~35,786km	160~2,000km
공전 주기	24시간 (지구 동기)	90~120분
글로벌 커버리지 필요 위성 수	3~4기	수백~수천 기
지연시간	500~700ms	20~50ms
다운로드 속도	10~50Mbps	100~250 Mbps
데이터 비용 (해상)	~\$10/GB (VSAT 기준)	~\$1/GB
실시간 영상통화 (해상)	지연 체감 (0.5초+)	지상 인터넷 수준
자율운항 및 IoT (해상)	지연으로 실시간 제어 어려움	실시간 데이터 교환 가능
원격 진단 및 예지정비 (해상)	제한적	실시간 클라우드 연동 가능
주요 사업자	Intelsat, Eutelsat, Viasat, SES	Starlink, OneWeb, Company A

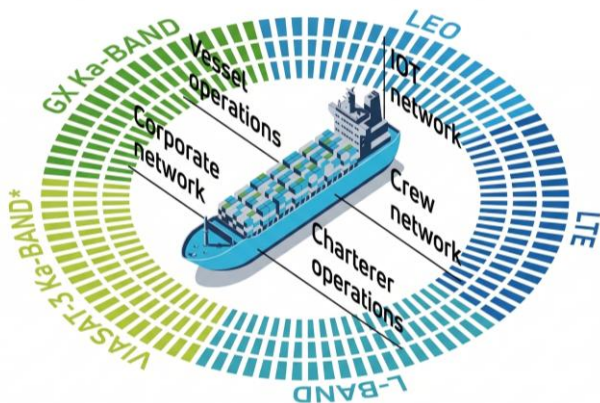
자료: Ookla 2025, SpaceNews, Valour Consultancy, 언론 종합, KUVIC 리서치 1팀

최근 클라우드 기반 운항 관리, 원격 정비, 실시간 항해 데이터 분석 등 해운업계의 통신 요구 수준이 상당히 높아지면서, 편도 지연시간이 길고 대역폭 역시 제한적인 기존의 GEO는 한계에 봉착했다. 이 문제는 LEO 위성이 해결한다. 500~2,000km 저궤도에서 운용되기 때문에 지연시간이 짧고 대역폭도 넓다. Starlink의 해상용 시장 진입 후 LEO 위성 인터넷이 선박에서도 실질적으로 작동한다는 것이 입증됐고, 이에 따라 기존 GEO 전용 안테나를 사용하던 선박들의 LEO 도입 수요가 급증하고 있다.

GEO, LEO에 LTE까지 결합한 하이브리드 서비스 NexusWave

이러한 시장의 요구를 정확히 관통하는 서비스가 바로 인마셋의 NexusWave다. NexusWave는 인마셋 GEO의 안정성에 원웹 LEO의 고속 성능을 더하고, 연안 통신을 가능케 하는 지상 LTE망까지 하나의 유기적인 네트워크로 결합한 하이브리드 통신으로서, 실험상 테스트 기준 최대 340 Mbps에 달하는 압도적인 다운로드 속도를 구현했다. 특히 Starlink 대비 GEO 백업을 통한 이중화 안정성이라는 차별화 지점이 있어 대형 선사들의 선택을 받고 있다. 실제로 서비스를 본격적으로 시작한 2025년 상반기에만 도입 선박이 1,000척을 돌파했고, 2026년 상반기까지 도입 목표를 3,000척으로 설정하는 등 해상용 통신 시장의 대대적인 세대교체를 주도하고 있다. 인마셋의 ViaSat-3 위성이 상업 가동에 들어가면 NexusWave 서비스의 대역폭이 대폭 확대될 예정이며, 이는 성장 속도를 더 가속화할 것으로 보인다.

그림 19. NexusWave의 통신망과 기능



자료: Viasat, KUVIC 리서치 1팀

그림 20. NexusWave의 GEO Ka밴드용 안테나 'GX60NX 2/HP'

