

2025.07.10.(목) 증권사리포트

◆ 최근 발행한 증권사리포트 중 투자자에게 도움되는 리포트를 선별하여 제공합니다.

현대모비스

공매도를 이겨내며 우상향 중, 최선호주 유지

[출처] 키움증권 신윤철 애널리스트

2Q25 Preview: 핵심부품 흑자 전환 그리고 고마진 A/S

매출액 15.2조 원(+3.7% YoY, +3.0% QoQ), 영업이익 8,567억 원(+34.7% YoY, +10.3% QoQ)을 기록하며 시장 기대치(매출액 15.1조 원, 영업이익 8,155억 원)에 부합할 전망이다. 1Q25와 비교 시 2Q25에는 원화 평가절상 및 품목관세 부과 시작으로 인해 A/S 부문 영업이익률이 소폭 축소될 것이나 여전히 26% 내외를 유지할 것으로 기대한다. 특히 미국 현지에 사전에 확보해 둔 재고 중심으로 발생한 A/S 부문의 매출이 2Q25 수익성 방어에 기여할 전망이며, 기존에 확보해 둔 재고가 소진되는 하반기에는 A/S 부품 판가 인상을 통해 즉각적인 품목관세 충격 완화를 시도하게 될 것으로 판단한다.

핵심부품 부문에서는 미국 전동화 매출에서 발생하는 AMPC 보조금이 흑자전환에 기여할 전망이며 영업이익 기준 1Q25: 200억 원, 2Q25: 450억 원 수준의 인식이 예상된다. 다만 품목관세 관점에서의 핵심부품 부문은 A/S 부문과는 달리 고객사와의 협상을 통해 사후적으로 비용을 회수하는 구조이므로 회수율과 회수 시점에 대한 리스크는 상대적으로 큰 편이다. 현대모비스의 품목 관세 비용 회수 관련 성과는 연말에 집중될 것으로 예상되며, 이는 AMPC 보조금과 더불어 핵심부품 부문의 하반기 손익 방어에 기여할 전망이다.

완성차 대비 공매도 집중되고 있으나 주가는 우상향 중

2025년 4월 1일부터 7월 9일까지의 일간 차입공매도 거래비중 평균치는 현대모비스: 11.8%, 한국타이어앤 테크놀로지: 8.5%, 기아: 8.4%, 현대차: 7.3%, KOSPI 200: 7.2%를 기록하고 있다. 즉 자동차 섹터 대형주에 대한 공매도가 시장 평균을 상회하는 가운데, 섹터 내 대형주 중 가장 높은 YTD 주가수익률을 기록하고 있는 현대모비스로 더욱 뚜렷하게 공매도가 집중되고 있다.

자동차 품목관세 불확실성 속에서도 현대모비스는 완성차 대비 매력적인 어닝 안정성에 기인한 EPS 성장 전망, 완성차와 비견되는 적극적 주주환원 정책, 각종 국내 법률 개정 추진에 따른 P/B re-rating 가능성 등 다방면에서 가장 높은 종합점수를 인정 받으며 공매도 집중에 따른 주가 하방압력 부담을 성공적으로 이겨 내고 있다. 당사는 현대모비스에 대한 최선호주 의견을 유지한다.

현대모비스 2025 CEO Investor Day에서는 2024년에 제시했던 중기 사업계획 목표치들에 대한 상향조정이 예상되며, 특히 중기 영업이익률 달성 목표치로 제시됐던 5-6% 밴드 상단을 올해 조기 달성할 수 있을 것으로 판단한다.

투자지표

(십억원, IFRS 연결)	2023	2024	2025F	2026F
매출액	59,254.4	57,237.0	59,062.9	61,139.4
영업이익	2,295.3	3,073.5	3,535.0	3,929.8
EBITDA	3,221.3	4,058.1	4,861.0	5,430.4
세전이익	4,444.9	5,264.5	5,501.5	5,958.0
순이익	3,423.3	4,060.2	4,229.9	4,581.1
지배주주지분순이익	3,422.6	4,055.6	4,222.7	4,573.4
EPS(원)	36,340	43,480	46,945	52,461
증감률(% YoY)	38.2	19.6	8.0	11.7
PER(배)	6.5	5.4	6.5	5.8
PBR(배)	0.55	0.48	0.55	0.49
EV/EBITDA(배)	4.9	3.7	4.2	3.2
영업이익률(%)	3.9	5.4	6.0	6.4
ROE(%)	8.7	9.4	8.8	8.8
순차입금비율(%)	-16.0	-15.4	-15.1	-19.6

[6600] 통합키움차트 - KOSPI200 외국인보유[39,629(천)] 주식수[91,795(천)] 액면[5,000] 자본금[4,910(억)] 결산[12월] EPS[43,480] PER[7.10]

