

# 2025.05.21.(수) 증권사리포트

▶ 최근 발행한 증권사리포트 중 투자자에게 도움되는 리포트를 선별하여 제공합니다.

HPSP

밋밋한 실적 흐름, 하반기 수주 회복 여부가 관건

[출처] BNK투자증권 이민희 애널리스트

기대치 하회한 1Q25 실적, 그래도 OPM 50.7%로 고수익성 유지

1Q25 매출액은 369억원(-45%QoQ, -2%YoY), 영업이익은 187억원(48%QoQ, -6%YoY)을 기록, 각각 시장 컨센서스를 15%, 18% 하회했다. 전분기에 매출이 앞당겨 반영된 것을 제외하면 정상적으로는 430억원 매출 규모로 기대치에 부합한 것이다. 메모리 매출이 35%를 차지하여 작년 50% 보다는 줄었고, 주로 로직 후발업체들 위주로 매출을 기록했다. 매출 감소에도 OPM은 50.7%를 기록, 여전히 높은 이익률을 유지했다.

상반기 밋밋한 실적 흐름, 하반기 수주 회복 여부가 관건

2Q25 매출은 480억원(30%QoQ, 76%YoY)로 증가할 전망이다. 그러나 최근 수주활동 부진으로 인해, 올해 상반기 매출 규모는 비슷할 것이며, 연간으로는 YoY 소폭 감소할 전망이다. 작년 실적 기여가 컸던 DRAM은 올해도 양호하나, 현재 고객사들의 주력 선단공정은 1bnm인데 본격적인 고압수소어닐링 장비 수요는 1dnm부터 발생할 것으로 보여, 아직 수주 규모 한계가 있다. 파운드리외의 경우도 삼성전자, 인텔의 구조조정이 지속되는 상황이고, TSMC도 관세 및 보조금 이슈 때문에 미국 공장 증설 속도가 늦어지는 분위기다. NAND도 공정전환 투자 위주고, 아직 신규 공장 투자 조짐이 없기 때문에 경영환경은 어려운 상황이다. 하반기 이후 수주 회복 여부가 중요할 것 같다.

목표주가 35,000원으로 하향조정, 투자의견 '매수' 유지

최근 부진한 수주 활동을 반영하여, 올해 매출 및 영업이익 추정치를 각각 13%, 14% 하향 수정한다. 목표주가를 35,000원으로 하향조정한다. 목표주가는 25E P/B 7x를 적용한 것이고, 이는 작년 평균 P/EBIT 33x에 해당한다.

Fig. 1: HPSP 별도재무제표 요약

	2023	2024	2025F	2026F	2027F
매출액(십억원)	179	181	175	203	242
영업이익	95	94	87	105	127
세전이익	104	114	95	115	141
순이익[지배]	80	86	73	89	108
EPS(원)	989	1,040	878	1,065	1,290
증감률(%)	9.5	5.2	-15.6	21.3	21.1
PER(배)	44.3	25.0	25.2	20.8	17.2
PBR	12.9	5.9	4.2	3.5	2.9
EV/EBITDA	35.3	20.3	17.4	13.8	10.7
ROE(%)	34.0	31.1	23.3	22.5	21.8
배당수익률	0.3	2.3	2.6	2.6	2.6

자료: HPSP, BNK투자증권 / 주: K-IFRS 별도



## 현대홈쇼핑

실적 부진은 단기적 이슈, 주주환원이 중요

[출처] IBK투자증권 남성현 애널리스트

1분기 본업 선방에도 연결종속회사 실적 부진이 발목

현대홈쇼핑 1분기 실적은 부진한 것으로 평가한다. 본업의 수익성 개선 작업에 따라 이익 증가가 이루어졌지만, 연결종속회사 실적이 부진하면서 종합적으로 부정적인 실적을 달성하였다. 2025년 연결기준 1분기 취급고는 1조 5,399억 원(전년동기대비 -3.6%), 영업이익 481억 원(전년동기대비 -18.6%)을 달성하였다. 영업이익률은 전년동기대비 -0.6%p 감소하면서 3.1%를 달성하는데 그쳤다.

1분기 부정적 실적을 기록한 이유는 1) 홈쇼핑 사업부 저마진 상품군 편성 축소 등에 따라 취급고가 감소하였고, 2) 소비경기 악화에 따른 의류매출 감소 여파로 한섬 영업실적이 부진하였으며, 3) 건설경기 부진에 따른 착공물량 감소로 현대L&C 매출과 영업이익이 큰 폭으로 감소하였기 때문이다. 현대L&C 매출은 전년동기대비 -4.4%, 영업이익은 -80% 축소되었다. 다만, 본업의 경우 취급고는 앞서 언급한 이유로 감소하였지만, 뷰티/패션 등 고마진 상품군 판매 증가와 판촉비용 절감 노력으로 영업이익은 전년동기대비 +23.8% 증가한 255억 원을 달성할 수 있었다. 송출수수료 증가 압박이 지속되는 상황에서 이루어낸 성과라는 점에서 긍정적이다.

