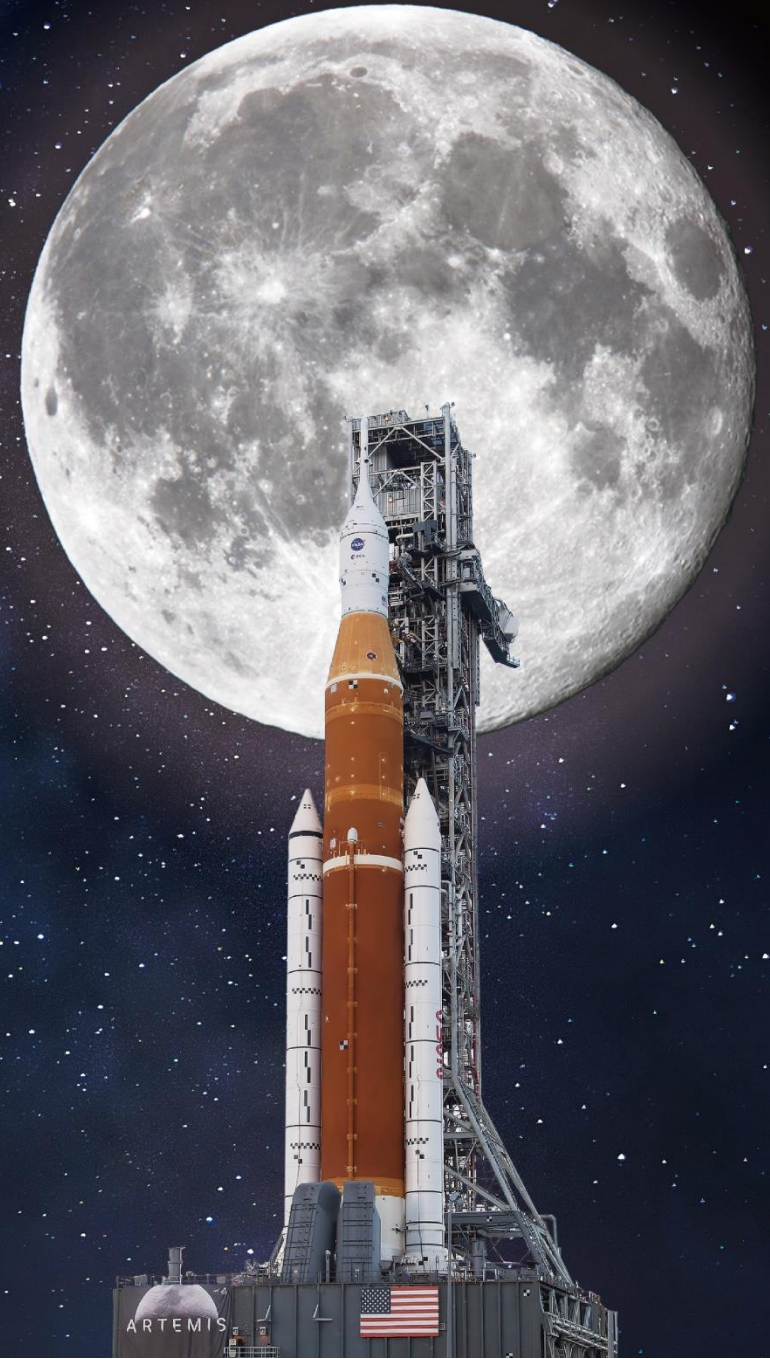


SPACE WAR

Meritz Future Intelligence

VOL. 2

Fly Me To The Moon



SPACE WAR

Meritz Future Intelligence
VOL. 2



Fly Me To The Moon

***Well, space is there, and we're going to climb it,
and the moon and the planets are there, and
new hopes for knowledge and peace are there*** – John F. Kennedy

이번 보고서는 2020년 11월 10일 발간한 <DATA WAR: SpaceX와 5G>에 이은 두 번째 우주 산업 자료입니다.
다루어야 할 방대한 내용에 비해 공개된 정보는 제한적인 시장이지만
최근 글로벌 우주 산업에서 발생하는 다양한 변화들을 보다 정확히 전달하기 위해 이번 보고서를 작성했습니다.
지난 자료가 우주 산업에 대한 Inspiration(영감)을 제공하는 자료였다면,
이번 자료를 통해서서는 우주 산업에 대한 Insight(통찰)를 키울 수 있는 기회가 될 것입니다.

금리 인상 등 매크로 불확실성이 확대되는 시장 상황에서
성장주에 대한 이야기를 풀어 나가는 것이 다소 조심스러울 수는 있으나,
우주 산업이 우리 삶에 많은 변화를 가져다 줄 미래 성장 산업이자,
인류의 마지막 블루오션이라 불리는 만큼 중장기적으로 꾸준한 관심이 필요하다고 판단합니다.

최근 새 정부는 110대 국정과제 중 하나로 '우주강국 도약 및 대한민국 우주시대 개막'을 선택한 바 있습니다.
대한민국의 우주 산업이 Mid Space에서 New Space로 도약을 준비하는 시기에
이번 보고서가 우주 산업에 대한 올바른 투자 방향을 제시하는 길잡이 역할이 되길 바랍니다.



통신/미디어

Analyst 정지수

02. 6454-4863

jjsoo.jeong@meritz.co.kr

CONTENTS



산업분석

Part I	One Step Further 한 걸음 더 가까워진 New Space 시대	09
Part II	Fly Me To The Moon 인류 역사상 가장 위대한 프로젝트, 아르테미스!	37
Part III	Star Wars 별들의 우주 인터넷 구축 전쟁	59
Part IV	New Space, Korea! 우주로 향하는 대한민국	95

