

2023. 12. 5

Tech팀

이종욱

Senior Analyst

jwstar.lee@samsung.com

한솔케미칼 (014680)

이제 반등 국면이다.

- 디램과 파운드리 가동률 회복 가시화. 낸드 업황까지 바닥의 시그널이 나타나기 시작. 디램과 파운드리 비중이 높은 동사의 성장 수혜 부각
- 2024년 영업이익 추정치 1,859억원은 컨센서스 대비 10.4% 상회. 믹스 개선과 고정비 레버리지 효과가 동시에 나타나기 때문. 목표주가 25만원으로 상향.

WHAT'S THE STORY?

목표주가 25만원으로 상향: 우리는 한솔케미칼의 목표주가를 25만원으로 상향하고 BUY 투자 의견을 유지한다. 2024년에는 추가적인 출하량 증가와 함께 생산량의 회복이 좀 더 가시화되었다고 믿는다. 반도체 가동률 회복은 2024년에 들어 지속적으로 시장의 화두가 될 수 있다고 본다. 한솔케미칼은 peer 대비 디램과 파운드리 매출 비중이 높아 (과산화수소 매출의 합산 70%) 디램과 파운드리로부터 시작한 생산량 반등의 수혜가 상대적으로 클 것으로 예상된다. 2024년 영업이익을 23년 대비 43% 상승한 1,859억으로 추정하며, 특히 업황 회복 초창기의 리레이팅이 좀 더 가시화되었다고 판단하여 목표 P/E 배수를 20배로 상향한다. 지난 보고서에서 턴어라운드 의 이익 상황에 집중했다면, 이번 보고서에서는 턴어라운드의 가시성 변화에 주목한 셈이다.

업황 반전이 눈앞에: 우리가 11월 13일 보고서에서 디램 가동률의 바닥과 이익의 Bottom-out을 예상했었다. 그러나 그 이후 세 가지의 상황이 좀 더 긍정적으로 변화하고 있다.

- 첫째, 모바일 디램 가격 급등이 반복되기 시작하고, 출하량 증가를 비롯해 디램 산업의 바닥 탈출의 시기와 강도가 모두 우리의 기존 예상을 앞지르고 있다. 수요 회복에 재고 축적의 움직임이 더해진 결과라고 생각한다. 모바일과 PC 디램, 그리고 HBM의 타이트한 공급은 향후 서버 디램의 수급에도 영향을 미칠 것이라 예상된다.
- 둘째, 디램뿐만 아니라 낸드의 가격이 반등하기 시작하였다. 낸드 수급 역시 시차를 두고 디램의 업황을 따라갈 것으로 기대한다. 한국 반도체 소재 업체들은 일반적으로 디램보다 낸드의 가동률에 더 많은 영향을 받는다. 소재의 사용량이 많을 뿐 아니라 고객사 내 점유율이 높기 때문이다.
- 셋째, 파운드리의 가동률이 의미 있게 회복하기 시작했다. 올해 모바일, PC, TV set 출하량이 역성장하였고, 특히 가격이 많이 상승했던 시스템 반도체의 재고 조정이 동반되었지만 8월을 기점으로 재고 소진 사이클이 재고 축적 사이클로 바뀌면서 4분기 삼성전자 파운드리 가동률이 상승하였다. 24년에는 모바일, PC, TV set 출하량이 성장 전환할 것으로 기대하기 때문에 소재의 회복 추세는 24년까지 이어지리라고 믿는다.

(다음 페이지에 계속)

▶ AT A GLANCE

투자 의견	BUY	
목표주가	250,000원	22.5%
현재주가	204,000원	
시가총액	2.3조원	
Shares (float)	11,335,195주 (76.2%)	
52주 최저/최고	148,200원/250,000원	
60일-평균거래대금	115.5억원	

▶ ONE-YEAR PERFORMANCE

	1M	6M	12M
한솔케미칼 (%)	27.4	-14.1	-1.0
Kospi 지수 대비 (%pts)	20.0	-11.2	-4.1

▶ KEY CHANGES

(원)	New	Old	Diff
투자 의견	BUY	BUY	
목표주가	250,000	220,000	13.6%
2023E EPS	8,887	8,887	0.0%
2024E EPS	12,287	11,940	2.9%

