

2025.07.02.(수) 증권사리포트

◆ 최근 발행한 증권사리포트 중 투자자에게 도움되는 리포트를 선별하여 제공합니다.

HD현대건설기계

합병 발표, 크게 놀라지 않는 이유

[출처] 삼성증권 한영수 애널리스트

WHAT'S THE STORY?

합병 발표: HD현대인프라코어와의 합병을 결정. HD현대건설기계가 신주를 발행하여 HD현대인프라코어를 흡수 합병하는 방식. 양사 모두 상장사인 만큼, 합병비율은 최근 시장 주가를 기준으로 산정. 합병기일은 2026년 1월 1일이며, 합병에 반대하는 주주들에게는 주식매수청구권이 부여될 예정. 회사 측이 언급한 합병의 배경은 운영 효율 제고와 시너지. 합병 후에도 양사 개별 브랜드는 통합없이 유지.

부정적으로 볼 필요는 없는 이유: 합병이 기존 주주들에게 미치는 부정적 영향은 제한적일 것으로 판단. 우선, 양사가 신제품 공동 개발, 중국 생산설비 공유, 지원조직 통합 등을 추진해온 만큼 합병발표가 완전히 놀라운 뉴스는 아닐 것. 또한 양사가 동일한 사업을 영위한다는 점. 합병 후 사업구조가 복잡해지거나, 밸류에이션 비교 대상이 바뀌지 않을 것. 양사의 밸류에이션 격차도 HD현대인프라코어의 엔진사업과 최근 방산 엔진에 대한 시장의 호의적 시각을 감안하면 납득가능한 수준. 대주주의 양사에 대한 지분율 역시 유사한 수준. 특정 업체에게만 유리한 구조라고 보기 어려울 것.

긍정적인 부분: 합병 후에도 양사의 기존 독자 브랜드가 유지될 예정이고, 제품 개발 등에서 이미 통합이 일정 부분 이루어졌음을 감안하면, 사업적 시너지 확인에는 시간이 필요. 다만, 금융시장 측면에서는 긍정적 효과를 기대할 수 있을 것. 합병법인은 국내 주식 시장에서 유일한 대형 건설장비 제조업체. 업황 회복 시, 국내 시장에서 프리미엄 요인으로 작용할 가능성도 존재. 최근 경쟁사 밸류에이션 반등을 반영하여 목표주가 상향. 투자의견은 조정으로 인한 상승여력 확대 시 재조정을 고려 할 것.

합병 발표 내용 정리

HD현대인프라코어와의 합병 발표: HD현대건설기계와 HD현대인프라코어가 합병을 발표. HD현대건설기계가 HD현대인프라코어를 흡수 합병하는 형태이며, HD현대인프라코어 주식 1주당 HD현대건설기계 보통주 0.1621707주가 배정. 합병으로 인해 HD현대건설기계는 총 30.6백만 주의 신주를 발행할 예정.

합병에 반대하는 주주들은 주식매수청구권을 행사할 수 있으며, 행사 가격은 HD현대건설기계와 HD현대인프라코어가 각각 주당 75,545원, 11,885원. 양사의 반대매수 청구 규모가 각각 1.5천 억, 2.5천 억원을 초과할 경우, 회사는 이사회 결의를 거쳐 합병계약을 지속 추진하거나 혹은 해지할 수 있음. 회사는 반대 매수 청구권으로 취득한 자사주는 향후 소각한다는 계획.

합병 후 존속법인인 HD현대건설기계의 사명은 HD건설기계로 변경. 양사의 기존 브랜드는 통합하지 않을 예정. 기존의 HYUNDAI와 DEVELON브랜드가 그대로 유지되는 것.

SUMMARY FINANCIAL DATA

(다음 페이지에 계속)

	2024	2025E	2026E	2027E
매출액 (십억원)	3,438	3,577	3,871	4,157
영업이익 (십억원)	190	169	240	275
순이익 (십억원)	86	107	163	187
EPS (adj) (원)	5,461	6,231	9,416	10,763
EPS (adj) growth (%)	-22.8	14.1	51.1	14.3
EBITDA margin (%)	7.5	5.9	7.3	7.7
ROE (%)	6.2	6.3	8.9	9.4
P/E (adj) (배)	13.8	12.1	8.0	7.0
P/B (배)	0.8	0.7	0.7	0.6
EV/EBITDA (배)	6.4	8.1	5.8	4.9
Dividend yield (%)	0.7	0.7	1.2	1.5

