

2025.06.13.(금) 증권사리포트

◆ 최근 발행한 증권사리포트 중 투자자에게 도움되는 리포트를 선별하여 제공합니다.

범한퓨얼셀

K-방산을 통한 해외 진출 가능성

[출처] 신한투자증권 최구현 애널리스트

신한생각: 국내 신규 및 교체 사업에 이어 해외 수출까지 노린다

신재생 에너지(수소) 관심 종목으로 제시. 범한퓨얼셀의 핵심 사업은 잠수함용. 수출 프로젝트 성과 가시화는 강력한 상승 모멘텀으로 작용할 전망

잠수함 수출 프로젝트와 범한퓨얼셀: 기회와 위험 요소, 그리고 해석

[기회 요소] 장보고-III 1번함부터는 국산화에 성공한 범한퓨얼셀의 연료전지 탑재. 한화오션, HD현대중공업이 모두 범한퓨얼셀의 고객사. 캐나다(8~12척), 폴란드(3척) 등 해외 잠수함 프로젝트 입찰에 K-잠수함 원팀(한화오션 + HD현대중공업)이 참여한 상황. 관련 시장 규모 8~15척 예상. 금액 기준 2.2~4.3천억 원 기대. 척당 약 280억원 적용. 이는 범한퓨얼셀이 한화오션으로부터 수주받은 장보고-III Batch-II 3번함 물량 기준

[위험 요소] 현재 한화오션(건조 및 시스템 통합) 주관, 한화에어로스페이스(연료전지 핵심 부품 개발) 참여의 수출형 3천톤급 장보고-III 개조 개발 과제 진행 중. 2024년 말에 시작해서 2028년까지 과제 완료 목표. 개발 성공 시 자체적인 수직 계열화로 범한퓨얼셀의 입지가 좁아질 가능성 有

[해석] 한화 그룹이 개발을 성공해도 상용화 레코드가 있는 범한퓨얼셀(약 15년 만에 국산화)과 중·단기적 병행 가능성 높다고 판단. 한화 그룹이 모듈부터 제조하고 범한퓨얼셀이 맞춤형 스택을 공급하는 구조도 가능

Valuation & Risk: 성장에 대한 의문이 잠재력으로 바뀐다면

투자의견 'Trading Buy' 유지, 목표주가(EV/EBITDA 밸류에이션)는 멀티플 조정 반영해 '1.89만원'으로 상향. PEMFC{잠수함용, 건물용(특히 데이터 센터향)}, 수소 충전소(기체식, 액체식), 신사업{SOFC(특히 데이터 센터향), 수소 버스·선박(PEMFC), 수전해(SOEC)} 성과가 손익에 본격 반영되는 것이 명확해질 경우 투자의견 및 목표주가 상향 가능할 전망



지투파워

차려져 있는 밥상은 많다

[출처] 교보증권 김광식 애널리스트

순조로운 신규 사업, 정책 수혜도 이어질 듯

회사는 작년 6월 정부 과제를 수주한 '수냉식 ESS'에 대해 집중하는 중. 6월중 시제품을 내놓고, 올해말 까지 KC 인증을 받을 예정임. 내년초 양산 준비까지 마무리되며, 고객사 확보에 나설 것으로 판단됨. 동사는 관급시장에서의 높은 경쟁우위 보유하고 있으며, ESS 부문에서도 2위의 점유율(17.1%) 보유하고 있음. 이를 고려할 시, 관급 시장에서 선제적 시장 침투가 예상됨. 특히 신재생 확대 정책 기조로 24년 300억 규모인 ESS 관급 시장의 급격한 확장에 따른 수혜가 있을 것으로 판단함.

이러한 기조는 주요 사업부인 태양광 시스템 및 신규 사업인 BIPV(지붕형 태양광)에도 긍정적인 영향을 끼칠 것. BIPV는 작년 조달 우수제품 인증을 취득하였으며, 하반기부터 본격적 수주에 들어갈 예정임. 1Q25 태양광 시스템 수주잔고는 353억원(+77.4% YoY)으로 확장 중이며, BIPV 추가 등으로 관급내 점유율 확장이 이어질 것으로 추정됨.

원전용 배전반은 25년 2월 신한울 3/4호기 430억 규모 수주계약을 공시하며 시장 진출에 성공하였음. 한울/한빛에 대해서도 25년중 발주가 예상됨에 따라, 추가 수주를 기대해볼 수 있는 상황임. 1분기말 수주잔고는 1,203억원(+56.5% QoQ)으로 확장되었으며, 이에 따른 연간 실적 성장이 기대 가능한 상황임. 25년 실적은 매출액 721억원(+30.1% YoY), 영업이익 63억원(OPM 8.7%, 70.5% YoY)을 예상함.

