

2024.11.21.(목) 증권사리포트

HD한국조선해양

벤티리

[출처] 하나증권 위경재 애널리스트

커버리지 개시 : 투자의견 BUY, 목표주가 300,000원

HD한국조선해양에 대한 투자의견 BUY, 목표주가 300,000원을 제시한다. 커버리지를 신규로 개시하며, 조선 섹터 내 조선사 Top Pick이다. 목표주가는 2025년 예상 BPS에 기초해 산출했다. HD한국조선해양의 2025년 BPS는 182,983원이 예상되나, 상장 자회사 HD현대중공업, HD현대미포의 2025년 BPS 75,044원, 56,121원을 차감한 Pure BPS 51,818원에 Target P/B 1.9배를 적용했다. Target P/B는 과거 Super Cycle(2005~2008년) 당시 현대중공업과 현대미포조선의 평균 P/B 2.2배, 1.6배의 중간값이다. 이렇게 도출해 낸 순수 가치 약 6.9조원에 상장 자회사 2개의 할인 가치 11.2조원, 3.0조원(자회사 가치 반영 비율 49%)을 합산하여, HD한국조선해양에 대한 Target Value 21.2조원을 제시한다. 현재 주가 대비 Upside는 +51%다.

2024년 연간 매출 +18.2%, 영업이익 +404.1% 전망

본격 증익 구간에 접어들었다. 2022년에 시작된 글로벌 선박 발주 증가 과정에서 HD한국조선해양의 자회사들은 착실히 수주잔고를 늘려 왔다. 그동안 저가 수주했던 선박들이 인도되었으나, 2024년 고가 수주 선박들이 인도되기 시작하며 수익성 개선되고 있다. 신조선가가 꾸준히 상승해 왔던 점 고려할 때, 향후 수익성 개선 여력 충분하다.

한편, 비상장 자회사 HD현대삼호의 질주가 매섭다. HD현대삼호의 2024년 연간 매출은 6조9,425억원으로 YoY +16.5% 증가할 전망이다. 수익성 역시 빠르게 개선되는 것으로 추정되는데, 이는 매출 반영 선박의 Mix 개선 효과다. 2024년 3분기 실적 기준, 2021~2023년 수주 물량이 각각 4%, 63%, 32% 매출로 반영됐다. HD현대중공업, HD현대미포가 각각 2021년 물량을 15%, 6% 반영한 것 고려할 때, 고가 선종이 빠르게 실적화되는 점 확인할 수 있다.

LNG 시대를 기다린다

현재 가동 중인 글로벌 LNG 액화 터미널의 부피 기준 CAPA는 10.5억CBM이다. 그리고 현재 건설이 계획되어 있는 LNG 액화 터미널의 부피 기준 CAPA는 19.0억CBM이다. 현재 CAPA가 약 3배까지 확장될 것으로 예상된다. 즉, 이들을 운반하기 위한 LNG 운반선 수요 지속 증가할 것으로 전망되며, HD현대중공업과 HD현대삼호를 보유한 HD한국조선해양은 이 시장에서 최강자로 군림할 가능성이 높다고 판단한다. 단기/장기 모든 측면에서 수주/실적 안정성 확보했다고 판단한다. 한편, 현재 HD현대삼호의 수주잔고는 총 109척이며, LNG운반선을 포함한 가스선 수주잔고는 52척이다.

