

# 2025.06.10.(화) 증권사리포트

◆ 최근 발행한 증권사리포트 중 투자자에게 도움되는 리포트를 선별하여 제공합니다.

## 삼성생명

### 들어올 돈 10 조원인데 지금 시총 24 조원

[출처] 키움증권 안영준 애널리스트

#### 보유 중인 삼성전자 지분 처분 가능성 상승

삼성생명은 삼성전자 보통주의 8.51%(약 30 조원)를 보유 중인데, 이는 그간 자본 효율성 하락 및 주가 디스카운트 요인으로 지적받기도 했다. 최근 상법 개정안 및 보험업법 개정안(삼성생명법) 논의 등으로 지배구조 개편과 이에 따른 삼성생명의 삼성전자 보유 지분 처분 가능성이 증폭되고 있다.

#### 삼성생명법 적용 가정 시 이익잉여금 10 조원 이상 확보

삼성생명의 장부상 삼성전자 보통주 최초취득금액은 5,444억원으로 1주당 약 1,071 원이다. 6 월 5 일 삼성전자의 종가는 59,100 원으로, 매각 시 주당 약 58,000 원의 매각차익이 발생한다.

보험사의 계열사 주식 시가 보유 한도를 총자산의 3% 이내로 제한하는 보험업법 개정안(삼성생명법)이 통과되어 적용된다면, 1 분기말 기준 319 조원의 자산을 보유 중인 삼성생명은 삼성전자의 지분 8.51% 중 약 5.7%(30 조원 중 20 조원)을 처분해야 할 것으로 예상된다.

삼성전자 지분 처분 시 고려할 점은 1) 삼성전자에 대한 주요주주 지분율이 기존 20.2%에서 14.5%로 감소하여 경영권이 훼손될 우려가 있으며, 2) 매각 차익의 일부를 삼성생명의 과거 유배당 보험 상품 계약자에게 지급해야 하고, 3) 양도차익에 대한 법인세가 발생한다는 것이다.

경영권 훼손 우려로 삼성생명의 삼성전자 지분 처분 시 대상은 계열사가 될 가능성이 높다. 현실적으로는 삼성전자의 2 대주주인 삼성물산에 이전하는 것이 합리적이거나, 삼성물산의 매입대금 마련이 관건이다. 바이오 계열사를 활용한 자금 확보 기대감도 있으나 아직은 불확실하다.

삼성전자 지분 20 조원을 처분 시 유배당 계약자 배당과 법인세는 도합 10 조원 미만으로 추정된다. 유배당 계약자 배당은 매각차익의 30%로 알려졌다. 결손금 보전에 따라 실질 금액은 감소할 것으로 예상되며, 잔액에 대해서 법인세 24%가 부과될 것으로 보인다.

결론적으로, 지배구조 개편 및 삼성전자 지분 처분 시 10 조원 이상의 이익잉여금이 일시에 반영될 것으로 예상된다. 매각차익에 따른 추가 주주환원이 기대됨과 동시에 자본 활용 제약 요인 해소로 펀더멘털의 급격한 개선도 기대할 수 있다.

위 시나리오 고려 안 해도 DY 4.3%. 업종 Top Pick 유지



## 세진중공업

### 시가총액 1조원은 거뜬한 조선의 '저PER' 주

[출처] IBK투자증권 오지훈 애널리스트

#### LPG 3차 사이클, 세진중공업이 없다면 미국산 LPG도 수출이 불가능

LPGc는 대형선과 중소형선 모두 타 선종 대비 가격 상승률이 가장 높은 선종이다. 현재 신조선가지수는 과거 역사적 고점을 아직 돌파하지 못했으나, VLGC 신조선가는 과거 역사적 고점 대비 +25.9% 더 상승했다. 신조선가와 기자재의 가격은 동행하여 상승한다고 추정하며, 세진중공업의 탱크 단가도 함께 상승한다고 전망한다. 동사는 작년 10척의 탱크만을 인도했으나 올해 20척, 내년 30척을 인도할 예정이다. 동사의 고수익성의 탱크 인도 물량 증가에 따른 수익성 개선도 함께 전망한다.

#### '압도적인' 글로벌 No 1 LPG 탱크 제작 업체. 수익성도 가장 좋을 수밖에

시장점유율이 높을수록 가격협상력이 높은 것은 세상의 이치이다. 대형선박엔진은 한화엔진과 HD현대중공업, 보냉재는 한국카본과 동성화인텍이 양분하고 있는 반면, LPG탱크는 동사가 압도적인 No 1 플레이어다. 동사의 수익성이 다른 기자재 업체들 대비 좋은 이유이다. 동사의 2025년 연결 영업실적은 매출액 4,307억원(YoY +22.2%), 영업이익 684억원(YoY +90.2%, OPM +15.9%)로 전망한다. 2025년을 시작으로 탱크 인도 물량은 증가하고, 두 개 분기를 제외하고 고수익성의 LCO2c, LNG BV 탱크 인도가 시작된다. 2027년에는 LNG BV 탱크 인도가 본격적으로 이뤄지며 20.5% 영업이익률을 달성할 것으로 추정한다.

