

2025.05.23.(금) 증권사리포트

🔴 최근 발행한 증권사리포트 중 투자자에게 도움되는 리포트를 선별하여 제공합니다.

세진중공업

LNG 벙커링선 모멘텀

[출처] DS투자증권 양형모 애널리스트

1분기 실적 서프라이즈 기록

세진중공업의 1Q25 연결 영업실적은 매출액 985억원(YoY +14.4%), 영업이익 178억원(YoY +317.9%)로 시장 예상치 상회
영업이익률 18.1%를 기록했는데 이는 한화오션 데크하우스 및 엔진케이싱 물량 200억원 중 일부 추가 정산금이 반영되었고, 마진이 우수한 LCO2 탱크 인도 때문으로 판단
올해 사측이 안내한 가이던스 매출액은 지난 해 대비 15% 이상 성장에 마진 확대
당사 추정치는 2025년 매출액 4,300억원, 영업이익률 보수적으로 11%로 추정하며, 2026년에는 매출액 5,000억원에 육박할 전망

LNG 벙커링선 모멘텀

DOE는 5월 19일 2024 LNG 수출 연구에 대한 의견 응답을 발표하며, 수출 정상화를 위한 중요한 단계 마무리
이번 조치로 LNG 수출 허가 중단 조치에서 남아 있던 마지막 장애물 제거되며 수출 전면 활성화 기대
트럼프 정권은 전략적으로 미국산 LNG를 전세계에 수출하려는 계획
늘어난 LNG 물량은 가스플랜트, 난방 외에도 LNG 선박 연료 수요 증가를 견인할 것으로 기대
캡티브로 볼 수 있는 HD현대미포는 LNG벙커링선에 특화되어 있는 조선소로 자체 제작보다는 동사에 외주 주는 방식을 택할 가능성 높음

탱크 제작 증가로 인한 성장 확보

동사에 대해 투자의견 매수를 유지하고, 목표주가는 14,000원으로 상향 조정
올해부터 내년 중 600억원을 넘어서는 이익을 달성할 것으로 기대하며, ROE는 2026년 기준 19%에 달할 것으로 추정
목표주가는 2026년 EPS에 타겟 멀티플 18배를 적용한 수준으로 엔진 및 기타 기자재업체 벨류에이션 고려 시 보수적인 수준이라 판단

Financial Data

(십억원)	2022	2023	2024F	2025F	2026F
매출액	410	385	352	432	493
영업이익	25	34	36	49	66
영업이익률(%)	6.1	8.7	10.2	11.2	13.4
세전이익	17	26	29	39	57
지배주주지분순이익	12	17	11	30	43
EPS(원)	204	301	207	542	784
증감률(%)	-29.1	47.4	-31.3	161.9	44.7
ROE(%)	7.1	9.9	6.2	15.0	19.1
PER (배)	25.2	15.8	40.8	22.2	15.4
PBR (배)	1.8	1.5	2.6	3.3	2.8
EV/EBITDA (배)	16.0	10.7	15.1	14.6	10.8



콜마비엔에이치

특단의 조치

[출처] 상상인증권 김혜미 애널리스트

바닥을 통과한 실적

콜마비엔에이치의 1Q25 연결 실적은 매출액 1,367억원(yoy -15%), 영업이익 36억원(yoy 63%)을 기록했다. 이 중 별도 매출과 영업이익이 yoy -18%, -53%로 크게 부진했으며, 부문별로는 식품 yoy -17%, 화장품 yoy -21%의 역성장세를 각각 시현하였다. 식품과 화장품 모두 1위 고객사의 수출 매출이 크게 감소

한 점이 주요했는데, 식품의 경우 지난 1월-2월 고객사 재고조정 및 내부 재정비가 진행되었으며 화장품은 비교적 새로운 인디브랜드들이 견인하고 있는 K뷰티 호황에 고객사의 트렌드가 다소 동떨어진데다 단일 매출처인 점이 약점으로 작용했기 때문으로 추측된다. 다만, 내수 식품은 신규 고객 확보 및 신제품 생산에 힘입어 어려운 환경에도 매출 yoy +3% 증가하였다. 영업이익은 매출 감소로 고정비 부담이 증가한 가운데 강소콜마 등 대부분의 자회사 수익성 악화가 더해지며 크게 하락하였다.

