



BUY(Maintain)

목표주가: 170,000원(하향)

주가(11/18): 106,500원

시가총액: 12,072억원



반도체 Analyst 박유악
yuak.pak@kiwoom.com

Stock Data

KOSPI (11/18)		2,469.07pt	
52 주 주가동향	최고가	최저가	
	231,500원	102,100원	
최고/최저가 대비 등락률	-54.0%	4.3%	
수익률	절대	상대	
	1M	-15.3%	-7.8%
	6M	-42.4%	-35.0%
	1Y	-40.9%	-39.0%

Company Data

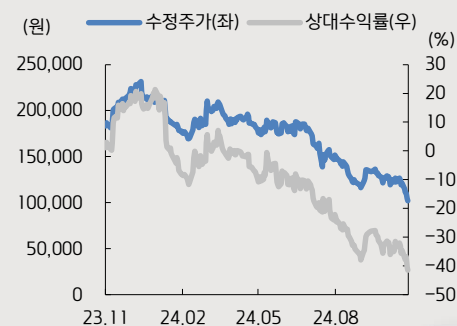
발행주식수	11,335천주	
일평균 거래량(3M)	67천주	
외국인 지분율	41.0%	
배당수익률(24E)	2.0%	
BPS(24E)	82,368원	
주요 주주	조동혁 외 10인	15.1%

투자지표

(십억원, IFRS 연결)	2022	2023	2024F	2025F
매출액	885.5	771.7	782.0	821.3
영업이익	186.0	124.1	127.4	139.5
EBITDA	235.2	177.2	182.6	201.6
세전이익	194.2	135.6	140.3	149.6
순이익	167.0	108.7	116.5	115.6
지배주주지분순이익	155.1	105.3	110.7	109.8
EPS(원)	13,685	9,294	9,800	9,719
증감률(% YoY)	4.6	-32.1	5.5	-0.8
PER(배)	13.6	24.4	10.8	10.9
PBR(배)	2.75	3.04	1.29	1.18
EV/EBITDA(배)	9.8	15.9	13.7	12.1
영업이익률(%)	21.0	16.1	16.3	17.0
ROE(%)	21.4	13.1	12.5	11.3
순차입금비율(%)	12.4	16.3	11.0	5.3

자료: 키움증권 리서치센터

Price Trend



기업 업데이트

한솔케미칼 (014680)

분기 실적 저점 통과 중



주요 고객사인 삼성전자의 2025년 반도체 CapEx 하향 조정 예상. DRAM은 LPDDR4에서 HBM3e로의 설비 전환, 파운드리 공정 전환을 통해 2025년 수요에 대응할 것으로 판단하기 때문. 이러한 공정 전환 과정은 반도체 소재의 일시적 수요 감소로 이어지기 때문에, 한솔케미칼의 분기 실적 회복이 당초 예상보다 늦어질 전망. '24~'26년 실적 전망치를 하향 조정하지만, T12M P/E 10배와 P/B 1.3배 수준의 밸류에이션이 주가의 추가 하락을 제한할 것으로 판단함.

>>> 삼성전자 반도체 CapEx 하향 조정 예상

주요 고객사인 삼성전자의 2025년 반도체 CapEx가 하향 조정될 것으로 예상된다. HBM3e의 양산 검증 지연과 consumer 수요 부진이 삼성전자의 HBM 증설 속도를 늦출 것으로 보이고, 증설의 방식도 신규 장비 도입이 아닌 기존 LPDDR4 장비의 활용으로 변경될 것으로 예상된다. LPDDR4에서 HBM3e로의 장비 전환 과정은 반도체 소재의 일시적 수요 감소로 이어지기 때문에, 한솔케미칼의 반도체 소재 부문 실적에 단기적인 부담으로 작용할 것이다. 삼성전자의 파운드리 부문 역시 보수적이었던 우리의 예상보다도 더욱 가파른 가동률 하락이 단기간 내에 발생할 수 있을 것으로 보인다. 이러한 전방 산업의 흐름을 감안하면, 연말·연초의 기간 동안의 한솔케미칼의 분기 실적은 다소 부진한 흐름을 이어갈 것이다.