#### 글로벌 No 1의 위상이 돋보일 시점. 목표주가 18,000원으로 상향

동사에 대한 투자의견 매수를 유지하며 목표주가를 18,000원으로 상향한다. 목표주가는 2026년 EPS 1,189원에 PER 15배를 적용하여 산출했다. 1) 엔진 업체들은 이미 2027년 기준 PER 15배 멀티플을 받고 있고, 2) 최대 고객사인 HD현대중공업과 HD현대미포의 2027년 슬롯 영업이 마무리되어가기 때문에 동사의 2026년 실적 가시성도 높아졌으며, 3) 동사의 추정 ROE는 2025년 21.7%, 2026년 27.1%인 점을 감안하면 2026년 EPS에 PER 15배를 적용한 시가총액 1조원은 전혀 부담스럽지 않은 수준이라 판단한다. 추후 목표주가 상향 여지도 충분히 남아있다.

(단위:십억원,배)	2023	2024	2025F	2026F	2027F
매출액	385	352	431	540	657
영업이익	34	36	68	101	135
세전이익	26	29	60	91	126
지배주주순이익	17	11	44	68	93
EPS(원)	301	200	782	1,189	1,641
증가율(%)	47.4	-33.7	291.5	52.1	38.0
영업이익률(%)	8.8	10.2	15.8	18.7	20.5
순이익률(%)	6.0	6.3	10.4	12.6	14.3
ROE(%)	9.9	6.2	21.7	27.1	29.3
PER	15.8	42.3	14.5	9.6	6.9
PBR	1.5	2.6	2.9	2.3	1.8
EV/EBITDA	11.9	16.7	11.8	7.9	5.5