자료: HD현대건설기계, 삼성증권 추정

합병 개요

(원)	HD현대건설기계	HD현대인프라코어
기준 주가	76,408	12,391
현재 주가	75,500	12,500
주식매수 청구권 주가	75,545	11,885
합병비율	1	0.162
신주 발행 (주)	30,626,144	

자료: HD현대건설기계

합병 일정

일정	
2025-07-01	이사회 결의
2025-07-16	주주총회를 위한 주주 확정일
2025-08-29 ~ 09-15	합병반대 의사통지 접수
2025-09-16	주주총회
2025-12-30 ~ 2026-01-25	매매거래 정지
2025-11-07	주식매수청구 대금 지급
2026-01-01	합병기일
2026-01-26	합병신주 상장 예정일

자료: HD현대건설기계





동원산업

기업가치제고, 이제부터 시작

[출처] KB증권 박건영 애널리스트

투자의견 Buy, 목표주가 87,000원 제시

동원산업에 대해 목표주가 87,000원, 투자의견 Buy를 제시하며 커버리지를 개시한다. 지주회사의 가치는 자회사의 지분을 보유함으로써 발생하는 가치의 합인 점을 고려하여, 보유 자회사의 지분 가치와 수익성을 동시에 반영할 수 있는 P/B-ROE 방식으로 동원산업의 목표주가를 산출했다. 12MF BVPS에 Target P/B 1.2 배를 적용하여 목표주가 87,000원을 산출했다. 동원산업의 현재 주가 (6/30 기준)는 KB증권이 산출한 NAV 대비 46.2% 디스카운트된 수준이다.

투자포인트 ①: 기업가치제고, 글로벌 진출

지주회사의 디스카운트 요인 중 하나는 '중복 상장 (모회사, 자회사 동시 상장)' 이슈이다.

동원산업은 중복 상장을 해결하고, 주주가치 제고를 위해 상장 자회사 동원F&B와의 포괄적 주식교환을 통해 동원F&B를 100% 자회사로 편입하고 상장폐지하기로 결정했다. 주식교환 이후 동원산업은 글로벌 식품 Division을 통합 재편할 계획이다. 그동안 쌓은 M&A 역량을 바탕으로 향후 글로벌 식품 Division의 대형 M&A 추진에 주목해야 하는 시점이다.

투자포인트 ②: Starkist 소송 이슈 종결

동원산업이 100% 지분을 보유한 'Starkist'는 미국 참치캔 시장점유율 1위 기업이다.