Financial Data

(십억원, %, 배, 원)

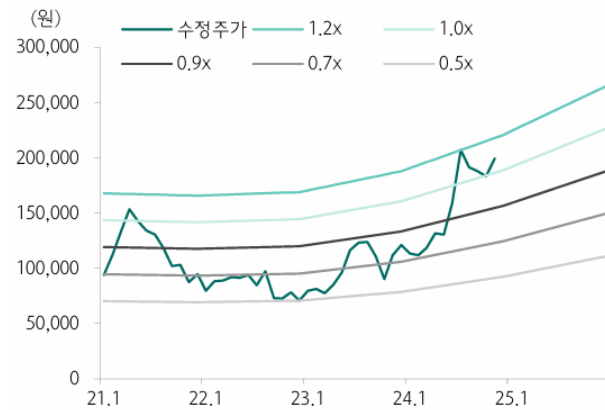
투자지표	2022	2023	2024F	2025F
매출액	17,302.0	21,296.2	25,179.4	28,674.4
영업이익	(355.6)	282.3	1,423.1	2,637.4
세전이익	(431.1)	(8.0)	1,415.1	2,722.0
순이익	(216.9)	221.7	979.0	1,923.6
EPS	(3,065)	3,133	13,833	27,180
증감율	적지	흑전	341.53	96.49
PER	(23.07)	38.59	14.05	7.15
PBR	0.51	0.86	1.25	1.06
EV/EBITDA	130.78	14.52	7.37	3.75
ROE	(2.22)	2.26	9.36	16.06
BPS	137,417	140,085	155,803	182,983
DPS	0	0	0	0

도표 3. HD한국조선해양 12M Fwd P/E



자료: Quantwise, 하나증권

도표 4. HD한국조선해양 12M Fwd P/B



자료: Quantwise, 하나증권



한화오션

이제는 싸이클에 올라탈 시기

[출처] [하나증권 위경재 애널리스트](#)

커버리지 개시 : 투자의견 BUY, 목표주가 49,000원

한화오션에 대한 신규 커버리지를 개시한다. 투자의견 BUY, 목표주가 49,000원을 제시한다. 목표주가는 2026년 BPS 추정치 16,570원에 Target P/B 3.0배를 적용해 도출하였다. 1) 수주잔고 내 높은 비중의 선박이 2025년 하반기 이후 인도 예정인 바, 2026년을 목표주가 산출의 기준으로 보는 것이 적절하다고 판단한다. 2) Target P/B는 과거 Super Cycle 기간의 평균 P/B를 적용했다. 국내 조선업 사이클의 상승기에 상단이 아닌 중단 P/B를 적용한 것은, 아직 실적 개선이 본격화되지 않았음에 기인한다. 향후 Re-Valuation 가능성 충분히 존재한다. 한편, 미국 대선 이후 주가 가파르게 상승한 바 있으나 현 주가에서도 여전히 매수 접근 가능한 구간이다. 이번 상승 사이클은 과거와 달리 우상향, 높이 확대가 동반될 것으로 예상되는 바, 장기적 관점에서 지속 BUY 가능하다고 판단한다.

2024년 연간 매출 YoY +38.4%, 영업이익 YoY 흑자전환 전망

한화오션의 2024년 연간 실적으로 매출 10조2,517억원(YoY+38.4%), 영업이익 1,404억원(YoY 흑자전환)을 전망한다. 2024년 2분기에 잠시 주춤했으나 이익 증가 구간에 진입했다고 판단한다. 영업이익 지속 증가할 것으로 전망한다. 상대적으로 주가 상승 강도가 약했으나, LNG 시대 도래하는 과정에서 한화오션 역시 수혜 크게 받을 것으로 판단한다. 현재 수주잔고 115척에서 LNG/LPG 운반선 및 FPSO 등이 총 86척이다. 75%에 해당한다. 국내에서 LNG 노출도 가장 높은 것으로 판단되며, 향후 수주 늘려가는 과정에서 장기 실적 안정성 더해갈 것으로 판단한다. 그동안 수주 강도가 상대적으로 약했던 것의 기저효과로 빠른 납기 선종들을 추가로 수주할 가능성 역시 상존한다.