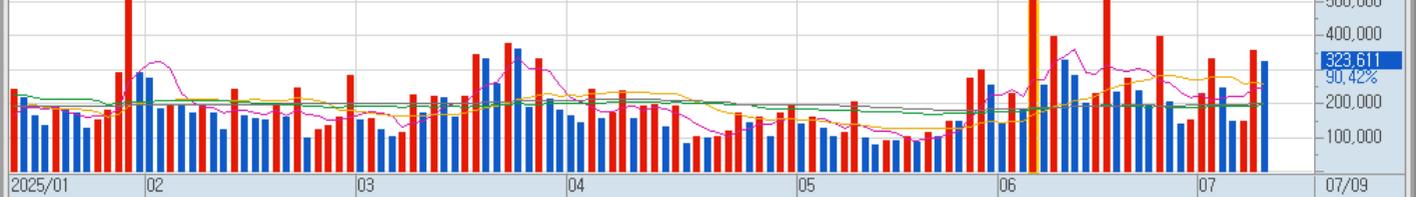
주 전 012330 현대모비스 일 주 월 년 분 초 틱 1 3 5 10 15 30 45 60 1 120 /600 2025/07/09

308,500 ▼ 1,000 -0.32% 130,588 40.35% 0.14% 40,625백만 호가 309,000 308,500 시 313,500 고 318,000 저 305,500 매수 매도 평

현대모비스 증가 단순 5 10 20 60 120 150억봉&500억봉 강세패턴 약세패턴



거래량 단순 5 20 60 120 323,611주(90.42%)



2025/01 02 03 04 05 06 07 07/09



고려아연

경영권분쟁 및 업황 Update

[출처] 유안타증권 이현수 애널리스트

지분은 장형진 측, 이사회는 최윤범 측

양 측은 '24년 말까지 지분 취득 후 '25년에는 추가 취득 없어. '25년 3월 말 장형진 측은 41.2%, 일부 주주들을 포함한 광의의 최윤범 측 지분은 34.8% 추정. 이사회는 총 15명(4명 제외 시) 중 11명이 최윤범 측, 4

명이 장형진 측. 한편 영풍 특수관계자인 한국기업투자홀딩스의 고려아연 주식 평균 취득단가는 93.4만원 수준으로 파악.

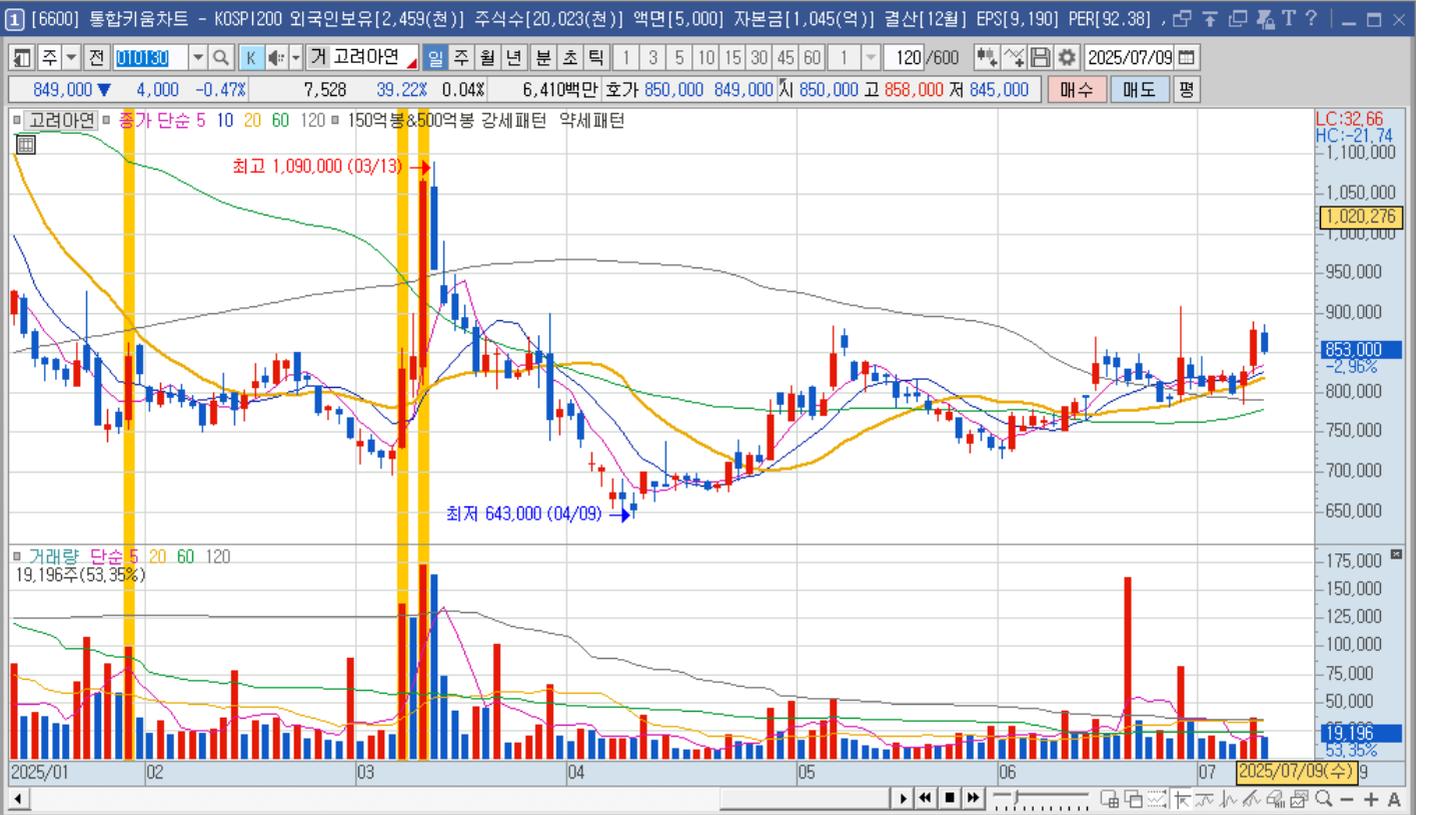
영향력 커진 귀금속과 희소금속 '23년 이후 기초금속 대비 귀금속 및 희소금속 가격이 상대적으로 크게 상승하며 매출액 비중도 변화. 1Q25 매출액 은>아연, 금>연 기록. 1Q25 희소금속 GPM 80% 시현했으며 2Q 에도 높은 수준 예상. 하지만 2Q 미국과 중국의 잠정적 관세 협상 타결에 따라 희소금속 가격 약세 전환. 하반기 희소금속 이익률은 상반기 대비 낮아질 것으로 전망.