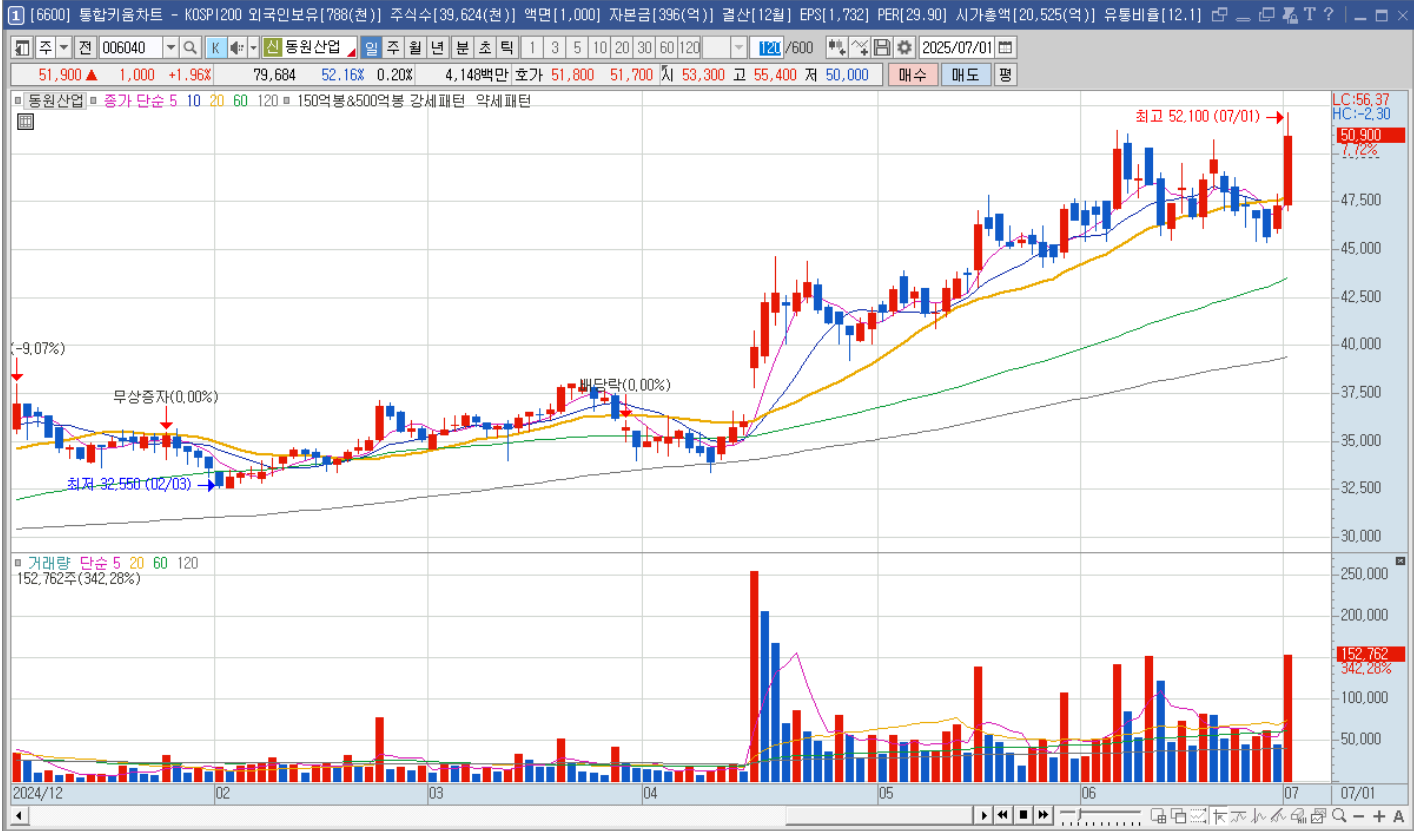
Starkist는 가격담합 소송이 진행중이었으나, 약 3천억원 합의금 지급으로 현재 소송 이슈는 완전 종결되었다. 소송 이슈 종결에 따른 신사업 기대감과, 동원산업의 Starkist 인수 이후 Starkist의 성장성을 고려하면, Starkist의 가치를 합리적으로 반영할 필요가 있다. KB증권은 Starkist의 기업가치를 최소 1조원으로 추정한다.

안정성과 성장성을 동시에 보유

동원산업은 참치 사업에서 창출되는 안정적인 현금흐름 (2024년 별도 영업활동현금흐름 1,736억원, 연결 영업활동현금흐름 4,213억원)을 바탕으로 어획 기술 투자, 식품 관련 제품군 확대, 기존 제품의 해외 진출 등을 통한 새로운 성장 동력을 마련 중이다.

Earnings Forecast & Valuation

결산기말	2024A	2025E	2026E	2027E
매출액 (십억원)	8,944	9,273	9,593	10,003
영업이익 (십억원)	501	514	566	590
지배주주순이익 (십억원)	75	215	242	277
EPS (원)	1,732	5,430	5,470	6,267
증감률 (%)	-58.9	213.5	0.7	14.6
P/E (x)	21.3	8.7	8.6	7.5
EV/EBITDA (x)	4.6	5.1	4.9	4.8
P/B (x)	0.5	0.6	0.7	0.6
ROE (%)	2.7	7.5	7.9	8.4
배당수익률 (%)	2.7	2.6	2.3	2.3





씨어스테크놀로지

환자 모니터링, 병원 수요 엄청 많다

[출처] 상상인증권 하태기 애널리스트

2025년 상반기, 입원환자 모니터링 솔루션 중심으로 매출 급성장

동사는 생체신호 분석, 인공지능 알고리즘과웨어러블 의료기기를 접목한 IoT (Internet of Medical Things) 플랫폼 기술을 개발, 병원 대상으로 진단 및 건강검진 솔루션(mobiCARE™), 입원환자 모니터링 솔루션(thynC™)을 제공하고 있다.

2025년 1분기 매출액은 전년 동기 대비 445.4% 증가한 41억원, 영업적자 6억원이다. 그 중심에는 입원환자 모니터링 솔루션 thynC™이 있다. 2025년 1분기 기준 매출액 비중을 보면 심전도 검사 솔루션 23.4%, 입원환자 모니터링 솔루션 76.2%이다. 내수 매출이 99.9%이다. 입원환자 모니터링 솔루션 매출 급성장에 따라 2025년 2분기에는 전사 매출액이 전년동기대비 585.3% 증가한 61억원으로 추정된다(표1). 앞으로 입원환자 솔루션 매출성장을 주의 깊게 지켜볼 필요가 있다.