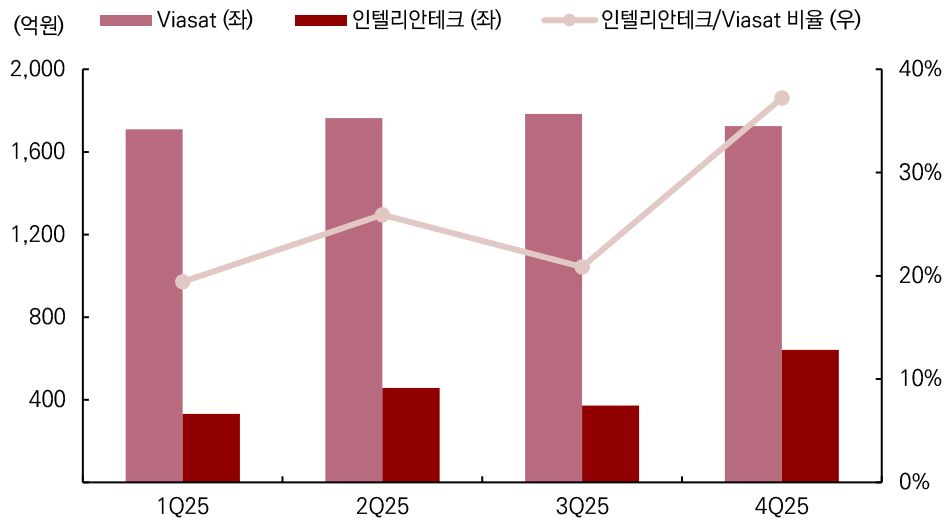


자료: 인텔리안테크

NexusWave가
설치될수록
인텔리안테크의
안테나 납품은
늘어난다

NexusWave의 성장이 인텔리안테크에 직접적으로 중요한 이유는 이 서비스의 핵심 하드웨어인 해상 단말기를 동사가 설계, 공급하고 있기 때문이다. NexusWave용 안테나 시장에서 동사는 거의 독점적인 점유율을 가지고 있다. 인마셋 내 동사의 안테나 점유율이 90%를 상회한다는 점을 고려하면 NexusWave의 성장은 곧 동사의 매출 증가를 의미한다. 기존 인마셋의 GEO 서비스에 사용되는 파라볼릭 VSAT 안테나도, LEO 구간을 담당하는 원웹 저궤도용 평판형 안테나 OW10HM도 동사 제품이다. 즉 **NexusWave 한 세트가 선박에 설치될 때마다 동사 GEO 안테나와 LEO 안테나를 동시에 납품하는 구조다.** 기존 GEO 안테나 교체 수요에 더해 LEO 안테나 신규 추가 수요까지 동시에 발생하는 것이다.

그림 21. 2025년(NexusWave 도입 후) 분기별 Viasat 해상 부문 매출 & 인텔리안테크 해상용 매출 비교



자료: KUVIC 리서치 1팀

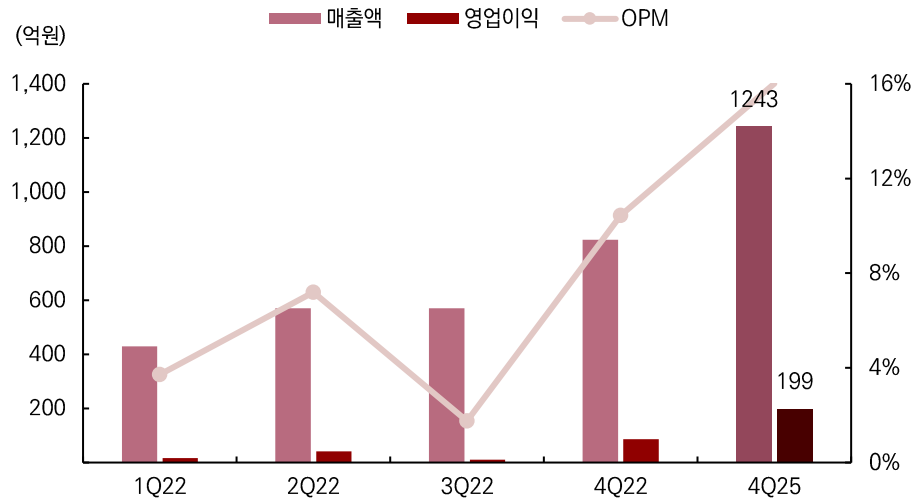
결론적으로 LEO로의 해상용 통신 수요 전환은 동사에게 단순한 장비 교체를 넘어 매출 구조의 근본적인 변화를 의미한다. 기존에는 GEO 안테나 1대만을 납품했다면, 하이브리드 시대에는 LEO 안테나까지 패키지로 공급함에 따라 판매 수량이 늘어나는 직관적인 확장성을 갖게 되었기 때문이다.