한편, 2Q25E 연결 실적은 매출액 1,585억원(yoy -5%), 영업이익 67억원(yoy -14%)으로 qoq 반등이 예상된다. 최대 고객사향 식품 매출이 3월부터 회복되고 있는 가운데, 기타 대규모 ODM 고객사들로부터의 수주가 원활하게 진행되고 있기 때문이다. 화장품도 계절적 성수기 진입에 따라 자외선 차단제 생산 증가하며 일부 매출 회복이 예상된다. 이밖에, 3월 이후 세종 3공장 본격 가동이 시작되며 감가상각비 등 증가한 비용도 완화될 것으로 전망한다.

투자 의견 BUY 및 목표주가 20,000원 유지

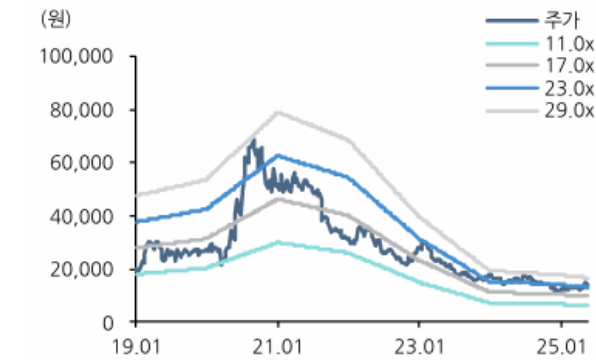
동사의 주가는 최근 바닥을 형성한 후 반등세를 시현하고 있다. 이는 크게 두가지 이유 때문으로 판단된다. 첫째, 1Q25 실적과 함께 4월 월간 실적을 공시하였는데, 매출과 영업이익이 mom, yoy 크게 성장하며 턴어라운드 기대감을 높였기 때문이다. 둘째는, 지배구조 이슈 때문이다. 5월 초 최대주주인 콜마홀딩스가 사내이사 선임 건의 임시주총 허가 신청 소송을 제기하였는데, 이에 대한 결과와는 별개로 장기간에 걸친 실적 부진을 타개할만한 특단의 조치가 임박한 것으로 시장은 해석하고 있다는 판단이다.

Financial Data

	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EPS (원)	PER (배)	EV/EBITDA (배)	PBR (배)	ROE (%)	배당수익률 (%)
2023	580	30	20	667	26.9	13.9	1.3	4.9	1.7
2024	616	25	18	614	18.8	10.3	0.9	4.5	2.7
2025E	608	24	15	509	27.6	12.6	1.1	3.7	2.2
2026E	647	32	23	789	17.8	10.7	1.0	5.7	2.2
2027E	686	37	26	913	15.4	9.7	1.0	6.3	2.2

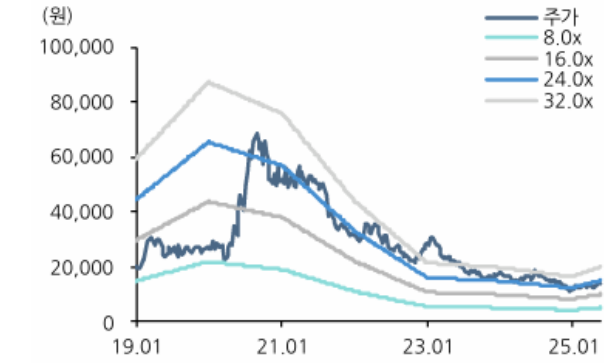
자료: K-IFRS연결기준, 상상인증권

그림 1. PER Band Chart (12M Trailing)



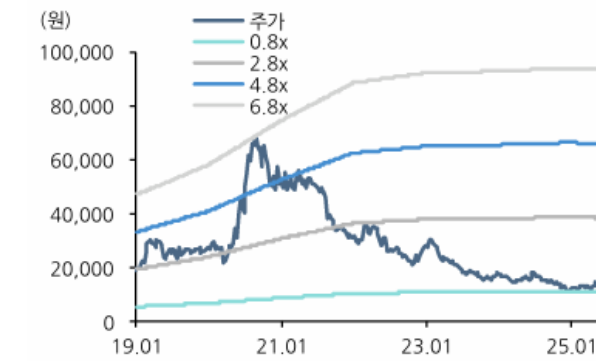
자료: 상상인증권 리서치센터

그림 2. PER Band Chart (12M fwd)