자료: Company data, IBK투자증권 예상



## 삼성SDI

### 유럽, 북미향 배터리 출하 부진으로 2Q25 실적 시장 기대치 하회할 전망

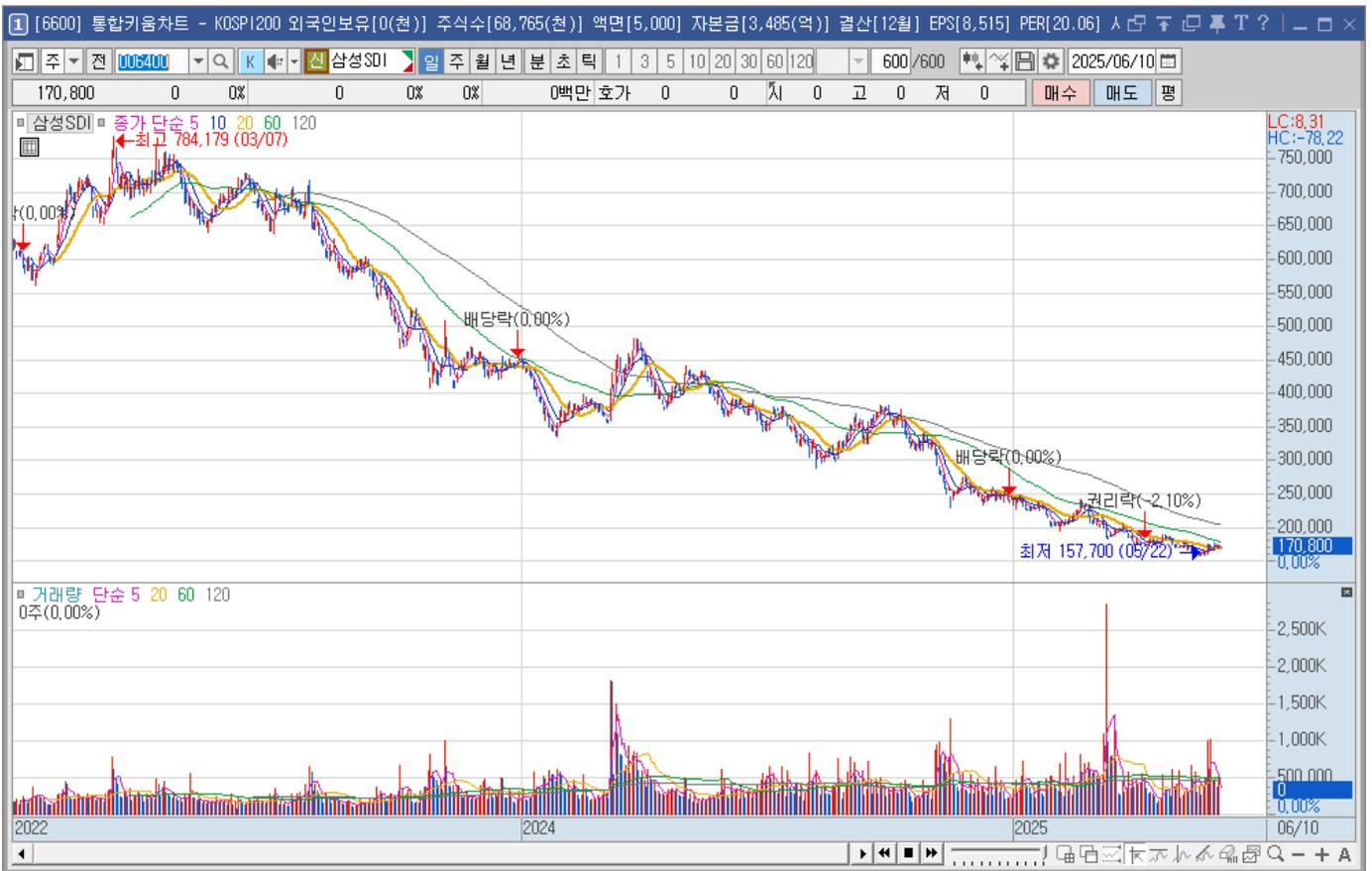
[출처] IM증권 정원석 애널리스트

동사에 대한 매수 투자 의견을 유지하나 목표주가는 향후 실적 추정치를 조정함에 따라 235,000원으로 하향한다. 목표주가는 2025년 예상 EBITDA에 최근 낮아진 전세계 주요 배터리 셀 업종 평균 EV/EBITDA에 국내 경쟁사 대비 북미향 매출 비중이 낮다는 점을 고려해 20% 할인한 8.7배를 적용하고 삼성디스플레이 지분가치를 반영한 SOTP방식을 통해 산출했다. 다만 전기차 시장의 불확실성 상당 부분이 주가에 선반영되었다고 판단되며, 1Q25를 바닥으로 점진적인 실적 회복세를 나타낼 것으로 전망된다. 현 주가는 2026, 2027년 예상 실적 기준 각각 P/E 26.8배, 7.4배 수준으로 전세계 동종 업종 내 밸류에이션 매력도가 높아 중장기적인 관점에서 긍정적인 의견을 유지한다.

동사의 2Q25 실적은 매출액 3.5조원(-22% YoY, +10% QoQ), 영업이익 -2,310억원(적자 YoY/QoQ)으로 시장 기대치(매출액 3.6조원, 영업이익 -908억원)을 크게 하회할 것으로 전망된다. 올해 들어 뚜렷하게 나타나고 있는 유럽 전기차 시장 수요 회복세로 주력 고객사인 BMW의 배터리 재고 축적 수요가 발생할 것으로 예상했지만 당초 기대보다 출하가 부진한 것으로 파악된다. 또한 올해부터 미국 SPE 공장이 신규 가동되면서 AMPC 효과가 본격적으로 반영되기 시작했지만, 미국 상호관세 영향으로 인해 멕시코, 캐나다에서 전기차를 생산 중인 Stellantis 판매 계획에 차질이 발생하면서 2Q25 출하용량이 약 1.0GWh 수준에 그칠 것으로 보인다. 다만 전동공구, BBU(Battery Backup Unit)향 원형전지 출하량이 전분기 대비 30~40% 가량 증가하면서 적자폭을 크게 축소시킬 것으로 추정된다. 또한 전자재료 부문에서 OLED, 반도체 소재 중심의 이익 개선세가 나타날 것으로 예상된다는 점도 긍정적인 요인이다. 하반기에도 점진적인 실적 회복세가 예상되나 그 폭이 제한적일 것으로 판단되어 2025년 매출액과 영업이익을 각각 15.1조원(-13% YoY), -7,070억원(적자전환 YoY)로 하향한다.

FY	2024	2025E	2026E	2027E
매출액(십억원)	16,592	15,061	18,550	23,344
영업이익(십억원)	273	-707	516	2,245
순이익(십억원)	599	-461	534	1,936
EPS(원)	8,515	-5,997	6,494	23,557
BPS(원)	280,843	269,131	285,626	319,160
PER(배)	28.5		26.8	7.4
PBR(배)	0.9	0.6	0.6	0.5
ROE(%)	3.1	-2.2	2.3	7.8
배당수익률(%)	0.4	0.6	0.6	0.6
EV/EBITDA(배)	12.3	8.7	5.3	2.9