ASP 높은 해상용, 이익률 개선 기대

단순한 출하량 증가 외에도 해상용 안테나 매출의 회복에서 주목해야 할 점은 판매 제품의 단가 자체가 달라지고 있다는 것이다. 이는 GEO 단독에서 GEO+LEO 하이브리드로 해상용 안테나 시장이 전환되는 시대적 흐름의 영향이 크다. NexusWave 한 세트가 설치될 때 추가로 납품되는 LEO 평판형 안테나는 동사가 5년 이상의 개발 기간을 거쳐 자체 설계한 고부가 제품이다. 선박당 매출이 기존에는 GEO 안테나 1대 값이었다면, 이젠 고부가 LEO까지 더해진 GEO+LEO 패키지 값으로 상승하며 **선박당 안테나 판매 단가(ASP)가 상승**하고 있는 것이다. 즉 선박당 안테나 수량이 늘어남과 함께 추가되는 제품이 고부가 품목이기 때문에 마진도 함께 좋아지는 이중 효과를 누리는 것이다.

이 ASP 상승은 추가 매출에 대한 고정비 부담이 거의 없는 해상용의 고정비 레버리지와 합쳐져 이익률 개선과 직접적으로 연결된다. 이는 매출 1,243억 원, 영업이익 198억 원, 영업이익률 15.9%를 기록한 2025년 4분기의 실적으로 확인됐다. 지난 2022년 2,395억 원의 매출을 기록하며 당시 역대 최고 매출을 올렸을 때도 영업이익률은 6.4%에 그친 바 있다. 매출 규모가 절반 가량임에도 이익률이 두 배를 넘었다는 것은 현재 팔리고 있는 제품의 구성이 과거와 근본적으로 다르다는 뜻이다.

그림 22. 인텔리안테크의 1Q22~4Q22, 4Q25 분기별 매출액, 영업이익, OPM



자료: KUVIC 리서치 1팀

결국 해상용 안테나 시장의 하이브리드 전환은 동시에 이중의 수혜를 가져다준다. 출하량 회복에 의한 양적 성장, 그리고 ASP 상승에 의한 질적 성장이다. 2024년에는 이 두 가지가 모두 멈춰 있었고, 2025년에는 이 두 가지가 동시에 재가동되고 있다. 매출의 양과 질이 함께 올라가는 국면에서 동사의 수익성은 과거 호황기를 넘어서는 구조적 레벨에 안착할 것으로 예상된다.

투자리스크

Risk 1. A사 위성 발사 연기 이슈

현재 A사는 FCC가 정한 기한에 따라 2026년 7월 30일까지 초기 목표의 절반인 1,618기를 궤도에 올려야 하는 상황이다. 하지만 2026년 3월 기준 212기의 발사만이 완료됐으며, 목표치 대비 약 13% 수준에 그치고 있는 상황이다. 그렇다면 남은 약 5개월의 기간 동안 A사는 1,400기 이상의 위성을 추가로 발사해야 한다. 2026년에는 1년차인 2025년 7회의 약 3배인 20회 이상의 발사가 예정되어 있다고는 하나, 3월 말까지 1회 발사에 그친 진행 속도를 고려할 때 이는 사실상 불가능하다. 결국 A사는 지난 1월 30일 위성 제조 지연과 발사 로켓 부족 등을 이유로 **발사 기한을 2028년 7월까지 24개월 연장해줄 것을 FCC에 공식적으로 요청했다**. 하지만 3월 브렌든 카 FCC 의장은 A사의 느린 위성 배치 속도를 공개적으로 비판했고, FCC는 아직 연장 여부를 결정하지 않았다. 이는 A사의 전반적인 LEO 사업 계획에 불확실성을 야기하며, 나아가 경쟁자인 Starlink의 위성 통신 시장 지배력을 강화시킨다.

인텔리안테크가 A사와의 반복적인 게이트웨이 안테나 수주를 통해 성장 동력을 마련했던 걸 감안하면 이는 큰 악재일 수 있다. 위성 발사의 지연으로 인해 사업 계획에 차질이 빚어지면 지상국 구축 일정도 함께 밀리면서 수주 및 매출 인식 시점이 불규칙해지기 때문이다. 이와 유사하게 동사는 이미 2024년 원웹의 인프라 구축 지연으로 인해 실적 부진을 경험한 바 있다. 수주 규모가 큰 A사가 흔들린다면 동사의 미래도 불투명해진다.