>>> 2025년은 반도체 소재 실적 회복의 해

한솔케미칼의 분기 실적은 1Q25를 지나면서 회복세에 진입할 전망이다. 삼성전자의 HBM3e 8hi과 12hi 제품이 NVIDIA의 H200와 B200A에 각각 공급되며, 한솔케미칼의 반도체용 과산화수소 출하량 증가로 이어질 것으로 판단하기 때문이다. 삼성전자 파운드리 부문의 가동률도 엑시노스2500의 양산과 함께 회복세를 보이며, 과산화수소 부문의 실적 회복에 기여할 것으로 판단한다. 한솔케미칼의 분기 실적은 4Q24 매출액 1,945억원(+2%QoQ)과 영업이익 211억원(-43%QoQ)을 기록한 뒤, 3Q25 매출액 2,091억원(+3%QoQ)과 영업이익 402억원(+7%QoQ)으로 회복될 전망이다.

>>> 투자의견 'BUY'유지, 목표주가 17만원 제시

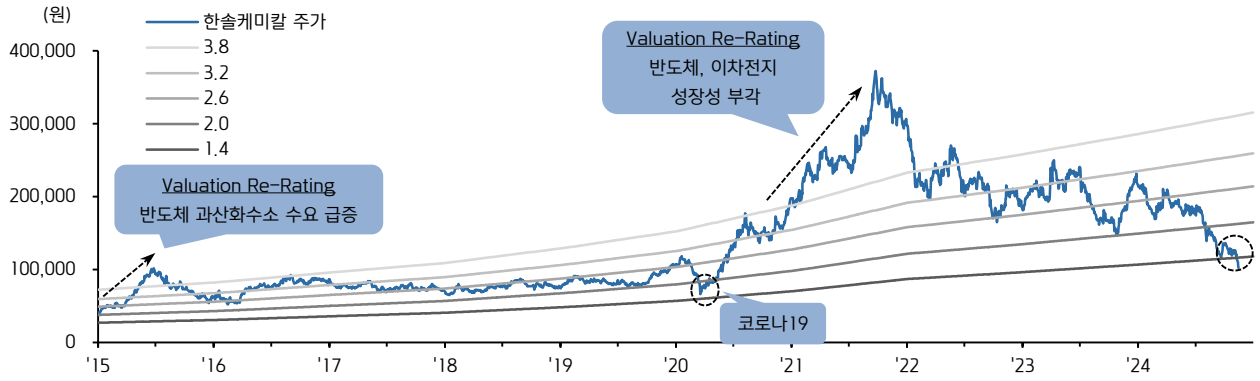
삼성전자 반도체 CapEx 하향 조정에 대한 영향을 반영하여, 한솔케미칼의 2024~2026년 실적 전망치를 하향하고, 목표주가를 17만원으로 하향 조정한다. 다만 12개월 trailing P/E 10배와 P/B 1.3배의 밸류에이션은 충분히 낮은 투자자들의 기대치를 방증하고 있어, 주가의 추가 하락 위험이 제한될 것으로 판단한다. 따라서 '삼성전자의 HBM3e, HBM4, 1cnm DRAM, 2nm GAA 등 선단 제품들의 생산 비중 확대'와 '한솔케미칼의 분기 실적 회복세 진입'에 투자 포인트를 맞추고, 중장기적인 관점에서 비중을 확대해 나아가는 전략을 추천한다.

한솔케미칼 연결 실적 추이 및 전망 (단위: 십억원)

