

2025.06.11.(수) 증권사리포트

◆ 최근 발행한 증권사리포트 중 투자자에게 도움되는 리포트를 선별하여 제공합니다.

솔리드

실적은 이상 없다. 재료는 넘쳐난다

[출처] 하나증권 김홍식 애널리스트

솔리드 매수 투자 의견/12개월 목표가 15,000원 유지, 여전히 과도한 저평가

솔리드에 대한 투자의견 매수, 12개월 목표주가 15,000원을 유지한다. 추천 사유는 1) 하반기 실적 호전 가능성을 감안하면 2025년 이익 성장 가능성이 여전히 높고, 2) 미국을 중심으로 주파수 경매 이벤트가 발생하고 있으며, 3) 국내 대표 양자암호통신 관련주이고, 4) 역 사적 PBR, PER 수준을 감안하면 과도한 저평가 상태이기 때문이다.

올해는 하반기에 매출 쏠릴 것, 1Q 부진에도 2025년 연간 이익 성장 예상

솔리드는 2025년 1분기에 연결 매출액 558억원(-26% YoY, -38% QoQ), 연결 영업이익 3억원(-96% YoY, -97% QoQ)을 기록하였다. 어닝 쇼크였는데 방산 부문(원텍) 매출 부진 영향이 컸다. 정확히 말하면 방산의 계절적 비수기인 상반기에 2024년에만 유독 매출이 많이 잡혔던 역기저 효과 때문이라고 볼 수 있겠다. 이러한 흐름은 2분기에 이어질 전망이다. 방산 매출액이 하반기에나 회복될 것이며 연간으로 보면 전년대비 감소세가 예상되어서 다. 결국 올해 통신 부문 매출액 증가가 방산 매출 감소분을 상쇄해주어야 하는데 다행히도 그 가능성은 높아 보인다. 미국 시장에서 오픈랜이 활성화되는 양상이며 국내 시장 위축 우려가 크나 주파수 경매 이벤트를 감안하면 오히려 하반기 확장 가능성이 높기 때문이다. 2024년 솔리드 실적은 당초 우려와는 달리 미미한 영업이익 감소로 귀결되었다. 2025년 솔리드 실적 역시 연초 전망대로 지난해 대비 소폭의 이익 증가로 결론 날 가능성이 높다. 하반기 통신 부문 매출 증가 가능성이 높기 때문이다.

미국에서 다시 큰 시장 열리는 중, 과거 Multiple 수준으로 회귀할 것

미국 통신장비 시장 흐름이 예상보다 좋다. FCC 및 상/하원에서 5G 주파수 경매를 서두르는 상황에서 총 주파수 할당 폭이 당초 예상보다 커질 것으로 전망되고 있고, 중국 부품/장비 규제가 더 심해지는 가운데 오픈랜 시장이 확대되는 양상이기 때문이다. 트럼프 2기를 맞이하여 4차 산업 패권 경쟁이 다시 심화되는 국면으로 해석해야 할 것 같다. 고민되는 부분은 전세계 최대 시장인 미국과 더불어 국내 시장도 올해 하반기부터 주파수 경매 이벤트가 발생할 것이며 2026년도엔 실제 국내 주요 통신장비 업체들이 빅사이클 진입 가능성이 높은 상황인데도 솔리드 Multiple이 너무 낮다는 점이다. PER로 봐도 그렇지만 PBR로 보면 더욱 그렇다. 결국 수급 부진이 과도한 저평가를 초래한 셈인데 이러한 현상이 오래갈 것으로 예상되지는 않는다. 네트워크 진화 기대감이 높아지면 예외없이 솔리드 Multiple이 급상승한 바가 있기 때문이다. 과거 주파수 경매는 차세대 네트워크 투자 및 서비스 도입과 더불어 통신사 요금제 개편을 이끌어왔다. 2025년 하반기에도 동일한 작업이 이루어질 것임을 감안하면 솔리드 장/단기 투자 모두 유망해 보인다.