Risk 2. Starlink의 위성시장 독과점 우려

Starlink는 스페이스X의 수직계열화 이점을 활용해 낮은 발사 비용과 빠른 발사 속도로 이미 1만 기 이상의 위성을 운용 중이다. 이 인프라를 기반으로 2022년 7월 Starlink는 해상용 서비스인 Starlink Maritime를 공식 출시하며 해상 위성통신 시장에도 본격 진입했다. 과거 해상용 VSAT 안테나는 가격이 수천만 원에 달하고 월 통신료도 고가였으나, Starlink는 자체 제작 평판 단말기를 약 1만 달러, 월 5,000달러의 정액제로 제공하며 가격 장벽을 대폭 낮췄다. 이에 Starlink를 이용하는 해상 선박 수는 2023년 4월 약 5,000척에서 2024년 11월 약 22,400척으로 1년 반 만에 4배 이상 급증했다. Starlink의 빠른 확장이 동사에게 직접적인 위협이 되는 이유는 단순한 가격 경쟁력에 그치지 않는다. 핵심은 수직계열화를 기반으로 한 폐쇄형 생태계 구축 전략이다. 특히 단말기 측면에서 Starlink는 자사 전용 평판 안테나만을 공식 지원한다. 이는 인마셋·원웹 기반의 생태계에서 안테나를 공급해온 동사의 사업 모델에 리스크로 작용할 수 있다.

Starlink는 현재 중소형 선박 중심의 시장으로 출발하여, 대형 상선 및 크루즈 시장으로의 침투도 본격화될 가능성이 있다. 이 경우 NexusWave로 대표되는 GEO+LEO 하이브리드와의 경쟁 구도가 더욱 심화되고, 인텔리안테크가 속한 공급망 전반의 성장 여력이 압박받을 수 있다. 다만 단기적으로 Starlink의 위협이 즉각적인 타격으로 이어질 가능성은 제한적이다. 이중화 안정성, 글로벌 커버리지 균일성 등 아직 Starlink가 충족하기 어려운 요건들이 존재하기 때문이다.

밸류에이션

매출 추정 논리

지상용

지상용 안테나 매출 추정을 위해 향후 외형 성장을 견인할 핵심 동력인 1) LEO 게이트웨이 안테나, 2) 전자식 평판안테나(ESA) 및 군용으로 섹터를 나누어 추정했다. 기존 캐시카우였던 지상용 파라볼릭 VSAT의 경우, 기계식 구동의 한계와 유지보수 비용 문제로 인해 2026년을 기점으로 평판형으로의 세대 교체가 이루어질 것으로 보아 핵심 메인 추정 논리에서는 제외하였다.

1) LEO 게이트웨이 안테나 (A사, AST SpaceMobile 중심)

[P 추정]

게이트웨이 안테나 단가는 각 위성 사업자의 상용화 단계에 따른 파일럿(초도) 물량과 대량 양산 물량을 구분하여 추정하였다.

가장 비중이 큰 A사의 경우, 개발비가 포함된 초기 파일럿 단가는 사이트당 약 20억 원(\$1.4M)으로 높게 형성되었으나, 25년 대량 양산 개시 이후에는 사이트당 15억 원(\$1M, 환율 1,500원) 수준으로 안정화될 것으로 보았다. 단, 28년 이후 Next Generation 게이트웨이 도입 시 사이트당 안테나 탑재량이 기존 5~6개에서 8개로 증가함에 따라, 해당 물량의 ASP는 24억 원 수준으로 상승하는 혼합 단가를 적용했다.

AST SpaceMobile 역시 초기 파일럿 사이트당 \$1.5M(22.5억 원)에서 대량 양산 시 \$1.4M(21억 원)의 단가 인하 논리를 반영했다.

[Q 추정]

위성 사업자들의 글로벌 상용화 목표 시점을 기준으로 필요 게이트웨이 사이트 수를 역산하여 추정했다.

A사는 29년 본격적 상용화를 위해 최소 300개의 게이트웨이 구축이 필수적이다. A사측의 위성 발사에 선행하여 인프라를 공격적으로 구축하려는 동향을 반영하여, 26년 70개, 27년 80개, 28년 95개(기존 장비 교체수요 20개 및 차세대 파일럿 15개 포함)의 사이트가 구축될 것으로 추정했다.

AST SpaceMobile은 50여 개 MNO 파트너십을 기반으로 국가별/MNO별 소량의 게이트웨이를 할당하여 29년 완전 상용화 시점까지 보수적으로 MNO당 평균 2개, 약 100개의 사이트 구축이 필요할 것으로 산정했다. 이에 따라 26년 8개, 27년 초기 상용화가 검증됨에 따라 중대형 MNO의 참여로 20개, 28년 소형 MNO까지 합쳐 45개가 설치될 것으로 추정했다.