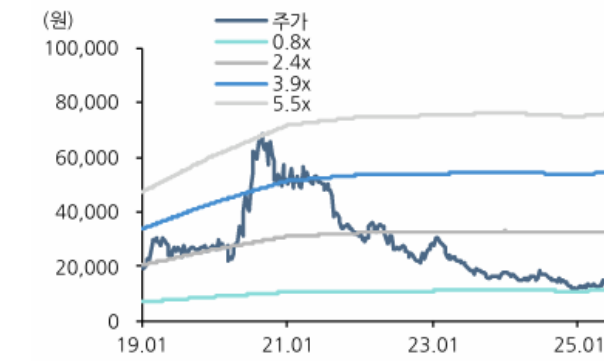
자료: 상상인증권 리서치센터

그림 3. PBR Band Chart (12M Trailing)



자료: 상상인증권 리서치센터

그림 4. PBR Band Chart (12M fwd)



자료: 상상인증권 리서치센터





솔루엠

ESL 중장기 모멘텀 확보 중

[출처] 상상인증권 정민규 애널리스트

목표주가 23,000원, 투자의견 BUY

솔루엠에 대해 목표주가 23,000원, 투자의견 BUY로 커버리지를 개시한다. 목표 주가는 P/B-ROE 모델을 통해 산출했으며, 2025년 예상 실적 기준 P/B 1.6배 수준이다. 동사는 파워모듈, 3IN1보드 등의 전자부품과 ESL(전자식 가격표시기: Electronic Shelf Label) 사업을 영위하고 있다. 투자 포인트는 1) ESL 글로벌 판매망 확대 및 영업/마케팅 인력 확충으로 중장기 성장 동력이 확보되고 있으며, 2) 소비자 데이터 분석 등 ESL 솔루션 고도화로 추가적인 부가가치 창출이 기대된다는 점이다.

1분기 실적은 기대치 하회

1분기 실적은 매출액 3,974억원(+3.3% YoY, +15.7% QoQ), 영업이익 115억원 (-43.4% YoY, +803.2% QoQ)으로 시장 기대치(영업이익 컨센서스 137억원)를 소폭하회했다. 북미 고객사향 전원공급장치 매출 확대와 제품 고도화(서버 파워 확대)에 따라 외형은 성장했다. 다만, ESL 해외 판매 법인 신규 설립 및 인력 채용으로 인한 판관비 증가(전년 동기 대비 인건비 약 70억원 증가)와 대형 행사(CES, MWC 등) 관련 일회성 마케팅 비용 영향으로 영업이익은 컨센서스를 하회하였다.

2025년 매출액 1.8조원, 영업이익 982억 전망

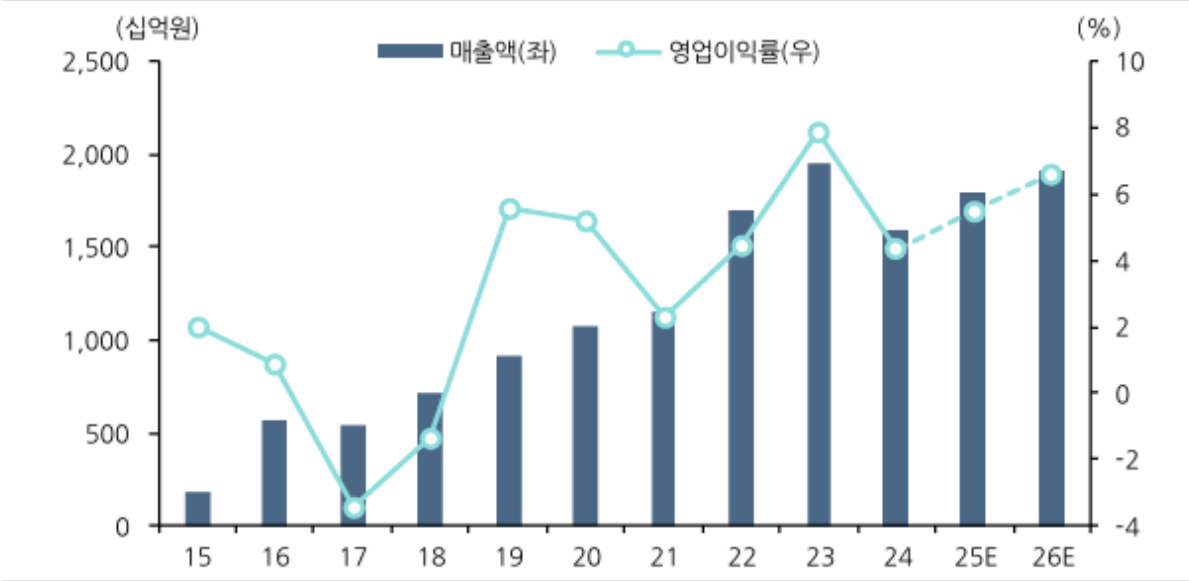
2025년은 ESL 사업 부문의 실적 턴어라운드가 예상된다. 이익 기여도가 높은 ESL은 연간 매출액 5,807억원(+31.1% YoY), 매출 비중 32.4%(+4.7%p YoY)을 전망한다. ESL 사업 부문은 단순 가격 표시 기능을 넘어 비전 센서 기반의 재고관리 솔루션(Newton Eye 등), 소비자 데이터 분석 기능 등 고객사 니즈에 맞춘 고도화된 ESL 솔루션 제공을 통해 중장기적으로도 부가가치를 높여갈 것으로 기대된다. 연간 매출액 1.8조원(+12.2% YoY), 영업이익 982억원(+42.2% YoY)을 전망한다.

