

한솔케미칼(014680)

이차전지 소재 성장성 재확보 여부가 중요

하반기 반도체 소재 중심 점진적인 실적 개선세 전망

동사의 하반기 실적은 메모리 반도체 업황 개선에 따른 전방 고객사들의 가동률 상승 효과로 점진적인 개선세가 전망된다. 다만 반도체를 제외한 다른 부문의 실적 회복세가 다소 더딘 흐름이다. 주력 제품인 과산화수소는 판가 안정세 속에 전분기에 이어 꾸준한 물량 증가가 예상되며, 지난 분기에 선적 이슈로 출하가 지연되었던 프리커서의 매출 상승세도 뚜렷할 전망이다. 특히 프리커서는 하이-K 소재 공급이 3Q24부터 가시화될 예정이며, 기존 고객사 내 점유율 상승과 신규 고객사 다변화를 통해 중장기 성장 가능성이 높다는 점에서 긍정적으로 평가된다. QD 소재는 하반기 계절적 성수기 진입 효과가 발생할 것으로 보인다. 반면 이차전지 바인더와 연결 자회사인 테이팩스의 이차전지 테잎은 북미, 유럽 전기차 수요 둔화로 인한 국내 배터리 셀 업체들의 가동률 하락과 재고 조정 영향으로 실적 부진이 이어지고 있다. 이를 반영한 3Q24 실적은 매출액 2,060억원(+10% YoY, +4% QoQ), 영업이익 380억원(+6% YoY, +8% QoQ)을 기록할 것으로 추정된다.

전기차 시장 수요 둔화 감안하더라도 과도한 저평가 구간

현 주가의 밸류에이션은 2024년 예상 실적 기준 P/E 12.3배로 중장기 성장성이 높은 이차전지 소재 사업을 영위하고 있음에도 불구하고 국내 반도체 소재, 부품 업종 평균인 13.8배마저 하회하고 있다. 반도체 부문의 이익 증가 추세는 꾸준하고 안정적이지만 북미, 유럽 전기차 시장의 급격한 수요 둔화로 인해 이차전지 소재 사업가치를 재대로 평가 받지 못한 영향이 큰 것으로 분석된다. 따라서 향후 전기차 시장의 수요 회복과 이차전지 소재 부문의 실적 성장성 확보 여부가 동사 주가의 방향성에 결정적인 역할을 할 것으로 판단된다. 동사는 이차전지 바인더 외에도 2025년 본격 양산을 목표로 주력 배터리 셀 업체와 실리콘 음극재 평가를 진행 중이며, 황화물계 고체전해질 파일럿 라인을 구축해 완성차 업체와 함께 연구개발 하고 있다. 다만 오는 11월 예정인 미국 대선 이후 정책 변화에 따라 북미 전기차 시장 수요 전망치가 달라질 수 가능성이 있다는 리스크 요인에 대해서 확인할 필요가 있다.

매수 투자 의견 유지하나 목표주가 185,000원으로 하향

동사에 대한 매수 투자 의견을 유지하나 목표주가는 185,000원으로 하향한다. 목표주가의 타겟 P/E는 17.7배로 기존 반도체 케미칼, QD 부문과 이차전지 소재의 높은 성장성을 고려해 각 사업부문의 2024년 예상 지배주주순이익 기준 SOTP 방식을 활용해 산출했다. 현 주가는 2024년 예상 실적 기준 P/E 12.3배로 지난 3년간 저점 P/E 배수 평균 수준에 근접해있어 밸류에이션 매력도가 상당히 높다. 국내 반도체 소재 업종 내 ROE가 가장 높고, 성장성이 큰 이차전지 소재(바인더, 실리콘 음극재 등) 사업이 본격화되면서 이익 비중을 높여가고 있다는 점을 고려할 때 동종 업종 내 상대적으로 높은 멀티플 적용에 무리가 없다고 판단된다. 매크로 불확실성과 이차전지 업황 부진으로 인해 발생한 주가 조정을 중장기적인 관점에서 저점 매수 기회로 활용할 것을 추천한다.