기업분석

인텔리안테크 (189300) New Space 시대를 선도하는 기업	118
켄코아에어로스페이스 (274090) 나 혼자만 레벨업	126

One Step Further

한 걸음 더 가까워진 New Space 시대

I

- 최근 발생한 자연재해나 전쟁에서 위성 인터넷과 위성 이미지/영상이 맹활약하면서 위성 서비스 시장에 대한 관심 증가
- 위성 이미지/영상 데이터는 전쟁 등의 위기 상황 외에도 농업/어업/제조업/기상관측 등 광범위한 분야에서 활용될 전망
- 우주 산업은 6G/자율주행/UAM 등 기술적 한계와 미중 기술패권 경쟁 등 복합지정학적 한계 극복을 위해 투자가 확대될 전망
- 초공간으로 개념이 확장된 6G, 3차원 교통 체계 구축을 위한 자율주행/UAM 등 위성 통신이 필수적인 산업 구조로 변화
- 미중 기술패권 경쟁이 우주 공간으로 확대되면서 우주를 선점하기 위한 미국과 중국의 투자 확대 및 자국 우주 기업 육성 지속
- 미국이 무료 개방한 GPS가 막대한 경제적 편익과 동맹 관계 구축에 활용되자, 중국은 독자 위성항법시스템 'Beidou'를 구축
- 자국의 뒤처지는 기업 경쟁력, 석유 중심의 경제 구조를 탈피하고자 호주, 중동 등 신흥국들은 우주 개발에 공격적으로 투자
- 글로벌 인공위성 시장은 연평균 +4.9%(‘20~‘30년) 성장하며, 데이터 서비스 시장이 새롭게 구축되어 가장 크게 확대
- 2021년 전세계 우주 기업에 투자된 자금은 전년 대비 두 배인 154억달러로 글로벌 우주 기업에 대한 투자 선호는 지속될 전망

Fly Me To The Moon

인류 역사상 가장 위대한 프로젝트,
아르테미스!

II

- 미국 아르테미스, 중국 창어-4호, 한국의 KPLO 등 2022년은 전세계 주요 국가들의 달 탐사 프로젝트가 추진되는 의미 있는 해
- 이 중 약 40조원의 예산이 투입되는 아르테미스는 18개국 3,800개 이상의 기업이 참여하는 인류 역사상 가장 위대한 프로젝트
- 아르테미스 1호기는 SLS(Space Launch System) 발사체 검증을 위한 무인 달 궤도선으로 2022년 하반기 발사 예정
- NASA는 아르테미스를 통해 2028년까지 인간이 체류할 수 있는 달 기지를 건설하고 화성 탐사를 위한 중간기지로 활용할 계획
- 아르테미스 프로젝트를 보조하기 위한 민간 달 착륙선 사업(CLPS)을 통해 2022년 말부터 본격적인 민간 우주 수송 시장 개화
- 우주로 보급품을 보내는 수송 비용 부담으로 현지 자원을 활용해 물, 산소, 태양전지 등을 생산하는 현지자원활용(ISRU) 부각
- 1g으로 석탄 40톤이 생산하는 전기에너지를 만드는 헬륨3는 달에 약 110만톤이 매장되어 있어 채굴 시 경제성이 풍부한 사업
- 3D 프린팅 기술은 우주 발사체 및 부품은 물론 세포를 잉크로 사용한 배양육을 만들어 내 우주 공간의 식량 문제 해결이 가능
- 아르테미스 프로젝트를 계기로 인류는 다행성종 시대로 진입하며, 달에서 축적한 기술을 바탕으로 화성 탐사를 시작할 계획

Star Wars

별들의 우주 인터넷 구축 전쟁

III

- 글로벌 인터넷 사용자수는 연평균 +9.9%('05~'19년) 성장하나, 전세계 39%에 달하는 29억명은 인터넷 사용이 제한
- 저궤도 위성 통신 사업의 성장으로 지난 10년 2,962건에 불과한 소형 위성발사 건수는 향후 10년 13,912건으로 증가할 전망
- SpaceX의 Starlink는 현재까지 2,358기의 위성을 발사했으며, 약 25만명의 유료가입자에게 위성 통신 서비스를 제공 중
- SpaceX는 2021년 10월 기준 1,003억달러 기업가치로 평가받고 있으며, 당사가 추정한 Starlink의 기업가치는 2,178억달러
- OneWeb은 2022년 말까지 648기(현재 428기)의 저궤도 위성을 모두 발사해 글로벌 위성 통신 서비스를 제공한다는 계획
- Eutelsat에 따르면, OneWeb은 글로벌 서비스 시작 후 3~5년 내 연간 매출액 10억달러, 시장 점유율 10~20% 달성 전망
- Amazon은 Kuiper 프로젝트 성공을 위해 100억달러 이상을 투자할 계획이며, 2022년 말 프로토타입 위성 2기 발사 예정
- 뒤늦게 시작한 Kuiper 프로젝트는 Amazon 사업과의 시너지, AWS 기반 지상 인프라, 단말기 양산 경험 등의 강점 보유

New Space, Korea!

우주로 향하는 대한민국

IV

- 6월 누리호 2차 발사, 8월 한국형 달 궤도선(KPLO) 발사 등 2022년 하반기 국내외 주요 우주 관련 프로젝트로 관심 확대 전망
- 대한민국의 2022년 우주 관련 예산은 7,340억원으로 전년 대비 +19.3% 증가했으며, 정부 주도의 우주개발진흥 계획 실행 중
- 2022년 5월 3일 발표된 새 정부의 110대 국정과제 중 하나로 우주강국 도약이 선정되며 우주산업 기술역량 확보 의지 확인
- 2021년 10월 위성체 궤도 진입에 실패한 1차 발사에 이어 기술력을 보완한 누리호 2차 발사가 2022년 6월 15일로 예정
- 우리나라 최초의 달 궤도선 KPLO는 2022년 8월 발사 예정이며, 2023년 12월까지 달 궤도를 돌며 다양한 임무를 수행할 예정
- 한화그룹은 민간 우주개발을 주도하는 스페이스허브(Space Hub)를 출범해 세트렉아이, OneWeb 등과 파트너십 확대
- 전세계 우주 개발 프로그램 정부 예산 중 한국 비중은 0.7%에 불과. 반면, Top 5 우주 선진국 예산이 전체의 81.4%를 차지
- 전체 시장의 80% 이상 투자가 집중되는 New Space 사업을 영위하는 국내 기업들의 성장잠재력과 투자 매력도가 높다는 판단

관심종목

종목	투자판단	적정주가
인텔리안테크(189300)	NR	-
켄코아에어로스페이스(274090)	NR	-

- 인텔리안테크는 해상용 안테나 VSAT 글로벌 1위 업체. 저궤도 위성 통신 시장 확대로 OneWeb 관련 매출이 큰 폭으로 증가
- 엔데믹으로 글로벌 선박 시장 회복이 기대되며, OneWeb, SES 등 기존 고객사향 추가 수주 및 신규 고객사 유입 가능성 존재
- 켄코아에어로스페이스는 항공기 조립 및 정비, 우주항공 원소재 공급. Airbus 화물기 개조 사업 수주로 큰 폭의 외형 성장 중
- NASA 아르테미스, Amazon 저궤도 위성 사업 등 전세계 주요 우주개발 프로젝트에 참여하며 핵심 공급사로 부각