Financial Data

	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EPS (원)	PER (배)	EV/EBITDA (배)	PBR (배)	ROE (%)	배당수익률 (%)
2023	1,951	155	120	2,407	11.3	7.6	3.4	34.8	0.0
2024	1,594	69	40	790	24.3	10.6	2.2	9.5	0.0
2025E	1,789	98	67	1,401	11.6	7.9	1.6	14.4	0.0
2026E	1,910	126	97	2,020	8.0	6.8	1.4	17.6	0.0
2027E	2,209	159	129	2,695	6.0	5.7	1.1	19.5	0.0

자료 : K-IFRS연결기준,상상인증권

그림 1. 솔루엠 장기 실적 전망



자료: 솔루엠, 상상인증권



수산인더스트리

K-원전 확산 수혜의 초입

[출처] DS투자증권 조대형 애널리스트

상저하고의 실적 흐름 기대

1Q25 연결 기준 매출액 793억원(+9.9% YoY), 영업이익 105억원(+12.3% YoY, OPM 13.3%)으로 3Q24 이후 실적 회복 흐름을 이어갔다. 매출 반영된 계획예방정비(Overhaul, O/H)가 3건으로 O/H 주기가 아님에도 양호한 흐름을 보였다. 1) 새울 1호기 및 한울 6호기에 대한 매출 인식과, 2) BNPP(Barakah Nuclear Power Plant) O/H 한 건 등 총 세 건이 매출 인식되었다. 자회사 수산이앤에스의 PLC(Programmable

Logic Controller)도 본격적으로 매출 인식되며 탑라인과 수익성이 함께 제고되었다. 2Q25는 매출 반영될 O/H는 없겠으나 6건 수준의 O/H가 추가될 하반기 실적 성장을 기대한다. 25F 매출액 3,343억원(+5.5% YoY)과 영업이익 532억원(+22.3% YoY)을 전망한다.

발전소 인수 및 해외 정비 프로젝트 확대로 리레이팅 전망

본업인 정비 프로젝트의 매출처 다변화는 꾸준히 진행 중이다. 1분기 나이지리아 액빈발전소에 대한 O/H 입찰은 다소 지연되었으나 빠르면 3분기 내 다시 진행될 전망이다. 하반기 발전소 인수도 기대해볼 수 있다. 24년 유찰된 필리핀 내 200MW급 발전소에 대한 입찰 절차도 빠르면 3분기 재개될 것으로 예상된다. 인수 시 발전소 운영 매출이 바로 실적으로 반영될 것으로 예상된다. 당사 추정치에 발전소 인수에 따른 효과는 반영되어 있지 않아 26년 실적 추정치의 상향 가능성은 상존한다.