Company Brief

Buy (Maintain)

목표주가(12M)	185,000원(하향)
증가(2024.09.06)	128,900원
상승여력	43.5%

Stock Indicator	
자본금	57십억원
발행주식수	1,134만주
시가총액	1,461십억원
외국인지분율	41.9%
52주 주가	128,900~231,500원
60일평균거래량	58,738주
60일평균거래대금	9.6십억원

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-15.2	-31.4	-31.4	-23.5
상대수익률	-13.5	-24.8	-26.3	-23.3

Price Trend



FY	2023	2024E	2025E	2026E
매출액(십억원)	772	818	907	1,003
영업이익(십억원)	124	135	164	191
순이익(십억원)	105	118	139	163
EPS(원)	9,294	10,448	12,306	14,362
BPS(원)	74,592	82,443	92,152	103,916
PER(배)	24.4	12.3	10.5	9.0
PBR(배)	3.0	1.6	1.4	1.2
ROE(%)	13.1	13.3	14.1	14.7
배당수익률(%)	0.9	1.6	1.6	1.6
EV/EBITDA(배)	15.4	8.0	6.8	5.7

주:K-IFRS 연결 요약 재무제표

[이차전지/디스플레이]

정원석 2122-9203 wschung@imfnsec.com

[IT RA]

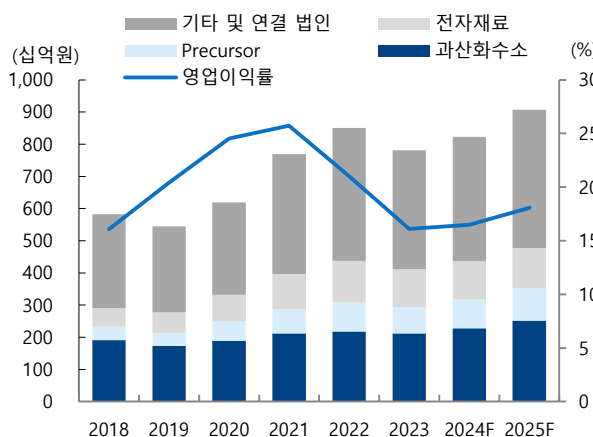
손우성 2122-9785 useong@imfnsec.com

표 1. 한솔케미칼 사업부문 분기별 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24F	4Q24F	2023	2024F	2025F
매출액	197	195	188	191	198	199	206	214	772	818	907
과산화수소	55	54	51	52	53	56	58	61	212	228	251
Precursor	21	20	20	20	21	22	23	24	81	89	100
전자재료	31	28	30	30	32	28	29	30	118	119	125
기타 및 연결 법인	91	92	88	90	92	93	97	99	370	386	430
YoY	-11%	-16%	-13%	-12%	0%	2%	10%	12%	-13%	6%	11%
QoQ	-9%	-1%	-3%	2%	3%	1%	4%	4%			
매출원가	145	143	133	146	145	145	150	162	567	602	654
매출원가율	73%	74%	71%	76%	73%	73%	73%	75%	73%	74%	72%
매출총이익	53	51	55	46	53	54	57	53	205	216	253
매출총이익률	27%	26%	29%	24%	27%	27%	27%	25%	27%	26%	28%
판매비 및 관리비	20	25	19	18	25	20	21	21	81	81	90
판매비율	10%	13%	10%	9%	12%	9%	9%	9%	10%	10%	10%
영업이익	35	33	36	21	34	35	38	28	124	135	164
영업이익률	18%	17%	19%	11%	17%	18%	18%	13%	16%	16%	18%
YoY	-36%	-46%	-22%	-18%	-2%	8%	6%	32%	-33%	9%	21%
QoQ	36%	-6%	9%	-41%	63%	3%	8%	-27%			
세전이익	38	37	40	21	41	43	40	28	136	152	179
당기순이익	29	31	30	19	32	37	34	23	109	125	145
순이익률	15%	16%	16%	10%	16%	18%	16%	11%	14%	15%	16%
YoY	-34%	-39%	-20%	-47%	9%	19%	12%	21%	-35%	15%	17%
QoQ	-17%	5%	-1%	-38%	70%	15%	-7%	-34%			