그룹의 색깔을 입다

국내 방산을 이끌고 있는 것은 한화그룹이다. 지상방산, 항공우주 대비 상대적으로 약한 상태이나 점진적으로 해군력에 대한 관심 높아질 전망이다. 실제로, 한화오션은 2건의 해군 함정 MRO 계약을 체결했다. 2024년 8월, 미국 해군 군수지원함 '월리 쉬라'함의 MRO 사업을 수주한 바 있으며, 최근에는 미국 해군 급유함 '유콘'함의 MRO 사업을 수주했다. 국내에서 미국 해군과 MRO 계약을 체결한 것은 한화오션이 유일하다.

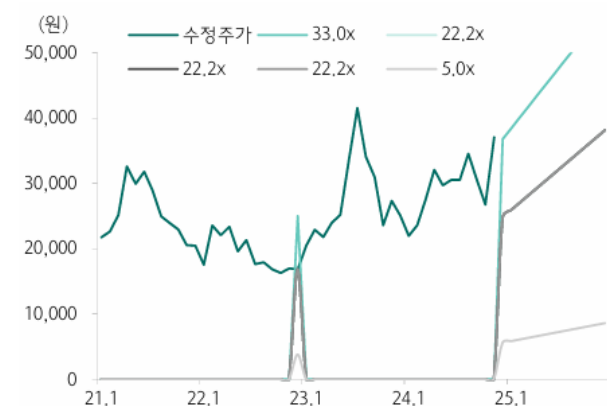
글로벌 정세 불안을 러시아/우크라이나, 중동 등의 지역에 국한해서는 안된다. 남중국해 갈등 역시 해결되지 않았고, 여전히 중국 정부는 대만을 압박하고 있는 점 고려할 때 동아시아는 지속 관심을 가져야 하는 지역이다. 남중국해의 지역적 특성을 감안할 때, 한화오션의 특수선 사업부는 기대보다 더 가파르게 성장할 가능성이 있다고 판단한다.

Financial Data

(십억원, %, 배, 원)

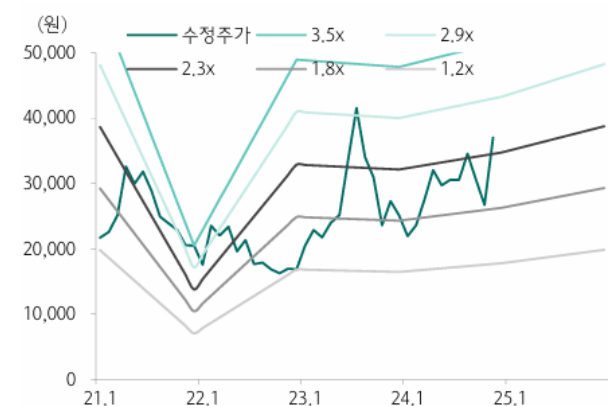
투자지표	2022	2023	2024F	2025F
매출액	4,860.2	7,408.3	10,251.7	10,632.8
영업이익	(1,613.6)	(196.5)	140.4	534.8
세전이익	(1,794.3)	(116.3)	2.4	437.5
순이익	(1,744.8)	159.9	(17.7)	341.4
EPS	(13,757)	757	(58)	1,114
증감율	적지	흑전	적전	흑전
PER	(1.22)	33.16	(638.79)	33.26
PBR	2.86	1.78	2.70	2.49
EV/EBITDA	(2.67)	(160.84)	43.01	18.46
ROE	(117.79)	6.33	(0.42)	7.79
BPS	5,880	14,063	13,741	14,855
DPS	0	0	0	0