기업분석

종목	투자판단	적정주가
인텔리안테크(189300)	Not Rated	-
켄코아에어로스페이스(274090)	Not Rated	-

Not Rated

적정주가 (12개월)	-
현재주가 (5.6)	80,800원
상승여력	-
KOSDAQ	884.22pt
시가총액	7,420억원
발행주식수	918만주
유동주식비율	64.80%
외국인비중	8.21%
52주 최고/최저가	93,900원/53,200원
평균거래대금	64.3억원
주요주주(%)	
성상업 외 4 인	30.39

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	-10.2	13.8	30.2
상대주가	-4.2	28.9	42.9

주가그래프



해상용 안테나 VSAT 글로벌 시장 점유율 1위 업체

- 동사는 2004년 설립된 해상/지상/항공용 위성 통신 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

- 코로나19로 타격을 받았던 글로벌 선박 시장이 리오프닝으로 회복되며 해상용 VSAT 매출 성장 재개 전망
- VSAT 글로벌 선박 장착률은 현재 약 25%로 추정되며, 경쟁사 KVH의 부진이 M/S 확대 요인으로 작용

글로벌 저궤도(LEO) 위성 통신 산업의 살림꾼

- 2022년 연결 매출액과 영업이익은 각각 2,347억원(+70.1% YoY), 216억원(+869.2% YoY) 전망
- 2021년 OneWeb과 1,809억원, SES와 711억원 저궤도 위성 안테나 공급계약 체결하며 본격적인 사업 개시
- 저궤도 위성 통신용 안테나 매출액은 2022년 948억원, 2023년 1,678억원으로 고성장 전망
- OneWeb은 현재 북위 50도 이상 지역에서 시범 서비스 중이며, 2022년 말부터 글로벌 대상 서비스 시작
- OneWeb, SES 등 기존 고객사향 추가 수주 및 신규 고객사 유입 가능성 또한 매우 높다는 판단

(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	-54.0	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	878.1	17,640	129.5	5.2	64.9	5.0	61.4

인텔리안테크 회사 소개

인텔리안테크 회사 개요

- 인텔리안테크는 2004년 설립된 해상/지상/항공용 위성 통신 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

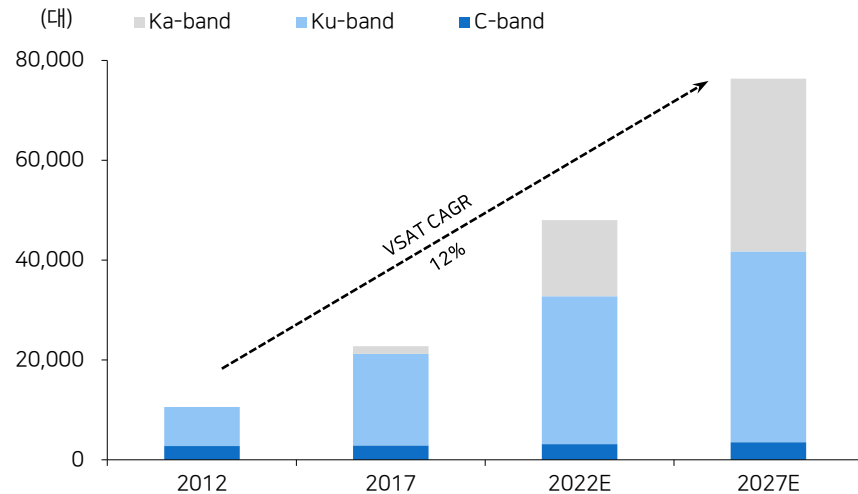
인텔리안테크 - 해상용 VSAT 안테나 사업



COVID19 이후 글로벌 선박 시장 회복 전망

- 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 위성 통신 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 - 이미 접어든 저궤도(LEO) 위성 통신 시대



저궤도(LEO) 위성 통신사 OneWeb의 동반자

- 저궤도(LEO) 위성 통신 사업자들의 시장 진출로 지상망 안테나에 대한 수요 꾸준히 증가
- OneWeb, SES, Telesat 등 저궤도 위성 통신 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) 위성 인터넷 서비스는 2022년 말부터 시작되며, OneWeb의 글로벌 고객사 확대에 따라 추가적인 물량 확대 가능성 역시 크다는 판단