입원환자 모니터링 솔루션 예상보다 매출 증가 속도 빠를 것으로 추정

thynC™(입원환자 모니터링 솔루션)은 병원 입원 환자의 심전도, 체온, 산소포화도, 혈압 등의 생체신호를 실시간으로 통합, 모니터링할 수 있다. 따라서 입원환자를 체계적으로 관리할 수 있어 의료자원의 효율성/생산성/신뢰도를 높일 수 있다. 최근 뉴스 행간을 보면 병원으로부터 호응이 높고, 이 시장이 아직 초기 국면이라 thynC™을 도입하는 병원이 증가하고 있는 것으로 추정할 수 있다.

한편 thynC™ 도입 병동 수는 2024년 26병동이었으며, 2025년에는 80병동으로 증가시킨다는 목표이다. 입원환자 모니터링 서비스 매출액은 2023년 3.4억원에서 2024년에 41.8억원, 2025년 1분기에는 31억원으로 증가했다. 2분기에는 한림대와 중증환자 구급차 운영 협약을 체결했고, 특히 인천 나은병원 (172병상)과 병동 전체 시스템을 구축하는 계약을 체결했다. 이러한 현상을 감안, 2분기 thynC™ 매출액을 50억원으로 대폭 상향 추정했다. 2025년 연간으로는 211억원으로 증가할 전망이다.

Financial Data

	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EPS (원)	PER (배)	EV/EBITDA (배)	PBR (배)	ROE (%)	배당수익률 (%)
2023	2	-10	-10	-905	n/a	-0.2	n/a	-75.9	n/a
2024	8	-9	-9	-707	-14.9	-16.4	6.2	-60.1	n/a
2025E	27	4	4	305	77.9	60.5	11.8	16.4	n/a
2026E	39	8	7	588	40.5	33.3	9.1	25.4	n/a
2027E	53	15	14	1,108	21.5	16.8	6.4	35.1	n/a

자료: K-IFRS 별도기준, 상상인증권



삼성전자

2Q25 Pre: 2분기 실적 저점 예상

[출처] DS투자증권 이수림 애널리스트

1분기 실적 바닥을 예상했으나 기대보다 부진한 2분기

2Q25 영업이익은 6조원(-8.9% QoQ, -41.7% YoY, OPM 8.2%)으로 시장 컨센서스(6.8조원)를 하회할 것으로 추정한다. 당사의 기존 추정치 역시 6.9조원이었으나 다음과 같은 차이가 존재했을 것으로 보인다. 1) 파운드리 적자가 -2.1조 원으로 기존 추정 -1.9조원 대비 0.2조원 증가했고, 2) NAND는 0.2조원 흑자 를 전망했으나 -0.3조원 적자를 기록했을 것으로 추정한다. 3) 기타 VD/CE, SDC에서도 기존 추정 대비 0.4조원이 감소했을 것으로 추정한다. 전사적으로 원달러 환율 급락에 따른 영향이 실적에 부정적으로 작용했을 것이다.

여전히 HBM과 수요의 회복이 중요

3분기까지는 DRAM 가격 추세가 견조할 것으로 예상되나 4분기에는 Spot 가 격 조정 가능성이 존재한다. DDR4의 EoL(End of Life)로 인한 재고비축 수요 및 관세로 인한 Pull-in 수요 영향이 존재했으며 DDR5와의 가격 프리미엄 축소로 인해 가격 조정이 예상되기 때문이다. 메모리 3사의 현재 DDR4와 LPDDR4 매출 비중은 10% 수준으로 ASP 상승에는 긍정적으로 작용하나 매출 기여는 크지는 않다. 결국 메모리 3사에게 DDR4 가격보다 중요한 것은 여전히 주요 고객사 HBM 공급과 수요의 회복이다. 긍정적인 점은 금번 Micron 2Q25 실적 발표에서 하반기 수요에 대한 불확실성을 완화한 것이다. 연간 DRAM 수 요 전망 상향과 함께 Pull-in으로 인한 선출하 영향 역시 미미하다고 언급했다.

투자의견 매수, 목표주가 71,000원 유지

2분기 실적은 컨센서스를 하회하겠으나 이미 투자자들의 인식이 주가에 반영되어있 어 추가적인 부정적 모멘텀은 제한적일 것이다. 실적은 2분기 저점을 다지고 3분기 부터 증가할 것이다. 이에 따라 단기적인 실적 불확실성에도 불구하고, 투자의견과 Target P/B 1.2배를 적용한 목표주가를 유지한다. 2025년 영업이익은 30.9조원(- 5.4% YoY, OPM 9.8%)으로 전망한다. HBM3e 12단의 주요 고객사 공급 기대감이 상존하며 파운드리 고객 확보에 따른 하반기 개선이 기대된다.