도표 1. 솔리드 연간 수익 예상 변경

(단위: 십억원, %)

구분	2025F				2026F			
	변경후	변경전	차액	%	변경후	변경전	차액	%
매출액	355.2	354.5	0.7	0.2	379.3	379.3	0.0	0.0
영업이익	36.4	39.6	(3.2)	(8.1)	49.2	49.2	0.0	0.0
순이익	34.9	35.4	(0.5)	(1.4)	43.7	43.7	0.0	0.0

주: 순이익은 지배주주 귀속분임
자료: 하나증권

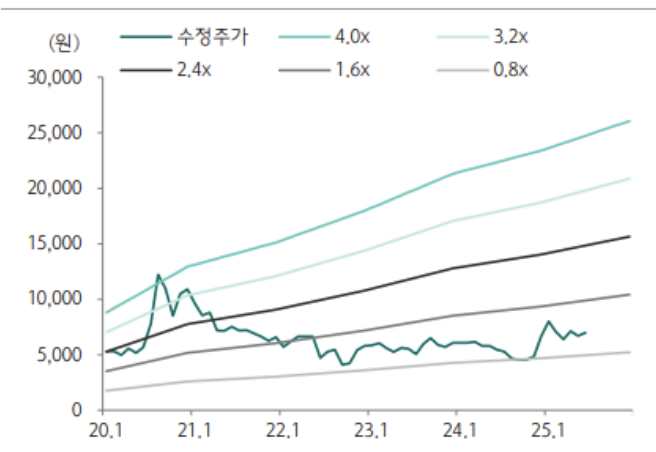
도표 2. 솔리드의 분기별 수익 예상

(단위: 십억원, %)

구분	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25F	3Q25F	4Q25F
매출액	74.9	80.5	85.5	90.2	55.8	74.2	99.1	126.1
영업이익	7.7	7.7	7.8	11.9	0.3	6.6	10.4	19.1
(영업이익률)	10.3	9.6	9.1	13.2	0.5	8.9	10.5	15.1
세전이익	18.3	9.6	7.3	19.0	2.3	6.8	10.6	19.1
순이익	18.5	5.5	7.4	14.8	3.1	6.1	9.5	16.2
(순이익률)	24.7	6.8	8.7	16.4	5.6	8.2	9.6	12.9

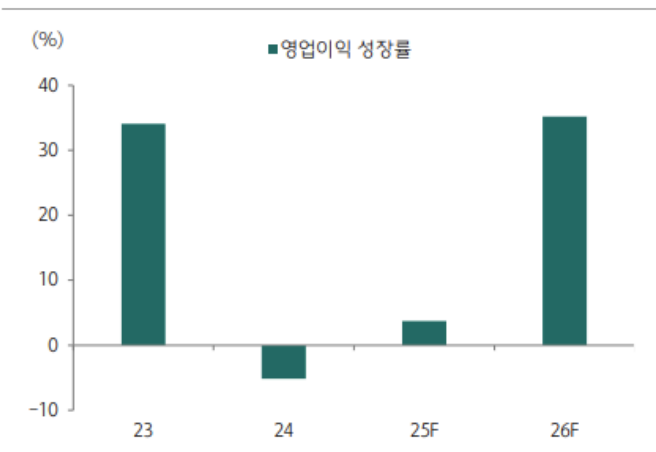
주: 연결 기준, 순이익은 지배주주귀속분
자료: 솔리드 하나증권

도표 3. 솔리드 PBR 밴드 추이



자료: Quantwise, 하나증권

도표 4. 솔리드 연간 연결 영업이익 성장률 전망



자료: 솔리드, 하나증권

모토닉

시총보다 많은 현금, 자기주식 소각, 그리고 감액 배당

[출처] 하나증권 송선재 애널리스트

자동차 연료 시스템 및 파워트레인 부품 생산업체

모토닉은 LPI 시스템/GDI 펌프 등 연료와 공기를 엔진 실린더로 공급하는 시스템인 연료 시스템 부품(매출비중 52%)과 Clutch/CVVL 등 파워트레인 부품(매출비중 19%), 그리고 OPU/FPC 등 연료 공급 계통의 전자 제어와 EGR 환류량, 점화시기 등의 관련 성능을 제어하는 장치인 전장 부품(매출비중 29%) 등을 생산하는 회사이다. 친환경차용으로는 HEV 용 자동변속기 오일펌프 제어기인 OPU와 FCEV용 고압 저장 시스템 부품인 Regulator 등 이 있다. 주 고객들은 현대차그룹 내 현대케피코(매출비중 27%)/현대모비스(23%)/현대차(16%)/기아(12%) 등이다. 공장은 한국에만 있고, 내수/수출 비중은 각각 68%/32%이다.