표 14. LEO 게이트웨이 안테나

(단위: 십억원)		2026E	2027E	2028E
P	A사 GEN1	1.5	1.5	1.5
	A사 GEN2	-	-	2.4
	AST	2.3	2.1	2.1
Q	A사 GEN1	70	80	80
	A사 GEN2	-	-	15
	AST	8	20	45

자료: KUVIC 리서치 1팀 추정

2) 전자식 평판안테나 및 군용 맨팩 (OneWeb 향 중심)

[P 추정]

원웹(OneWeb) Gen 2 지상망 평판 안테나 단말기의 ASP는 대량 양산과 기술 성숙도에 따라 지속적인 하락 압력을 받을 것으로 보았다. 26~27년 ASP는 약 1,500만 원(0.15억 원)으로 추정했으나, 육상 모빌리티 등 B2C/B2B 시장에 폭발적으로 진입하는 28년에는 규모의 경제 효과로 ASP가 1,200만 원(0.12억 원)까지 하락할 것으로 가정했다.

반면, 고부가가치 제품인 군용 맨팩(Manpack)의 경우, Kymeta 등 경쟁사 군용 단말 가격을 참조하여 초기 1.3억 원 수준의 ASP에서 시작해 군용 장비 특유의 낮은 가격 저항을 반영하여 28년까지 1.3억으로 추정하였다.

[Q 추정]

원웹 지상망 평판 안테나 물량은 원웹의 중장기 재무 가이드라인을 기반으로 유효 시장(SAM)을 역산하여 산정했다. 원웹은 Gen 2 상용화 시점에 현재(약 2억 달러) 대비 5배인 10억 달러의 서비스 매출을 목표로 하고 있다. 가입자 역시 5배 증가해야 하므로, 기설치 물량(약 1.1만 대)을 감안할 때 최소 44,000대의 신규 단말기(TAM) 수요가 발생한다.

경쟁사(한화페이저 등)의 사업 축소로 원웹 내 당사를 메인 벤더로 보고 점유율을 50%로 가정하였다. 이 중 지상용 출하 비중을 60%로 세분화하면 당사의 실질 유효 수요는 전체의 30%인 약 13,200대 수준으로 도출된다. 이를 바탕으로 원웹 상용화 로드맵에 맞춰 26년 기지국 백홀(1,500대), 27년 B2G 도입(3,200대), 28년 육상 모빌리티 진입(6,000대) 등 S자 커브(S-Curve) 형태의 퀀텀점프(3년 누적 10,700대)를 보이며 타겟 유효 수요를 현실적으로 달성할 것으로 추정했다.

군용 맨팩의 경우, 인텔리안테크가 Eutelsat(원웹)과 함께 공개한 OW7MP 제품 채택을 가정했다. 프랑스 국방예산(DGA) 내 원웹 계약 규모(약 200억 원)를 초기 프록시로 삼아 유럽 확산을 추정했으며, 원웹 내 당사 점유율을 70%(Base Case)로 가정 시 26년 약 106대에서 28년 706대 수준으로 성장할 것으로 추정했다.

표 15. 전자식 평판안테나 및 군용 맨팩 추정

(단위: 억원)		2026E	2027E	2028E
P	OneWeb	0.15	0.15	0.12
	Manpack	1.3	1.3	1.3
Q	OneWeb	1500	3200	6000
	Manpack	99	210	706

자료: KUVIC 리서치 1팀 추정

해상용

해상용 안테나 매출 추정을 위해 1) 해상용 VSAT 안테나, 2) 군용 안테나, 3) GMDSS, 4) TVRO로 섹터를 나누어 추정했다.

1) 해상용 VSAT 안테나

[P 추정]

선종별로 주력 탑재 제품이 상이하고 교체주기도 유동적이므로, 개별 제품 단가를 적용하기보다 사업보고서에 공시된 해상용 파라볼릭 VSAT 제품군의 평균 판매단가를 기준으로 동일한 상승률이 적용된다고 가정하여 추정하였다. 사업보고서 주석에 따르면 해당 ASP는 "지상용 제품 및 평판 안테나(FPA)를 제외한 해상용 파라볼릭 안테나 기준"으로 산출된 수치이다. LEO용 해상용 FPA의 경우 IR 자료에 따르면 26년 기준 \$7500이므로, 동일한 비율로 상승하는 것으로 추정했다.