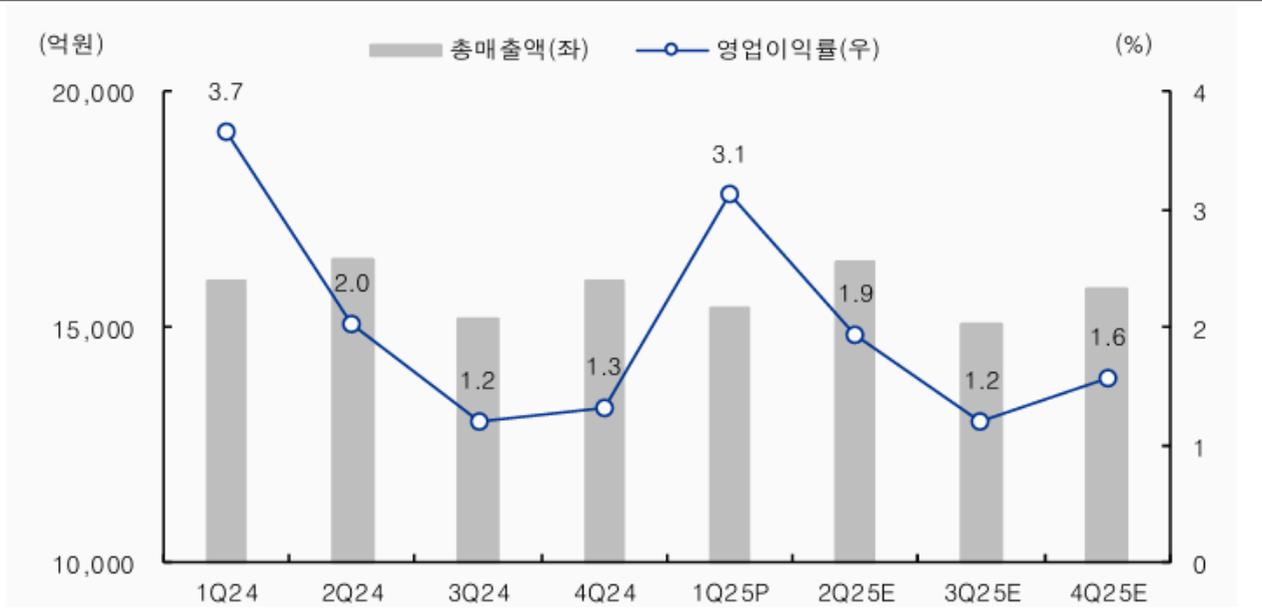
연결종속회사 부진은 당분간 이어지겠지만, 주주환원은 더욱 기대  
단기적으로 연결종속회사 실적 부진은 이어질 가능성이 높다. 그러한 이유는 1) 계절적 비수기 진입에 따라 이익 기여도가 낮아지고, 2) 건설경기 회복을 단기간에 기대하기 어렵기 때문이다. 그럼에도 불구하고 본업의 수익성 회복과 그룹 주주환원 비율이 높아지고 있다는 점을 감안하면 긍정적이다. 현대백화점 그룹의 핵심 계열사들의 주주환원 비율이 확대되고 있고, 동사의 현금성 자산을 고려할 경우 배당액은 재차 증가할 가능성이 높다. 올해의 경우 본업의 이익 성장이 이루어지는 만큼 배당액 증가를 기대하는 것은 무리가 없다는 판단이다.