	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24E	1Q25E	2Q25E	3Q25E	4Q25E	2023	2024E	2025E
매출액	197.9	199.1	190.6	194.5	193.6	203.0	209.1	215.6	771.7	782.0	821.3
%YoY Growth	3%	1%	-4%	2%	0%	5%	3%	3%	-13%	1%	5%
정밀화학	49.0	51.0	50.9	50.0	49.0	52.2	56.2	58.9	204.4	200.9	216.3
전자 및 이차전지 소재	66.1	57.2	54.7	58.5	62.6	60.3	62.6	66.5	235.6	236.5	251.9
제지/환경제품	25.7	28.9	26.5	29.3	27.8	29.7	28.3	30.1	95.6	110.3	115.9
기타/연결법인	57.0	62.1	58.6	56.7	54.2	60.7	62.1	60.1	236.1	234.4	237.1
매출원가	144.7	145.5	139.3	147.1	140.5	145.8	148.8	159.8	566.7	576.6	594.9
매출원가율	73%	73%	73%	76%	73%	72%	71%	74%	73%	74%	72%
매출총이익	53.2	53.6	51.3	47.3	53.1	57.2	60.3	55.8	205.0	205.4	226.4
매출총이익률	27%	27%	27%	24%	27%	28%	29%	26%	27%	26%	28%
판매비와관리비	19.0	18.5	14.3	26.2	19.1	19.6	20.0	28.2	80.8	78.0	86.9
영업이익	34.2	35.1	37.0	21.1	34.1	37.6	40.2	27.6	124.1	127.4	139.5
%YoY Growth	63%	3%	5%	-43%	62%	10%	7%	-31%	-33%	3%	10%
영업이익률	17%	18%	19%	11%	18%	19%	19%	13%	16%	16%	17%
법인세차감전손익	41.0	42.6	36.0	20.8	38.4	39.8	43.6	27.8	135.6	140.3	149.6
법인세비용	9.2	6.1	3.7	4.8	8.8	8.7	10.0	6.4	26.9	23.8	34.0
당기순이익	31.8	36.5	32.2	16.0	29.6	31.0	33.6	21.4	108.7	116.5	115.6
당기순이익률	16%	18%	17%	8%	15%	15%	16%	10%	14%	15%	14%
KRW/USD	1,330	1,370	1,360	1,385	1,375	1,355	1,360	1,345	1,304	1,361	1,359

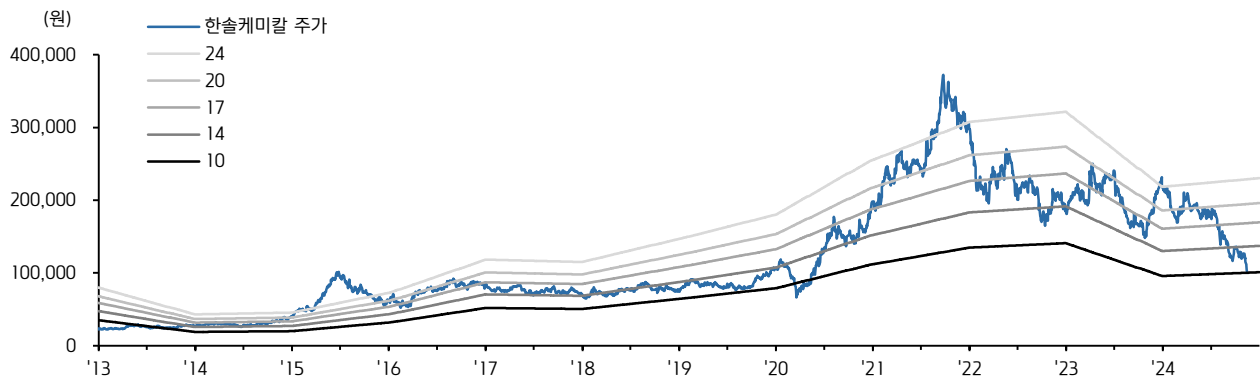
자료: 키움증권 리서치센터

한솔케미칼 12개월 Trailing P/B Ratio



자료: 키움증권 리서치센터

한솔케미칼 12개월 Trailing P/E Ratio



자료: 산업통상자원부, 키움증권 리서치센터

한솔케미칼 6개월 목표주가: 170,000원 제시

	2023	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E
Sales [십억원]	771.7	782.0	821.3	930.5	1,035.7	1,094.7
Growth	-12.9%	1.3%	5.0%	13.3%	11.3%	5.7%
EPS [원]	9,294	9,800	9,719	13,159	15,998	17,210
Growth	-32.1%	5.5%	-0.8%	35.4%	21.6%	7.6%
BPS [원]	74,592	82,368	89,811	100,364	113,732	127,995
Growth	10.7%	10.4%	9.0%	11.8%	13.3%	12.5%
ROCE(Return On Common Equity)	13.1%	12.5%	11.3%	13.8%	14.9%	14.2%
COE(Cost of Equity)	8.5%	8.5%	8.5%	8.5%	8.5%	8.5%
Residual Earnings(ROCE-COE)	4.6%	4.0%	2.8%	5.4%	6.5%	5.8%
PV of Residual Earnings		2,898	2,069	4,007	5,014	4,652
Equity Beta	0.9					
Risk Free Rate	3.1%					
Market Risk Premium	6.0%					
Terminal Growth	3.0%					
Cost of Equity	8.5%					
Continuing Value	87,718					
Beginning Common Shareholders' Equity	74,592					
PV of RE for the Forecasting Period	18,639					
PV of Continuing Value	58,439					
Intrinsic Value per Share - 6M TP	171,323					