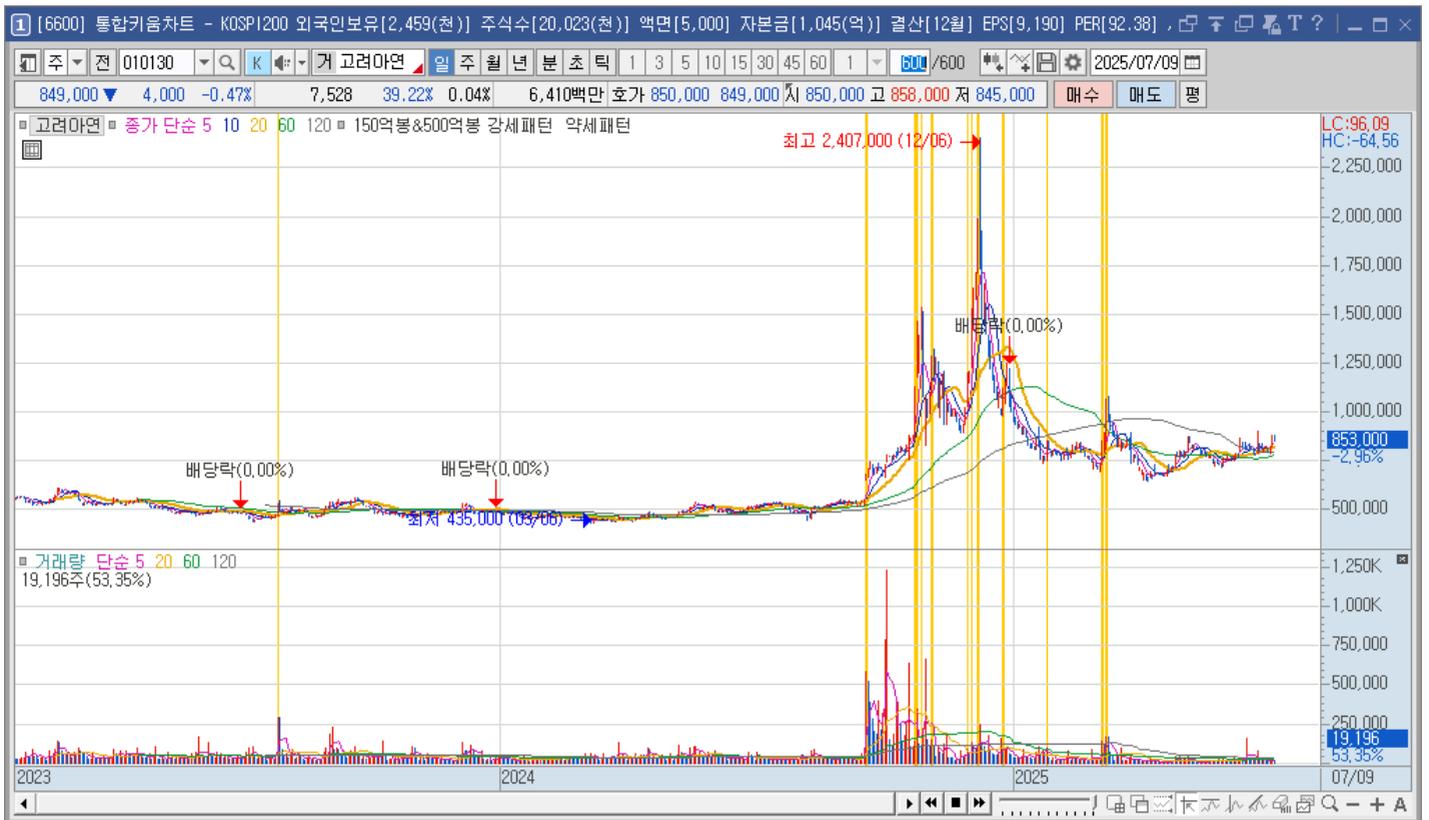
낮아진 제련수수료 & 원화 강세는 부담

'25년 아연 및 연 정광 BM TC는 각각 80달러/톤(yoy -52%), 45달러/톤(yoy -54%)으로 관측되며 2Q 실적부터 본격적인 반영 예상. 한편 중국 아연 정광 Spot TC는 최근 95달러/톤까지 회복한 반면 연 정광 Spot TC는 마이너스 기록 중. 금속 매출은 100% 환율에 노출되어 있으며 주요 원재료인 정광은 전량 수입에 의존. 원화 강세 흐름은 단기적으로 부담.

'25년 자기주식 소각으로 총주주환원을 상승 전망

'23년 11월 이후 공개매수 포함 총 4번의 자기주식 취득과 2번의 소각 시행('25년 연말까지). '25년 하반기에 진행될 소각(6,9,12월) 물량은 공개매수에 따라 취득한 주식으로 취득 금액은 1.8조원 수준. 총주주환율을 '22년 51%, '23년 57%, '24년 231%, '25년(E) 297% 전망. 자기주식 소각 규모를 감안할 시 '25년 DPS는 15,000원으로 추정.현재 진행 중인 경영권 분쟁에 따라 합리적으로 추정 가능한 요인 외에 아직 그 외 부분이 주가에 영향을 미치고 있다고 판단되는 바 동사에 대한 투자의견은 N/R로 제시.





KT&G

해외 궤련 성장 + 주주환원 = 여전히 남아있는 업사이드

[출처] 대신증권 정한솔 애널리스트

투자의견 BUY 유지, 목표주가 170,000원(+21%)으로 상향