투자의견 매수, 목표주가 7.6만원 유지

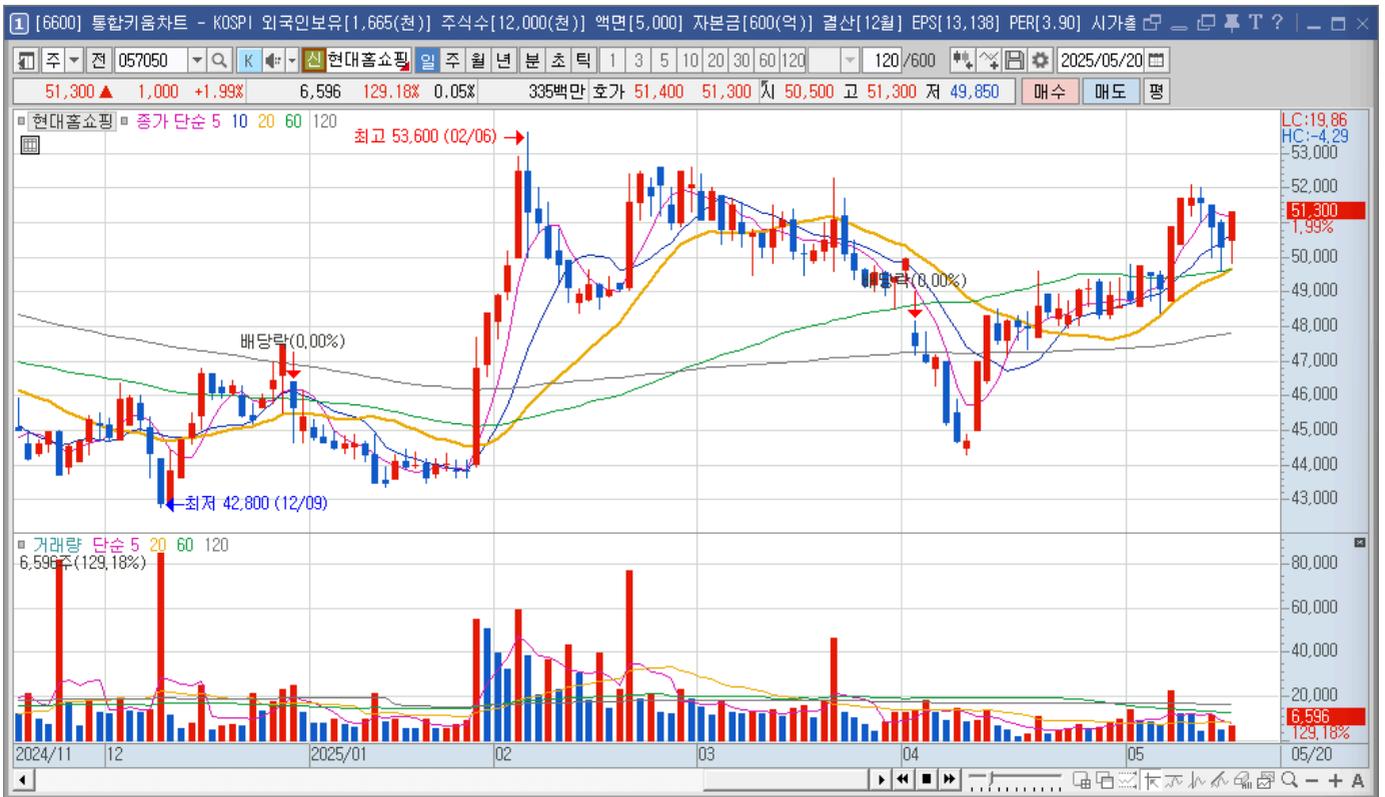
(단위:십억원배)	2023	2024	2025F	2026F	2027F
매출액	2,064	3,853	3,841	3,966	4,075
영업이익	60	130	123	142	153
세전이익	118	210	141	164	178
지배주주순이익	136	158	100	116	126
EPS(원)	11,350	13,138	8,329	9,671	10,506
증가율(%)	57.8	15.8	-36.6	16.1	8.6
영업이익률(%)	2.9	3.4	3.2	3.6	3.8
순이익률(%)	6.6	4.5	2.9	3.3	3.4
ROE(%)	6.8	7.4	4.5	5.0	5.3
PER	3.8	3.5	6.1	5.3	4.8
PBR	0.3	0.2	0.3	0.3	0.3
EV/EBITDA	10.6	8.5	8.2	7.1	6.7

자료: Company data, IBK투자증권 예상

그림 1. 현대홈쇼핑 분기별 연결 영업실적 추이



자료: 현대홈쇼핑, IBK투자증권



## 한글과컴퓨터

AI사업이 기업 성장을 확실히 견인

[출처] IBK투자증권 이승훈 애널리스트

1분기 실적 컨센서스 하회했으나, AI사업은 호조

한글과컴퓨터는 2025년 매출 609억 원(YoY +11.5%, QoQ -31.2%), 영업이익 84억 원(YoY +31.7%, QoQ +48.2%)을 달성하여 컨센서스(매출액 651억원, 영업이익 102억원)를 하회함. 자회사 적자가 확대되었으나, 본업인 시 기반 소프트웨어 사업이 호조를 기록한 것으로 분석됨. 별도 기준으로 매출액 454억 원

(YoY +34.3%, QoQ +7.5%), 영업이익 171억 원(YoY +41.3%, QoQ +120.6%)을 기록하며 최근 10년내 최고 1분기 매출 성장률을 기록했으며, 영업이익률은 37.8%로 1분기 기준 역대 최고치를 경신함  
 매출에서 클라우드 SaaS 기반의 비설치형 소프트웨어 매출이 YoY +108.4% 급성장함. 웹한글 기안기 등 공공 부문 중심의 SaaS 제품이 빠르게 확산되며, 비설치형 제품군의 매출 비중이 29%(2024년 27%)까지 상승함. 한컴라이프케어와 기타 자회사의 적자가 확대되면서 연결 영업이익이 축소됨. 자회사 사업은 하반기에 수익성이 개선되어 적자폭을 줄일 것으로 예상됨

AI 밸류체인을 확대하고 글로벌 사업으로 확대

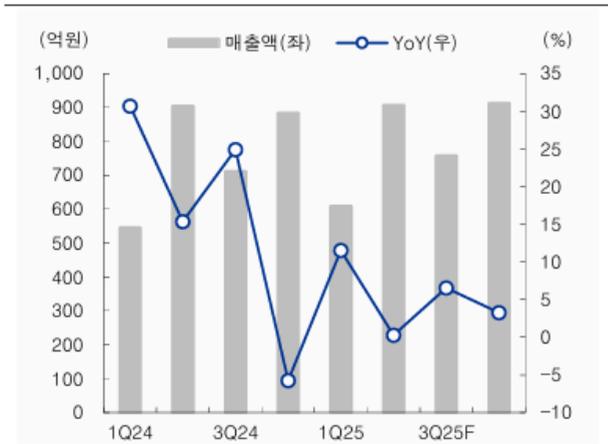
AI를 기반으로 사업의 중심축을 재정립함. 지난해 출시된 '한컴피디아'와 '한컴어시스턴트'를 중심으로 진행된 AI 제품 실증 사업(PoC)을 통해 국회와 행정안전부 등에 AI솔루션을 공급함. 연내에는 '한컴어시스턴트'의 고도화 버전과 새로운 '한컴AI 에이전트'를 출시할 예정임

