

2024. 6. 25

Tech팀

이종욱

Senior Analyst

jwstar.lee@samsung.com

한솔케미칼 (014680)

돋보이는 반도체 소재 경쟁력, 투자자는 회복에 방점

- 이익 하향 사이클 일단락, 하반기에는 고객사 내 점유율 증가로 추가 성장 기대
- 2024년 영업이익 1,524억원 전망. BUY 의견과 목표주가 유지

WHAT'S THE STORY?

투자 전략: 반도체 이익의 성장이 전사 이익을 견인하기 시작했다. 우리는 이익을 하향했지만, 하향 조정 사이클은 일단락된 것처럼 보인다. 이제는 전구체와 과산화수소를 비롯한 주력 사업의 회복 강도에 주목할 것이다. 때마침 범용 메모리 가격의 상승은 추가적인 생산 시설에 대한 기대를 높일 것이다. 우리는 BUY 투자의견과 목표주가를 유지한다.

돋보이는 반도체 소재 경쟁력: 과산화수소와 전구체로 대표되는 동사의 반도체용 소재 이익은 3Q23을 바닥으로 점진적 회복 추세에 있다. 올해 하반기에도 여세를 몰아 반도체 소재 이익의 추가 성장이 기대된다.

- 작년 말부터의 회복은 디램과 낸드 가동률 상승을 통한 과산화수소 매출 회복 때문이었다. 2Q24는 2022년 최고치 대비 80% 수준까지 주문량이 회복한 것으로 파악된다.
- 반면 올해 하반기부터의 회복은 주로 고객사 내 점유율 증가가 주요 원인이다. 이에 따라 전구체와 특수가스 이익 성장이 뚜렷하게 드러날 것이라 판단한다. 우리는 전사 이익 중 전구체의 이익 비중이 23년 16%에서 24년 21%까지 확대될 것으로 전망한다.
- 전구체 매출 중 TSA와 BDEAS는 새로운 고객사로부터의 점유율이 상승하고 있으며 DIPAS와 High-K 소재는 삼성전자의 사용량 증가와 삼성전자 내 점유율 증가가 동시에 나타날 것으로 보인다. 특수가스 부문의 GeH4 또한 납품 사이트가 다변화되면서 고객사 내 점유율이 상승할 것으로 보인다.
- 25년에는 유일하게 반도체용 제품의 이익만 22년 최고치를 경신할 것이라고 전망한다(차트 참조). 한동안 반도체 소재가 전사 이익의 주요 드라이버가 될 것이다.

이차전지와 QD 소재는 추가 하락 방어에 위안: QD 소재의 경우 TV 시장의 정체와 함께 QD TV의 출하량도 정체 국면에 있다. QD-OLED TV용 매출이 발생하기 시작했으나 추가 QD 패널 공장이 증설되지 않는 한 성장에 낙관적일 수 없다. 이차전지 사업의 경우 주력 사업인 바이너리와 테이프의 수익성이 하락한 가운데 기술이 변화하였기 때문에 예전과 같은 매출 회복은 당분간 요원해 보인다. 내년 하반기부터 실리콘 음극재 첨가물 등 제품 다변화가 나타날 것이다.

(다음 페이지에 계속)

▶ AT A GLANCE

투자의견	BUY	
목표주가	250,000원	36.8%
현재주가	182,700원	
시가총액	2.1조원	
Shares (float)	11,335,195주 (78.4%)	
52주 최저/최고	148,200원/241,000원	
60일-평균거래대금	123.6억원	

▶ ONE-YEAR PERFORMANCE

	1M	6M	12M
한솔케미칼 (%)	5.1	-18.3	-20.0
Kospi 지수 대비 (%pts)	2.1	-23.1	-25.7

▶ KEY CHANGES

(원)	New	Old	Diff
투자의견	BUY	BUY	
목표주가	250,000	250,000	0.0%
2024E EPS	10,615	12,287	-13.6%
2025E EPS	12,632	13,783	-8.4%

▶ SAMSUNG vs THE STREET

No of estimates	4
Target price	270,000
Recommendation	4.0
BUY★★★: 5 / BUY: 4 / HOLD: 3 / SELL: 2 / SELL★★★: 1	