표 16. P 추정

(단위: 달러)	2026E	2027E	2028E
GEO용 파라볼릭 안테나	26,990	27,689	29,500
LEO용 FPA(OW11FM)	7,500	7,991	8,513

자료: KUVIC 리서치 1팀

[Q 추정]

크게 (1) GEO만 사용하는 선박, (2) GEO와 LEO를 하이브리드로 사용하는 선박으로 나뉘서 추정하였다. 두 세그먼트 모두 교체수요와 신조선 수요로 나뉜다.

Novaspace에 의한 현재 VSAT 탑재 선박 대수를 활용 동사가 관리하는 누적선박 대수를 알 수 있고, 따라서 교체주기 5년을 적용하여 연간 교체 대수를 산정했다. 이 중 기존 GEO가 탑재되어 있는 선박에 새롭게 LEO를 장착할 선박 대수를 계산하기 위해 비스타링크 진영인 Inmarsat의 Nexuswave와 Oneweb의 발표를 통해 연간 하이브리드 전환 속도를 고려했다. 다만, 파트너십·계약 체결 후 서비스 사업자의 인텔리안 발주까지 1~3개월, 이후 인텔리안의 제조·출하·매출 인식까지 1~3개월이 소요되므로, 계약 체결 시점으로부터 약 2~6개월의 시차를 두고 매출을 반영하였다.

Clarkson Research에 따르면 GEO VSAT 탑재가 필요한 2000dwt 급 이상 신조선의 경우 연간 2200척, 인텔리안의 점유율 고려시 1320척 수요가 발생한다. 이 중 약 17%를 차지하는 크루즈, 여객선 등은 100% 하이브리드로 사용하나, 그 외 선박의 경우 평균적으로 70% 하이브리드 탑재율을 보임. 이에 따라 가중치를 부여하여 탑재율을 계산했고, 매년 약 11% CAGR을 기록하는 통계를 활용, 하이브리드 탑재 선박 수를 추정했다.

GEO만 탑재한 선박 수 역시 교체 수요의 경우 전체 교체 수요 중 LEO가 추가로 설치되는 선박 수 계산한 수량과의 차이를 통해 추정했고, 신규 선박 역시 인텔리안테크의 연간 신규 선박 수에서 하이브리드 탑재 선박을 제외하여 추정했다.

[실현율 고려]

24년 해상용 LEO 시스템의 출시와 함께 불완전한 서비스 등에 의해 엔드 유저의 수요지연현상이 발생했고, 이는 향후 앞으로도 영향을 미치는 상황이라 판단된다. 따라서 24년, 25년의 수요 실현율을 계산, 이를 선형적으로 근사하여 향후 실현율을 추정했다. 지연율은 매출 중 위성통신 안테나가 차지하는 비중을 계산하여 교체 예정되어 있는 선박 중 실제 교체된 선박 수의 비율로 계산하였다. 이에 따라 26년 50.1%, 27년 48.8%, 28년 47.5%의 지연 비율을 추정했다. 이는 LEO 서비스가 점진적으로 성숙하면

서 관망 심리가 완만하게 해소되고 구조적 지연 요인이 상당 기간 잔존한다는 보수적 가정을 반영하였다.

표 17. Q 추정

(단위: 대)	2026E	2027E	2028E
GEO만 교체	1,146	807	670
GEO만 신규	329	220	99
GEO 교체 + LEO 신규	1,287	1,690	1,890
GEO + LEO 신규	991	1,100	1,221

자료: KUVIC 리서치1팀

표 18. 매출액 추정(백만원)

(단위: 백만원)	2026E	2027E	2028E
GEO+LEO 하이브리드	109,344	142,800	167,877
GEO 전용 VSAT	54,575	39,026	29,991

자료: KUVIC 리서치1팀

2) 군용

동사는 군용항으로 평판형, Land 안테나 등을 판매하고 있다. 주목할 점은 동사가 24년 WGS(광대역 국제 위성통신) 인증을 획득했다는 것이다. WGS는 미국·영국·캐나다·호주·뉴질랜드 등 5개국의 군사정보 동맹이 사용하는 군용 위성통신이다. 인증 이후 미국 해군에 납품을 한 것으로 알려져 있다. 이에 기반하여 WGS 연합국 해군 함대의 현황을 바탕으로 각 연도의 Q를 추정하였다. 기존 함대의 교체 수요와 신규 함정 도입 계획을 고려하였다. P는 동사의 경우, '저렴한 COTS 솔루션'이라는 제품 설명 등을 고려하여 군용항 제품의 평균 단가를 산출하였다.