한국형 원자로 수출에 따른 수혜 초입

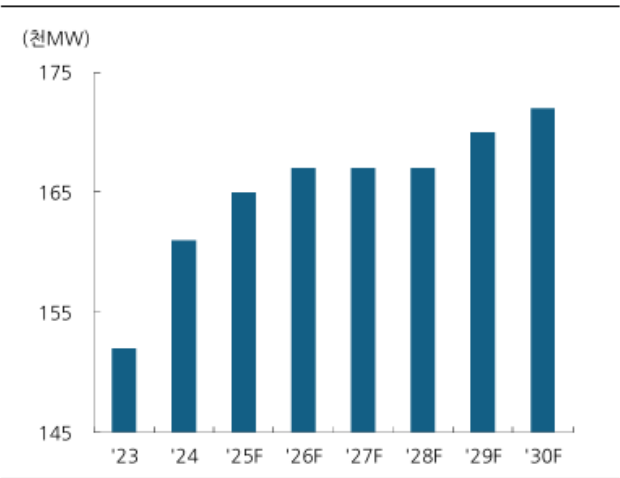
체코 원전 수출 계약은 보류되었으나 발주사인 두코바니II 원자력발전사가 체코 최고행정법원에 항고장을 접수하며 빠르면 4분기 최종 계약 체결될 것으로 예상된다. 수산이앤에스의 PLC는 한국형 원자로 'APR 1400' 내 필수 부품이자 수산이앤에스가 단독으로 공급하는 부품이다. 이에 계약 체결 시 수주는 자연스러운 수순이다. 28년 표준화를 목표로 개발 중인 한국형 SMR 내에도 수산이앤에스의 PLC가 채택될 가능성이 높다. 원자력 발전소 수출에 따른 수혜가 가시화되는 것 대비 주가는 여전히 저평가라고 판단된다.

Financial Data

(십억원)	2022	2023	2024	2025F	2026F
매출액	304	325	317	334	354
영업이익	51	50	43	53	55
영업이익률(%)	16.7	15.5	13.7	15.9	15.5
세전이익	55	54	50	58	61
지배주주지분순이익	42	49	39	46	49
EPS(원)	2,926	3,414	2,752	3,189	3,398
증감률(%)	-44.6	16.7	-19.4	15.9	6.6
ROE(%)	11.5	10.2	7.8	8.5	8.5
PER(배)	7.5	5.5	7.1	6.7	6.3
PBR(배)	0.7	0.5	0.5	0.6	0.5
EV/EBITDA(배)	2.2	1.7	1.5	1.2	0.8

자료: 수산인더스트리, DS투자증권 리서치센터, K-IFRS 연결기준

그림1 국내 발전 정격용량 전망



자료: IEA, Electricity Information, DS투자증권 리서치센터

그림2 SMR로 원전운전제어시스템 적용처 다변화



자료: 수산인더스트리, DS투자증권 리서치센터



KT밀리의서재

통신사 해킹 반사수혜, 확실한 밸류 리레이팅 구간

[출처] 하나증권 최재호 애널리스트

통신사 해킹 여파로 반사수혜 받고 있는 상황, 성장 필연적

지난 4월부터 밝혀진 국내 통신사 USIM 해킹 사태에 따른 가입자 이탈 여파가 경쟁사의 신규 가입자 유입으로 이뤄지고 있는 상황이다. 지난 17일까지 누적 약 36만명 이상이 KT, LG유플러스로 통신사를 교체

한 것으로 파악되며, 현재는 일 약 1만명 이상의 가입자가 이탈하면서 경쟁 통신사들의 가입자수 증가 -> 반사수혜가 이뤄지고 있다. 이에 KT밀리의서재의 동반 수혜를 주목해야 한다. KT밀리의서재의 1Q25 기준 매출액 비중은 B2C 48.4%, B2B 9.0%, B2BC 41.3%로 B2BC는 통신사와의 제휴를 통한 구독권 제공 매출이다. 흥미로운점은 B2BC의 매출액 비중이 2023년 31.1% -> 2024년 35.2% -> 1Q25 41.3%로 신규 가입자 유입이 통신사를 통해 가파르게 성장하고 있다는 점이다. 이번 통신사 해킹 사태로 인한 KT 신규 가입자 증가가 KT밀리의서재의 신규 고객 유입으로 이뤄질 수 밖에 없다는 뜻이다. KT밀리의서재의 실 구독자수는 2021년 39만명-> 2022년 53만명-> 2023년 78만명 -> 024년 83만명으로 신규 고객이 매년 약 10~20만명씩 유입되고 있다는 점을 감안하면, 이번 해킹 사태를 통한 KT 신규 고객 유입(현재까지 약 16만명 이상)은 KT밀리의서재에게 있어서 상당히 유의미한 지표다.