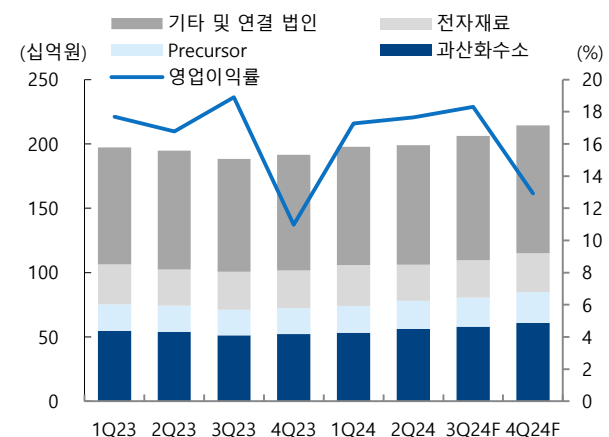
자료: 한솔케미칼, iM증권 리서치본부

그림1. 한솔케미칼 연간 실적 추이 및 전망



자료: 한솔케미칼, iM증권 리서치본부

그림2. 한솔케미칼 분기별 실적 추이 및 전망



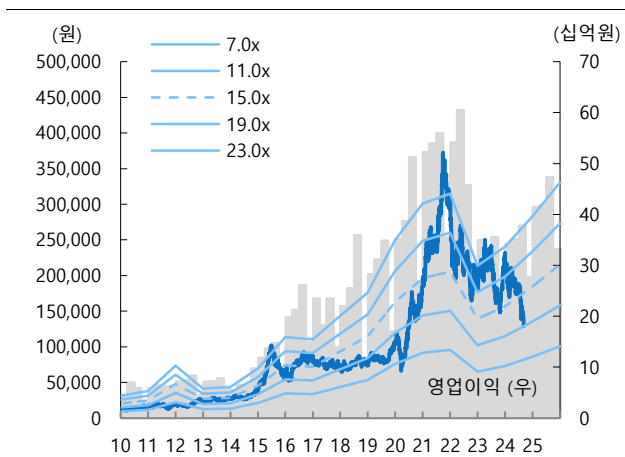
자료: 한솔케미칼, iM증권 리서치본부

표2. 한솔케미칼 목표주가 산출

구분		예상 순이익		Target Multiple 2024F	적정 기업 가치		비고
		2024F	2025F		2024F	2025F	
영업가치 (십억원) (a)	전체	131	151	16.7x	2,190	2,435	
	반도체 Chemical	92	102	13.8x	1,274	1,402	반도체 소재, 부품 업종 평균 P/E 적용
	전자재료 (QD)	31	32	13.3x	414	423	디스플레이 소재 업종 평균 P/E 적용
	이차전지 소재	29	29	25.0x	713	725	24~26년 전세계/북미 전기차 배터리 예상 수요 연평균 성장률
	기타 및 연결 자회사	-21	-12	10.0x	-212	-115	
비영업가치 (십억원) (b)	순차입금				82	87	
적정 기업 가치(십억원) (c)					2,109	2,348	(c)=(a)-(b)
총 주식수(천주) (d)					11,335	11,335	
적정주가(원) (e)					186,019	207,137	(e)=(c)/(d)
목표주가(원)					185,000		2024년 예상 실적 기준 P/E 17.7배
전일 종가(원)					128,900		2024년 예상 실적 기준 P/E 12.3배
상승 여력					43.5%		