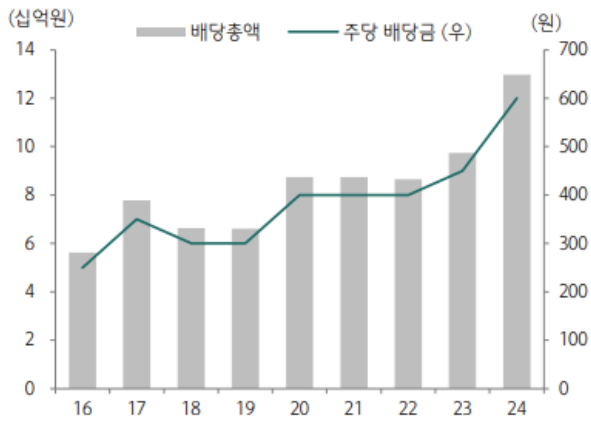
1Q25 Review: 영업이익률 6.4% 기록

모토닉의 2024년 매출액/영업이익은 19%/57% 증가한 2,906억원/238억원(영업이익률 8.2%, +2.0%p)이었다. 파워트레인 부품이 역성장(-15%)에도 연료 시스템 부품(+50%)과 전장 부품(+7%)이 성장을 이끌었다. 2025년 1분기에는 매출액/영업이익이 전년 동기대비 1%/9% 감소한 714억원/46억원(영업이익률 6.4%, -0.6%p (YoY))을 기록했다. 환율 상승으로 수출 매출액이 2% (YoY) 증가했지만, 높아진 기저와 전방 고객사의 생산 증가율 둔화로 내수 매출액이 2% (YoY) 감소했다. 제품별로는 전장 부품이 3% (YoY) 증가했지만, 연료 시스템 부품과 파워트레인 부품은 각각 4%/3% (YoY) 감소했다. 외형 정체 속 고정비 부담과 판매보증충당비 증가 등으로 영업이익률은 0.6%p (YoY) 하락한 6.4%를 기록했다. 영업외 이자 수익은 35억원이었다. 주요 제품군이 연료 계통 및 파워트레인 부품이라 내연기관차 감소에 따른 둔화 우려가 있고, 특정 고객군에 대한 비중이 크며, 한국 이외의 지역에 공장이 없다는 점은 성장성 측면에서 할인 요인이다.

시총보다 많은 현금. 배당수익률 5.5%. 감액 배당 가능. 자기주식 22.9% 보유

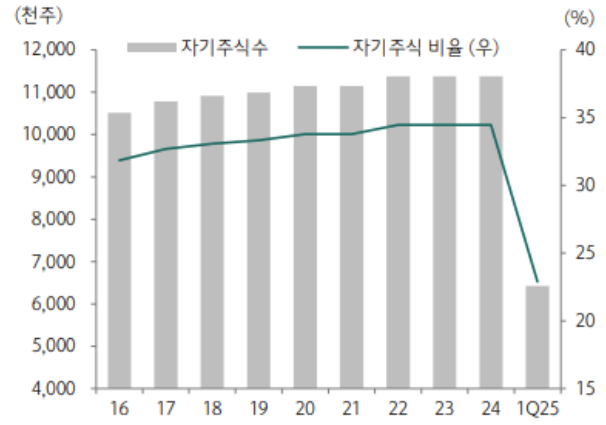
현재 주가는 P/E 9배 초반, P/B 0.6배 중반 수준이다. 현재 시가총액(3천억원) 대비 많은 순현금성자산(3,547억원)과 금융자산(266억원)을 보유 중이고, 부채비율도 13%로 극히 낮다. 2024년말 기준으로 주당 600원(vs. 2023년 450원 대비 상향)의 배당금을 지급한 바, 현 주가대비 배당수익률이 5.5%로 높다. 한편, 모토닉은 3월 21일 개최된 주주총회에서 자본준비금 중 172.7억원 규모의 주식발행초과금을 감액하여 이익잉여금으로 전입했다. 2025년부터 동 재원을 통한 배당금에 대해서는 배당소득 과세대상에서 제외될 수 있다. 2024년말 기준으로 1,137.2만주의 자기주식을 보유했는데(주식수 3,300만주 대비 34.5% 비율), 2025년 1분기 495만주(15%, 80억원)를 소각하여 현재 642.2만주(현 주식수 2,805만주 대비 22.9%)를 보유 중이다. 향후 1년 내 추가 소각할 계획은 미정이다. 자기주식 소각을 통해 대주주 일가의 지분율은 기존 38.83%에서 45.68%로 상승한 상태이고, 향후 기보유 자기주식이 전량 소각될 경우 59.24%까지 상승할 수 있다.