SUMMARY FINANCIAL DATA

	2023	2024E	2025E	2026E
매출액 (십억원)	772	843	923	966
영업이익 (십억원)	124	152	185	199
순이익 (십억원)	109	124	148	158
EPS (adj) (원)	9,294	10,615	12,632	13,489
EPS (adj) growth (%)	-32.1	14.2	19.0	6.8
EBITDA margin (%)	23.0	24.8	26.4	26.9
ROE (%)	13.1	13.5	14.4	13.7
P/E (adj) (배)	24.4	17.2	14.5	13.5
P/B (배)	2.9	2.2	2.0	1.8
EV/EBITDA (배)	16.0	11.0	9.1	8.2
Dividend yield (%)	0.9	1.1	1.1	1.1

자료: 한솔케미칼, 삼성증권 추정

이익 하향 조정의 마지막, 연간 이익 성장에 주목: 23년과 24년 영업이익을 각각 1,524억원과 1,846억원으로 추정한다. 주로 디스플레이와 이차전지로부터 나오는 이익 기추정치를 18%, 12% 하향 조정하였다. 하지만, 우리는 이것이 마지막 하향 조정이라고 생각하며 주가는 이미 낮아진 이익 기대감이 아닌, 회복의 폭과 속도를 새롭게 반영하기 시작할 것이다. 25년과 26년은 각각 22년과 21년 수준이 되어 선대칭 데칼코마니처럼 회복하여 정상 궤도에 진입할 것이라고 생각한다. 목표주가 25만원은 2025년 영업이익에 목표 P/E 20배를 적용하였다. 하반기 범용 디램과 낸드 업황 회복으로 투자자들 사이에서 Capex와 웨이퍼 투입량 회복에 대한 컨센서스가 형성되면서 하반기에는 P/E 20배에 큰 부담을 느끼지 않을 것으로 기대한다.

연간 실적 추정 변경

(십억원)	Old		New		차이 (%)	
	2024E	2025E	2024E	2025E	2024E	2025E
매출액	857.0	932.7	842.8	922.8	-1.7	-1.1
영업이익	185.9	209.4	152.4	184.6	-18.0	-11.8
세전이익	194.7	209.4	161.2	191.9	-17.2	-8.4
순이익	149.9	169.7	124.1	147.7	-17.2	-13.0

자료: 한솔케미칼, 삼성증권 추정

목표주가 산정

	2025E
EPS (원)	12,632
목표 PER (배)	20
적정 가치	252,637
목표주가 (원)	250,000
현 주가 (원)	182,700
상승 여력 (%)	36.8

자료: 삼성증권 추정

분기별 실적 추이 및 전망

(십억원)	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	2023	2024E	2025E
매출액	197.9	212.2	222.3	210.4	217.1	231.9	242.9	231.0	771.7	842.8	922.8
영업이익	34.2	38.8	44.6	34.8	43.5	49.3	52.0	39.7	124.1	152.4	184.6
세전이익	41.0	42.3	48.5	29.4	47.0	53.2	56.2	35.4	135.6	161.2	191.9
순이익	31.7	32.5	37.3	22.6	36.2	41.0	43.3	27.3	108.7	124.1	147.7
이익률 (%)											
영업이익	17.3	18.3	20.1	16.6	20.1	21.3	21.4	17.2	16.1	18.1	20.0
세전이익	20.7	19.9	21.8	14.0	21.7	23.0	23.1	15.3	17.6	19.1	20.8
순이익	16.0	15.3	16.8	10.7	16.7	17.7	17.8	11.8	14.1	14.7	16.0

자료: 한솔케미칼, 삼성증권 추정

포괄손익계산서

12월 31일 기준 (십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
매출액	885	772	843	923	966
매출원가	620	567	602	642	667
매출총이익	266	205	240	281	299
(매출총이익률, %)	30.0	26.6	28.5	30.4	31.0
판매 및 일반관리비	80	81	88	96	100
영업이익	186	124	152	185	199
(영업이익률, %)	21.0	16.1	18.1	20.0	20.6
영업외손익	8	11	9	7	6
금융수익	9	9	8	8	8
금융비용	8	9	7	7	6
지분법손익	8	13	16	18	20
기타	-2	-1	-8	-11	-15
세전이익	194	136	161	192	205
법인세	27	27	37	44	47
(법인세율, %)	14.0	19.8	23.0	23.0	23.0
계속사업이익	167	109	124	148	158
중단사업이익	0	0	0	0	0
순이익	167	109	124	148	158
(순이익률, %)	18.9	14.1	14.7	16.0	16.3
지배주주순이익	155	105	120	143	153
비지배주주순이익	12	3	4	5	5
EBITDA	235	177	209	243	259
(EBITDA 이익률, %)	26.6	23.0	24.8	26.4	26.9
EPS (지배주주)	13,685	9,294	10,615	12,632	13,489
EPS (연결기준)	14,731	9,589	10,952	13,033	13,917
수정 EPS (원)*	13,685	9,294	10,615	12,632	13,489