향후 ERP, 전자결재, CRM 등 다양한 기업 시스템과의 연계된 문서 작성, 요약, 의사결정 보조 등 고도화된 AI서비스를 선보일 예정임 한편 일본 시장을 중심으로 한 글로벌 진출 전략을 제시함. 도쿄 중심의 키라보시 은행, 인터넷 전문은행 등의 금융서비스를 제공하는 키라보시 파이낸셜 그룹과 AI사업을 위한 업무협약을 체결함. 일본 뿐만 아니라 대만, 유럽 등의 글로벌 파트너와 함께 오피스사업의 기존 한계를 벗고 AI사업을 통한 해외 진출이 가속화될 것으로 기대됨

(단위:십억원,배)	2023	2024	2025F	2026F	2027F
매출액	271	305	319	366	406
영업이익	34	40	54	65	75
세전이익	-21	25	56	66	77
지배주주순이익	15	14	45	50	59
EPS(원)	606	574	1,869	2,088	2,427
증가율(%)	-67.3	-5.3	225.7	11.7	16.2
영업이익률(%)	12.5	13.1	16.9	17.8	18.5
순이익률(%)	-10.0	4.6	13.2	13.7	14.5
ROE(%)	4.6	4.1	12.3	12.5	13.1
PER	23.5	36.8	12.0	10.7	9.2
PBR	1.0	1.5	1.4	1.3	1.1
EV/EBITDA	6.1	9.1	7.4	6.7	5.9

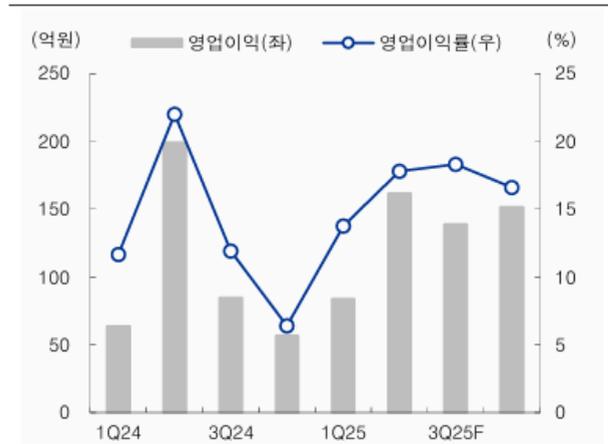
자료: Company data, IBK투자증권 예상

그림 1. 한글과컴퓨터 매출액 및 YoY 추이



자료: 한글과컴퓨터, IBK투자증권

그림 2. 한글과컴퓨터 영업이익 및 영업이익률 추이



자료: 한글과컴퓨터, IBK투자증권



## 원익QnC

주가 밸류에이션은 매력적인 수준

[출처] 키움증권 박유악 애널리스트

2025년 실적 전망치 하향 조정

원익QnC의 2025년 실적 전망치를 매출액 9,601억원(+8%YoY)과 영업이익 954억원(+5%YoY)으로, 기존 (2024.11.27, 2025년 매출액 9,616억원, 영업이익 1,284억원) 대비 하향 조정한다. 매출액의 경우에는 '삼성전자의 보수적인 CapEx 운영과 라인 전환'이 당사 예상과 같이 진행되고 있어, 전망치의 큰 변경이 불필요하다고 판단된다. 다만 영업이익은 '차량용 반도체 시장의 업황 둔화'로 인한 'MT Holding의 수익성

하락'이 예상보다 크게 나타나고 있어, 기존 추정치의 하향 조정이 필요하다고 판단한다. MT Holding의 매출액은 2023년 4,702억원에서 2025년 4,779억원으로 소폭 성장할 것으로 예상되지만, 영업이익은 '수익성 높은 차량용 반도체 부문의 매출 비중 감소'로 인해 크게 감소할 것으로 전망된다.

2Q25 영업이익 226억원 전망

원익QnC의 2Q25 실적은 매출액 2,403억원(+4%QoQ, +3%YoY)과 영업이익 226억원(+19%QoQ, -38%YoY)으로, 시장 컨센서스(FnGuide 컨센서스: 매출액 2,324억원, 영업이익 213억원)를 소폭 상회할 전망이다. TSMC와 Lam Research향 실적이 견조하고, 삼성전자 메모리 부문의 실적도 NAND 전환 투자 영향으로 인해 성장 전환할 것으로 판단하기 때문이다. 지난 하반기부터 부진한 흐름을 보이고 있는 MT Holding의 경우에는 차량용 반도체의 수요

회복이 예상되는 2H25에 회복세를 보일 것으로 판단한다.