도표 5. 모토닉의 배당총액과 주당 배당금 추이



자료: 모토닉, 하나증권

도표 6. 모토닉의 자기주식수 및 비율 추이



자료: 모토닉, 하나증권





현대무백스

AI,로보틱스로 무장한 스마트 물류 강자

[출처] 신한투자증권 최승환 애널리스트

신한생각: 실적 모멘텀과 합리적 밸류에이션 갖춘 희소한 기업

높아지는 인건비와 인력부족으로 앞으로 신규공장 및 물류창고 건설 시 자동화 투자는 선택 아닌 필수. 현대무백스는 이 같은 환경에 물류자동화 분야에서 수주 규모를 크게 확대. 23년부터 27년까지 연간 20% 이상의 매출성장 가시적. 성장성과 밸류에이션 모두 갖춘 희소한 로보틱스 기업

물류자동화 부문 신규수주 급증

2018~2022년 연평균 신규 수주 1,730억원 수준에서 2024 3,927억원으로 쿼텀 점프. 단건 수주규모도 500~1,000억원으로 의미있게 확대. 3, 4월 수주공시에서 의미 있는 성장 시그널 포착. 3월 26일 평택 소재 대기업향 635억원 수주 공시. 해당 기업 첫 레퍼런스로, 전세계 80여개 노후 물류창고 업그레이드 투자의 1개 사이트 수주에 해당. 보수적으로 총 발주량의 20~30%만 가져와도 1~1.5조원의 매출 기회가 발생. 현대무백스는 경쟁사 대비 적극적인 비딩이 가능하며, 50% 이상을 가져오는 시나리오도 기대 가능. 4월 28일 오리온 대상 416억원 수주는 K푸드 붐에 따른 중앙집중형 물류센터 구축 건. 현대무백스는 냉동, 냉장 및 식품 분야에 강점이 있어 K푸드 붐의 간접 수혜를 누릴 것으로 기대

Valuation & Risk: 국내 타기업 대비 큰 상대적 메리트 보유

2025년 매출액 4,217억원(+23.5% YoY), 영업이익 328억원(+33.4% YoY) 전망. 물류 부문의 2019~2024 매출 CAGR 20.7%이며, 향후 성장세는 강화될 것. 영업이익률은 7%대 이상을 기록중이며 메인テナンス 비

중 증가 등에 힘입어 점진적 개선 예상. 2025, 2026년 PER 18.6, 13.5배 수준. 국내 비교기업은 대부분 적자, 해외 기업은 mid single 성장률로 PER 25배 수준을 받고 있어, 현대무백스의 상대적인 메리트 크다는 판단

12월 결산	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	자배순이익 (십억원)	PER (배)	ROE (%)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	DY (%)
2023	267.8	4.1	4.2	94.2	2.7	2.5	50.9	0.9
2024	341.4	24.6	26.9	14.8	16.2	2.3	12.5	1.5
2025F	421.7	32.8	24.9	18.6	13.7	2.4	12.1	1.2
2026F	507.7	41.1	33.6	13.5	16.3	2.1	9.5	1.2
2027F	608.6	51.2	41.9	10.8	17.5	1.8	7.3	1.2