해외 진출 모멘텀은 지속

지난 2월 GEM과의 지분 거래가 완료되었음. 최대주주 김영일 대표 및 특수관계인으로 부터 지분 4.99%에 대해서 GEM으로의 주식매매계약(SPA) 이행이 완료됨. 지분 5% 이내의 거래로 단순투자목적으로 판단됨. FSE(Finve Stone Energy)와의 논의는 지연된 것으로 파악됨. 이에 따라서 연내 북미 시장 진출 가시성은 낮아진 상황임. 다만, 회사는 여전히 강한 해외 진출 의지를 보이는 중. 동사는 6월 10일 인도 Pinnacle Engineering (PE)과 MOU를 체결하였음. PE는 인도 내 Schneider Electric의 총판권을 보유하는 회사임. 이후 협업을 통해 JV 설립까지 고려 가능한 상황으로 판단함. 27년까지 인도의 연평균 전력 수요 성장률이 6.3%로 전망된다는 것, 인도의 고수익성 고려한다면 사업 진행에 따른 기대감 추가 반영될 수 있을 것. 동시에 동남아향 소규모 수출 건 발생하였으며, 동남아 및 북미향 판로 개척을 위한 파트너사 확보도 시도중인 것으로 파악됨.

Earnings & Valuation

	2020	2021	2022	2023	2024
매출액(억원)	0	0	0	49	55
YoY(%)	NA	NA	NA	NA	12.2
영업이익(억원)	0	0	0	-1	4
OP 마진(%)	0.0	0.0	0.0	-2.0	7.3
순이익(억원)	0	0	0	1	4
EPS(원)	0	0	0	37	225
YoY(%)	0.0	0.0	0.0	0.0	516.2
PER(배)	0.0	0.0	0.0	221.2	28.1
PCR(배)	0.0	0.0	0.0	279.0	22.4
PBR(배)	0.0	0.0	0.0	4.7	3.2
EV/EBITDA(배)	0.0	0.0	0.0	-571.8	19.7
ROE(%)	0.0	0.0	0.0	4.2	12.2





카페24

다시 한 번?

[출처] 신한투자증권 김아람 애널리스트

신한생각: 내려온 주가 vs. 2분기는 성수기

4Q24, 1Q25 실적발표를 앞두고 주가가 기대감을 선반영하는 패턴이 반복적으로 관찰. 2Q25 실적발표를 앞두고도 트레이딩 기회가 있다고 판단

주가 급락했지만 유튜브쇼핑 기대감은 여전

1분기 호실적에도 주가 31% 급락. 거래액 성장률(+8.3%, 이하 YoY)이 전분기대비 아쉬웠던 영향. 시장성장률(+2.4%) 대비 우수했으나 유튜브쇼핑이 아주 빠른 속도로 확산되고 있지는 않다는 인상을 줌. 그러나 유튜브쇼핑이라는 중장기 성장 내러티브가 완전히 훼손되지는 않았다고 평가. 한국인들의 월평균 유튜브 시청시간은 40시간에 달하고, 구글도 한국 유튜브쇼핑 생태계를 키우려는 의지가 큼. 5/29 올리브영을 유튜브쇼핑 제휴 파트너사로 추가한 것이 대표적. 간접 지표라고 볼 수 있는 카페24 유튜브쇼핑 제휴프로그램 참여 셀러 수, 제품 수도 꾸준히 성장세

2분기 매출액과 영업이익으로 각각 810억원(+8.7%), 113억원(+43.9%) 전망. 대규모 채용 계획하고 있지 않아 연중 고정비 증가 요소도 제한적

Valuation & Risk: 과거 패턴 감안시 2분기 실적 전 트레이딩 기회

당사는 컨센서스 대비 이익을 보수적으로 추정하고 있음에도 26년 주가수익비율(PER)이 30배 이하까지 하락. 회사가 거래액/유튜브쇼핑 관련 정보를 제한적으로 소통해 실적 가시성이 높지 않다는 점이 오히려 투자기회를 만든다고 생각. 2분기~하반기 실적이 기대치를 상회하는 경우 투자심리의 탄력적 회복 기대. 정치적 불확실성 완화, 추경 편성 논의 등으로 하반기 소비 경기 반등이 기대된다는 점도 (+) 요인

12월 결산	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	지배순이익 (십억원)	PER (배)	ROE (%)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	DY (%)
2023	271.1	1.5	9.6	65.3	6.1	3.7	17.1	-
2024	302.5	31.9	25.8	31.8	13.4	3.8	11.6	-
2025F	322.8	41.5	33.7	33.2	14.5	4.5	13.9	-
2026F	351.9	48.8	39.1	28.6	14.5	3.9	11.8	-
2027F	383.8	54.6	43.7	25.6	14.1	3.4	10.2	-