▶ SAMSUNG vs THE STREET

No of estimates	5
Target price	252,000
Recommendation	4.0
BUY★★★/BUY: 4/HOLD: 3/SELL: 2/SELL★★★: 1	

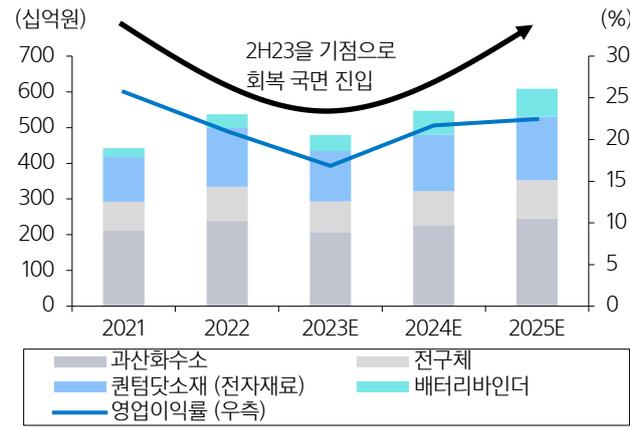
SUMMARY FINANCIAL DATA

	2022	2023E	2024E	2025E
매출액 (십억원)	885	769	857	933
영업이익 (십억원)	186	130	186	209
순이익 (십억원)	167	108	150	168
EPS (adj) (원)	13,685	8,887	12,287	13,783
EPS (adj) growth (%)	4.6	-35.1	38.3	12.2
EBITDA margin (%)	26.6	24.9	30.1	30.8
ROE (%)	21.4	12.6	15.7	15.4
P/E (adj) (배)	13.6	23.0	16.6	14.8
P/B (배)	2.6	2.7	2.3	2.1
EV/EBITDA (배)	9.8	13.3	9.9	8.7
Dividend yield (%)	1.1	1.0	1.0	1.0

자료: 한솔케미칼, 삼성증권 추정

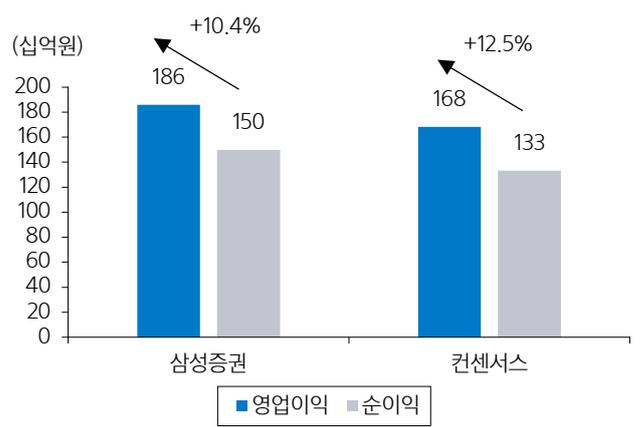
이익 정상화 국면 돌입: 2024년 영업이익 추정치 1,859억원은 컨센서스 대비 10.4% 높은 편이다. 매출액보다 영업이익의 추정치 차이가 더 큰 편인데, 그 이유는 과산화수소 매출의 경우 가동률 상승에 따라 반도체 중심으로의 믹스 개선 효과가 나타나며, 반도체용 전구체 재료는 다른 사업부에 비해 고정비 레버리지 효과가 크기 때문이다. 또한 배터리 바인더와 특수가스 매출의 일회적 매출 손실이 일단락되었다는 점도 2024년 이익 상황의 주요 이유이다.

제품별 연간 매출 변화



자료: 한솔케미칼, 삼성증권 추정

삼성증권 vs. 컨센서스



자료: Qauntwise, 삼성증권

목표주가 산정

2024E	
EPS (원)	12,287
목표 PER (배)	20
적정 가치	245,743
목표주가 (원)	250,000
현 주가 (원)	204,000
상승 여력 (%)	22.5