투자의견 'BUY' 유지, 목표주가는 23,000원으로 하향 조정

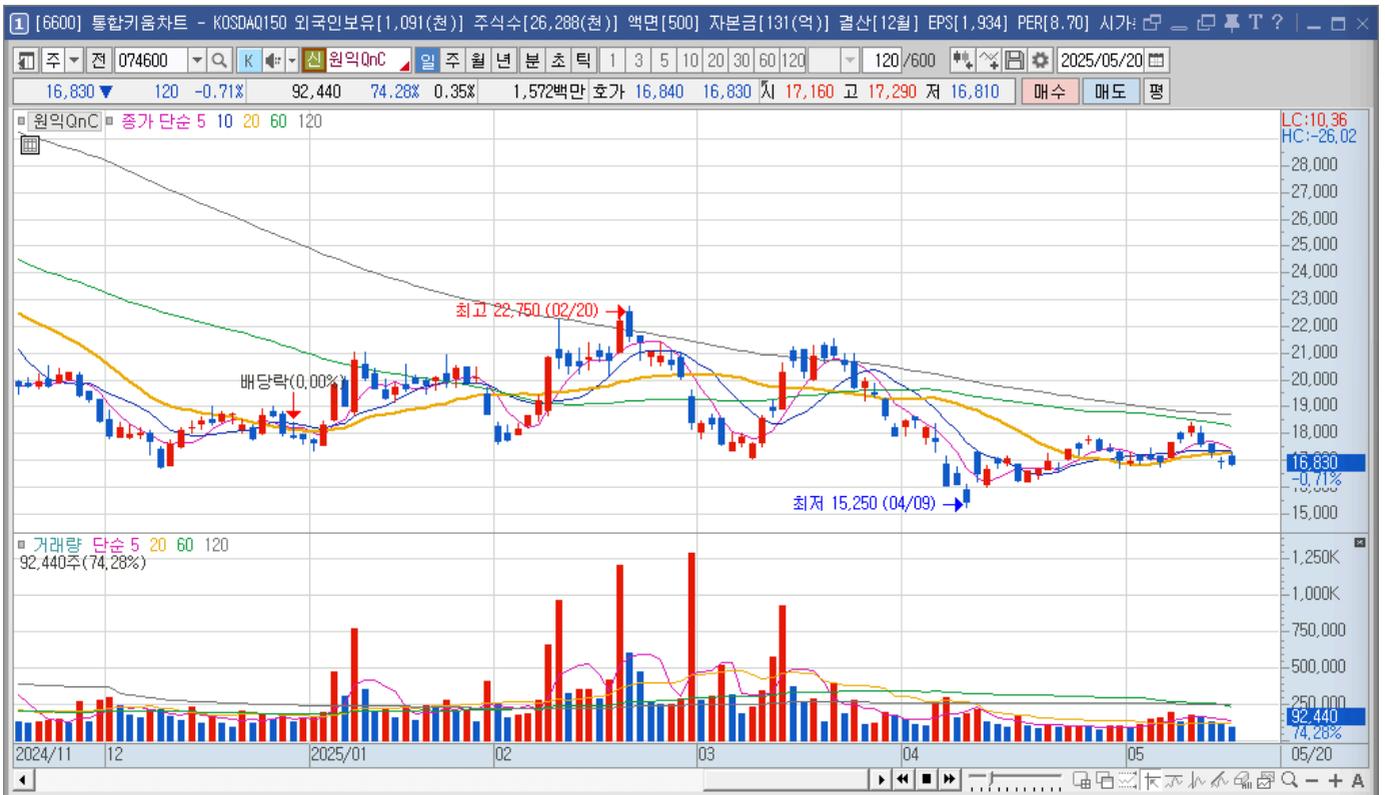
원익QnC의 주가는 지난 연말 이후 계속된 기간 조정을 거치며, 현재 12개월 trailing P/B 1.0배와 P/E 9배 수준에 머물러 있다. 현재의 주가 밸류에이션은 '영업적자 전환 우려가 팽배했던 2019년'과 '코로나19로 인해 주식 시장의 급락이 나타났던 2020년 상반기' 수준에 불과하기 때문에, 투자에 있어 매력적이라고 판단한다.

다만 시기적으로 봤을 때는 차량용 반도체 시장의 다운 사이클이 여전히 진행 중이고, 삼성전자를 포함한 주요 고객들의 CapEx 재확대까지 시간이 더욱 필요하기 때문에, 보다 긴 호흡으로 원익QnC를 바라볼 필요가 있다. 원익QnC에 대한 투자의견 'BUY' 유지하지만, 목표주가는 '25~'27년 실적 전망치 변경을 반영하여 23,000원으로 하향 조정한다.