외형 성장, 수익성 개선, 포트폴리오 다각화-> 확실한 밸류에이션 리레이팅 구간

KT밀리의서재는 올해부터는 확실한 밸류에이션 리레이팅 구간에 돌입한 것으로 판단한다. 1Q25 실적은 매출액 200억원(+18.9%, YoY), 영업이익 37억원(+29.6%, YoY)으로 역대 최대 실적을 달성했는데, 특히 2H25부터는 성장세가 더욱 가팔라질 것으로 전망한다. 우선, 1) P의 뚜렷한 성장이다. KT밀리의서재는 신규 회원을 대상으로 새로운 구독료 정책을 발표했으며, 이에 따라 올해 6월 10일부터 정기 구독료를 기존 월 9,900원-> 11,900원, 연간 99,000원 -> 119,000원으로 20% 인상하기 때문이다. 플랫폼 비즈니스 특성상 서비스 제공 가격 인상은 영업비용 측면에서 증분 요소가 제한적이기 때문에 수익성 개선으로 이어질 수 밖에 없다. 이익 성장 Level-up 구간 돌입이라는 뜻이다. 2) Q의 성장도 담보되어 있다. 앞서 거론한 통신사 해킹으로 인한 신규 고객수 유입 반사수혜와 함께, 포트폴리오 다각화를 통한 콘텐츠 다변화가 이뤄지기 때문이다. 올해 6월부터 웹소설 콘텐츠 제공을 시작하며, 9월부터는 웹툰 콘텐츠까지 영역을 확대할 예정이다. 다양한 콘텐츠 제공은 결국 기존 고객의 Lock-in과 함께, 신규 고객 유입 속도를 증가시킬 것으로 전망한다. 결론적으로 P, Q 증가에 따라 1Q25 호실적과 더불어 하반기로 갈수록 실적이 더욱 개선되는 상저하고의 패턴을 이어갈 전망이다.

2025년 매출액 882억원, 영업이익 178억원 전망

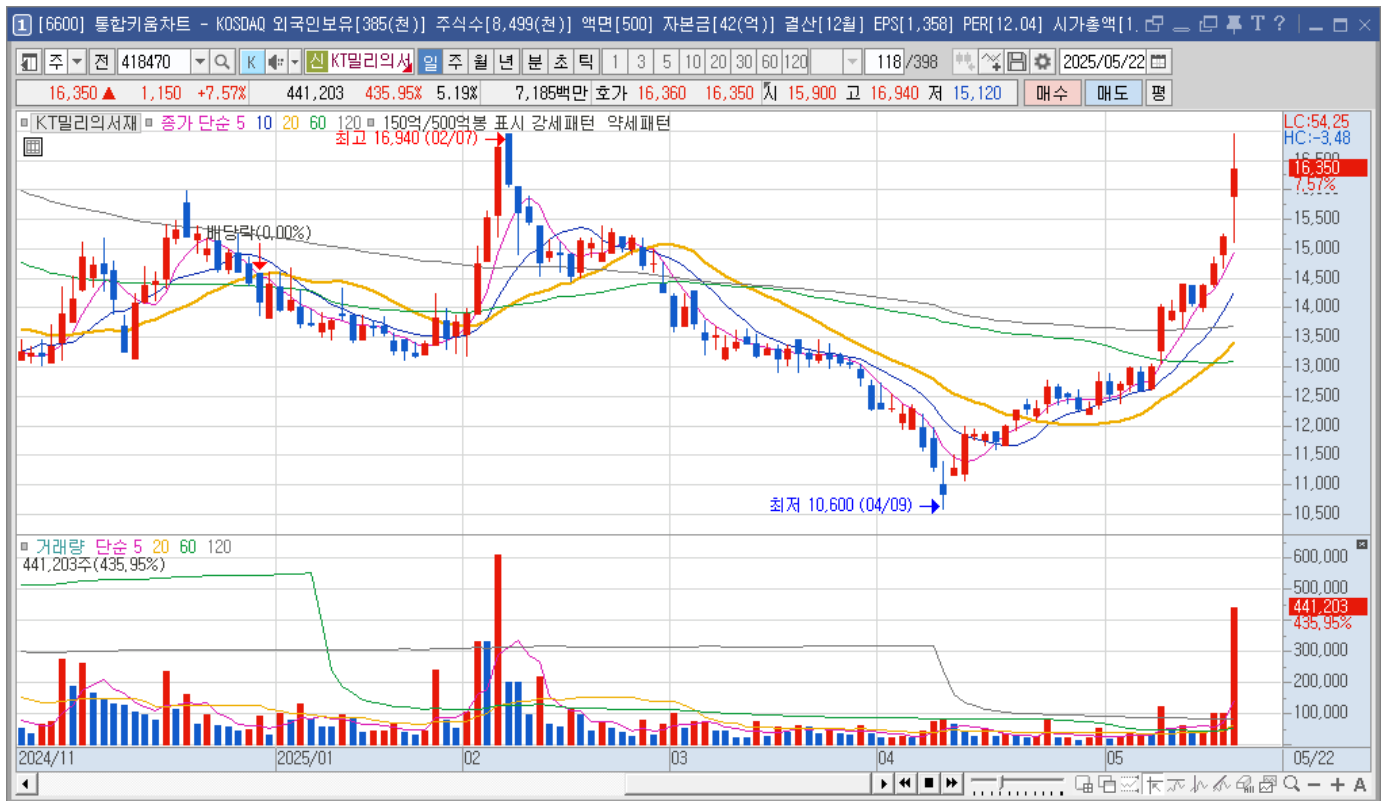
KT밀리의서재의 2025년 실적은 매출액 882억원(+21.5%, YoY), 영업이익 178억원(+62.0%, YoY)을 기록할 것으로 전망한다. KT밀리의서재가 웹소설, 웹툰 등으로 포트폴리오를 다각화하는 만큼 관련 콘텐츠 사업자 Peer 그룹들(디앤씨미디어, 미스터블루, 키다리스튜디오)과 밸류에이션을 비교해보면 동종 업계는 2021~2024년 기준 히스토리컬 Mid-Cycle P/E 평균 40배 이상을 형성하고 있는데 KT밀리의서재의 밸류에이션은 2025년 기준 P/E 7배 수준이다. 따라서 현재 유일하게 급성장하고 있고, 수익성 개선까지 뚜렷한 만큼 주요 콘텐츠 사업자 내 가장 높은 밸류에이션 부여가 타당하다고 판단한다. 현재는 매우 저평가 상태다.