자료: 삼성증권 추정

분기별 실적 추이 및 전망

(십억원)	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23E	2022	2023E	2024E
매출액	222.2	230.7	216.0	216.5	197.3	194.7	188.3	189.2	885.5	769.4	857.0
영업이익	54.1	60.4	45.7	25.7	34.9	32.6	35.6	26.4	186.0	129.5	185.9
세전이익	58.1	66.7	50.2	19.2	38.4	36.6	39.9	24.2	194.2	139.1	194.7
순이익	44.2	50.1	37.7	35.1	29.1	30.6	30.3	18.4	167.0	108.4	149.9
이익률 (%)											
영업이익	24.4	26.2	21.2	11.9	17.7	16.8	18.9	14.0	21.0	16.8	21.7
세전이익	26.1	28.9	23.3	8.9	19.5	18.8	21.2	12.8	21.9	18.1	22.7
순이익	19.9	21.7	17.4	16.2	14.8	15.7	16.1	9.7	18.9	14.1	17.5

자료: 한솔케미칼, 삼성증권 추정

포괄손익계산서

12월 31일 기준 (십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
매출액	769	885	769	857	933
매출원가	501	620	570	593	638
매출총이익	268	266	200	264	295
(매출총이익률, %)	34.9	30.0	26.0	30.8	31.6
판매 및 일반관리비	70	80	70	78	85
영업이익	198	186	130	186	209
(영업이익률, %)	25.7	21.0	16.8	21.7	22.5
영업외손익	11	8	10	9	0
금융수익	4	9	8	7	0
금융비용	6	8	8	7	0
지분법손익	13	8	15	16	0
기타	-0	-2	-5	-8	0
세전이익	209	194	139	195	209
법인세	50	27	31	45	41
(법인세율, %)	24.0	14.0	22.0	23.0	19.7
계속사업이익	159	167	108	150	168
중단사업이익	0	0	0	0	0
순이익	159	167	108	150	168
(순이익률, %)	20.6	18.9	14.1	17.5	18.0
지배주주순이익	148	155	101	139	156
비지배주주순이익	10	12	8	11	12
EBITDA	240	235	191	258	288
(EBITDA 이익률, %)	31.3	26.6	24.9	30.1	30.8
EPS (지배주주)	13,089	13,685	8,887	12,287	13,783
EPS (연결기준)	14,001	14,731	9,566	13,226	14,836
수정 EPS (원)*	13,089	13,685	8,887	12,287	13,783

현금흐름표

12월 31일 기준 (십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
영업활동에서의 현금흐름	143	174	195	211	240
당기순이익	159	167	108	150	168
현금유출입이없는 비용 및 수익	96	85	85	107	112
유형자산 감가상각비	41	48	61	71	77
무형자산 상각비	1	1	1	1	1
기타	53	36	23	35	34
영업활동 자산부채 변동	-71	-39	27	-8	-7
투자활동에서의 현금흐름	-180	-30	-202	-184	-156
유형자산 증감	-122	-112	-200	-180	-150
장단기금융자산의 증감	-78	81	-3	-7	-6
기타	19	0	2	3	0
재무활동에서의 현금흐름	4	-109	-25	-33	-38
차입금의 증가(감소)	25	-22	-2	-10	-15
자본금의 증가(감소)	3	0	0	0	0
배당금	-21	-25	-23	-23	-23
기타	-3	-62	0	0	0
현금증감	-32	33	-33	-12	40
기초현금	98	66	99	66	54
기말현금	66	99	66	54	94
Gross cash flow	255	252	193	257	280
Free cash flow	21	62	-5	31	90

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)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
유동자산	411	386	317	333	397
현금 및 현금등가물	66	99	66	54	94
매출채권	93	93	81	90	98
재고자산	100	125	98	109	119
기타	152	69	72	80	86
비유동자산	786	867	995	1,111	1,189
투자자산	77	84	74	81	88
유형자산	625	692	831	940	1,013
무형자산	67	66	65	64	63
기타	17	26	26	26	26
자산총계	1,197	1,253	1,312	1,444	1,587
유동부채	200	154	154	172	179
매입채무	50	50	43	48	52
단기차입금	8	6	6	6	6
기타 유동부채	142	98	104	118	120
비유동부채	230	247	231	217	208
사채 및 장기차입금	199	231	216	201	191
기타 비유동부채	31	16	15	16	17
부채총계	429	401	384	389	386
지배주주지분	689	763	831	948	1,081
자본금	57	57	57	57	57
자본잉여금	33	33	33	33	33
이익잉여금	596	734	812	928	1,062
기타	3	-60	-71	-71	-71
비지배주주지분	79	89	97	107	119
자본총계	768	852	928	1,055	1,200
순부채	81	111	137	134	73