도표 3. 한화오션 12M Fwd P/E



자료: Quantiwise, 하나증권

도표 4. 한화오션 12M Fwd P/B



자료: Quantiwise, 하나증권



세진중공업

가스선 수요 증가의 직접 수혜자

[출처] 하나증권 위경제 애널리스트

커버리지 개시 : 투자의견 BUY, 목표주가 10,500원

세진중공업에 대한 투자 의견 BUY, 목표주가 10,500원을 제시하며 신규 커버리지를 개시한다. 목표주가는 2025년 지배 순이익 추정치 420억원에 Target P/E 14.1배 적용해 도출했다. 1) 목표주가 산출의 기준점을 2026년까지 늘리지 않더라도, 2025년 증익에 기초해 Upside 보유하고 있다고 판단한다. 2) Target P/E는 2023~2026년 3년간 영업이익이 연평균 +28.2% 증가할 것으로 전망되는 바, PEG 0.5배 가정해 설정했다. 성장주가 PEG 1.0배를 부여받는 점 감안할 때 보수적 접근이라고 판단한다. 매수 가능한 가격이다.

2024년 연간 매출 YoY +9.0%, 영업이익 YoY +39.9% 전망

세진중공업의 2024년 연간 실적으로 매출 4,194억원(YoY +9.0%), 영업이익 469억원(YoY +39.9%)을 전망한다. 3Q24 누적 매출이 2,411억원임을 고려할 때, 4Q24 매출 추정치 1,784억원은 다소 공격적으로 보일 수 있다. 다만, 세진중공업의 사업 구조가 1년치 물량을 선제적으로 수주한 후 1년간 매출화시킨다는 점 감안하면 4분기 실적은 기대치를 상회할 가능성이 높다고 판단한다. 3분기 기준 수주잔고는 1,636억원이다.

한편, 세진중공업의 장기 실적 역시 안정적인 전망이다. 2025~2026년, 매출은 +14.5%, +6.8% 성장, 영업이익은 +40.0%, +7.6% 증가를 예상한다. 가스선 수요 가파르게 증가하는 과정에서 탱크 수요 동반 성장할 것으로 판단한다. 특히, 세진중공업의 주 제품이 LPG 탱크, 암모니아 탱크, LCO2 탱크이며, 주 고객사는 HD현대 그룹임을 고려할 때 실적 성장 가시성은 더욱 상승한다. 국내 조선사 중 LPG 운반선 수주잔고의 비중이 높은 곳이 HD 현대 그룹에 포진해 있을 뿐더러, LCO2 운반선은 HD현대미포가 선제적으로 건조 중이다. 이에 더해, 고객사를 국내 타 조선사까지 확장하는 과정에서 실적 성장의 Upside는 열려 있다고 판단한다. 세진중공업의 Q만 준비된다면 가시성이 매우 높다.

CAPA 확장, 높아질 Q

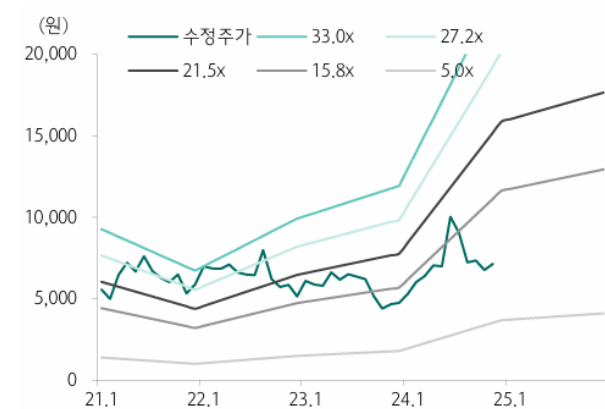
세진중공업은 기존 15만평 규모의 본사 부지 외에도 추가 부지를 확보, CAPA 증설 진행 중이다. 현재 국내 조선업 밸류체인이 CAPA 확장에 적극적이지 않은 점 감안할 때, 공격적 행보로 해석된다. LPG/LNG 운반선 수요 증가 과정에서 자연히 Q Factor 증가 가능성 높으며, 특히 LCO2 운반선의 개화에도 주목해야 한다. 세진중공업은 50T C-type용 후판을 사용해 LCO2 탱크를 제조하는데, 후판의 두께가 두꺼운 만큼(기존 후판 6~7T) 고도의 기술력을 요한다. 해당 기술력을 확보한 세진중공업이 LCO2 탱크 시장 내에서 선도적 지위 확보할 것으로 예상하며, 선제적 CAPA 증설이 증가할 탱크 공급량 뒷받침할 것으로 판단한다.