주: K-IFRS 연결 요약 재무제표



## LG에너지솔루션

### 북미 전기차 수요 둔화 가능성 Vs. 북미 ESS 시장 내 점유율 확대 가능성

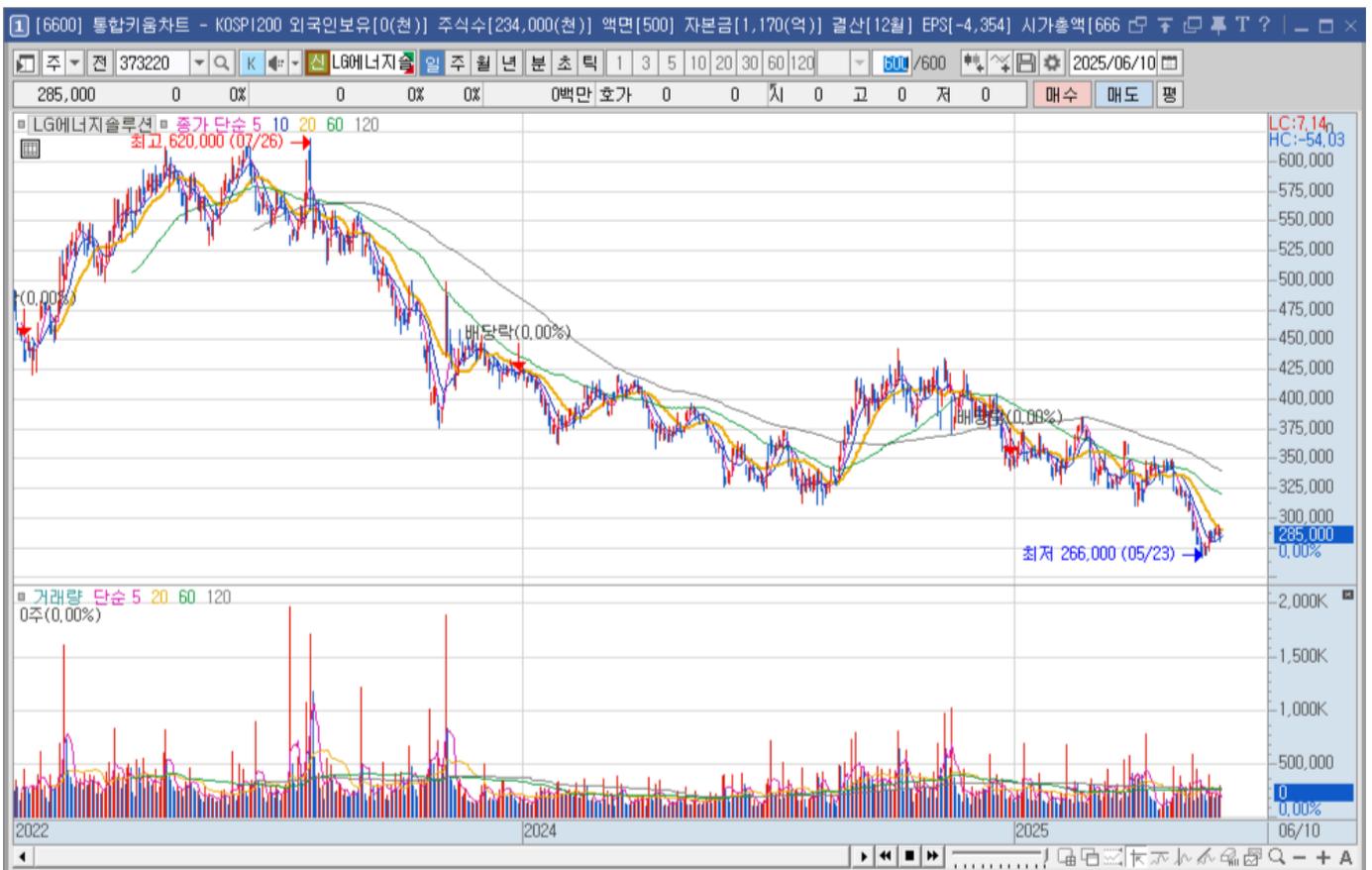
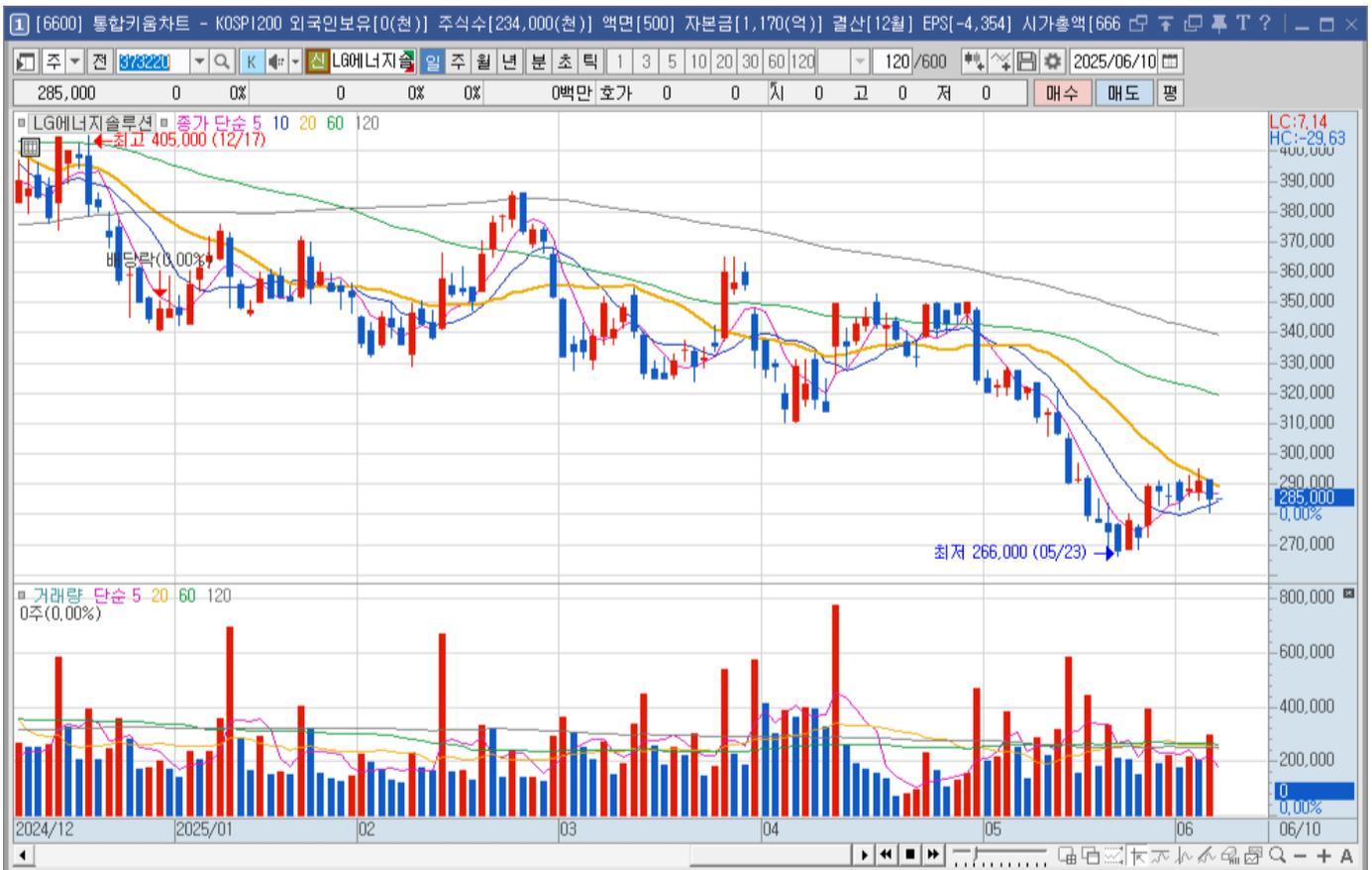
[출처] IM증권 정원석 애널리스트