주: Equity Beta는 5년 월간 Beta 평균, Risk Free Rate은 10년물 국채 수익률, Market Risk Premium은 KOSPI 6% 적용
 자료: 키움증권 리서치센터

포괄손익계산서

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
매출액	885.5	771.7	782.0	821.3	930.5
매출원가	619.8	566.7	576.6	594.9	648.2
매출총이익	265.7	205.0	205.4	226.4	282.3
판매비	79.7	80.8	78.0	86.9	89.1
영업이익	186.0	124.1	127.4	139.5	193.2
EBITDA	235.2	177.2	182.6	201.6	260.8
영업외손익	8.2	11.4	12.9	10.0	9.3
이자수익	3.4	4.9	4.6	2.9	2.7
이자비용	5.0	5.8	7.3	4.6	3.7
외환관련이익	9.2	6.1	3.3	5.5	6.8
외환관련손실	7.3	5.8	4.8	5.0	5.7
종속 및 관계기업손익	8.3	12.7	7.9	7.3	7.2
기타	-0.4	-0.7	9.2	3.9	2.0
법인세차감전이익	194.2	135.6	140.3	149.6	202.5
법인세비용	27.3	26.9	23.8	34.0	46.0
계속사업순이익	167.0	108.7	116.5	115.6	156.5
당기순이익	167.0	108.7	116.5	115.6	156.5
지배주주순이익	155.1	105.3	110.7	109.8	148.6
증감율 및 수익성 (%)					
매출액 증감율	15.2	-12.9	1.3	5.0	13.3
영업이익 증감율	-5.9	-33.3	2.7	9.5	38.5
EBITDA 증감율	-2.2	-24.7	3.0	10.4	29.4
지배주주순이익 증감율	4.6	-32.1	5.1	-0.8	35.3
EPS 증감율	4.6	-32.1	5.5	-0.8	35.4
매출총이익율(%)	30.0	26.6	26.3	27.6	30.3
영업이익률(%)	21.0	16.1	16.3	17.0	20.8
EBITDA Margin(%)	26.6	23.0	23.4	24.5	28.0
지배주주순이익률(%)	17.5	13.6	14.2	13.4	16.0

재무상태표

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
유동자산	386.1	367.4	330.9	285.8	286.3
현금 및 현금성자산	99.1	67.1	63.5	38.4	20.1
단기금융자산	52.5	70.3	65.0	55.2	68.1
매출채권 및 기타채권	106.5	101.0	93.8	90.9	92.7
재고자산	125.4	124.4	104.1	96.5	99.9
기타유동자산	2.6	4.6	4.5	4.8	5.5
비유동자산	867.2	983.6	1,039.3	1,076.6	1,168.9
투자자산	82.6	84.7	78.4	79.8	80.5
유형자산	691.6	801.0	860.3	892.9	979.0
무형자산	66.0	79.1	81.4	84.1	87.6
기타비유동자산	27.0	18.8	19.2	19.8	21.8
자산총계	1,253.3	1,351.0	1,370.2	1,362.4	1,455.2
유동부채	153.7	247.8	195.3	130.5	124.7
매입채무 및 기타채무	104.9	96.0	75.1	67.8	63.3
단기금융부채	22.8	133.1	103.6	47.8	46.7
기타유동부채	26.0	18.7	16.6	14.9	14.7
비유동부채	247.1	161.7	142.7	109.8	81.4
장기금융부채	234.9	157.3	138.3	105.3	76.6
기타비유동부채	12.2	4.4	4.4	4.5	4.8
부채총계	400.8	409.5	338.0	240.4	206.1
지배지분	763.5	845.5	930.4	1,014.4	1,133.6
자본금	56.7	56.7	56.5	56.5	56.5
자본잉여금	33.2	33.3	33.3	33.3	33.3
기타자본	-51.0	-45.9	-45.9	-45.9	-45.9
기타포괄손익누계액	-9.3	-9.8	-12.2	-14.6	-17.4
이익잉여금	733.9	811.3	898.7	985.2	1,107.2
비지배지분	89.0	96.0	101.8	107.6	115.4
자본총계	852.5	941.5	1,032.2	1,122.0	1,249.0