**투자지표**

(십억원, IFRS 연결)	2023	2024	2025F	2026F
매출액	805.9	891.5	960.1	1,091.6
영업이익	83.0	90.6	95.4	117.5
EBITDA	151.0	160.3	171.4	192.2
세전이익	60.6	69.7	76.7	103.3
순이익	51.0	61.5	66.8	85.4
지배주주지분순이익	38.1	50.8	55.2	70.6
EPS(원)	1,451	1,934	2,100	2,686
증감률(%YoY)	-29.1	33.3	8.6	27.9
PER(배)	19.8	9.2	8.1	6.3
PBR(배)	1.85	1.01	0.86	0.75
EV/EBITDA(배)	9.7	8.1	6.6	5.5
영업이익률(%)	10.3	10.2	9.9	10.8
ROE(%)	9.7	11.7	11.2	12.7
순부채비율(%)	118.4	128.3	87.9	66.2

자료: 키움증권 리서치센터



## 모나용평

운영 매출 증가로 이어질 분양 성장

[출처] DS투자증권 김수현 애널리스트

분양 증가 → 객실 수 증가 → 운영 매출 성장

1Q25 매출액 707억원(+26.3% YoY), 영업이익 133억원(+33.6% YoY, OPM 18.9%)을 기록했다. 운영 부문의 완전한 정상화와 루송채 분양 매출이 맞물린 호실적이다. 운영 부문에서는 1) 엔데믹 이후 24/25 시즌 스키 매출 호조와, 2) 이에 따른 객실 판매 정상화에 따른 실적 성장세가 지속됐다. 1분기 객실 가동률과 판매 단가는 각각 60.7%와 13.0만원을 기록했고 이에 운영 부문에서만 86.9억원의 영업이익을 기록

했다. 골프 및 워터파크 등 사업 다각화를 통한 분기별 운영 매출 편차도 축소되고 있다. 30년까지 꾸준히 이어질 분양 실적은 객실 수 증가로 이어지며 안정적 운영 매출 성장의 기반이 되어줄 예정이다. 밸류에이션 매력도 매 분기 함께 부각될 전망이다.

속도보다는 30년까지 분양 건이 지속된다는 점에 초점

25F 매출액 2,839억원(+6.0% YoY), 영업이익 341억원(+26.5% YoY, OPM 12.0%)을 추정한다. 국내외 지정학적 리스크로 루송채 콘도의 분양 속도는 예상보다는 더뎠던 것으로 파악된다. 다만 2분기에 접어들며 다시 탄력을 받고 있는 것으로 파악되며 6월 준공 이후 연간 78%까지 분양률을 끌어올릴 계획이다. 24년 말 기준으로 분양률이 62.4% 수준이었음을 감안하면 무리한 수치는 아니라는 판단이다. 루송채의 단기 분양 속도보다 중요한 점은 루송채 이후 30년까지 분양 건이 꾸준히 지속된다는 점이다. 고창 테마파크 및 앙띠뉴와 디로커스 등 후속 분양으로 30년까지 약 1.4조원 규모의 분양 매출이 지속해서 발생할 전망이다. 단계별 개발로 대규모 휴양 타운으로 성장할 용평 빌리지에 주목한다.

용평 외 지역에서의 개발도 본격화될 25년

25년과 26년 매출로 인식될 루송채 이후에도 분양 매출은 꾸준히 발생할 전망이다. 용평 단지 이외의 지역에서의 개발도 본격화될 것으로 기대된다. 4Q25 고창 종합 테마파크를 시작으로 강릉 등 용평 단지 외 지역으로의 진출로 운영 매출 발생 지역의 다변화가 본격화되는 시점에는 밸류에이션 프리미엄도 가능하다는 판단이다. 투자의견과 목표주가 유지한다

**Financial Data**

(십억원)	2022	2023	2024	2025F	2026F
매출액	143	212	268	284	362
영업이익	2	21	27	34	46
영업이익률(%)	1.1	10.1	10.1	12.0	12.6
세전이익	-13	13	11	24	32
지배주주지분순이익	-12	10	8	19	26
EPS(원)	-252	208	166	392	530
증감률(%)	적전	흑전	-20.0	136.2	35.1
ROE(%)	-3.2	2.6	2.1	4.7	6.1
PER(배)	-14.0	14.7	19.3	10.9	8.0
PBR(배)	0.4	0.4	0.4	0.5	0.5
EV/EBITDA(배)	15.6	5.2	8.6	7.6	6.4

자료: 모나용평, DS투자증권 리서치센터, K-FRS 연결기준



유니드

올해 2분기, 스프레드 급상승 중

[출처] IBK투자증권 이동욱 애널리스트

2025년 2~3분기 역내외 염화칼륨 가격 추가 반등 전망

2025년 2~3분기에도 역내외 염화칼륨 가격이 추가로 상승할 것으로 전망된다. 벨라루스와 러시아의 설비 유지보수, 칠레와 라오스의 생산 감소로 공급이 줄어들 것으로 예상되며, 중국과 러시아의 수요 증가로 수급이 타이트해지고 있기 때문이다. 특히 중국은 수요 호조로 항구 재고가 전년 대비 약 30% 감소했으며, 전략 비축량도 110만 톤으로 줄어들어 하반기 강한 수입 수요가 예상된다. 이는 역내 염화칼륨 가

격 상승에 긍정적인 영향을 미칠 전망이다. 또한, 인도네시아와 말레이시아의 팜유 가격 상승으로 인한 수요 증가도 염화칼륨 가격 반등에 기여할 것으로 보인다.

이에 따라 역대 가성칼륨과 탄산칼륨 가격도 동반 상승할 가능성이 크다. 참고로, 5월 초순 국내 가성칼륨 스프레드는 톤당 570달러로 올해 1월 대비 114% 상승했으며, 탄산칼륨 스프레드는 톤당 669달러로 40% 올랐다.