6/28 정부 대출규제 정책 시행에 따른 주택 시장 회복 기대감 조정

2Q25 Preview 본격적인 주택 수익성 개선 확인

2Q25 연결 기준 매출액 1.9조원(-10.4% yoy), 영업이익 1,011억원(+210.6% yoy), 영업이익률 5.5%(+3.9%p yoy) 전망. 컨센서스 대비 소폭 하회하는 수치

1분기 고원가현상이 준공된 영향으로 2분기부터 별도 주택 원가율이 80% 후반으로 하락할 예정으로, 하반기는 민참사업 도급증액까지 반영될 것을 감안하면 원가율 추가 개선이 가능하여 상저하고 추세가 명확할 것으로 예상. 일회성 이익이 배제된 상태에서의 원가율이라는 점에서 고무적인 수익성 개선

분기 수주는 별도 주택이 9천억원 이상 반영됐으나, 이외 사업에서는 미진했던 것으로 파악. 하반기 중 계획 물량이 집중되어 있어 수주 계획 변경은 없을 것으로 예상되나, 플랜트 부문의 YoY 성장 지속을 위해서는 분발해야 함

SMR Boom! 상승 여력 충분

건설업체 실적 회복 기조에 더해 미국 4세대 SMR 업체인 X-Energy에 대한 지분투자(약 2%) 내역을 통한 SMR 사업기회 획득 가능성이 주목받으면서 타 건설업체 대비 큰 폭의 주가 상승을 실현. SMR 모멘텀 외에도 재무건전성과 이익 성장을 고려하면 아직 상승 여력 충분한 상황으로 판단하여 매수 권고

(단위: 십억원, %)

구분	2024	1Q25	2025(F)			3Q25		
			직전추정	당사추정	YoY	QoQ Consensus	당사추정	YoY
매출액	2,070	1,808	2,030	1,855	-10.4	2.6	1,918	1,863
영업이익	33	81	125	101	210.6	24.9	109	119
순이익	41	30	84	67	64.1	120.5	86	84

자료: DL이앤씨, FnGuide, 대신증권 Research Center

영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 십억원, 원, %)

	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액	7,991	8,318	7,787	8,585	8,955
영업이익	331	271	477	611	643
세전순이익	280	354	422	614	643
총당기순이익	202	229	285	416	444
지배지분순이익	188	229	285	416	444
EPS	4,377	5,348	6,645	9,682	10,333
PER	8.2	6.0	7.8	5.4	5.0
BPS	111,110	113,050	120,608	130,583	140,932
PBR	0.3	0.3	0.4	0.4	0.4
ROE	4.1	4.8	5.7	7.7	7.6

주: EPS와 BPS, ROE는 지배지분 기준으로 산출

자료: DL이앤씨, 대신증권 Research Center





이수페타시스

2Q25 Preview: 문전성시

[출처] 한국투자증권 박상현 애널리스트

MLB 초과 수요의 지속

2분기 예상 실적은 매출액 2,596억원(+2.8% QoQ, +26.8% YoY), 영업이익 457억원(-4.1% QoQ, +66.3% YoY, OPM 17.6%)이다. 컨센서스에 부합할 전망이다. 고다층 MLB를 담당하는 페타시스 별도 실적은 매출액 2,158억원(+3.0% QoQ, +23.9% YoY), 영업이익 327억원(-1.8% QoQ, +37.8% YoY, OPM 15.1%)을 예상한다. 1분기에 이어 2분기에도 동사의 생산 캐파를 넘어서는 월 평균 약 800억원의 수주가 지속되는 것으로 파악된다. 다만, 네트워크 매출 비중이 줄어들면서 전분기 대비 영업이익은 소폭 감소할 것으로 추정한다.

환골탈태한 중국 법인의 수익성

중다층 MLB를 담당하는 중국 법인의 예상 실적은 매출액 544억원(+1.1% QoQ, +46.2% YoY), 영업이익 101억원(-10.9% QoQ, +98.3% YoY, OPM 18.6%)이다. 지난 분기를 기점으로 AI 서버향 메인보드(UBB)가 중국 법인에서도 생산된다. 다중적층(HDI, Sequential 등)이 요구되거나 20층 후반의 고다층 제품은 종전처럼 본사가 생산하지만, 일반 공법이 적용되는 중다층 제품은 최대한 중국 법인을 활용해 본사의 생산 캐파 제약을 극복한다는 전략이다. 현재의 견조한 AI 서버 수요를 고려할 때 중국 법인의 UBB 생산 비중은 앞으로 추가 확대될 것이다. 지난 1분기 관측된 중국 법인의 높은 수익성은 일회성에 그치지 않을 것이라는 판단이다.