OneWeb향 저궤도 위성 통신용 안테나 수주 계약

Connected by OneWeb | Intellian

DUAL PARABOLIC ANTENNA SYSTEM
Backlog : 866억 + 120억

PHASE ARRAY ANTENNA SYSTEM
Backlog : 823억

자료: 인텔리안테크

SES향 저궤도 위성 통신용 안테나 수주 계약

SES | Intellian

O3b mPOWER

DUAL PARABOLIC MPOWER
Backlog : 711억

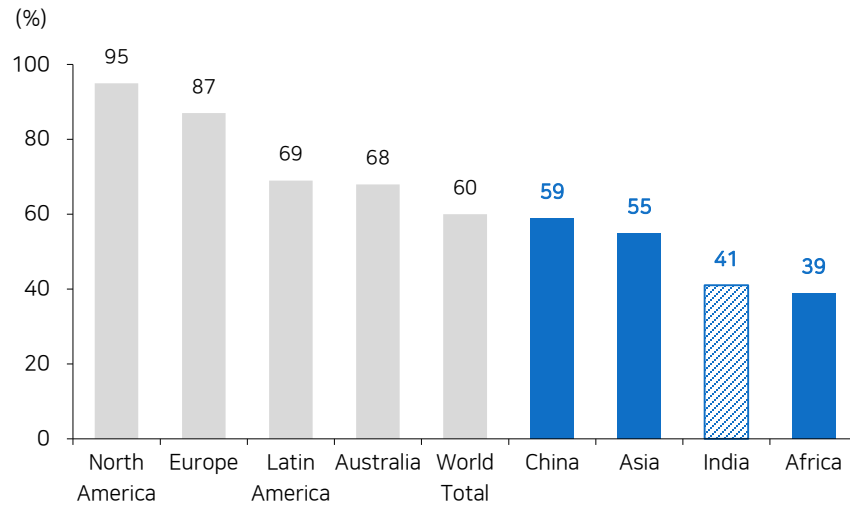
자료: 인텔리안테크

인텔리안테크 - 인도 시장 공략의 적기

OneWeb을 인수한 인도 2위 통신사 Bharti

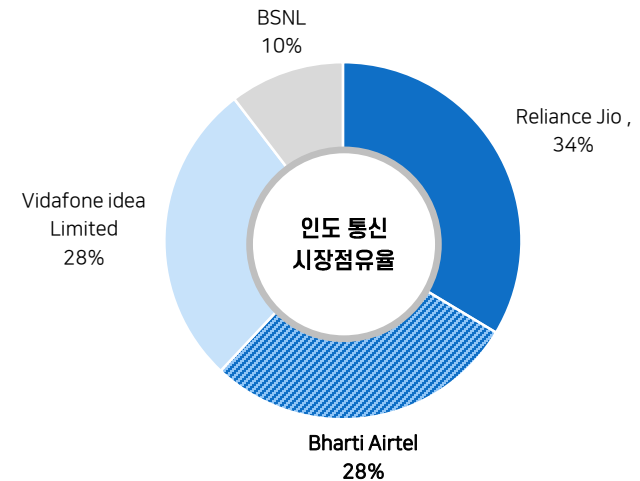
- 인도는 전세계 인구 비중의 약 18%를 차지하고 있으나, 자국 인터넷 보급률은 41%에 불과
- 인도는 국영 통신사인 BSNL을 포함해 4개의 사업자가 경쟁하고 있으며, OneWeb을 인수한 Bharti Airtel은 3.3억명(M/S 28%)의 가입자를 보유한 2위 사업자
- Bharti Airtel은 남아시아와 아프리카 지역 18개국에서도 통신 사업을 영위 중
- 인도 Bharti Group은 사업을 영위 중인 국가의 인터넷망 보급에 위성 통신을 적극적으로 활용할 계획

인도 인터넷 보급률 현황



자료: 인텔리안테크, 메리츠증권 리서치센터

인도 통신사 시장 점유율 현황



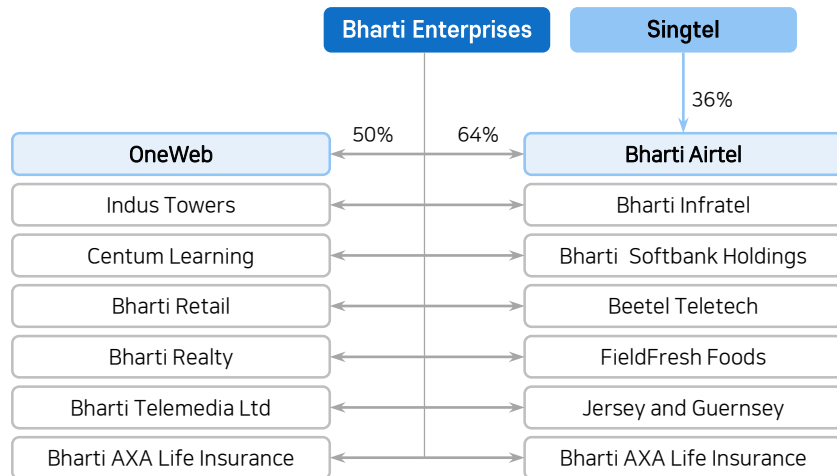
자료: 인텔리안테크, 메리츠증권 리서치센터

인텔리안테크 - 인도에 이어 동남아 시장 진출 전망

싱가포르 Singtel과 간접적 제휴를 맺은 OneWeb

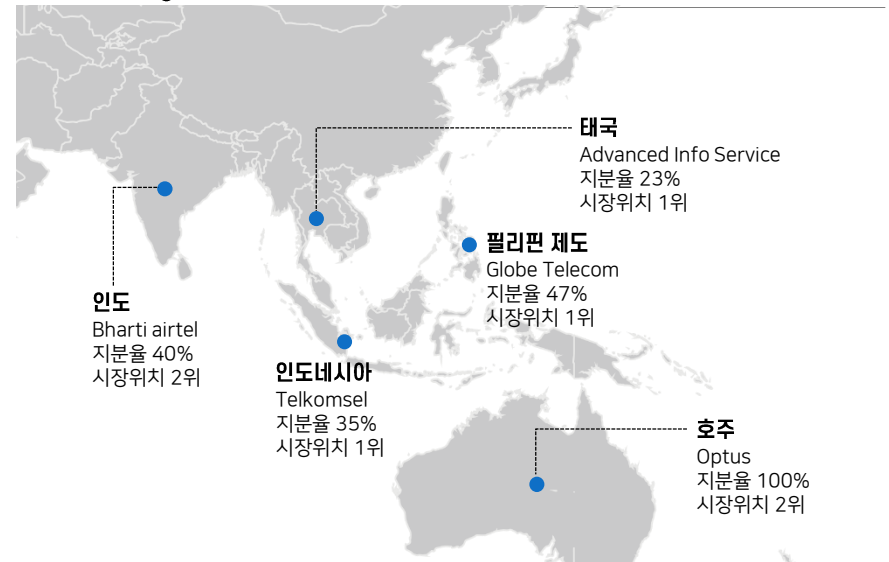
- Singtel은 다국적 통신 기업으로 싱가포르 내 무선 M/S 47%, 유선 M/S 82%, 인터넷 M/S 43% 차지
- Singtel은 인도 Bharti Airtel 지분 36%, 호주 Optus 지분 100%, 인도네시아 Telkomsel 지분 35% 보유
- OneWeb의 위성 통신 사업 재개 시 인도와 아프리카 지역 외 Singtel을 활용한 동남아 시장 확대 가능