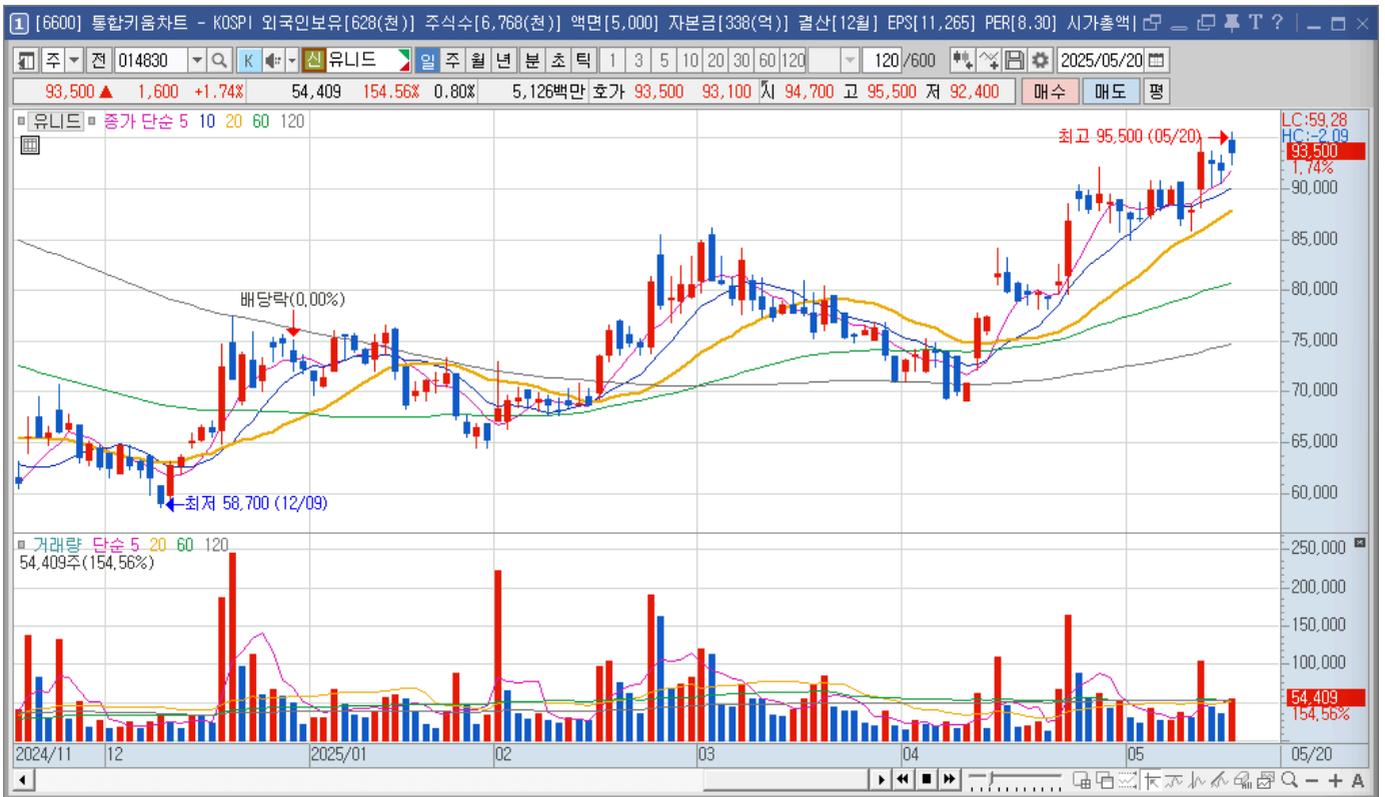
### 올해 연간 영업이익, 전년 대비 39.1% 증가 전망

유니드의 2025년 연간 영업이익은 1,328억 원으로, 전년 대비 39.1% 증가할 것으로 전망된다. 수출주에 유리한 환율 효과는 최근 고점 대비 감소했으나, 제조판매 원가에서 원재료비와 전력비 다음으로 큰 비중을 차지하는 물류비가 급락하며 긍정적인 영향을 미칠 전망이다. 또한, 중국 후베이성 이창에 위치한 9만 톤 규모의 가성칼륨 신규 플랜트가 3월부터 100% 가동에 들어가며 중국 화학부문의 물량 증가가 기대된다. 아울러 인도의 수요 강세 지속과 유럽의 수요 회복으로 국내 화학부문의 물량도 동반 증가할 것으로 예상된다.

신규 이창 플랜트는 최첨단 설비를 갖춰 설비 효율이 높고, 원부재료 원단위 관리 수준이 뛰어나 경쟁 중국 플랜트 대비 원가 경쟁력을 보유하고 있다. 또한, 2차 프로젝트를 통해 2027년까지 추가로 9만 톤의 생산 능력을 확보할 계획이다. 이에 따라 동사의 중국 법인 가성칼륨 총 생산 능력은 2027년 50만 톤으로 확대될 전망이다.