현금흐름표

12월 31일 기준 (십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
영업활동에서의 현금흐름	174	144	171	192	209
당기순이익	167	109	124	148	158
현금유출입이없는 비용 및 수익	85	80	86	95	99
유형자산 감가상각비	48	52	55	57	59
무형자산 상각비	1	1	1	1	1
기타	36	27	29	36	39
영업활동 자산부채 변동	-39	-17	-6	-11	-6
투자활동에서의 현금흐름	-30	-172	-103	-84	-80
유형자산 증감	-112	-158	-100	-80	-80
장단기금융자산의 증감	81	-7	-6	-7	-4
기타	0	-7	3	3	3
재무활동에서의 현금흐름	-109	-5	-52	-81	-44
차입금의 증가(감소)	-22	32	-29	-57	-20
자본금의 증가(감소)	0	0	0	0	0
배당금	-25	-25	-23	-24	-24
기타	-62	-12	-0	-0	-0
현금증감	33	-32	-0	20	81
기초현금	66	99	67	67	87
기말현금	99	67	67	87	168
Gross cash flow	252	189	210	242	257
Free cash flow	62	-15	71	112	129

참고: * 일회성 수익(비용) 제외
 ** 완전 희석, 일회성 수익(비용) 제외
 *** P/E, P/B는 지배주주기준
 자료: 한솔케미칼, 삼성증권 추정

재무상태표

12월 31일 기준 (십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
유동자산	386	367	396	446	543
현금 및 현금등가물	99	67	67	87	168
매출채권	93	90	100	109	114
재고자산	125	124	136	149	156
기타	69	86	93	100	105
비유동자산	867	984	1,034	1,064	1,088
투자자산	84	85	92	100	105
유형자산	692	801	846	868	889
무형자산	66	79	78	76	75
기타	26	19	19	19	19
자산총계	1,253	1,351	1,430	1,510	1,631
유동부채	154	248	209	185	192
매입채무	50	45	52	57	59
단기차입금	6	19	21	21	21
기타 유동부채	98	183	136	107	111
비유동부채	247	162	188	169	149
사채 및 장기차입금	231	150	176	156	136
기타 비유동부채	16	11	12	12	13
부채총계	401	409	398	354	341
지배주주지분	763	846	932	1,052	1,181
자본금	57	57	57	57	57
자본잉여금	33	33	33	33	33
이익잉여금	734	811	909	1,028	1,157
기타	-60	-56	-66	-66	-66
비지배주주지분	89	96	100	104	109
자본총계	852	941	1,032	1,156	1,290
순부채	111	164	130	47	-57