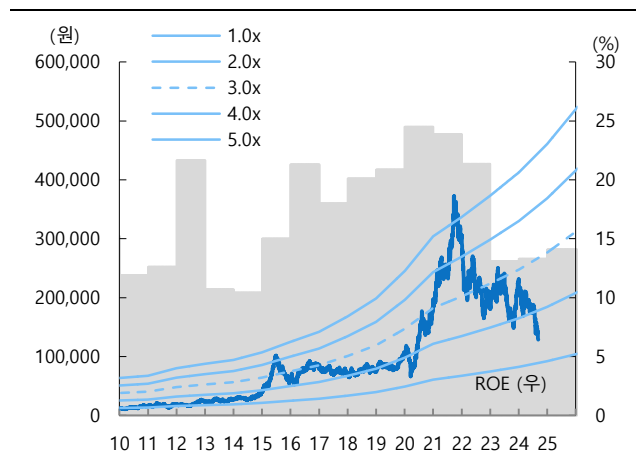
자료: 한솔케미칼, iM증권 리서치본부

그림3. 한솔케미칼 12개월 Forward P/E Chart



자료: iM증권 리서치본부

그림4. 한솔케미칼 12개월 Forward P/B Chart



자료: iM증권 리서치본부

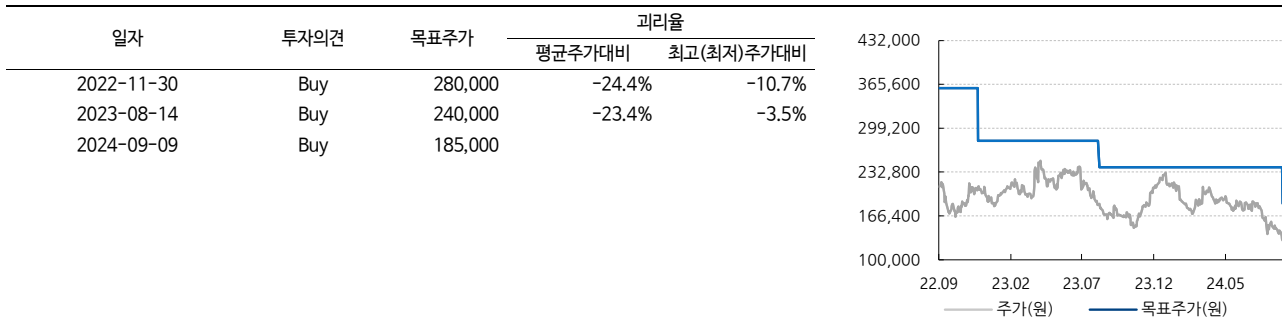
K-IFRS 연결 요약 재무제표

재무상태표					포괄손익계산서				
(십억원)	2023	2024E	2025E	2026E	(십억원,%)	2023	2024E	2025E	2026E
유동자산	367	372	408	449	매출액	772	818	907	1,003
현금 및 현금성자산	67	86	82	118	증가율(%)	-12.9	6.0	10.9	10.5
단기금융자산	70	63	76	68	매출원가	567	602	654	712
매출채권	101	98	108	113	매출총이익	205	216	253	291
재고자산	124	121	137	146	판매비와관리비	81	81	90	99
비유동자산	984	1,027	1,122	1,212	연구개발비	0	0	0	0
유형자산	801	844	942	1,032	기타영업수익	-	-	-	-
무형자산	79	77	76	75	기타영업비용	-	-	-	-
자산총계	1,351	1,399	1,530	1,661	영업이익	124	135	164	191
유동부채	248	211	236	235	증가율(%)	-33.3	8.6	21.5	16.9
매입채무	96	104	106	117	영업이익률(%)	16.1	16.5	18.1	19.1
단기차입금	21	21	21	21	이자수익	5	4	5	6
유동성장기부채	114	65	89	77	이자비용	6	5	5	4
비유동부채	162	152	142	132	지분법이익(손실)	13	12	12	12
사채	70	60	50	40	기타영업외손익	-1	4	2	3
장기차입금	85	85	85	85	세전계속사업이익	136	152	179	209
부채총계	409	362	377	367	법인세비용	27	27	34	38
지배주주지분	846	935	1,045	1,178	세전계속이익률(%)	17.6	18.6	19.8	20.8
자본금	57	57	57	57	당기순이익	109	125	145	171
자본잉여금	33	33	33	33	순이익률(%)	14.1	15.3	16.0	17.0
이익잉여금	811	906	1,022	1,161	지배주주귀속 순이익	105	118	139	163
기타자본항목	-46	-46	-46	-46	기타포괄이익	-6	-6	-6	-6
비지배주주지분	96	102	108	116	총포괄이익	103	119	140	165
자본총계	941	1,037	1,153	1,294	지배주주귀속총포괄이익	100	113	134	157