목표주가 70,000원 유지

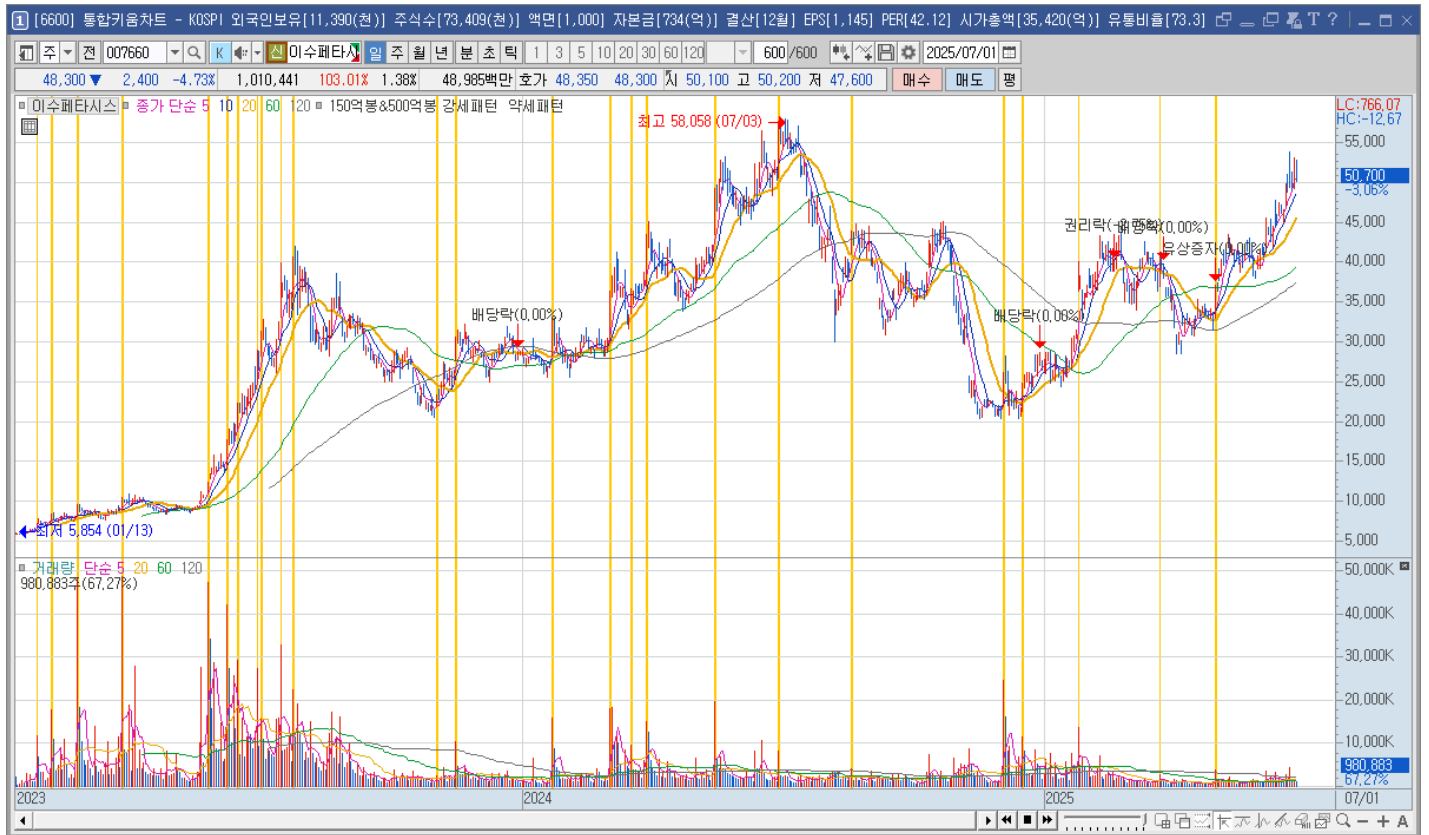
투자의견 매수와 목표주가를 70,000원(26년 EPS, PER 30.0배)을 유지한다. AI 인프라 수요의 주체가 빅테크 중심에서 미국 Stargate, 중동 Humain 등 소버린 AI 등으로 확대되고 있다. 수요는 늘어나는데, MLB 공급사들은 서로 눈치싸움을 하며 CAPEX를 소극적으로 늘리는 모양새다. 연중 타이트한 수급을 예상한다. 하반기 부터는 빅테크의 신규 세대 ASIC 생산도 시작된다. 다중적층 공법과 적층 수 확대 등이 요구된다는 점에서