자료: 회사 자료, 신한투자증권





펍트론

카무루스 대비 우위 기술의 이유

[출처] 신한투자증권 엄민용 애널리스트

릴리가 지속형 기술 추가 확보했으나 동사 본계약 전망 유지

릴리가 카무루스(Camurus)와 1.2조원 규모 지속형 비만치료제 개발을 위한 타겟 독점 계약 발표. 카무루스는 노보 노디스크 세마글루타이드 1개월 제형 주사제 개발 중이었으므로 경쟁사 계약을 막기 위한 의사결정 판단

카무루스의 특허 및 상업화 임상 검토 결과, 펍트론 스마트 디포(Smart depot) 대비 카무루스 Fluid Crystal 플랫폼의 3가지 중요한 단점 확인. 동사 임상 우선적 진행 후 혹시 모를 차질을 대비한 예비 차선책 확보 추정

Fluid Crystal 기술은 1) 초기과다방출(initial burst)로 인해 최고 용량 도달 위해 Titration 기간 필수적. 2) 높은 점도를 낮추기 위한 유기용매(에탄올) 사용. 3) 초장기 지속형 기간(3개월) 이상 개발 불확실성 등의 단점 보유

펍트론 스마트 디포는 미립구 방식으로 Initial burst가 없어 별도의 Titration 기간(젍바운드의 경우 20주) 불필요. 기존 젍바운드 치료 중단 환자 비율 및 최고 용량 도달 환자 비율 개선 위해선 동사 기술 우위