Financial Data

(십억원, %, 배, 원)

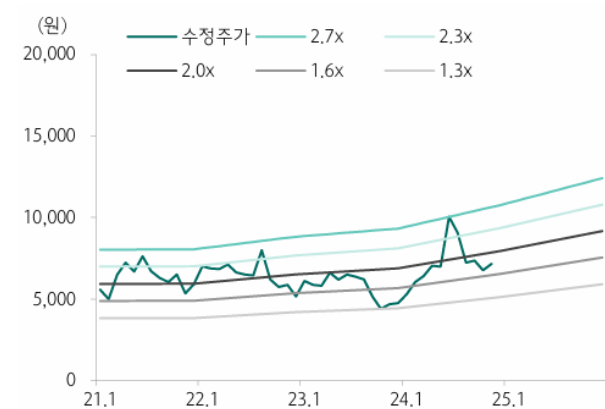
투자지표	2022	2023	2024F	2025F
매출액	410.1	384.8	419.4	480.2
영업이익	24.9	33.6	46.9	65.7
세전이익	17.4	25.8	38.4	56.0
순이익	11.6	17.1	20.6	42.0
EPS	204	301	362	739
증감율	(29.17)	47.55	20.27	104.14
PER	25.25	15.80	19.75	9.68
PBR	1.70	1.43	2.04	1.77
EV/EBITDA	17.31	11.85	11.10	7.79
ROE	7.09	9.92	10.84	19.58
BPS	3,026	3,315	3,504	4,043
DPS	150	200	200	200

도표 3. 세진중공업 12M Fwd P/E



자료: Quantwise, 하나증권

도표 4. 세진중공업 12M Fwd P/B



자료: Quantwise, 하나증권



코스모신소재

내년을 기대하며

[출처] IBK투자증권 이현욱 애널리스트

24년 3분기, 양극재 출하 부진 영향

코스모신소재의 3Q24 매출액 1,193억원(QoQ -35.6%), 영업이익 65억원(QoQ -5.7%), OPM 5.5%(QoQ +1.7%p)로 컨센서스(매출액 1,254억원, 영업이익 73억원)를 하회했다. 양극활물질 부문은 LG화학향 단결정 양극재 출하는 견조하였으나 삼성SDI향 ESS 모델에서 스펙 교체 지연 지속 등 영향으로 인해 830억원(QoQ -46.4%)를 기록했다. 양극활물질 부문의 수익성은 낮아진 가동률로 인해 약 2%를 기록한 것으로 추정된다. 기능성 필름과 토너 부문은 각각 330억원(QoQ +18.4%), 40억원(QoQ +11.8%)의 견조한 실적을 기록했다.

24년 4분기, 이어지는 부진

코스모신소재의 4Q24 매출액은 1,210억원(QoQ +1.2%), 영업이익 50억원(QoQ -29.7%), OPM 3.8%(QoQ -1.7%p)로 예상한다. 양극활물질 부문의 LG화학향 출하량은 3분기와 비슷한 수준이 전망되며 삼성SDI향 NCA 전동공구 출하가 시작되며 매출액은 860억원(QoQ +4.2%)를 기록할 것으로 전망한다. 양극재 CAPA는 연말 기준 2023년 2만톤에서 2025년 10만톤으로 증가할 예정이며 2030년 CAPA는 30만톤을 목표로 하고 있다. 3공장(6.5만톤)은 3Q24 설비 증설을 완료하였으며 현재 양산 테스트 단계로 본격적인 출하는 2Q25로 기대한다.