지난해부터 수익성 중심 제품 포트폴리오 강화, 직접 사업 확대 등 지역별 맞춤 전략 시행하며 해외 궤련 중심 본업 경쟁력 강화. 4월 카자흐스탄 신규공장 가동에 따라 중장기적으로 글로벌 공급 역량 한층 더 강화

될 전망. NGP는 디바이스 생산 정상화와 연말 신규 디바이스 출시를 통해 점진적으로 회복 기대. 더불어 올해 연간 6,000억원 배당금과 하반기 3,000억 규모의 자사주 매입/소각 예정. 적극적인 주주환원 정책까지 더해지며 투자매력도 여전히 높다는 판단. 실적 추정치 상향 조정과 Target Multiple 기준 14배 → 17배(글로벌 담배 Peer PMI 대비 30% 할인) 적용함에 따라 목표주가 상향

2Q25 Preview: 해외 궤련 성장 지속

2Q25 연결 매출액 1조 5,105억원(YoY 6%), 영업이익 3,425억원(YoY 6%, OPM 22.7%) 전망

[담배] 매출액 1조 654억원(YoY 8%), 영업이익 3,303억원(YoY 4%, OPM 31.0%) 전망. 국내 궤련 총수요가 -MSD% 감소하며 동사 판매량도 유사한 흐름으로 파악되나 해외 궤련 호조로 견조한 실적 전망. 특히 해외 궤련은 현지 법인 성장세로 수량 및 가격 동반 성장 기대. NGP는 국내 경쟁 심화에도 스틱 판매 호조가 이어지고 있고, 1분기 발생했던 디바이스 공급 차질이 해소되며 회복세. 다만 해외는 신규 디바이스 출시가 예상보다 지연되며 신규 스틱 수요 창출 지연으로 단기 실적 기여는 제한적일 전망