자료: 회사 자료, 신한투자증권



호텔신라

2~3분기 극대화될 모멘텀

[출처] 하나증권 서현정 애널리스트

시내면세점 호실적에 비롯한 적자 축소

1분기 호텔신라는 영업적자 25억원(YoY 적전, QoQ 적자축소 +255억원)을 기록하며 기대치를 큰 폭 상회했다. 면세 사업에서 영업적자 50억원을 기록하면서 전분기대비 적자 폭이 큰 폭으로 개선되었는데, 대부분 시내점 마진 개선에 기인한다. 롯데의 대형 다이오 거래 중단으로 인한 경쟁 완화로 4분기 BEP 수준에 불과했던 시내점 영업이익률은 1분기 8% 이상 상승한 것으로 파악된다. 국내외 공항면세점의 경우 합산 약 300억원 수준의 적자를 기록한 것으로 추산된다. 여전히 적자 규모는 크지만, 전분기 대비 회복 추세가 이어졌다. 2분기 연결 영업이익은 190억원(YoY -30%)으로 추산한다. 1분기에 이어 실적과 업황 모두 개선 추세가 전망된다. 시내면세점 매출이 QoQ 10% 내외 증가, 최소 5% 수준의 OPM을 가정했고, 해외공항의 경우 임차료 감면 협의가 완료되면서 적자 규모 축소가 예상된다.

2~3분기 명확한 이익 방향성

면세업의 중장기 성장성을 높게 가져가기는 어렵다. 매출 비중이 큰 다이오 거래를 줄이고 있고, 관광객 소비패턴의 변화로 매출 회복도 예상보다 더딘 상황이기 때문이다. 밸류에이션의 상단은 제한적일수도 있어도, 지금은 분기별 강한 이익 턴어라운드 모멘텀에 주목해야 할 시기다. 1) 작년 50억원 적자를 기록했던 호텔신라 연결 영업이익은 올해 600억원 이상으로 흑자전환이 예상된다. 비효율 다이오 비중 축소와 경쟁강도 완화로 시내점 마진율은 4~5% 수준을 유지할 것으로 전망된다. 3분기 한시적으로 무비자 단체관광이 허용된다면 개별여행객과 소형다이오 중심 고객 믹스가 변화되면서 추가적인 수익성 개선도 기대할 수 있다. 2) 국내외 공항의 경우 연간 지속 적자가 예상되지만, 해외 공항의 경우 2~3분기 임차료 감면 협의가 완료되면서 분기별 적자 축소가 기대된다. 인천공항의 경우 아직 불확실하지만 법원에 조정 신청까지 해둔 상황으로 개선 여력이 남아있다. 3) 인바운드와 중국 경기 회복 모멘텀이다. 그 비중이 다소 줄었다고 하지만, 여전히 면세 내 중국비중은 70% 가까이 된다. 연결 매출 비중의 15%나 되는 호텔 사업도 관광객 증가에 따라 견조한 실적이 예상된다(신라스테이 신규 오픈, 일부 ADR 상승 효과).

투자의견 BUY, 목표주가 60,000원 상향

턴어라운드 모멘텀은 2~3분기에 집중되며 극대화될 것으로 예상된다. 2분기 연결 영업이익은 QoQ 흑전, 3분기부터는 전년도 기저효과까지 더해지면서 YoY/QoQ 이익이 대폭 개선될 것으로 기대한다. 높은 밸류에이션 부담에도 불구하고, 예상보다 실적 개선 폭이 커질 수 있는 점에 주목할 필요가 있다. 투자의견 매수 유지, 목표주가 6만원으로 상향 조정한다.



현대모비스

자동차 투자에 임하는 우월전략, 최선희주 유지

[출처] 키움증권 신윤철 애널리스트

주가수익률로 증명되는 현대모비스 중심의 투자전략

현대모비스는 6월 9일 종가 기준 +10.04%, YTD 기준 +12.25%의 주가수익률을 기록하며 동기간 국내 완성차 업종의 주가수익률을 크게 상회하고 있다. 당사는 2024년 11월부터 자동차 섹터에 대한 산업 투자 의견 Neutral을 유지하되 현대모비스를 최선호주로 제시해오고 있으며, 실적 방어 및 멀티플 제고 가능성을 동시에 고려 시 2025년 하반기에도 여전히 현대모비스 중심의 포트폴리오 구축은 자동차 섹터 투자에 대한 우월전략이 될 것으로 판단한다.

5일에 재발의된 상법 개정안이 12일에 국회 본회의를 통과할 것이라는 예측 속에서 9일 현대모비스 주가가 크게 반등했다. 그러나 오히려 핵심은 여당이 발의하는 법안의 처리 호흡이 앞으로도 상당히 짧을 가능성을 염두에 둘 필요가 생겼다는 점에 있다. 특히 당사는 2025년 하반기 자동차 산업전망 보고서(세(稅)용지마, 2025년 5월 20일 발간)를 통해 2025년 5월 9일 여당에서 발의하여 현재 심사 중인 상속세 및 증여세법 일부개정법률안이 본회의를 통과할 경우 현대차그룹에서는 현대모비스의 P/B re-rating이 가장 기대된다는 전망과 함께 최선호주 의견을 유지한 바 있다.