인도 Bharti Group 지배구조 현황



자료: 인텔리안테크, 메리츠증권 리서치센터

싱가포르 Singtel 글로벌 사업 현황



자료: 인텔리안테크, 메리츠증권 리서치센터

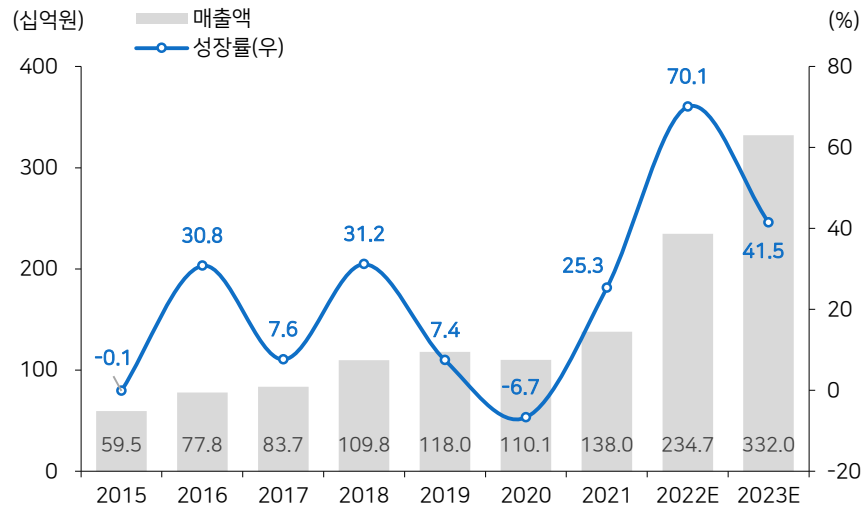
인텔리안테크 실적 추이 및 전망



인텔리안테크 실적 전망

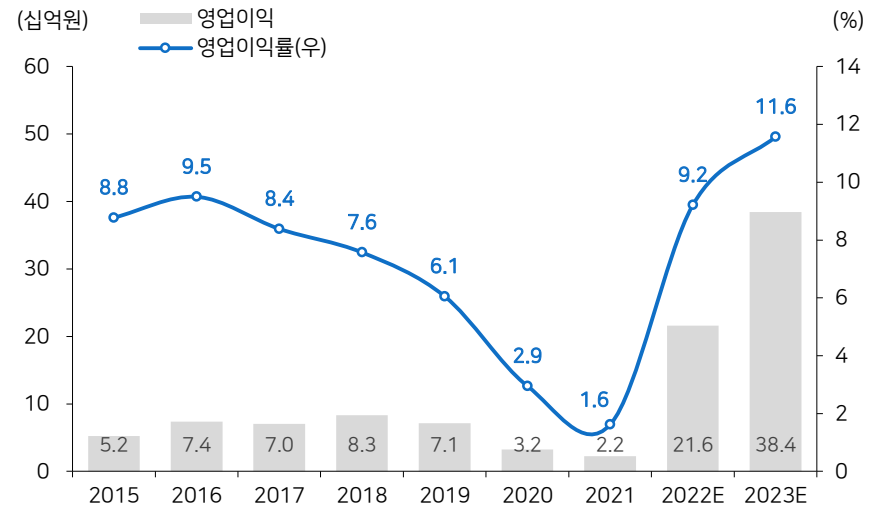
- 1Q22 연결 매출액은 409억원(+82.9% YoY), 원자재 비용 이슈로 영업이익은 17억원(흑전 YoY) 전망
- 2022년 연결 매출액과 영업이익은 각각 2,347억원(+70.1% YoY), 216억원(+869.2% YoY) 전망
- 저궤도 위성 통신용 안테나 매출액은 2022년 948억원, 2023년 1,678억원으로 고성장 전망

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
중속/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

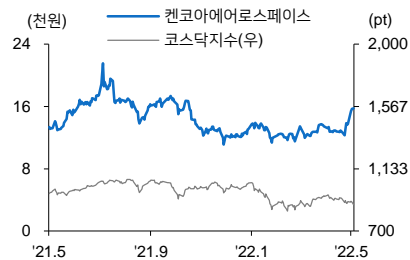
(십억원)	2017	2018	2019	2020	2021
영업활동현금흐름	-2.7	10.7	19.1	11.7	-9.7
당기순이익(손실)	3.4	7.7	7.2	0.6	6.0
유형자산감가상각비	1.9	2.2	4.9	5.3	6.4
무형자산상각비	1.4	2.2	3.0	4.1	4.3
운전자본의 증감	-13.6	-3.8	0.6	-5.7	-28.5
투자활동 현금흐름	-9.5	-19.6	-12.0	-28.0	-65.7
유형자산의 증가(CAPEX)	-3.7	-4.4	-10.7	-14.3	-27.7
투자자산의 감소(증가)	0.1	-2.7	-1.2	-6.0	-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

Not Rated

적정주가 (12개월)	-		
현재주가 (5.6)	15,750원		
상승여력	-		
KOSDAQ	884.22pt		
시가총액	1,879억원		
발행주식수	1,193만주		
유동주식비율	70.12%		
외국인비중	31.20%		
52주 최고/최저가	21,550원/11,100원		
평균거래대금	22.8억원		
주요주주(%)			
LEE KENNETH MINKYU	29.74		
라로슈	10.98		
주가상승률(%)			
	1개월	6개월	12개월
절대주가	18.0	28.6	19.3
상대주가	25.8	45.6	30.9
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 실적은 매출액 764억원(+39.7% YoY), 영업적자 -36억원(적축 YoY) 전망
- 코로나19로 화물기 수요가 2~3배 증가하면서 Airbus사로부터 화물기 개조 부문 대규모 사업 수주
- 앤데믹으로 전세계 여행 수요가 회복됨에 따라 기존 항공기 정비 사업 매출 역시 정상화될 전망
- 주요 고객사인 Airbus의 절충교역 대상으로 선정됨에 따라 향후 사업 영역 확대 및 추가 수주 가능성 존재

ARTEMIS, Blue Origin 등 전세계 주요 우주개발 프로젝트에 참여

- NASA가 주도하는 아르테미스 프로젝트 중 Boeing의 SLS(Space Launch System) 관련 사업 수주
- Amazon의 저궤도(LEO) 군집 위성 구축을 위한 발사체 관련 사업 수주로 위성 통신 시장 진입
- Boeing과 Lockheed Martin 합작법인 ULA의 핵심 공급망인 M&J 지분 투자로 시너지 효과 기대
- 설립 당시부터 드론 및 eVTOL 개발을 진행해왔으며, 최근 PAV 개발 업체 아스트로엑스 지분 30% 인수

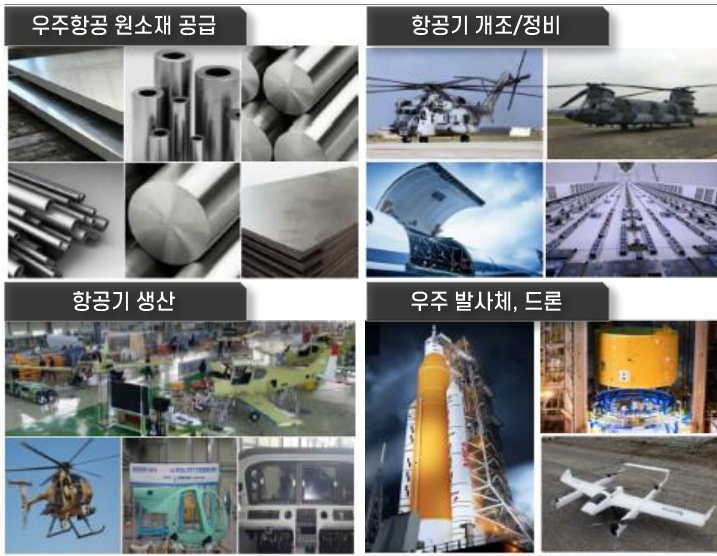
(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2018	28.9	-0.9	-9.5	-2,329	N/A	-2,161	N/A	N/A	62.4	72.0	-611.4
2019	46.3	1.0	-7.6	-1,413	-38.8	3,679	N/A	N/A	5.7	-22.5	120.7
2020	31.7	-7.4	-9.3	-1,060	-25.2	3,496	N/A	2.3	-26.7	-25.1	140.5
2021	54.7	-13.8	-19.7	-1,735	63.7	2,169	N/A	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
- Kenco 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