[기타] 건기식은 국내 소비 침체와 중국 기저 부담으로 매출은 감소할 전망이나 비용 효율화를 통해 BEP 수준의 이익 방어 가능할 전망. 부동산은 중소형 개발 프로젝트 매출 인식이 확대되며 안정적인 실적 흐름 예상

(단위: 십억원, %)

구분	2Q24	1Q25	직전추정	당사추정	2Q25(F)			3Q25		
					YoY	QoQ	Consensus	당사추정	YoY	QoQ
매출액	1,424	1,491	1,494	1,511	6.1	1.3	1,518	1,727	5.5	14.3
영업이익	322	286	328	342	6.4	19.9	339	417	-0.2	21.8
순이익	313	256	281	289	-7.5	13.2	299	344	42.8	19.1

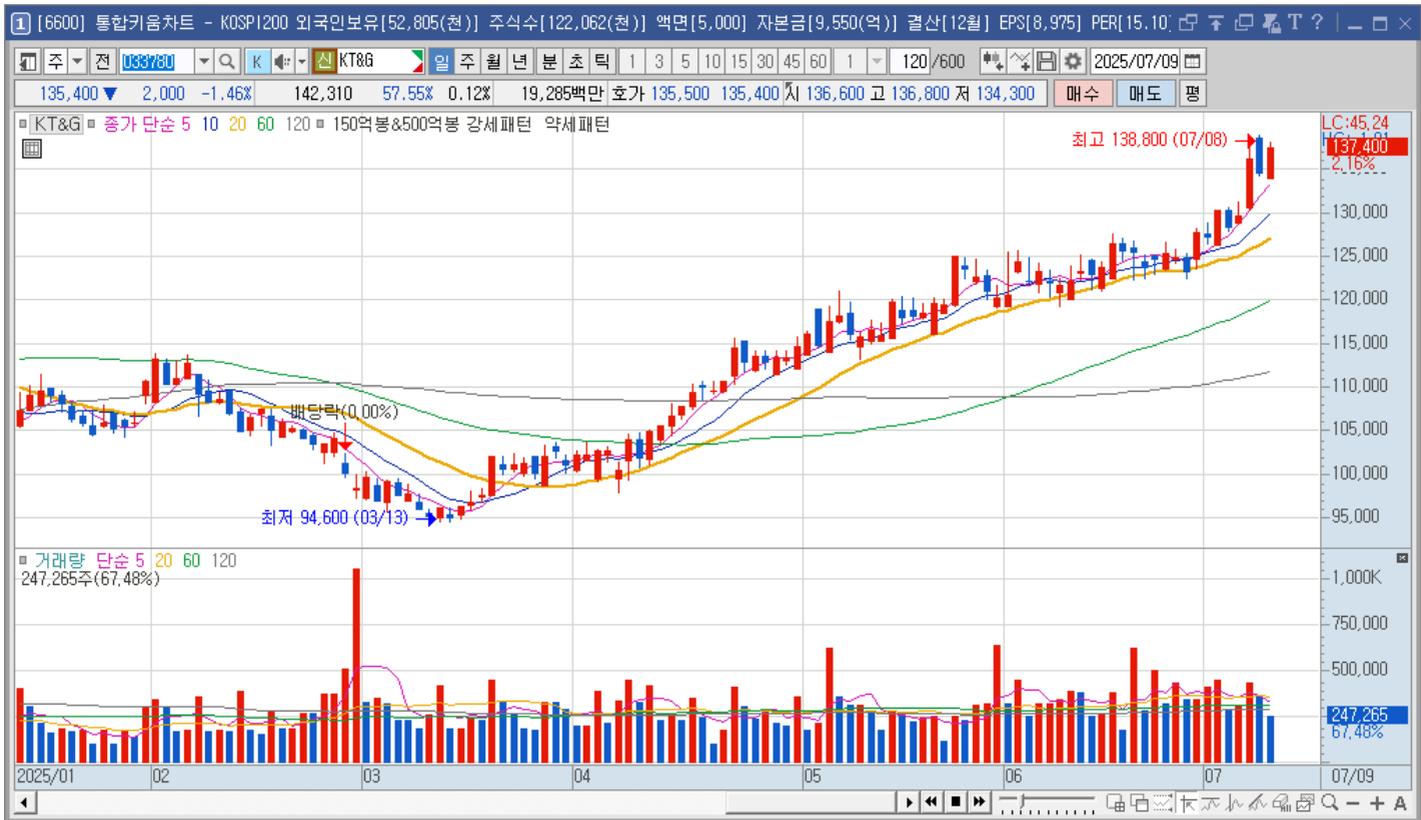
자료: KT&G, FrGuide, 대신증권 Research Center

영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 십억원, 원, %)