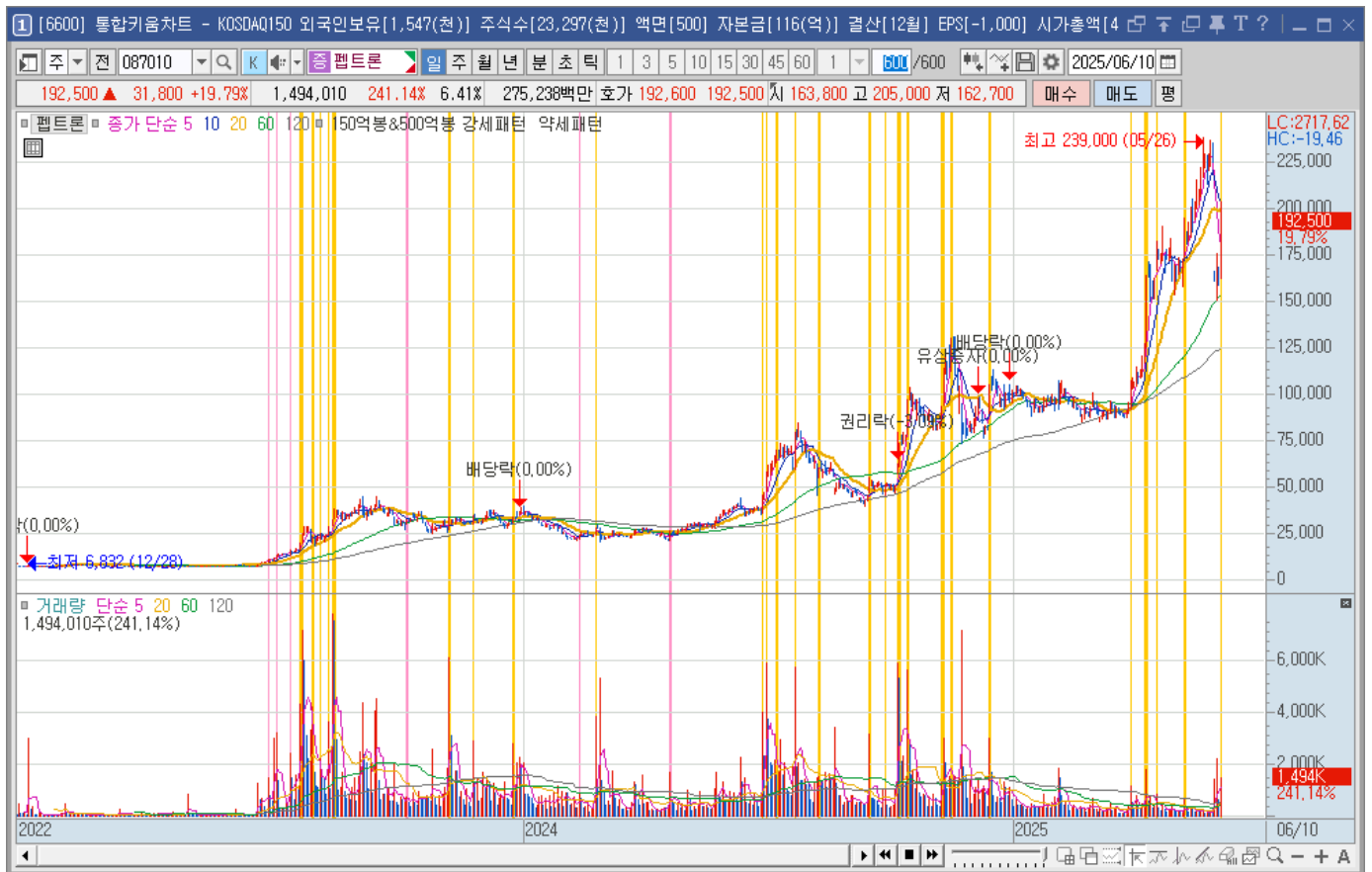
Valuation & Risk: 본계약 및 착공으로 불확실성 해소 기대

카무루스 대비 동사 기술 우위로 판단하며 릴리와 본계약 전망 유지. 단순히 주 1회에서 월 1회로의 투약 편의성 개선보다는 유효성, 부작용 개선이라는 큰 그림에서 보는 것이 바람직. 오히려 카무루스 계약으로 동사 판매 로열티 4~6% 수준 전망 가능해 본계약 시 주주가치에 긍정적 작용 전망

12월 결산	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	지배순이익 (십억원)	PER (배)	ROE (%)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	DY (%)
2023	3.3	(15.9)	(15.9)	-	(35.7)	22.3	-	-
2024	3.2	(16.5)	(22.0)	-	(23.5)	15.6	-	-
2025F	7.0	(34.1)	(30.7)	-	(22.5)	30.3	-	-
2026F	8.4	(41.1)	(39.0)	-	(38.4)	44.7	-	-
2027F	10.2	(49.7)	(48.9)	-	(85.0)	110.7	-	-

자료: 회사 자료, 신한투자증권





RFHIC

통신, 방산 모두 좋아지는 그림

[출처] 신한투자증권 김아람 애널리스트

25년부터는 매년 세 자릿수 영업이익

25년 매출액과 영업이익은 각각(이하 YoY) 1,435억원(+25%), 188억원(+1,028%)으로 6년만에 세 자릿수 영업이익 전망

[통신] 22~24년 글로벌 무선통신장비 시장이 급격히 위축되며 전사 영업이익 BEP 수준까지 하락. 그러나 북미를 중심으로 업황 회복세 관찰. 주력 고객인 삼성전자 네트워크 사업부도 1Q25 9개 분기만에 전년대비 매출액 성장. 멀티플 디스카운트 요인으로 작용했던 통신 부문 실적 회복 기대

[방산] 매출액 24년 695억원에서 25년 860억원대로 20%대 성장 전망. 글로벌 방위비 투자 늘며 AESA 레이더향 전력증폭기 수요 지속. 주력 고객 LIG넥스원과의 협업 규모도 계속해서 커질 것
투자심리 측면에서도 긍정적인 요소 다수. 하반기 미국의 AWS-3 대역 주파수 경매와 FCC 주파수 경매 권한 복구는 통신장비 업종 전반에 대한 관심을 환기시킬 것. 방산기업으로서 인지도가 낮을 뿐 국내의 주요 방산업체(LIG넥스원, SAAB, Leonardo 등)에 모두 납품한 경험

Valuation & Risk: 목표주가 28,000원으로 커버리지 개시

목표주가는 26년 주당순이익 1,105원에 Target PER 25배를 적용해 산출. Target PER 25배는 RFHIC가 5G Cycle 당시 PER 25~40배를 받았다는 점, 국내 방산기업들의 26년 평균 PER이 20~30배인 점을 감안하면 크게 무리 없는 수치라고 판단. 업종 Top Pick으로 제시