동사에 대한 매수 투자 의견을 유지하나 목표주가는 400,000원으로 하향한다. 목표주가는 2027년 예상 EPS에 2027~2029년 북미 전기차 배터리 수요 연평균 성장률 25%에 PEG 1.0를 반영한 P/E 25배를 적용하여 산출했다. 북미 전기차 시장은 동사의 연간 영업이익(AMPC 포함)에서 차지하는 비중이 90% 이상에 달할 정도로 절대적이다. 그러나 최근 미국의 상호관세 정책으로 인한 불확실성(① 전기차 수요 둔화, ② 수익성 악화 우려, ③ 선제적 배터리 재고 축적에 따른 하반기 수요 둔화 가능성 등)으로 1Q25 이후 동사의 실적 전망에 불확실성이 커졌다. 특히 7월에 트럼프 행정부 감세 법안인 'One big beautiful bill act'가 시행될 경우 북미 전기차 시장 전망치가 하향되면서 동사의 중장기 실적 추정치와 적용 밸류에이션 배수 조정이 불가피할 전망이다. 이를 극복하기 위해 동사는 신재생 에너지 확산과 AI 데이터센터 구축 확대에 뚜렷한 성장세를 보이고 있는 북미 ESS 수요에 적극적으로 대응하기 위해 6월부터 역내 LFP 배터리 셀 양산을 시작했다. 향후 미-중간 배터리 상계관세 가능성도 부각되고 있어 북미 ESS 시장에서 발생할 새로운 기회 요인에 대해 주목하며 동사에 대한 긍정적인 시각을 유지한다.