3) GMDSS

동사는 23년 10월, 인마넷과 차세대 GMDSS 단말기 개발을 위한 MOU를 체결하고 25년 3분기부터 GMDSS를 공급하기 시작했다. GMDSS는 필수 장비로 신조 선박 인도 시 반드시 탑재되어야 한다. 연간 시장 규모는 약 6,000대이다. Q는 신규 수요, 교체 수요, 전환 수요로 나누어 추정하였고, 인텔리안테크의 점유율을 곱하여 전체 수요를 추정하였다. P는 GMDSS항 제품들의 소매가 데이터를 바탕으로 유통마진 20%를 고려하여 도매가를 추정하였고, 전체 제품의 ASP를 산출하였다.

4) TVRO

TVRO항 Q는 신조 수요와 교체 수요로 나누어 추정하였다. 스타링크를 통해 인터넷과 IPTV를 동시에 이용할 수 있어 TVRO 단독 제품 수요가 감소하기 때문에 Q의 증가는 둔화되었다. P 추정의 경우 TVRO는 성숙 산업으로 가격 변동이 크지 않을 것임을 고려하였다. TVRO 16개 제품의 소매가로부터 유통마진 30%를 고려하여 도매가를 추정하였다. 이후 전체 제품의 평균 가격을 산출하였다.

비용 추정 논리

표 19. 비용 추정 테이블

(단위: 백만원)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
매출액	257,769	319,628	417,419	555,069	750,318
YoY	-15%	24%	31%	33%	35%
매출원가	158,342	194,739	257,432	328,747	436,820
변동비	130,227	159,756	208,572	276,690	373,693
고정비	28,116	34,982	41,860	52,057	63,127
매출총이익	99,427	124,890	166,987	226,322	313,498
GPM	39%	39%	40%	41%	42%
판매관리비	118,871	112,936	127,329	163,308	213,933
변동비	15,994	14,417	21,635	28,770	38,890
고정비	102,877	98,519	105,693	134,538	175,043
영업이익	-19,444	11,954	39,659	63,014	99,565
OPM	-8%	4%	10%	11%	13%
기타이익	12,972	-6,335	2,006	2,891	-452
금융수익	4,235	1,082	898	2,071	1,350
법인세비용차감전순이익	-2,237	6,700	42,563	67,976	100,464
법인세비용	774	-764	8,518	13,855	20,677
당기순이익	-3,012	7,464	34,045	54,121	79,786

자료: KUVIC 리서치 1팀

1. 매출원가

변동비 성격의 재고자산의 변동과 재고자산 매입액의 합을 실질 매입 원가로 가정하여 추정하였다. 최근 3개년의 재고자산 변동과 재고자산 매입액의 비율을 계산하고, 3개년 평균치를 이용하여 각각 추정하였다. 지급수수료 및 외주가공비는 매출액 대비 비율을 이용하였다. 운반비는 국제 해상물류 영향이 크다는 점을 감안하여 국제 유가 변동률을 고려하여 산출하였다.

고정비 성격의 급여, 퇴직급여, 복리후생비 등 인건비성 비용은 직원 수 증감과 최저임금상승률을 반영하여 추정하였다. 감가상각비와 무형자산상각비는 전년도 금액에 최근 3개년 YoY 평균 성장률을 적용하였다. 이외 비중이 작은 비용 항목은 최근 3개년 YoY의 평균치를 이용하여 산출하였다.

2. 판매비와관리비

변동비 성격의 지급수수료와 판매보증비는 매출액 대비 평균 비율을 이용하여 산출하였다.

고정비 성격의 인건비는 매출원가와 동일한 방법론으로 추정하였다. 특히 경상연구개발비는 동사의 가이던스에 따라 추정하였다. **경상연구개발비와 인건비의 비중을 전체 매출액 대비 15% 이상으로 유지하겠다고 밝힌 것을** 감안하여 26년부터 28년까지 R&D항 인건비 비중을 차감하여 역산하였다. 이외 비중이 작은 비용 항목은 최근 3개년 YoY의 평균치를 이용하여 산출하였다.