Financial Data

(억원, %, 배, 원)

투자지표	2021	2022	2023	2024
매출액	289	458	566	726
영업이익	(145)	42	104	110
세전이익	(348)	133	111	129
순이익	(348)	133	145	115
EPS	(5,658)	2,033	2,059	1,358
증감율	적지	흑전	1.3	(34.0)
PER	0.0	0.0	8.4	10.6
PBR	0.0	0.0	2.5	1.7
EV/EBITDA	0.0	0.0	0.0	0.0
ROE	42.0	177.1	25.2	16.3
BPS	(12,638)	1,148	6,881	8,287
DPS	0	0	0	0





지아이이노베이션

K-BIO 첫 면역항암제 기술이전 기대

[출처] 키움증권 허혜민 애널리스트

빅파마 수요를 더욱 자극하는 병용요법

빅파마는 약가 규제 회피 및 약가 방어 전략으로 병용요법을 추구할 것으로 전망

GI-102(CD80xIL-2v3)는 한국/미국 ½상 중이며, 12명의 전이성 흑색종 환자 대상으로 한 단독요법에서 부분반응(PR) 25%(n=3/12)과 안전성을 확인한 바 있음

MSD의 키트루다와 병용 투여 시너지 효과 또한 기대

K-BIO, 첫 면역항암제의 빅파마 기술 이전 기대

국내 제약/바이오 업체 중 면역항암제로 빅파마에 기술 이전한 사례가 아직 없고, 글로벌 업계에서도 유의미한 면역항암제 기술 거래 사례가 최근 드물다는 점에서 동사가 기술 이전에 성공한다면 주목도가 남다를 것

항암제 기술 이전 성공으로 동사의 R&D 역량 재평가 및 기술 이전 레퍼런스로 작용하여, 알리지 치료제 또는 차세대 면역항암제 파이프라인(예, GI-108 등) 또한 기대감이 높아질 것으로 전망

2/27일 발간한 <Premium Bio Talks – 지아이이노베이션 BD Meeting Insights>과 3/27일 발간한 <글로벌 바이오 판도 변화 – 지아이이노베이션: 성공한 넥타가 될 수 있을까> 자료 참고