하반기 Blended ASP 상승을 이끌 주요 드라이버다. 생산 캐파의 제약을 ASP 상승으로 돌파하는 스토리는 현재 진행형이다.

	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EPS (원)	증감률 (%)	EBITDA (십억원)	PER (x)	EV/EBITDA (x)	PBR (x)	ROE (%)	DY (%)
2023A	675	62	48	720	(53.4)	78	39.8	26.4	7.1	19.5	0.3
2024A	837	102	74	1,117	55.1	126	23.8	15.1	5.4	24.9	0.5
2025F	1,048	187	138	1,941	73.8	227	26.1	16.3	4.7	24.8	0.4
2026F	1,351	226	172	2,346	20.9	290	21.6	13.0	4.0	20.0	0.5
2027F	1,662	285	218	2,968	26.5	370	17.1	10.3	3.3	21.0	0.5

주: 순이익, EPS 등은 지배주주지분 기준





셀비온

방사성의약품 강자

[출처] 한양증권 오병용 애널리스트

방사성의약품 강자. mCRPC 임상 2상 결과 발표 앞두고 있다.

셀비온은 지난해 10월 코스닥에 상장한 방사성의약품(RPT) 분야의 강자다. 메인 신약후보물질은 mCRPC(거세저항성전립선암) 치료제 'Lu-Pocuvotide'이다. mCRPC는 노바티스의 신약 '플루빅토'가 나오기 전까지 어떤 치료법도 환자 생존률을 높이지 못했던 암이다. 동사는 지난 4월 mCRPC 환자 91명 대상 임상 2상을 투약을 모두 마쳤다. 91명 중 73명 환자가 최종 분석 대상이다. 통계분석을 거쳐 올해 8월 말에 2상 탑라인 결과를 발표할 예정이며, 4분기에는 최종결과보고서(CSR)를 수령할 예정이다. 동사는 경쟁 약물인 플루빅토 대비 우월성 입증을 기대하고 있다.

임상 2상 중간결과는 이미 좋았다. 내년 상반기 품목허가 예상.

동사의 'Lu-Pocuvotide'는 노바티스 '플루빅토'와 같은 기전의 약물이지만, 링커를 개선하여 타겟(PSMA) 선택성을 높이고 안정성을 개선한 신약이다. 작년 12월 발표한 'Lu-Pocuvotide' 임상 2상 중간결과에서는 환자(n=61)의 ORR은 47.5%로 플루빅토의 임상 3상(VISION study)의 ORR 29.8%를 상회했다. 따라서 8월 말에 발표할 임상 2상 전체 데이터도 기대해볼만 하다. 동사는 4분기 최종결과를 확보하는 즉시 식약처에 조건부허가신청을 하고, 내년 상반기 품목허가를 예상하고 있다. 'Lu-Pocuvotide'는 식약처 글로벌 혁신제품 신속심사(GIFT) 11호로 지정된 품목이기 때문에 실제 빠른 심사가 기대된다. 'Lu-Pocuvotide'의 회당 약가를 2,700만원으로 연간 5회 투약을 가정했을 때 투약 환자가 300명만 넘어가도 동사 매출액은 400억원이 넘게 된다. 국내 연간 mCRPC 타겟 환자 수는 약 4~5천명 수준인 것을 고려하면 매출 잠재력이 상당해 보인다. 참고로 플루빅토의 국내 비급여 약가는 회당 3천만원 이상이며, 노바티스는 현재 급여화를 진행 중이다. 따

라서 올해 급여 여부와 약가가 확정될 전망이다 이 또한 동사에게 명백히 호재다. 유사 경쟁약물이 급여화 되면, 더 저렴한 'Lu-Pocuvotide'의 급여 가능성도 훨씬 커지기 때문이다.