(단위:십억원,배)	2023	2024	2025F	2026F	2027F
매출액	1,134	1,112	1,307	1,410	1,492
영업이익	32	95	133	141	154
세전이익	23	87	131	145	163
지배주주순이익	16	76	102	113	127
EPS(원)	2,403	11,265	15,044	16,740	18,773
증가율(%)	-83.5	368.7	33.6	11.3	12.1
영업이익률(%)	2.8	8.5	10.2	10.0	10.3
순이익률(%)	1.4	6.8	7.8	8.0	8.5
ROE(%)	1.8	8.0	9.6	9.8	10.1
PER	28.2	6.4	6.1	5.5	4.9
PBR	0.5	0.5	0.6	0.5	0.5
EV/EBITDA	6.4	4.2	3.9	3.8	3.2

자료: Company data, IBK투자증권 예상



## SFA반도체

적자 지속, 하반기 턴어라운드 변수는 관세와 외주정책

[출처] BNK투자증권 이민희 애널리스트

가동률 하락으로 1Q25 적자폭 확대

1Q25 매출액은 753억원(-8%QoQ, -38%YoY)으로 예상보다 7% 하회했으며, 영업손실은 -60억원으로 적자폭이 전 분기 대비 확대되었다. 국내 고객사 주문 감소로 K1과 필리핀 P1 공장 가동률이 추가 하락함에 따라 적자폭이 커졌기 때문이다. 그래도 K2 공장은 양호한 가동률과 흑자 기초를 유지했다.

하반기 실적 변수는 상호관세, 외주정책, SSD 신사업

2Q25에도 수요는 나아지지 않아 영업적자가 지속될 전망이다. 하반기 턴어라운드할 것인가에는 몇가지 변수가 있다. 우선 상호관세 영향이다. 미국이 베트남에 높은 상호관세를 부과한다면, 고객사의 모듈 아웃소싱이 베트남에서 필리핀으로 더 빠르게 이전될 수 있으며 동사가 수혜를 볼 수 있다. 두 번째는 고객사의 외주 정책 변화이다. DRAM 구조조정 이후 고객사는 하반기 DDR5 증산에 집중할 것으로 예상되는데, 이 때 후공정 외주정책을 어떻게 가져갈 것인가이다. 레거시 DRAM 생산을 중단하기 때문에 이제는 DDR5 외주 물량을 늘릴 가능성이 높다. 세 번째는 하반기부터 생산 시작하는 SSD 모듈 신사업 성과다. 현재는 1개 라인을 구축한 상태이나 고객사 의지에 따라 향후 추가 투자 가능성이 있다.

투자의견 '보유' 유지. 목표주가 3,300원으로 하향

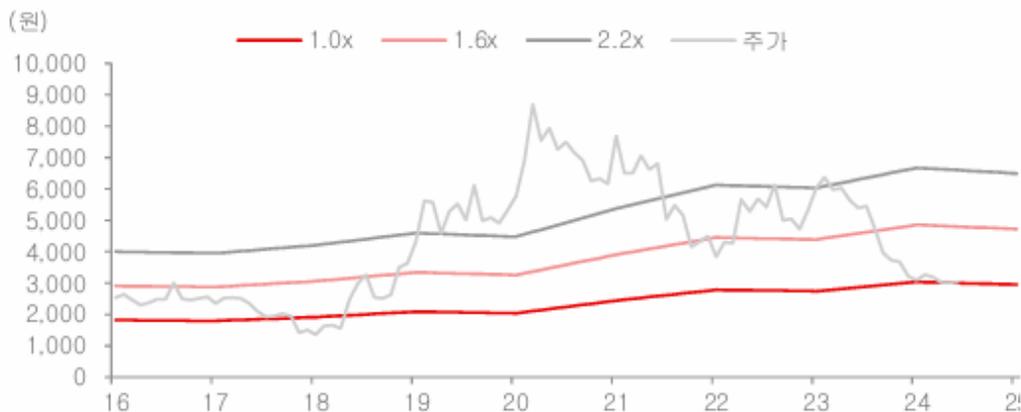
하반기 업황이 불투명하지만, 상호관세와 고객사 외주정책에 따라 동사 매출 성장 변수도 있어 향후 유심히 지켜 볼 필요가 있다. 투자의견 '보유'를 유지하며, 목표주가는 더 낮아진 올해 실적 전망을 반영하여, 3,300원(P/B 1.1X 적용)으로 하향조정한다.

Fig. 1: SFA반도체 연결재무제표 요약

	2023	2024	2025F	2026F	2027F
매출액(십억원)	417	400	350	435	487
영업이익	-13	0	-13	12	19
세전이익	-12	3	-11	12	20
순이익[지배]	-13	21	-11	13	18
EPS(원)	-79	130	-69	76	108
증감률(%)	적자전환	흑자전환	적자전환	흑자전환	42.1
PER(배)	-	23.8	-	40.2	28.3
PBR	2.2	1.0	1.0	1.0	1.0
EV/EBITDA	31.9	10.3	14.2	8.2	7.1
ROE(%)	-2.9	4.5	-2.3	2.6	3.5
배당수익률	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0

자료: SFA반도체, BNK투자증권 / 주: K-IFRS 연결

Fig. 2: SFA반도체 P/B 밴드 차트



자료: BNK투자증권