	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액	5,863	5,909	6,336	6,659	6,894
영업이익	1,167	1,189	1,326	1,407	1,448
세전순이익	1,248	1,566	1,530	1,626	1,699
총당기순이익	922	1,165	1,135	1,207	1,261
지배지분순이익	903	1,166	1,131	1,203	1,257
EPS	7,819	10,373	10,448	11,149	11,651
PER	11.1	10.3	13.2	12.3	11.8
BPS	67,233	71,131	79,775	85,023	90,370
PBR	1.3	1.5	1.7	1.6	1.5
ROE	9.8	12.7	11.9	11.9	11.7

주: EPS와 BPS, ROE는 지배지분 기준으로 산출, 자료: KT&G, 대신증권 Research Center





인투셀

인투셀-에이비엘 기술 이전 계약 해지, 주요 쟁점은?

[출처] SK증권 이선경 애널리스트

인투셀, 에이비엘바이오 주요 공시 내용 및 현황

- 7월 9일, 에이비엘바이오는 인투셀의 넥사테칸 기술에서 발생한 특허 이슈를 근거로 계약 해지를 공시

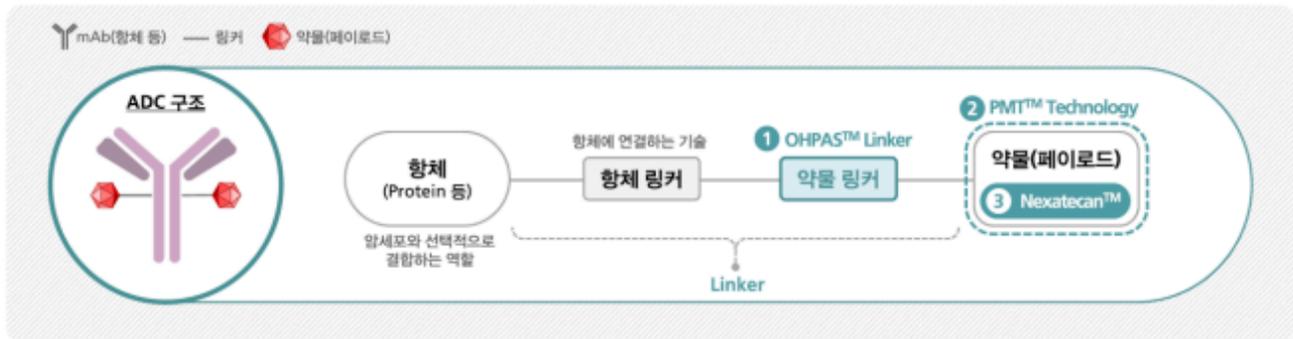
- 이번에 해지한 계약은 24년 10월 23일 체결한 계약으로 인투셀의 1)OHPAS 플랫폼기술, 2)PMT 플랫폼기술, 3)고유약 물기술을 ADC 개발에 활용할 수 있는 실시권 도입을 계약
- 에이비엘바이오가 공시에서 언급한 넥사테칸 기술은 3)고유약물 기술에 해당되며, 3)의 특허 이슈로 인투셀과의 기술 계약을 해지. 계약 해지에 따른 에이비엘의 위약금 지급의무는 없으며, 에이비엘이 지급한 계약금의 환수는 불가한 상황
- 인투셀은 넥사테칸 시리즈(30종 이상) 약물 중 에이비엘이 선택한 NxT3이 최근 FTO(Freedom to Operate, 특허침해) 분석 과정에서 동일 구조 약물의 선행 특허를 확인, 해당 이슈는 출원 후 비공개가 보장되는 18개월 기간에 발생한 사항으로 고의적 특허 침해에 해당되지 않음을 강조
- 인투셀의 넥사테칸은 23년 12월 미국 가출원, 24년 12월 특허 출원을 진행, 현재 Pending 상황이며, 2-3, 7, 11, 13, 15, 18-25, 28-29, 32-40, 42-47, 49-50, 53-54, 56, 58-59, 63-80, 82-87, 89-91 청구항을 취소한 것으로 파악