제도 개편으로 인해 국내 증시의 구조적 변화 가능성에 베팅하는 외국인 투자 수요가 지속 확대될 경우 현대모비스로 투자 수요가 더욱 집중될 전망이다. 현대모비스는 품목관세 손익 충격의 강도가 상대적으로 완성차 업종 대비 약할 것으로 예상되기에 이에 따른 하반기 어닝에 대한 높은 안정성만으로도 최근 외국인 지분율이 꾸준히 확대되어 왔다는 점을 눈여겨 볼 필요가 있다.

중국의 희토류 수출 제한에는 대응 가능할 것으로 기대

중국의 희토류 수출 제한 조치에는 구동모터용 영구자석도 포함된다. 이로 인해 미국, 유럽계 구동모터 공급사들은 중국으로 구동모터 최종 조립 공정을 이전하는 방안까지 검토하고 있는 상황이다. 반면 현대모비스는 중국산 구동모터용 영구자석의 국내 수입 절차를 진행하고 있는 것으로 파악되며 만약 이에 대한 중국 정부의 최종 승인이 이루어질 경우 경쟁사들과는 달리 안정적으로 구동모터를 공급할 수 있을 것으로 기대된다. 또한 역으로, 고객사들의 PE모듈에 대한 수요 역시 국내외 캐즘 장기화로 인해 둔화 사이클에 진입한 상황이기때문에 중국발 희토류 공급 쇼티지로 인한 현대모비스 국내 전동화 공장의 하반기 생산차질 가능성은 높지 않을 것으로 판단한다.

신한생각: 제약과 화장품 1위들과 계약 성공. 큰 그림 보아야 할 때

6월 9일 글로벌 코스메틱 1위 로레알과 탈모 관련 프로젝트 공동개발 계약. 그리고 지난 2월 글로벌 제약/바이오 1위 기업 일라이 릴리와 MASH/비만 치료제 9,116억원 L/O 체결. 자금조달 우려보다 더 큰 그림 그릴 때

글로벌 1위 로레알과 탈모 시장 진입한다. 수백억원 계약금의 의미

로레알(L'Oreal)이 동사의 siRNA 유전자 치료제를 이용해 탈모 화장품/치료제(추정) 시장 진입 위한 공동개발 계약을 체결한 것은 놀라운 성과. 동사 플랫폼과 의약품 원료를 글로벌 탑티어 로레알이 함께 개발하는 것

판단은 이르나 공동개발은 향후 기술이전을 포함하되 기술이전에만 국한되지 않음을 공시. 로레알의 지분 투자 및 화장품/치료제 원료 공급 계약 등으로 확대 가능성 언급. 로레알은 최근 갈더마 지분 10% 인수 이력

동사 탈모 치료제 OLX104C가 개발 중이므로 화장품/치료제 모두 계약에 포함되었을 것으로 추정. 연내 수취될 마일스톤이 존재한다는 것은 화장품 외 치료제의 임상 단계별 성공 보수가 있을 것이라는 뜻으로 해석 가능

탈모 화장품은 2H26 또는 빠르면 1H26에도 출시가 가능할 만큼 시제품 완성 단계. OLX104C 치료제의 전임상 유효성 결과와 임상 1a상 안정성 확인만으로 수백억원 계약금 지급한 결정은 충분한 검토 결과 바탕일 것

Valuation & Risk: 이제 재무 안정성은 필수적. 우려 아닌 기회 구간

하반기 릴리와 계약한 MASH/비만 치료제는 NAFLD 환자 대상 임상 1a상 데이터 2H25 발표 기대. 노보 노디스크 경쟁약물 NN6581은 3Q25 1상 데이터 발표로 동사 우위 확인 기대. 로레알 수백억원 규모 계약금은 반기보고서에서 확인될 것. 재무 안정성 확보만 남아 기회 구간 판단

12월 결산	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	지배순이익 (십억원)	PER (배)	ROE (%)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	DY (%)
2020	2.5	(16.2)	(19.4)	-	(42.8)	15.0	-	-
2021	3.7	(24.2)	(29.7)	-	(93.1)	30.3	-	-
2022	9.3	(22.4)	(19.5)	-	(46.2)	5.2	-	-
2023	17.1	(18.2)	(19.1)	-	(33.0)	4.9	-	-
2024	5.7	(30.9)	(40.7)	-	(120.1)	19.9	-	-

자료: 회사 자료, 신한투자증권