Valuation Method

표 20. 2026E 기준 밸류에이션(EV/EBITDA 시나리오)

구분	내용	구분	내용
2026E EBITDA(백만원)	68,649	단기차입금(백만원)	64,254
Target EV/EBITDA	32.5	유동성장기차입금(백만원)	11,569
Target EV(백만원)	2,231,102	장기차입금(백만원)	40,519
순차입금(백만원)	102,995	사채(백만원)	20,000
유통주식수	10,737,497	총차입금(백만원)	136,341
목표주가(원)	198,000	현금및현금성자산(백만원)	32,846
현재주가(원)	129,100	단기금융상품(백만원)	500
상승여력(%)	54%	순차입금(백만원)	102,995

자료: KUVIC 리서치 1팀 추정

본 리서치 1팀은 동사가 현 시점에서 단기적인 설비투자 확대와 차입금 증가로 인해 순이익 및 PER보다 EBITDA가 실질적인 현금창출력을 더 잘 반영하는 구간에 위치해 있다고 판단한다. 동사는 2025년 기준, 감가상각비(D&A)가 연 240억원 수준으로 영업이익(약 120억원) 대비 비중이 높고, 2024년 적자 기록, 2025년 손익 분기 통과 구간에서 PER은 N/A이거나 400배를 초과하는 왜곡이 발생한다.

또한 신규 사채 200억원 등, 총차입금 136억원(YoY +26%) 수준으로 PER 추정 시, 높은 이자비용으로 인해 동사의 현금창출력이 왜곡될 가능성이 존재한다. 향후 투자 사이클이 안정화되는 2028년 전후에는 감가상각비와 금융비용 부담이 완화되며 순이익과 EBITDA 간의 괴리도 축소될 가능성이 높다. 아울러 우주 섹터 전반이 향후 SpaceX 상장을 계기로 밸류에이션 리레이팅 국면에 진입할 경우, 동사 역시 펀더멘털 개선에 더해 수급 측면에서의 추가적인 주가 상승 여력을 확보할 수 있을 것으로 판단한다

또한 Gateway·LEO 플랫폼 사업화에 따른 초기 R&D 비용 부담(가이던스상 매출액 대비 15% 이상 R&D 비용 비중 유지)이 PER을 일시적으로 왜곡시키는 구조적 문제도 존재한다. 아울러 동사는 단순 통신장비 업체가 아닌 위성통신 인프라 투자 확대의 수혜가 기대되는 기업으로, 일시적 순이익 변동보다 영업가치 중심의 EV/EBITDA가 사업 본질을 보다 적절히 반영하는 지표로 판단된다.

따라서 산출된 동사의 EBITDA는 2021년 기준 25~40X이며 Target EV/EBITDA 멀티플 값으로 해당 구간의 평균값인 32.5배를 채택하였다. 본 리서치 1팀이 EV/EBITDA 32.5배를 적용한 주요 요인은 LEO 시장 개화 초기였던 2021년 시장에서 부여받았던 연평균 멀티플과 유사한 수준으로, 당시에는 Starlink 베타 서비스 본격화에 따른 초기 수요 기대가 선반영된 반면, 2026년은 Amazon Kuiper 상업 서비스 개시와 Starlink Maritime 확산을 바탕으로 LEO 관련 매출이 실적 측면에서 본격화되는 구간이라는 점에서 동일 멀티플 적용의 타당성이 더욱 높다고 판단한다.

아울러 2025~2028년 영업이익 고성장 구간을 감안할 경우 PEG 역시 고성장 기업 대비 여전히 보수적인 수준에 해당해, 32.5배 멀티플은 역사적 밸류에이션 선례와 성장성 대비 부담이 크지 않은 합리적 기준으로 평가된다. 즉, 해당 멀티플은 2021년 및 LEO 업황 확대 국면에서 형성된 밸류에이션 구간을 준용한 것으로, 현 시점이 단순한 실적 반등을 넘어 우주·위성통신 인프라 노출 확대에 따른 구조적 재평가 구간에 진입하고 있음을 반영한 판단이다.

이에 따라 동사의 적정 기업가치(Target EV)는 22,311억원으로 산출된다. 이를 바탕으로 순차입금을 차감한 후 유통주식수 기준으로 환산한 **목표주가는 198,000원**으로 도출된다. 이는 현 주가(129,100원) 대비 **약 54%의 상승 여력을 보유하고** 있음을 보여주며 이에 상응하여 투자의견 매수(BUY)를 제시하는 바이다.

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.