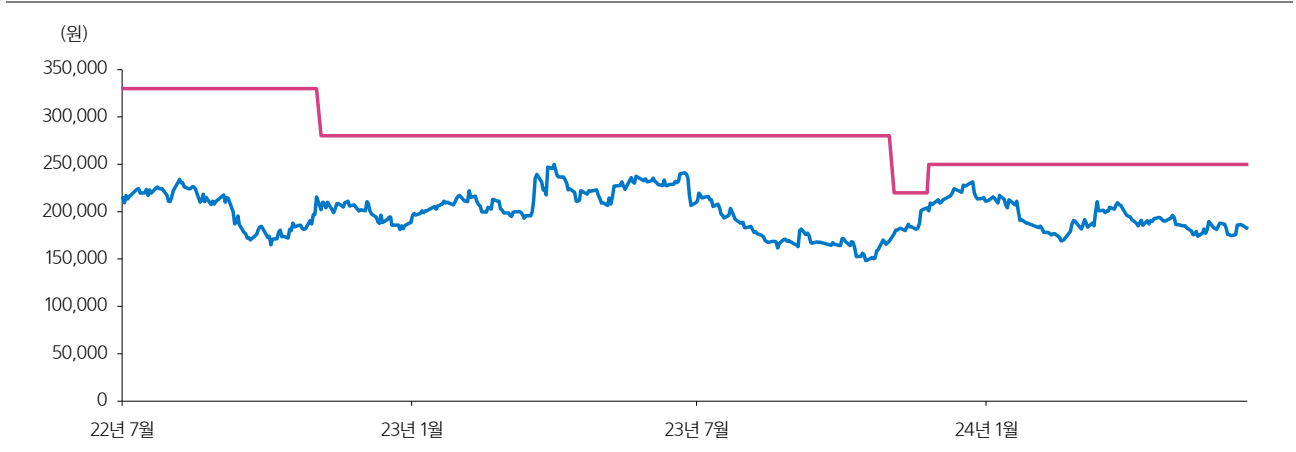
재무비율 및 주당지표

12월 31일 기준	2022	2023	2024E	2025E	2026E
증감률 (%)					
매출액	15.2	-12.9	9.2	9.5	4.7
영업이익	-5.9	-33.3	22.8	21.1	7.8
순이익	5.2	-34.9	14.2	19.0	6.8
수정 EPS**	4.6	-32.1	14.2	19.0	6.8
주당지표					
EPS (지배주주)	13,685	9,294	10,615	12,632	13,489
EPS (연결기준)	14,731	9,589	10,952	13,033	13,917
수정 EPS**	13,685	9,294	10,615	12,632	13,489
BPS	70,184	77,725	82,249	92,781	104,170
DPS (보통주)	2,100	2,100	2,100	2,100	2,100
Valuations (배)					
P/E***	13.6	24.4	17.2	14.5	13.5
P/B***	2.6	2.9	2.2	2.0	1.8
EV/EBITDA	9.8	16.0	11.0	9.1	8.2
비율					
ROE (%)	21.4	13.1	13.5	14.4	13.7
ROA (%)	13.6	8.3	8.9	10.1	10.0
ROIC (%)	19.2	10.5	11.3	13.2	13.9
배당성향 (%)	14.7	21.7	19.8	16.6	15.6
배당수익률 (보통주, %)	1.1	0.9	1.1	1.1	1.1
순부채비율 (%)	13.0	17.4	12.6	4.1	-4.4
이자보상배율 (배)	37.1	21.4	30.7	40.4	47.2

Compliance notice

- 본 조사분석자료의 애널리스트는 2024년 6월 24일 현재 위 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 2024년 6월 24일 현재 위 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 본 조사분석자료에는 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 애널리스트의 의견이 정확하게 반영되었음을 확인합니다.
- 본 조사분석자료는 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에 있습니다.
- 본 조사분석자료는 당사의 동의 없이 어떠한 경우에도 어떠한 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형, 대여할 수 없습니다.
- 본 조사분석자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재에 대한 증빙자료로 사용될 수 없습니다.
- 본 조사분석자료는 기관투자자 등 제3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.

2년간 목표주가 변경 추이



최근 2년간 투자의견 및 목표주가 변경 (수정주가 기준)

일 자	2022/5/13	11/14	2023/11/13	12/5
투자의견	BUY	BUY	BUY	BUY
TP (₩)	330000	280000	220000	250000
과리율 (평균)	-35.40	-28.34	-15.09	
과리율 (최대/최소)	-18.03	-10.71	-7.27	

투자기간 및 투자등급: 삼성증권은 기업 및 산업에 대한 투자등급을 아래와 같이 구분합니다.

* 2023년 7월 27일부로 기업 투자 등급 기준 변경

기업

- BUY (매수)** 향후 12개월간 예상 절대수익률 15% 이상 그리고 업종 내 상대매력도가 평균 대비 높은 수준
- HOLD (중립)** 향후 12개월간 예상 절대수익률 -15%~ 15% 내외
- SELL (매도)** 향후 12개월간 예상 절대수익률 -15% 이하

산업

- OVERWEIGHT(비중확대)** 향후 12개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 5% 이상 상승 예상
- NEUTRAL(중립)** 향후 12개월간 업종지수상승률이 시장수익률과 유사한 수준 (±5%) 예상
- UNDERWEIGHT(비중축소)** 향후 12개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 5% 이상 하락 예상

최근 1년간 조사분석자료의 투자등급 비율 2024.03.31 기준

매수(77.6%) - 중립(22.4%) - 매도(0%)

삼성증권

삼성증권주식회사

서울특별시 서초구 서초대로74길 11(삼성전자빌딩)
Tel: 02 2020 8000 / www.samsungpop.com

삼성증권 Family Center: 1588 2323

고객 불편사항 접수: 080 911 0900



Member of
**Dow Jones
Sustainability Indices**
Powered by the S&P Global CSA