주요 쟁점 사항

- 기술 이전 계약 후 단기내 특허 이슈가 발생한 만큼 양사의 특허 검토 프로세스에 대한 신뢰도가 의심스러울 수 있는 상황. 일반적으로 기술이전 계약 진행시 면밀한 특허 검토를 진행하나 비공개 특허의 가능성, 검토 과정에서 누락의 가능성 등을 고려, 특허 이슈 발생 시 계약 반환 및 이에 따른 손해배상 청구와 같은 추가 조항을 포함시키기도 함
- 이번 이슈는 인투셀이 공시에서 언급했듯이 출원 후 비공개가 보장되는 18개월 기간에 발생한 사항으로 검토가 불가능한 선행특허로 확인되므로 양사의 특허 검토 프로세스에 대한 신뢰도는 크게 문제되지 않는다고 판단
- 다만 에이비엘바이오는 인투셀의 다양한 플랫폼 기술을 기반으로 계약을 체결, 변경이 아닌 해지를 선택했다는 점, 특허 이슈의 경우 계약금 반환 청구가 가능할 수 있음에도 불구하고 계약금 반환을 하지 않는다는 점에서 인투셀의 다른 플랫폼 기술에 대해 이번 특허 이슈와 별개로 기술적 이슈가 있었는지 확인이 필요한 상황
- 인투셀은 에이비엘바이오 외 삼성바이오에피스와의 공동연구를 진행하고 있는 상황, 에피스 역시 에이비엘과 동일하게 1)OHPAS 플랫폼기술, 2)PMT 플랫폼기술, 3)고유약물기술을 기반으로 계약을 체결한 만큼 현재 진행되고 있는 연구의 페이로드가 넥사테칸을 사용한 것인지 확인 필요, 만약 넥사테칸 사용시 동일한 이슈 발생 가능성 존재
- 와이바이오로직스로부터 B7-H3 항체를 도입해 인투셀이 개발하고 있는 파이프라인의 경우, 넥사테칸이 아닌 다른 페이로드를 사용, 해당 특허 이슈와 관련 없는 것으로 파악

- 에이비엘바이오는 연내 2건의 이중항체 ADC 물질의 IND 승인 계획을 발표, 해당 파이프라인은 지난 6월 컨퍼런스에서 시나픽스 기술을 사용하고 있다고 진행 계획을 발표한 만큼 이번 기술반환과 별개의 건으로 이중항체 ADC 개발 일정에 영향은 없을 것으로 판단

인투셀 주요 플랫폼 기술



1

OHPAS™ Linker

대표기술

기존 링커 기술의 한계를 극복한 독창적인 SIG-Linker¹⁾ 플랫폼

- Seagen 기술로 불가능한 페놀계열 약물과 아민계열 약물 모두 접합 가능
- 차별화된 항액 내 안정성 보유
- 암세포 내 선택적 약물 절단을 통해 약효 ↑, 부작용 ↓

2

PMT™ Technology

ADC의 비선택적 흡수 감소 기술

- ADC와 정상세포 간의 상호작용 억제
- 선택성 증가로 ADC의 항암 효능 극대화
- 정상세포에 대한 독성 및 부작용 감소

3

Nexatecan™

OHPAS™ 에 적용 가능한 신규 약물 플랫폼

- 페놀기로 적용 가능한 퀴놀린계 페이로드
- 블록버스터 ADC의 약물보다 우수한 효능
- 고객의 니즈를 충족하는 유연성

1) Self-Immolative Group Linker: pH, 효소에 의해 이중 절단되는 링커



S-Oil

하반기를 넘어 2026년까지

[출처] 키움증권 김도현 애널리스트

2Q25 Preview: 유가 변동성 확대

S-Oil의 2Q25 매출액은 7.6조원(-20.2% YoY, -15.1% QoQ), 영업적자 2,722억원(적전 YoY, 적지 QoQ)으로 추정된다. 2Q25 기초대비 기말환율은 88.1원 하락했으며, 1Q25대비 2Q25 유가는 -\$9.1/bbl QoQ를 기록했다. 또한, OSP 역시 4월 \$3.5/bbl에서 6월 \$1.4/bbl로 하락했다. 이를 고려할 때 부정적 Lagging 효과는 확대됐을 것으로 추정(-\$2.0/bbl QoQ) 되고, 4~5월 상대적으로 높았던 OSP가 반영돼 실제 S-Oil의 정제마진 개선은 제한적이었을 것으로 예상된다. 또한, 유가 및 환율 하락에 따른 효과는 -2,174억원이 반영됐을 것으로 추정된다. 2Q25 정제마진의 지속적 개선에도 불구하고 유가 변동성 확대가 반영, 영업적자는 크게 확대됐을 것으로 파악된다.

3Q25 영업이익 1,653억원 예상

3Q25 영업이익은 1,653억원(흑전 QoQ)을 기록할 것으로 예상된다. 유가 변동성 확대에 따른 부정적 효과는 3Q25 제거될 것으로 전망되며, 정유, 석유화학 모두 수익성 개선이 가능할 것으로 예상되기 때문이다. 6월말 정제마진은 \$9.7/bbl로 4월 저점 대비 +\$4.3 개선됐으며, PX Spread는 +12.3% MoM을 기록하는 등 Spread 회복세는 확인되고 있다. 이에 따라, 정유부문 영업이익은 776억원으로 흑자전환 가능할 전망이며, 석유화학 역시 -190억원으로 적자폭을 축소할 전망이다.