현금흐름표

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
영업활동 현금흐름	173.6	144.1	183.5	186.8	218.1
당기순이익	167.0	108.7	116.5	115.6	156.5
비현금항목의 가감	85.4	80.1	83.5	99.7	116.5
유형자산감가상각비	48.0	51.6	53.5	60.3	65.7
무형자산감가상각비	1.2	1.5	1.6	1.8	1.9
지분법평가손익	-11.6	-12.8	0.0	0.0	0.0
기타	47.8	39.8	28.4	37.6	48.9
영업활동자산부채증감	-39.3	-17.0	4.1	1.5	-13.6
매출채권및기타채권의감소	1.7	3.5	7.2	2.9	-1.8
재고자산의감소	-28.1	1.6	20.3	7.6	-3.4
매입채무및기타채무의증가	-1.3	-5.0	-20.9	-7.3	-4.5
기타	-11.6	-17.1	-2.5	-1.7	-3.9
기타현금흐름	-39.5	-27.7	-20.6	-30.0	-41.3
투자활동 현금흐름	-30.2	-171.9	-98.4	-82.1	-163.9
유형자산의 취득	-111.5	-158.8	-113.2	-93.2	-152.0
유형자산의 처분	0.0	0.5	0.4	0.3	0.3
무형자산의 순취득	-0.4	-0.4	-4.0	-4.5	-5.4
투자자산의감소(증가)	-5.7	-2.1	6.2	-1.3	-0.7
단기금융자산의감소(증가)	82.5	-17.8	5.4	9.7	-12.9
기타	4.9	6.7	6.8	6.9	6.8
재무활동 현금흐름	-109.2	-4.5	-71.5	-111.9	-53.0
차입금의 증가(감소)	-24.4	20.9	-48.6	-88.8	-29.8
자본금, 자본잉여금의 증가(감소)	0.0	-0.7	-0.2	0.0	0.0
자기주식처분(취득)	-57.7	0.0	0.0	0.0	0.0
배당금지급	-25.2	-24.9	-22.8	-23.3	-23.3
기타	-1.9	0.2	0.1	0.2	0.1
기타현금흐름	-1.2	0.3	-17.3	-17.9	-19.5
현금 및 현금성자산의 순증가	33.0	-32.0	-3.6	-25.1	-18.3
기초현금 및 현금성자산	66.1	99.1	67.1	63.5	38.4
기말현금 및 현금성자산	99.1	67.1	63.5	38.4	20.1

투자지표

(단위: 원, %, 배, %)

12월 결산, IFRS 연결	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
주당지표(원)					
EPS	13,685	9,294	9,800	9,719	13,159
BPS	67,355	74,592	82,368	89,811	100,364
CFPS	22,265	16,655	17,712	19,059	24,169
DPS	2,100	2,100	2,100	2,100	2,400
주가배수(배)					
PER	13.6	24.4	10.8	10.9	8.1
PER(최고)	22.4	27.5	24.3		
PER(최저)	12.1	15.5	17.0		
PBR	2.8	3.0	1.3	1.2	1.1
PBR(최고)	4.6	3.4	2.9		
PBR(최저)	2.4	1.9	2.0		
PSR	2.4	3.3	1.5	1.5	1.3
PCFR	8.3	13.6	6.0	5.6	4.4
EV/EBITDA	9.8	15.9	13.7	12.1	9.3
주요비율(%)					
배당성향(% , 보통주, 현금)	13.7	21.0	20.0	20.2	17.0
배당수익률(% , 보통주, 현금)	1.1	0.9	2.0	2.0	2.3
ROA	13.6	8.3	8.6	8.5	11.1
ROE	21.4	13.1	12.5	11.3	13.8
ROIC	18.2	10.0	10.2	10.0	13.0
매출채권회전율	8.3	7.4	8.0	8.9	10.1
재고자산회전율	7.8	6.2	6.8	8.2	9.5
부채비율	47.0	43.5	32.7	21.4	16.5
순차입금비율	12.4	16.3	11.0	5.3	2.8
이자보상배율	37.1	21.4	17.6	30.4	52.3
총차입금	257.7	290.5	241.9	153.1	123.3
순차입금	106.1	153.0	113.5	59.5	35.1
NOPLAT	235.2	177.2	182.6	201.6	260.8
FCF	49.4	-28.3	48.3	74.1	46.5

자료: 키움증권 리서치센터

Compliance Notice

- 당사는 11월 18일 현재 '한솔케미칼' 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사는 자료 작성일 현재 동 자료상에 언급된 기업들의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.