현금흐름표					주요투자지표				
(십억원)	2023	2024E	2025E	2026E		2023	2024E	2025E	2026E
영업활동 현금흐름	144	209	190	247	주당지표 (원)				
당기순이익	109	125	145	171	EPS	9,294	10,448	12,306	14,362
유형자산감가상각비	52	57	62	70	BPS	74,592	82,443	92,152	103,916
무형자산상각비	1	1	1	1	CFPS	13,955	15,607	17,895	20,647
지분법관련손실(이익)	13	12	12	12	DPS	2,100	2,100	2,100	2,100
투자활동 현금흐름	-172	-88	-165	-146	Valuation(배)				
유형자산의 처분(취득)	-158	-100	-160	-160	PER	24.4	12.3	10.5	9.0
무형자산의 처분(취득)	0	-	-	-	PBR	3.0	1.6	1.4	1.2
금융상품의 증감	-14	12	9	27	PCR	16.3	8.3	7.2	6.2
재무활동 현금흐름	-5	-81	-9	-46	EV/EBITDA	15.4	8.0	6.8	5.7
단기금융부채의증감	0	-	-	-	Key Financial Ratio(%)				
장기금융부채의증감	1	-	-	-	ROE	13.1	13.3	14.1	14.7
자본의증감	-85	-10	-10	-10	EBITDA이익률	22.9	23.6	25.0	26.2
배당금지급	-	-	-	-	부채비율	43.5	34.9	32.7	28.4
현금및현금성자산의증감	-32	19	-4	35	순부채비율	16.2	7.9	7.6	2.9
기초현금및현금성자산	99	67	86	82	매출채권회전율(x)	7.4	8.2	8.8	9.1
기말현금및현금성자산	67	86	82	117	재고자산회전율(x)	6.2	6.7	7.0	7.1

자료 : 한솔케미칼, iM증권 리서치본부

한솔케미칼 투자이전 및 목표주가 변동추이



Compliance notice

당 보고서 공표일 기준으로 해당 기업과 관련하여,

- 회사는 해당 종목을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 금융투자분석사와 그 배우자는 해당 기업의 주식을 보유하고 있지 않습니다.
- 당 보고서는 기관투자자 및 제 3자에게 E-mail등을 통하여 사전에 배포된 사실이 없습니다.
- 회사는 6개월간 해당 기업의 유가증권 발행과 관련 주관사로 참여하지 않았습니다.
- 당 보고서에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

본 분석자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위한 참고자료이며, 따라서, 본 자료에 의한 투자자의 투자결과에 대해 어떠한 목적의 증빙자료로도 사용될 수 없으며, 어떠한 경우에도 작성자 및 당사의 허가 없이 전재, 복사 또는 대여될 수 없습니다. 무단전재 등으로 인한 분쟁발생시 법적 책임이 있음을 주지하시기 바랍니다.

[투자의견]

종목추천 투자등급

종목투자의견은 향후 12개월간 추천일 증가대비 해당종목의 예상 목표수익률을 의미함.

- Buy(매수): 추천일 증가대비 +15% 이상
- Hold(보유): 추천일 증가대비 -15% ~ 15% 내외 등락
- Sell(매도): 추천일 증가대비 -15% 이상

산업추천 투자등급

시가총액기준 산업별 시장비중대비 보유비중의 변화를 추천하는 것임

- Overweight(비중확대)
- Neutral(중립)
- Underweight(비중축소)

[투자등급 비율 2024-06-30 기준]

매수	중립(보유)	매도
92.8%	6.6%	0.6%