자료: 켄코아에어로스페이스

켄코아에어로스페이스 - MRO 사업

중장기 실적을 견인할 MRO 사업

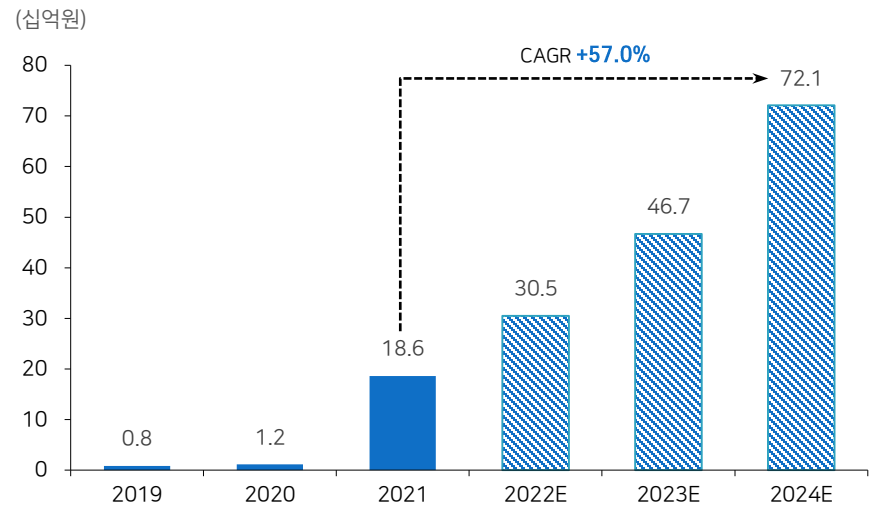
- 항공기 정비(MRO; Maintenance Repair Overhaul) 사업은 초기 투자비용이 크고 복잡한 작업 절차와 인적자원이 필요한 만큼 높은 진입장벽이 형성된 시장
- 코로나19 이후 화물기 수요가 2~3배 증가하면서 화물기 개조 부문 대규모 사업 수주 - Airbus로부터 2021년 4월과 10월 각각 2,630억원, 1,200억원의 MRO 사업 수주 계약을 체결
- 앤데믹으로 전세계 여행 수요가 회복됨에 따라 기존 항공기 정비 사업 매출 역시 정상화될 전망
- 주요 고객사인 Airbus의 절충교역 대상자로 선정됨에 따라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

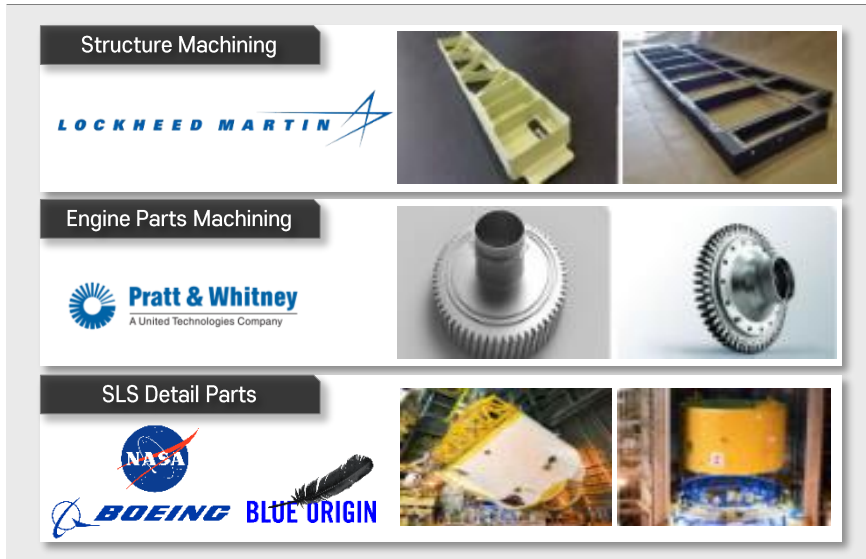
켄코아에어로스페이스 - 항공기 부품 사업



20년 이상의 항공기
부품 가공 기술력 보유

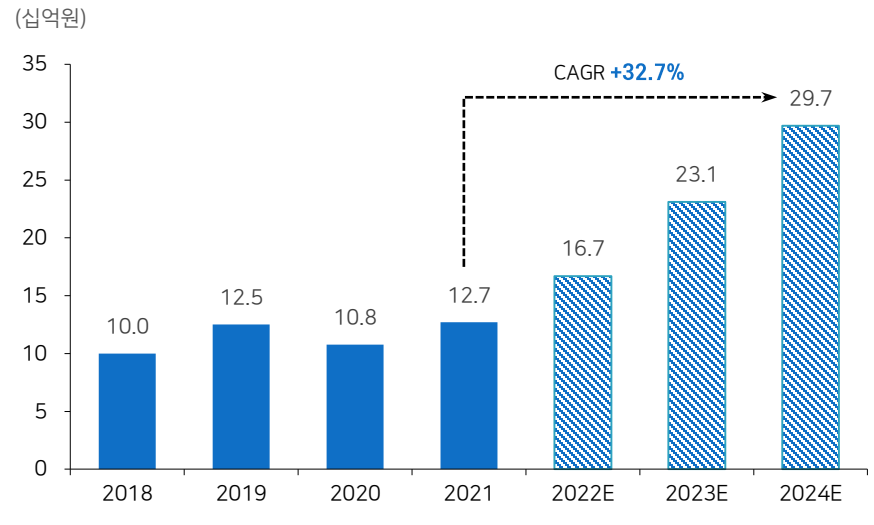
- Kencoa USA는 20년 이상 미국 방산 및 항공기 부품 가공 기술력을 보유해 항공 엔진 Supply Chain에 진입
- 미국 국방부, Boeing, Lockheed Martin, Gulfstream 등 글로벌 항공우주업체의 Tier 1 공급사로 선정
- NASA의 아르테미스(ARTEMIS) 프로젝트의 발사체 부품 생산사업을 수주했으며, Boeing의 SLS(Space Launch System), Blue Origin 사업 역시 수주하며 성장 기대감 고조