항노화 기능은 기술 이전에 긍정적 레퍼런스로 활용

지난 5/14일 CD80-IL12+마이크로바이옴 GIB-7 병용요법으로 노화지연 전략을 제시하여, 미국 엑스프라이즈 재단 주최한 XPRIZE Healthspan 대회에서 준결승 진출팀에 선정. (600여개팀 중 상위 40개팀) 준결승 40여개 팀 중 8개 팀 발표에 선정되어, '26.7월까지 결승 진출 일정으로 진출 가능성이 높음' 이러한 대회 이력 역시 기술 이전에 긍정적인 레퍼런스로 작용할 것으로 기대

파이프라인 현황

파이프라인 > 질환 > 디스커버리 > 전임상 > 임상 1상 > 임상 2상 > 임상 3상 > 상업화

임상단계

GI-101
CD80 x IL-2v2

고형암

MSD Simcere KDOF
한국/미국 임상 1/2상 진행 중
70억원 국가신약개발과제 선정
미국 FDA 희귀의약품 지정

GI-301
FcεRIα-Fc

알레르기

국내 임상 1b상 진행 중 유한양행 maruho

GI-102
CD80 x IL-2v3

고형암

한국/미국 임상 1/2상 진행 중
64억원 국가신약개발과제 선정
미국 FDA 희귀의약품 지정

GI-108

고형암

20억원 국가신약개발과제 선정
한국 임상 1/2a상 IND 승인

전임상단계

GI-305

알레르기

특허 등록

GI-213

비만

GI-128

고형암

8억원 국가신약개발과제 선정

자료: 지아미이노베이션, 키움증권 리서치센터





한미약품

경구 비만 제형도 연내 공개 예정

[출처] 키움증권 허혜민 애널리스트

미국 당뇨병학회(ADA)에서 핵심 비만 치료제 데이터 공개 및 연내 경구제형 공개

오는 6/20~23일 개최되는 미국 당뇨병학회(ADA)에서 HM15275(LA-GLP/GIP/GCG) 1상 안전성 데이터 및 체중감량 간접 지표 확인 가능. 근육량 최소화 및 심혈관 보호 효능으로 차별화 전략. 빠른 2상 진입 목표

근육손실을 막는 기전의 HM17321(LA-UCN2) 전임상 연구 또한 ADA 학회에서 발표될 것으로 보여 본격적인 기술 이전 파트너십 활동이 진행될 것으로 보임. 하반기 글로벌 1상 진입 목표

HM15275와 HM17321은 동사가 보유한 자산 중 가장 기술 이전에 최우선을 두고 있는 파이프라인.

경구 비만 치료제 초기 개발 단계로 올해내에 시장 공개 예정

하반기 실적 개선, MASH 데이터 발표와 에페글레나타이드 3상 종료

상반기는 북경한미 비수기 실적 시즌 및 재고 정상화 노력 등이 예상되나, 하반기부터는 실적 정상화 전망

GLP-1 기전의 에페글레나타이드가 올해 하반기 국내 3상 종료 및 '26년 하반기 출시 목표로 향후 내수 실적 캐쉬카우 역할 기대. 평택 바이오플랜트 직접 생산 유통 및 가능하여 원가율 개선도 기대

MSD에 기술 이전한 MASH 치료제 에피노페그듀타이드(LAPS GLP/GCG) 2b상 연말 데이터 발표 예정

투자의견 BUY, 목표주가 37만 원 상향, 최선호주 추천

(십억 원)	2023	2024	2025F	2026F	2027F
매출액	1,490.9	1,495.5	1,586.0	1,635.5	1,704.8
영업이익	220.7	216.2	229.8	244.0	256.1
EBITDA	319.1	313.5	324.4	326.5	328.2
세전이익	194.0	171.3	206.4	234.7	256.1
순이익	165.4	140.4	167.2	190.1	207.5
지배주주순이익	146.2	121.3	144.5	164.2	179.2
EPS(원)	11,415	9,470	11,276	12,820	13,990
증감률(%, YoY)	76.6	-17.0	19.1	13.7	9.1
PER(배)	30.9	29.6	25.4	22.3	20.4
PBR(배)	4.73	3.31	2.94	2.56	2.25
EV/EBITDA(배)	15.3	12.9	11.9	11.0	10.0
영업이익률(%)	14.8	14.5	14.5	14.9	15.0
ROE(%)	16.0	11.9	12.4	12.3	11.7
순차입금비율(%)	28.9	24.5	1.6	-17.6	-32.5

자료: 키움증권 리서치센터