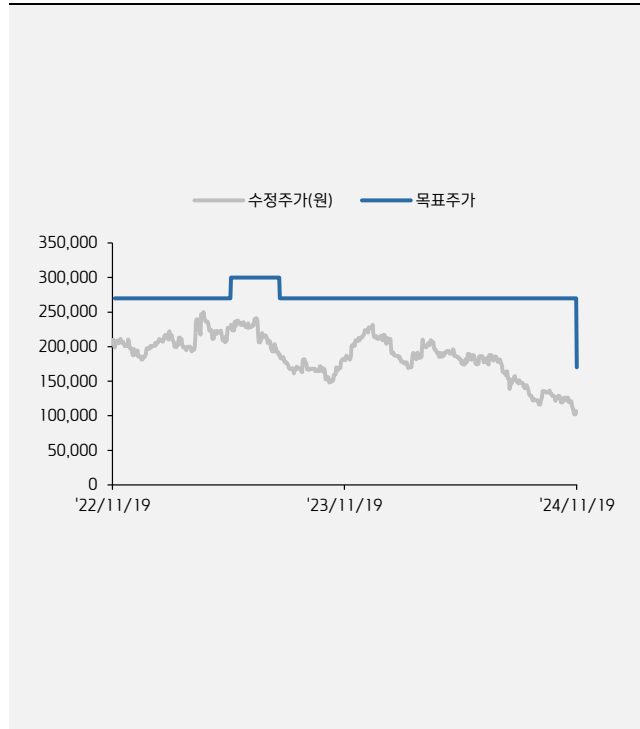
고지사항

- 본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없고, 통지 없이 의견이 변경될 수 있습니다.
- 본 조사분석자료는 유가증권 투자를 위한 정보제공을 목적으로 당사 고객에게 배포되는 참고자료로서, 유가증권의 종류, 종목, 매매의 구분과 방법 등에 관한 의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않으며 법적 분쟁에서 증거로 사용 될 수 없습니다.
- 본 조사 분석자료를 무단으로 인용, 복제, 전시, 배포, 전송, 편집, 번역, 출판하는 등의 방법으로 저작권을 침해하는 경우에는 관련법에 의하여 민·형사상 책임을 지게 됩니다.

투자의견변동내역(2개년)

종목명	일자	투자의견	목표주가	목표가 가격 대상 사상	과리율(%)	
					평균 주가대비	최고 주가대비
한솔케미칼 (014680)	2022-11-22	BUY(Maintain)	270,000원	6개월	-25.23	-17.78
	2023-03-21	BUY(Maintain)	270,000원	6개월	-25.36	-17.78
	2023-03-29	BUY(Maintain)	270,000원	6개월	-22.89	-7.41
	2023-05-10	BUY(Maintain)	270,000원	6개월	-22.73	-7.41
	2023-05-24	BUY(Maintain)	300,000원	6개월	-24.36	-21.33
	2023-05-31	BUY(Maintain)	300,000원	6개월	-24.09	-19.67
	2023-07-18	BUY(Maintain)	300,000원	6개월	-26.76	-19.67
	2023-08-09	BUY(Maintain)	270,000원	6개월	-35.44	-30.07
	2023-09-04	BUY(Maintain)	270,000원	6개월	-37.55	-30.07
	2023-10-30	BUY(Maintain)	270,000원	6개월	-37.12	-30.07
	2023-11-29	BUY(Maintain)	270,000원	6개월	-35.14	-20.93
	2023-12-18	BUY(Maintain)	270,000원	6개월	-31.18	-14.26
	2024-04-22	BUY(Maintain)	270,000원	6개월	-29.55	-27.41
	2024-05-16	BUY(Maintain)	270,000원	6개월	-31.04	-27.41
	2024-05-29	BUY(Maintain)	270,000원	6개월	-31.80	-27.41
	2024-07-04	BUY(Maintain)	270,000원	6개월	-40.09	-27.41
2024-11-19	BUY(Maintain)	170,000원	6개월			

목표주가추이(2개년)



*주가는 수정주가를 기준으로 과리율을 산출하였습니다.