항공기 부품 공급처 및 제품



자료: 켄코아에어로스페이스, 메리츠증권 리서치센터

Kencoa USA(항공기 부품) 매출액 추이 및 전망



자료: 켄코아에어로스페이스, 메리츠증권 리서치센터

켄코아에어로스페이스 - 특수원소재 사업



우주항공에 활용되는
고부가가치 특수원소재 생산

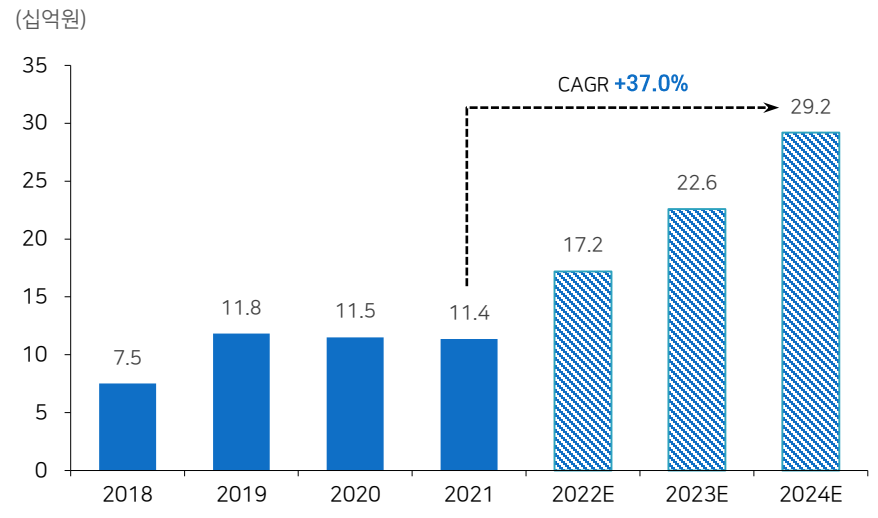
- NASA, SpaceX, Blue Origin, Virgin Orbit 등 글로벌 우주기업에 티타늄, 니켈 등 특수원소재 공급
- NASA의 아르테미스 프로젝트 중 Boeing의 SLS(Space Launch System) 관련 주요 파트 생산 계획
- Amazon의 저궤도(LEO) 군집 위성 구축을 위한 발사체 관련 BE-4 엔진 파트 수주로 위성 통신 시장 진입

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

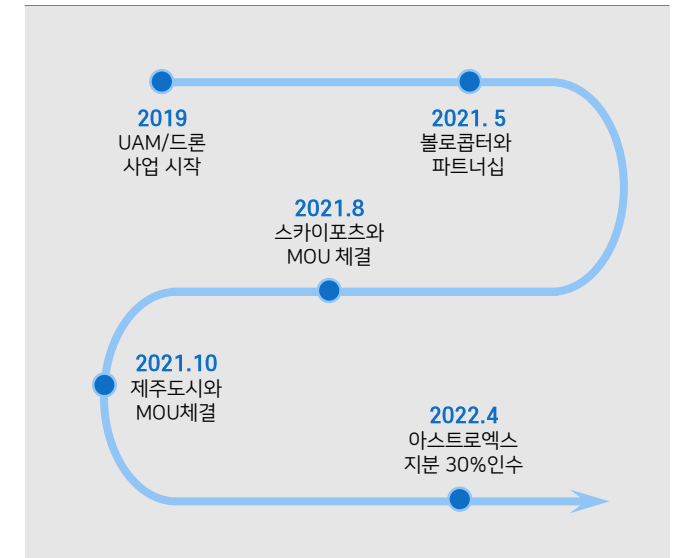
- 켄코아에어로스페이스는 설립 당시부터 UAM, 화물 드론 등 미래항공모빌리티(AAM) 사업을 준비
- 2021년 5월 UAM 선도 기업인 독일 볼로콥터(Volocopter)사와 파트너십을 체결하고, 8월에는 화물 드론 배송 전문 업체 영국 스카이포츠(Skyports)사와 MOU를 체결
- 2021년 10월 제주도 및 제주국제자유도시개발센터와 드론 산업 생태계 구축 및 UAM 사업 협력 MOU 체결
- 최근에는 국내 최초 수륙양용 PAV 개발 및 레이싱 드론 1위 업체 아스트로엑스 지분 30% 인수

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 실적은 매출액 764억원(+39.7% YoY), 영업적자 -36억원(적축 YoY) 전망
- Airbus 화물기 개조 사업이 2년 차에 접어들면서 수익성이 개선되고 있으며, 2022년 하반기 흑자전환 예상
- 2H22 아르테미스 프로젝트 SLS 사업 시작, 2023년부터 Amazon 저궤도 위성 구축 사업 시작 전망
- 2021년 기준 수주잔고는 약 1조원으로 향후 절충교역 사업 및 글로벌 우주 프로젝트 진행으로 확대 전망
- 영업 마진이 정상화되는 2023년 기준 PER 17.6배로 글로벌 & 로컬 Peer 대비 저평가