2Q25 매출액과 영업이익은 각각 5.4조원(-13% YoY, -14% QoQ), 2,890억원(+48%YoY, -23% QoQ)을 기록하며 다소 부진할 것으로 전망된다(AMPC 약 4,220억원 반영). 미국 상호 관세 정책에 따른 불확실성에도 불구하고 북미향 전기차 배터리 수요는 양호할 것으로 예상되나, 유럽향 출하가 크게 감소할 것으로 전망되기 때문이다. 지난 3~4년 간 유럽 전기차 배터리 시장 내 국내 배터리 셀 업체들의 점유율은 중국 업체들과의 경쟁 심화 영향으로 뚜렷한 하락세를 나타내고 있다. 특히 동사의 1Q25 점유율은 약 20%로 지난 3Q21에 약 50%로 고점을 기록한 이후 하락폭이 가장 크다. 주요 유럽 완성차 OEM들은 2026년 출시 예정인 보급형 신차에 LFP 배터리 채택을 확대할 계획이기 때문에 유럽 시장 내 점유율 추가 하락세가 불가피할 전망이다. 다만 Tesla 신차 출시 효과가 이어지면서 원형전지 출하량이 전분기 대비 약 15% 증가할 것으로 예상된다는 점은 긍정적인 요인이다.

FY	2024	2025E	2026E	2027E
매출액(십억원)	25,620	25,241	30,096	35,586
영업이익(십억원)	575	1,779	3,972	5,525
순이익(십억원)	-1,019	842	2,565	3,529
EPS(원)	-4,354	3,598	10,963	15,080
BPS(원)	90,240	106,140	129,406	156,788
PER(배)		80.9	26.5	19.3
PBR(배)	3.9	2.7	2.2	1.9
ROE(%)	-4.9	3.7	9.3	10.5
배당수익률(%)				
EV/EBITDA(배)	25.6	12.5	8.0	5.5

주: K-IFRS 연결 요약 재무제표



## 오스테오닉

### 본격적인 수출 성장 지속될 전망

[출처] SK증권 허선재 애널리스트

#### 25년 매출액 451 억원, 영업이익 97 억원 전망

▶ 오스테오닉 1Q25 실적은 매출액 95 억원 (+23.9%, YoY)과 영업이익 15 억원 (+29.3% YoY, OPM 15.7%)을 기록했다. 제품별로는 트라우마 40 억원 (+32.8%, YoY), 스포츠메디슨 27 억원 (+8.4%, YoY), CMF 25 억원 (+17.8%, YoY), 스판 등 기타 3 억원 (+400.0%, YoY)을 기록하며 전 제품군별 고른 성장세가 나타났다. 2Q25 실적은 매출액 105 억원 (+21.4% YoY)과 영업이익 22 억원 (+26.5% YoY)으로 전망하며 스포츠메디슨, CMF, 트라우마 등 주요 제품군의 해외 수출 확대가 전반적인 성장을 견인할 것으로 보인다.

▶ 25년 예상 실적은 매출액 451 억원 (+31.8%, YoY)과 영업이익 97 억원 (+41.3% YoY, OPM 22%)으로 전망한다. 24년을 기점으로 스포츠메디슨, 트라우마 등 주요 제품군에 대한 FDA 승인이 완료되었기 때문에 올해는 본격적인 해외 수출 확대가 시작되는 원년이 될 것으로 보인다. 특히 ① 짐머항 스포츠메디슨 제품의 ASP는 국내 대비 약 2배 이상 높고 ② 제품 라인업 확대 및 FDA 인증에 필요한 주요 비용 집행이 작년에 완료되었기 때문에 향후 미국 수출 확대에 따른 본격적인 이익 레버리지 구간에 진입할 예정이다.

#### 올해부터 본격적인 주요 제품군별 수출 물량 확대가 이뤄질 전망

I. 스포츠메디슨: 4Q24 스포츠메디슨 제품 10종에 대한 FDA 승인을 확보한 이후 올해 4월부터 글로벌 2위 정형외과용 의료기기 업체인 짐머 (23년 매출액 10조원, 시가총액 32조원)를 통해 32조원 규모의 글로벌 최대 스포츠메디슨 시장인 미국 판매가 시작되었다. 현재 유의미한 월별 물량 선적이 이뤄지고 있는 것으로 파악된다. 23년 초도 물량 공급 이후 꾸준한 재발주가 나오고 있는 유럽, 호주, 사우디, 일본 지역까지 감안 시 스포츠메디슨 제품군 수출 비중은 24년 20%에서 25년 40% 수준까지 상승할 것으로 예상된다. 동사 스포츠메디슨 매출액은 22년 48 억원 → 23년 83 억원 → 24년 101 억원 → 25년 136 억원으로 고성장을 전망한다.

II. CMF: 동사의 CMF 제품군 또한 독일 의료기기 업체인 비브라운을 통한 해외 수출 확대가 이뤄질 것으로 예상된다. 현재까지는 유럽 위주의 제한적인 수출이 이뤄지고 있으나 2H25 CFDA 확보 후 중국 진출이 시작될 것으로 전망된다. 비브라운은 동사 제품의 가격 경쟁력을 앞세워 자사 신경외과 수술장비/도구와의 크로스셀링을 통해 중국 시장 침투를 꾀할 계획이다. 동사 CMF 매출액은 22년 70 억원 → 23년 92 억원 → 24년 114 억원 → 25년 141 억원으로 성장할 것으로 추정된다.