12월 결산	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	지배순이익 (십억원)	PER (배)	ROE (%)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	DY (%)
2023	111.4	0.3	17.4	27.7	6.2	1.7	52.1	0.6
2024	114.9	1.5	25.7	13.5	8.6	1.1	24.9	0.8
2025F	143.5	18.8	18.3	32.5	5.8	1.8	17.4	0.4
2026F	177.4	32.6	29.3	20.4	8.7	1.7	11.4	0.4
2027F	213.1	42.1	36.4	16.4	9.9	1.5	9.0	0.4

자료: 회사 자료, 신한투자증권





에이유브랜즈

헌터, 어그 잡으러 온 올웨더 브랜드

[출처] 유진투자증권 이해니 애널리스트

연간 실적 JUMP UP

2025년에는 하반기 해외 진출을 통한 큰 폭의 매출 확대와 높은 영업이익률 유지가 기대된다. 2025년 매출액 651 억원(+18.4%, 이하 yoy), 영업이익 192 억원(+54.3%), 영업이익률 29.5%(+1.6%p)을 전망한다. 매출 확대의 주요 기여 추정은 1) 해외 온오프라인 신규 매출 120억, 2) 국내 매장 확대 매출 100억이다. 6/5(목) 기준 주가는 22,600원으로 PER은 19.0 배 수준이다. 해외 진출 프리미엄을 감안해도 의류주 대비 높은 밸류에이션은 맞다. 다만 과거보다 한국의 화장품/음식료 같은 임의 소비재 브랜드가 갖는 위상이 높아진 점과 전세계 수출이 호황인 점을 감안하면 PER은 25~30 배까지도 적용 가능하다고 판단한다. 2024년 매출액 446 억원(+6.5%, 이하 yoy), 영업이익 124 억원(-23.4%), 순이익 101 억(-23.5%)을 기록했다.

1) 여름 브랜드를 탈피한 사계절 올라운더

당사는 과거 '레인부츠 브랜드' 이미지에 국한됐던 락피쉬웨어웨어를 사계절 패션 브랜드로 리브랜딩하며 성장 기반을 넓혔다. 겨울화, 스니커즈, 모자, 의류 등 다양한 상품군으로 포트폴리오를 확장하며 시즌 편중 리스크를 완화했고, 이는 카테고리별 고른 매출로 이어지고 있다. 2024년 기준 카테고리별 매출 비중은 레인부츠 30%, 겨울부츠/잡화 35%, 메리제인/스니커즈 10%, 기타 25%를 기록했다. 단일 시즌 의존도가 낮아진 만큼, 향후 브랜드 밸류에이션의 안정성과 확장성 모두 기대한다.

2) 직영점, 온라인, 해외 진출을 통한 미친(POSITIVE) 이익률

당사의 큰 강점은 고마진 비즈니스 모델이다. 온라인 자사몰 중심의 DTC 채널, 직영 플래그십 스토어, 플랫폼(무신사·29CM 등) 채널 집중 판매로 높은 마진 구조를 유지하고 있다. 백화점, 아울렛, 홈쇼핑 같이 유통 수수료가 높은 채널에는 입점되어 있지 않은 것이 마진을 방어에 유리하게 작용한다고 판단한다. 일본·태국, 홍콩·대만·마카오, 중국 등 해외 시장으로의 진출 역시 홀세일러를 통한 유통 형식으로 이뤄지고 있어 낮은 투자 비용 대비 높은 수익성을 낼 것으로 보인다.

3) 외국인 고객 비중 80%로 해외 진출 경쟁력 증명

국내 직영 매장의 외국인 고객 비중이 약 80%에 달한다는 점에서 글로벌 소비자 수요를 확인할 수 있다. 브랜드 자체에 대한 글로벌 수요가 선제적으로 형성돼 있음을 의미하므로 해외 시장에서의 성공 가능성도 높게 평가한다. 국내에서는 해외 유명 브랜드(헌터, 어그 등)보다는 낮은 포지션에 위치해있으나 해외에서는 같이 포지셔닝되어 국내 대비 높은 가격에 판매가 가능하다. 작년부터 올해 상반기까지는 팝업 및 이커머스를 통해 시장 반응을 판단하고 있고 하반기에는 빠른 매장 확대가 진행될 예정이다.

도표 4. 주요 제품 카테고리



자료: 회사자료, 유진투자증권