켄코아에어로스페이스 실적 추이 및 전망

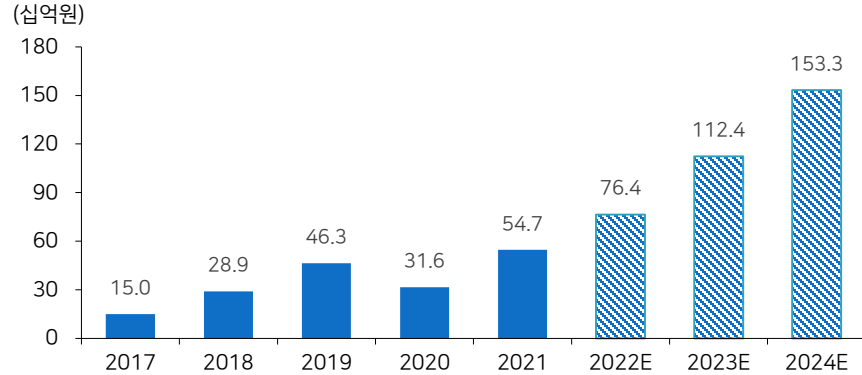
(십억원, %)	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22E	2Q22E	3Q22E	4Q22E	2018	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
매출액	10.2	13.9	15.2	15.4	15.9	17.6	20.1	22.8	28.9	46.3	31.6	54.7	76.4	112.4	153.3
미국 방산 및 발사체 부품	3.1	3.8	4.4	1.5	4.0	5.0	5.8	1.9	16.4	12.5	10.8	12.7	16.7	23.1	29.7
국내 방산 및 항공기 부품	2.5	1.7	2.0	5.8	2.5	1.7	2.0	5.8	3.1	21.1	8.2	12.0	12.0	20.0	22.3
MRO(PTF Conversion)	1.6	5.1	4.9	7.1	5.5	6.8	8.0	10.2	0.8	0.8	1.2	18.6	30.5	46.7	72.1
우주항공원소재	3.0	3.2	3.9	1.1	3.9	4.1	4.3	4.9	8.7	11.8	11.5	11.4	17.2	22.6	29.2
영업이익	0.2	-4.8	-2.2	-7.0	-4.4	-1.2	0.5	1.5	-0.9	1.0	-7.4	-13.8	-3.6	11.9	23.3
세전이익	-0.6	-6.0	-2.9	-10.6	-4.8	-1.3	0.5	1.4	-10.0	-7.5	-9.3	-20.0	-4.3	11.4	22.4
당기순이익	-0.6	-6.0	-3.0	-10.0	-4.7	-1.2	0.4	1.3	-9.4	-7.6	-9.3	-19.6	-4.3	10.6	20.8
영업이익률(우)	2.0	-34.7	-14.3	-45.2	-27.5	-6.6	2.4	6.4	-3.2	2.2	-23.5	-25.2	-4.7	10.6	15.2
당기순이익률(%)	-6.0	-43.3	-19.8	-65.0	-29.7	-7.1	2.1	5.6	-32.5	-16.4	-29.5	-35.9	-5.6	9.5	13.6

자료: 켄코아에어로스페이스, 메리츠증권 리서치센터

켄코아에어로스페이스 수주잔고 및 Valuation

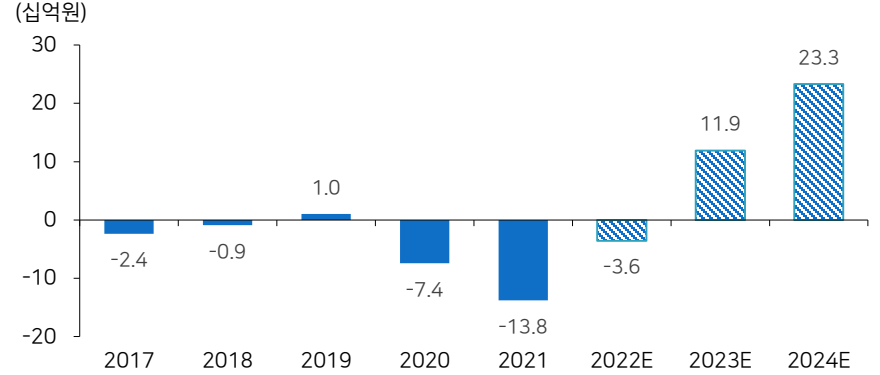


켄코아에어로스페이스 매출액 추이 및 전망



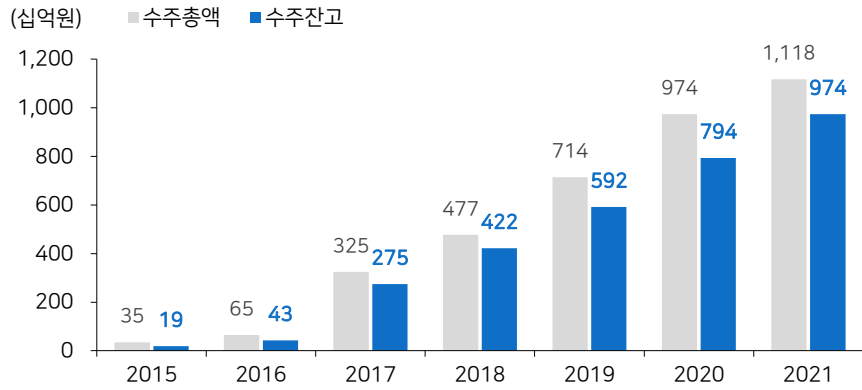
자료: 켄코아에어로스페이스, 메리츠증권 리서치센터

켄코아에어로스페이스 영업이익 추이 및 전망



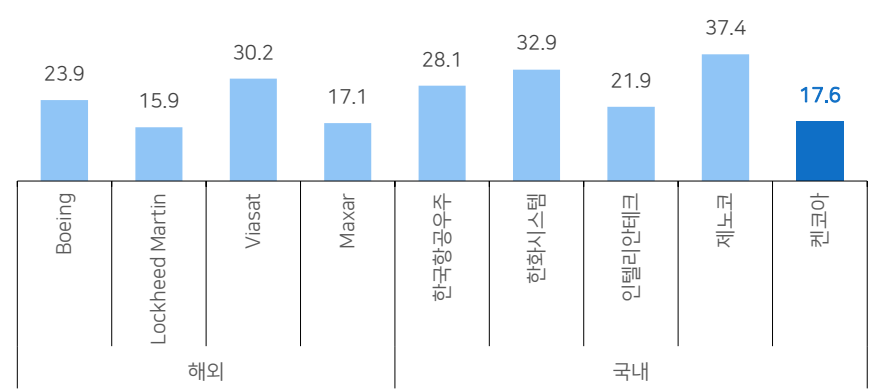
자료: 켄코아에어로스페이스, 메리츠증권 리서치센터

켄코아에어로스페이스 수주총액 및 수주잔고



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
중속/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 손이익	-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
부채비용	-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 하시기를 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 평균증가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미
추천기준일 직전 1개월간 증가대비 3등급	Buy 추천기준일 직전 1개월간 평균증가대비 +20% 이상 Hold 추천기준일 직전 1개월간 평균증가대비 -20% 이상 ~ +20% 미만 Sell 추천기준일 직전 1개월간 평균증가대비 -20% 미만
산업	시가총액기준 산업별 시장비중 대비 보유비중의 변화를 추천
추천기준일 시장지수대비 3등급	Overweight (비중확대) Neutral (중립) Underweight (비중축소)

투자의견 비율

투자의견	비율
매수	79.4%
중립	20.6%
매도	0.0%

2022년 3월 31일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율