III. 트라우마 및 기타: 동사는 2Q24 자사 트라우마 전 제품군 (약 900여개)에 대한 FDA 승인을 확보했으며 글로벌 정형외과용 의료기기 업체와의 ODM 공급계약을 통해 미국 진출을 준비중인 상황이다. 트라우마는 제품군은 작년 동사 매출의 가장 큰 비중을(35%) 차지한 주력 품목이기 때문에 향후 미국 수출을 통한 유의미한 외형 성장에 기여할 것으로 예상된다. 트라우마 매출액은 22년 79 억원 → 23년 102 억원 → 24년 121 억원 → 25년 155 억원으로 성장할 전망이다. 더불어 절대적인 매출 규모는 아직은 미미하지만 4Q23 신규 출시한 티타늄 척추 임플란트(퇴행성질환/디스크 손상에 사용) 제품의 성장세 또한 뚜렷하게 나타나고 있다 (23년 매출 0.4 억원 → 24년 3.7 억 → 1Q25 1.5 억 → 25년 20 억원 이상 전망).

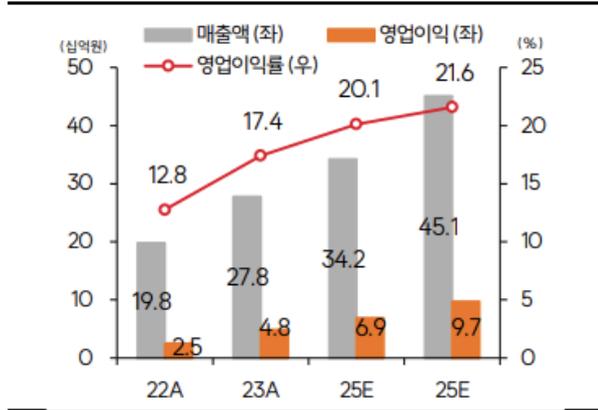
오스테오닉 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원, %)

	1Q24A	2Q24A	3Q24A	4Q24A	1Q25A	2Q25E	3Q25E	4Q25E	2022A	2023A	2024A	2025E
매출액	7.7	8.7	8.2	9.7	9.5	10.5	11.2	14.0	19.8	27.8	34.2	45.1
증가율	23.0%	27.8%	20.9%	21.0%	23.9%	21.4%	37.3%	43.6%	27.2%	40.1%	23.1%	31.8%
CMF	2.1	2.7	2.9	3.7	2.5	3.2	3.6	4.8	7.0	9.2	11.4	14.1
트라우마	3.0	2.8	2.9	3.4	4.0	3.6	3.8	4.1	7.9	10.2	12.1	15.5
스포츠메디슨	2.5	3.0	2.2	2.3	2.7	3.3	3.3	4.3	4.8	8.3	10.1	13.6
스파인 등 기타	0.1	0.1	0.2	0.3	0.3	0.4	0.5	0.8	0.1	0.1	0.6	1.9
영업이익	1.2	1.8	1.6	2.3	1.5	2.2	2.5	3.5	2.5	4.8	6.9	9.7
영업이익률	15.1%	20.3%	20.1%	23.9%	15.7%	20.2%	20.3%	24.1%	12.8%	17.4%	20.1%	21.6%
당기순이익	0.0	1.6	1.2	2.8	0.8	1.9	2.2	3.1	0.8	3.7	5.7	7.9
순이익률	0.5%	18.7%	15.2%	28.3%	8.0%	18.1%	19.5%	22.1%	4.2%	13.2%	16.5%	17.6%

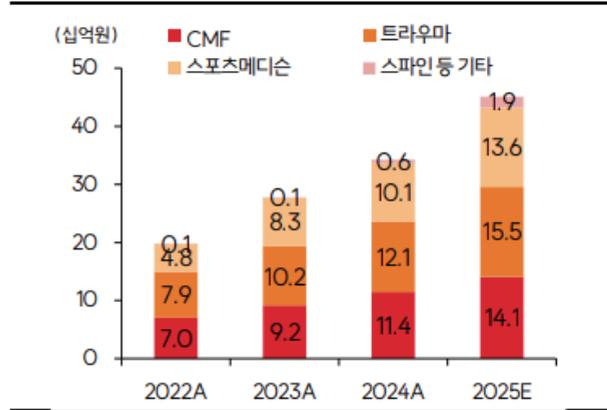
자료: 오스테오닉, SK 증권

오스테오닉 실적 추이 및 전망



자료: 오스테오닉, SK 증권

오스테오닉 제품별 매출액 추이 및 전망



자료: 오스테오닉, SK 증권



에스앤디

# 멈출 이유가 없다

[출처] 유안타증권 손현정 애널리스트

에스앤디는 2025년 매출액 1,751억원(YoY +50.8%), 영업이익 309억원(YoY +53.5%, OPM 17.6%)을 기록하며 사상 최대 실적을 경신할 전망이다.