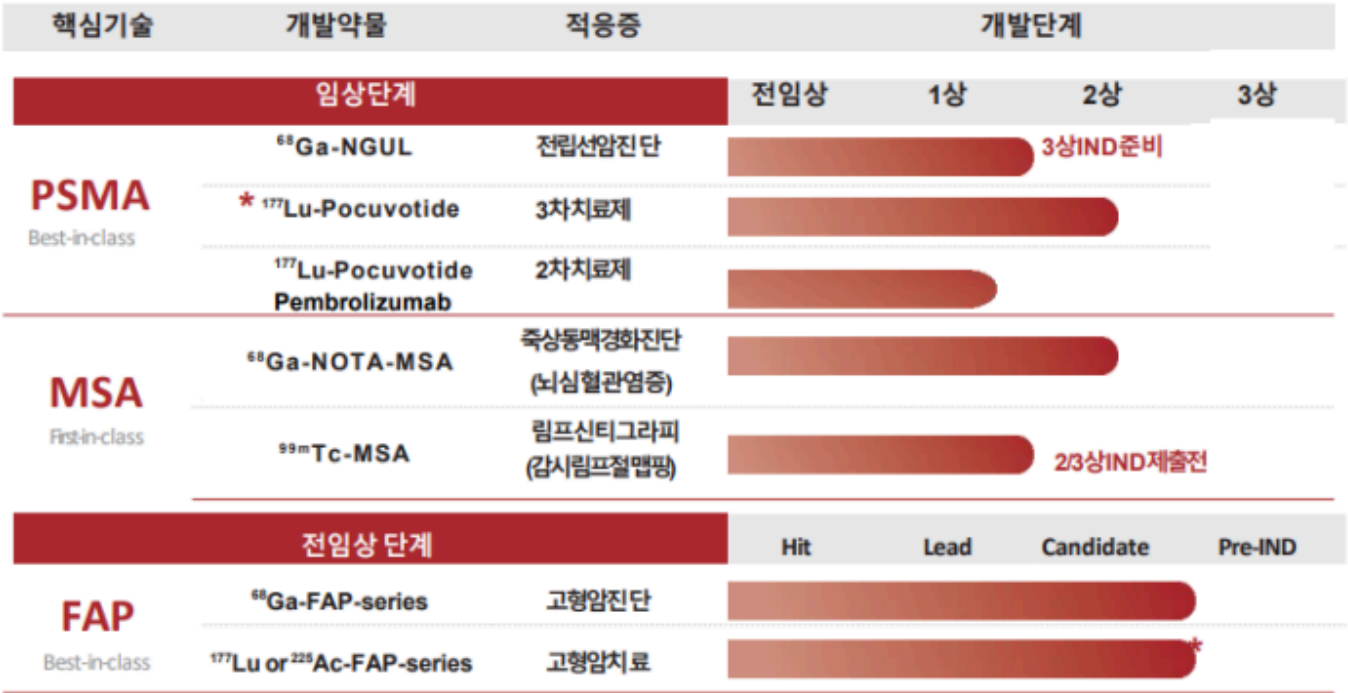
머크 키트루다의 유일한 방사성의약품(RPT) 파트너다.

머크(MSD)는 과거 키트루다+플루빅토 요법의 연구자 임상시험(PRINCE study, NCT03805594 등)을 진행하며 방사성의약품+키트루다의 병용효과를 테스트해 왔다. 그리고 지난 2월 머크는 상업 임상시험을 진행하기 위해 셀비온과 공동연구 계약을 체결했다. 이에 따라 셀비온은 지난 6/23일 키트루다+'Lu-Pocuvotide' 요법 임상 1상(IGNITE study)의 식약처 IND를 신청했다. 따라서 8월에는 식약처 IND승인 이슈도 있다. 또한 현재 머크의 방사성의약품 파트너는 세계에서 셀비온이 유일하다. 따라서 키트루다 병용요법을 통한 'Lu-Pocuvotide'의 글로벌 진출 가능성도 크다. 1상에서 유의미한 결과 도출 시, 머크에 기술이전 가능성도 높아 보인다.

(억원, 별도)	2020A	2021A	2022A	2023A	2024A
매출액	14	9	18	15	23
영업이익	-31	-46	-53	-50	-71
영업이익률	-224.7%	-496.3%	-300.8%	-342.8%	-311.7%
순이익[지배]	-30	-48	-64	-36	-73
EPS(원)	-351	-531	-658	-366	-648
PER(배)					(18.2)
PBR					5.1
EV/EVITA					(17.8)
ROE(%)	-122.6%	-88.4%	-113.9%	-71.0%	-39.2%

자료: 셀비온, 한양증권

[도표 1] 셀비온 신약 파이프라인 현황



출처: 셀비온, 한양증권 리서치센터