투자의견 및 적용기준

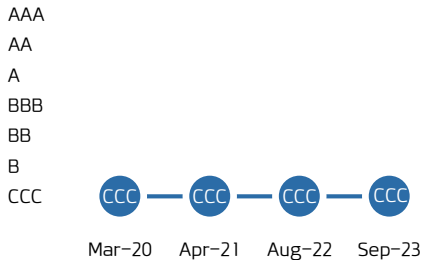
기업	적용기준(6개월)
Buy(매수)	시장대비 +20% 이상 주가 상승 예상
Outperform(시장수익률 상회)	시장대비 +10~+20% 주가 상승 예상
Marketperform(시장수익률)	시장대비 +10~-10% 주가 변동 예상
Underperform(시장수익률 하회)	시장대비 -10~-20% 주가 하락 예상
Sell(매도)	시장대비 -20% 이하 주가 하락 예상

업종	적용기준(6개월)
Overweight (비중확대)	시장대비 +10% 이상 초과수익 예상
Neutral (중립)	시장대비 +10~-10% 변동 예상
Underweight (비중축소)	시장대비 -10% 이상 초과하락 예상

투자등급 비율 통계 (2023/10/01~2024/09/30)

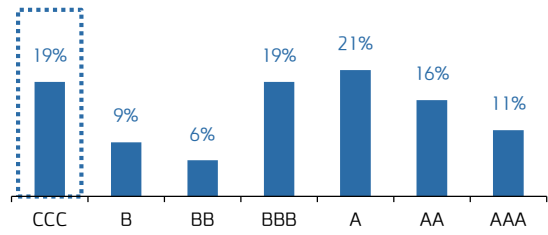
매수	중립	매도
94.87%	5.13%	0.00%

MSCI ESG 종합 등급



자료: MSCI, 키움증권 리서치

MSCI 동종 업체 등급 분포



자료: MSCI, 키움증권 리서치

주1) MSCI ACWI Index 내 스페셜티 화학 기업 70개 참조

세부 항목별 점수 및 산업 평균

	점수	산업평균	비중	변동
ESG 주요 이슈 가중평균값	2.7	4.9		
환경	3.5	4.9	53.0%	▲1.2
탄소 배출	5.6	6.8	14.0%	▲2.1
유독 물질 배출과 폐기물	0.9	3.6	14.0%	▲0.9
물 부족	3.4	4.9	14.0%	▲1.8
친환경 기술 관련 기회	4.3	4.4	11.0%	▼0.1
사회		3.5	14.0%	
화학적 안전성		3.1	14.0%	
지배구조	2.5	5.4	33.0%	▼1.4
기업 지배구조	2.8	6.2		▼1.8
기업 활동	5.3	5.8		

자료: MSCI, 전자공시시스템, 키움증권 리서치

ESG 최근 이슈

일자	내용

자료: 키움증권 리서치

MSCI 피어그룹 벤치마크

산업 Peer 주요 5개사 (스페셜티 화학)	탄소 배출	친환경 기술 관련 기회	유독 물질 배출과 폐기물	물 부족	화학적 안전성	기업 지배구조	기업 활동	등급	추세
Hansol Chemical Co., Ltd	●●	●●●	●	●●	●	●	●●	CCC	
SoulBrain Co Ltd	●	●●	●●	●●	●	●	●●	CCC	◀▶
DONGJIN SEMICHEM CO., LTD.	●●	●●●	●	●●	●	●	●●	CCC	◀▶
TKG Huchems Co.,Ltd.	●●	●	●●	●	●	●	●	CCC	◀▶
Chunbo Co., Ltd.	●	●●●	●	●	●	●	●	CCC	◀▶
Soulbrain Holdings Co., Ltd.	●	●●	●	●	●	●	●●	CCC	◀▶

4분위 등급 : 최저 4분위 ● 최고 4분위 ●●●●

등급 추세 : 유지 ◀▶ 상향 ▲ 2등급 이상 상향 ▲▲ 하향 ▼ 2등급 이상 하향 ▼▼

자료: MSCI, 키움증권 리서치