실적의 핵심은 단연 불닭소스향 매출 성장이다. 에스앤디는 삼양식품 불닭 제품의 핵심 원재료인 액상소스를 생산하고 있으며, 불닭의 '소스 자체 브랜드화' 흐름과 함께 고성장이 본격화되고 있다. 과거 라면에 내장되던 소스가 독립된 제품으로 확산되는 과정에서, 레버리지가 작동하고 있는 것이다.

특히 미국 글로벌 리테일 진출이 확대되며, 액상소스 단품 수출이 주력 품목으로 부상 중이다. 지난 4월 삼양식품의 소스 수출금액은 388만달러(YoY +139%)를 기록하며, 또 사상 최고치를 달성했다.

여기에 동사는 하반기 CAPA 증설 효과가 본격화된다. 3분기부터 신규 생산라인이 가동될 예정이며, 기존 대비 약 30%의 물량 증대가 가능하다. 현재 불닭소스 수출은 수요 대비 공급이 한계에 다다른 상황으로, 증설은 매출 확대뿐 아니라 고객사와의 장기공급 안정성 측면에서도 의미가 크다. 고객사가 북미 시장을 중심으로 현지화 전략을 가속화하고 있어, 향후 에스앤디의 외형 성장 기조는 지속될 가능성이 높다.

주가가 단기 급등했음에도 불구하고, 12MF PER은 10배 이하로, 실적 성장률을 감안할 때 밸류에이션 부담은 제한적이다. 단순 원료 업체라는 인식을 넘어, 글로벌 시장에서 소스 단품 수출 기업으로 리레이팅이 진행되고 있다는 점에서 구조적 성장 스토리가 유효하다. 하반기에는 증설 효과와 불닭 브랜드 확장성에 힘입어 또 한 번의 실적 서프라이즈 가능성에 주목할 필요가 있다.

Quarterly earning Forecasts (십억원, %)

	2Q25E	전년동기대비	전분기대비	컨센서스	컨센서스대비
매출액	43	50.1	21.2	36	21.5
영업이익	7	41.2	35.5	6	16.6
세전계속사업이익	7	39.8	34.0	7	14.8
지배순이익	6	34.3	29.3	5	9.2
영업이익률 (%)	16.8	-1.1 %pt	+1.7 %pt	17.6	-0.8 %pt
지배순이익률 (%)	13.1	-1.6 %pt	+0.8 %pt	14.6	-1.5 %pt

자료: 유안타증권

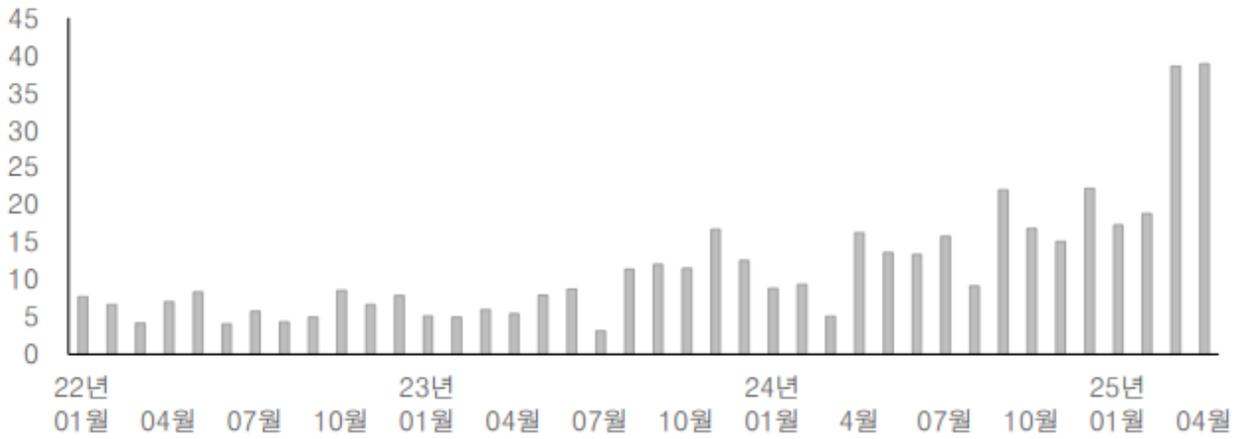
Forecasts and valuations (K-IFRS 개별) (십억원, 원, %, 배)

결산 (12월)	2022A	2023A	2024A	2025F
매출액	73	88	116	175
영업이익	11	13	20	31
지배순이익	10	12	17	26
PER	7.7	5.3	6.1	10.3
PBR	1.0	0.7	1.4	2.9
EV/EBITDA	1.7	0.0	3.0	6.4
ROE	13.4	14.2	21.7	32.1

자료: 유안타증권

### 삼양식품 소스 수출금액 월별 데이터 ATH

(십만달러)



자료: 유안타증권 리서치센터