2H25 개선될 펀더멘탈

글로벌 정제설비 증설은 2025년 추가 감소, 폐쇄는 확대되며 올해 순증설은 2024년대비 절반으로 감소할 전망이다. 잉여 CDU Capa 역시 2020년을 정점으로 지속 하락할 것으로 예상된다. 중국의 수출 역시 내수 수요의 개선, 정제설비 구조조정 영향으로 증가는 제한적일 전망이다. 타이트한 공급은 우호적 정제마진을 지속할 수 있는 요인으로 작용, 하반기 S-Oil의 펀더멘탈 개선에 기여할 전망이다. 1H25 유가 변동성은 확대됐지만, 2025년 연간으로 볼 때 유가 하향안정화는 지속될 것으로 예상된다. 또한, 유가 하향안정화는 향후 수요의 개선으로 이어질 수 있을 전망이다. 제한적 공급이 지속되는 상황에서 2H25이후 2026년 우호적인 수급환경은 지속될 것이다. 목표주가 77,000원을 제시하며, 업종 Top-pick 유지한다.





DB하이텍

2Q25 Preview: 높은 가동률, 강한 수요

[출처] 유진투자증권 임소정 애널리스트

2분기 실적은 매출 2,914억원(YoY -2%, QoQ -2%), 영업이익 676억원(YoY +0.2%, QoQ +20%)으로 전망. 가동률은 전분기와 유사한 90%대의 높은 수준이 유지된 것으로 분석되며, Texas Instruments의 중국 내 시장 점유율이 일부 넘어오는 효과에 대한 기대감 유효.

2025년 연간 실적은 매출 1조 2,743억원, 영업이익 2,594억원(OPM 20%)으로 전망치 소폭 상향. 경쟁사의 중국 시장 내 물량 확보에 제한이 생기면서 로컬 8인치 파운드리 고객사 수요 증가가 전망되고, 유럽향 매출도 점진적 성장 기대. 일시적 부양책이라고 여겨졌던 이구환신 보조금이 하반기에도 배정될 것이란 전망도 긍정적.

중국의 강한 반도체 국산화 의지에 따라, 상대적으로 국산화 비중이 낮은 전력 반도체에서 추가적 수요 기대해볼 수 있을 것. 여전히 미국과 중국의 반도체 공급망 양분화하려는 움직임이 오히려 당사에 중국 로컬 고객사가 물리는 흐름으로 이어질 전망. 실적 전망치를 상향했으나 가장 중요한 ASP 면에서 아직 회복세가 두드러지지 않다고 판단, 이에 투자의견 BUY 및 목표주가 유지.

12월 결산(십억원)	2023A	2024A	2025E	2026E
매출액	1,154	1,131	1,274	1,395
영업이익	265	191	259	305
세전손익	306	276	403	441
당기순이익	264	229	327	353
EPS(원)	5,949	5,168	7,377	7,944
증감률(%)	-52.5	-13.1	42.7	7.7
PER(배)	9.8	6.4	6.2	5.8
ROE(%)	15.7	12.4	15.0	14.0
PBR(배)	1.5	0.8	0.9	0.8
EV/EBITDA(배)	6.2	3.9	2.3	1.6

자료: 유진투자증권

[6600] 통합키움차트 - KOSPI 외국인보유[11,833(천)] 주식수[44,399(천)] 액면[5,000] 자본금[2,220(억)] 결산[12월] EPS[5.155] PER[9.00] 시가

DB하이텍 일 주 월 년 분 초 tick 1 3 5 10 15 30 45 60 1 120/600 2025/07/09

46,400 ▲ 300 +0.65% 249,592 233.66% 0.56% 11,860백만 호가 46,450 46,400 시 47,150 고 48,800 저 46,300 매수 매도 평

DB하이텍 증가 단순 5 10 20 60 120 150억봉 8500억봉 강세패턴 약세패턴



거래량 단순 5 20 60 120 106,818주(128.48%)



2025/01 02 03 04 05 06 07 07/09

LC:51.89
HC:-8.53
47,500
46,100
-0.65%
42,500
40,000
37,500
35,000
32,500
30,000
2,000K
1,500K
1,000K
500,000
106,818
128.48%
07/09

[6600] 통합카움차트 - KOSPI 외국인보유[11,833(천)] 주식수[44,399(천)] 액면[5,000] 자본금[2,220(억)] 결산[12월] EPS[5.155] PER[9.00] 시가

DB하이텍 일 주 월 년 분 초 tick 1 3 5 10 15 30 45 60 1 /600 2025/07/09
46,450 ▲ 350 +0.76% 249,604 233.67% 0.56% 11,860백만 호가 46,450 46,400 시 47,150 고 48,800 저 46,300 매수 매도 평