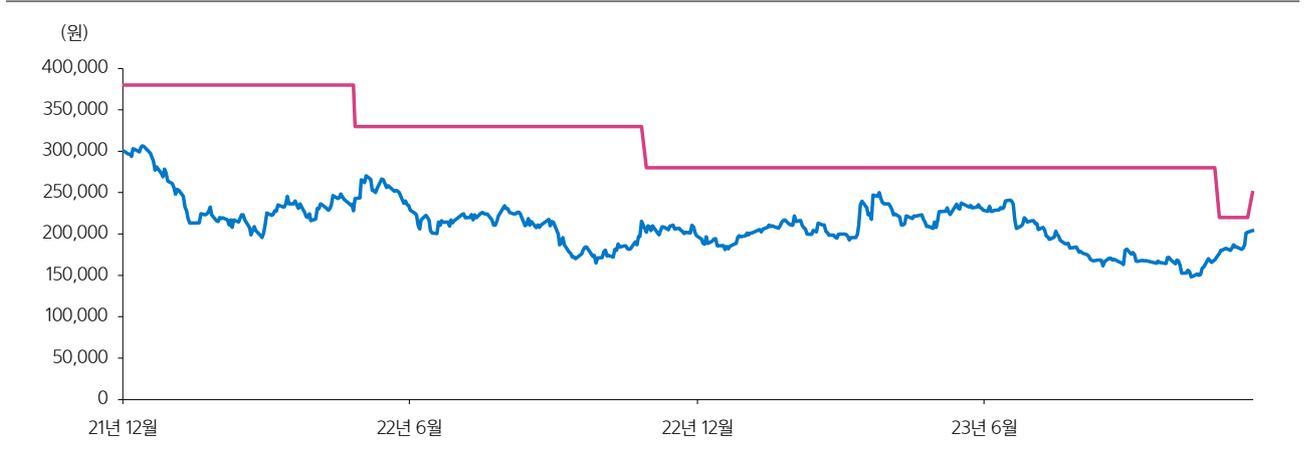
재무비율 및 주당지표

12월 31일 기준	2021	2022	2023E	2024E	2025E
증감률 (%)					
매출액	24.1	15.2	-13.1	11.4	8.8
영업이익	30.1	-5.9	-30.3	43.5	12.6
순이익	22.0	5.2	-35.1	38.3	12.2
수정 EPS**	20.5	4.6	-35.1	38.3	12.2
주당지표					
EPS (지배주주)	13,089	13,685	8,887	12,287	13,783
EPS (연결기준)	14,001	14,731	9,566	13,226	14,836
수정 EPS**	13,089	13,685	8,887	12,287	13,783
BPS	61,936	70,184	76,410	87,113	99,375
DPS (보통주)	2,100	2,100	2,100	2,100	2,100
Valuations (배)					
P/E***	23.3	13.6	23.0	16.6	14.8
P/B***	4.9	2.6	2.7	2.3	2.1
EV/EBITDA	15.1	9.8	13.3	9.9	8.7
비율					
ROE (%)	23.9	21.4	12.6	15.7	15.4
ROA (%)	14.4	13.6	8.5	10.9	11.1
ROIC (%)	20.8	19.2	10.8	13.6	14.6
배당성향 (%)	15.8	14.7	22.7	16.4	14.6
배당수익률 (보통주, %)	0.7	1.1	1.0	1.0	1.0
순부채비율 (%)	10.6	13.0	14.8	12.7	6.1
이자보상배율 (배)	34.2	37.1	24.3	37.5	n/a

Compliance notice

- 본 조사분석자료의 애널리스트는 2023년 12월 4일 현재 위 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 2023년 12월 4일 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 당사에게 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	2021/8/11	2022/5/13	11/14	2023/11/13	12/5
투자의견	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY
TP (₩)	380000	330000	280000	220000	250000
과리율 (평균)	-26.89	-35.40	-28.34	-15.09	
과리율 (최대or최소)	-1.97	-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 2023.09.30 기준

매수(80.4%) 중립(19.6%) 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