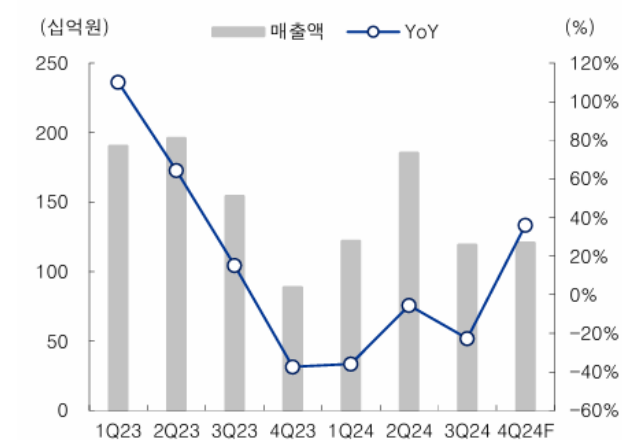
투자의견 매수, 목표주가 100,000원 하향

코스모신소재에 대한 투자의견은 매수, 목표주가는 100,000원으로 하향한다. 글로벌 전기차 수요 둔화와, 미국 대선 이후 전방 산업의 불확실성 증가로 동사의 매출 확대 시점이 지연되고 있다. 대표적으로 1) 삼성SDI향 미드니켈, 2) SKon향 NMx의 본격적인 출하 시점이 약 1년 정도 연기된 것으로 추정된다. 전기차 캐즘 구간은 2026~7년까지 이어질 것으로 전망하고 있으며 실적 반등 시점은 2H25부터로 예상하는 만큼 2차전지 섹터의 보수적인 접근이 필요하다.

(단위:십억원,배)	2022	2023	2024F	2025F	2026F
매출액	486	630	548	844	1,905
영업이익	32	32	23	39	97
세전이익	36	29	23	39	96
당기순이익	28	27	18	31	76
EPS(원)	896	863	556	955	2,334
증가율(%)	50.8	-3.7	-35.5	71.7	144.4
영업이익률(%)	6.6	5.1	4.2	4.6	5.1
순이익률(%)	5.8	4.3	3.3	3.7	4.0
ROE(%)	12.1	7.4	3.7	6.1	13.4
PER	57.1	170.8	118.0	68.7	28.1
PBR	6.3	10.0	4.3	4.0	3.5
EV/EBITDA	34.3	99.1	50.4	30.4	15.4

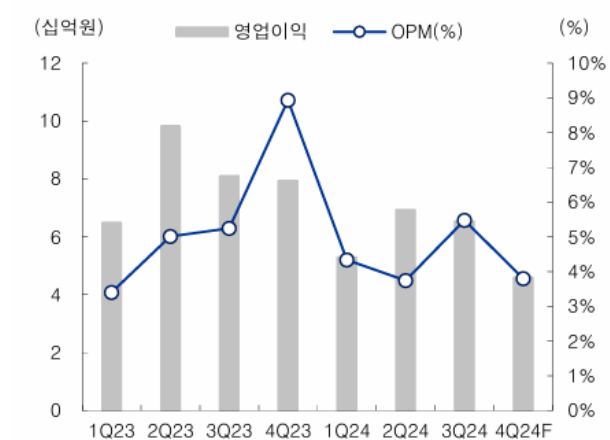
자료: Company data, IBK투자증권 예상

그림 1. 코스모신소재 매출액 및 YoY 추이



자료: 코스모신소재, IBK투자증권

그림 2. 코스모신소재 영업이익 및 영업이익률 추이



자료: 코스모신소재, IBK투자증권



솔루엠

시작된 실적 턴어라운드

[출처] 유안타증권 권명준 애널리스트

실적부진? 실적 턴어라운드 주목 필요

2024년 분기별 실적기준 매출액과 영업이익 모두 1Q<2Q<3Q의 흐름이다. 특히 3분기는 매출액과 영업이익이 전분기대비 각각 19.9%, 31.1% 증가했다. 동사의 밸류에이션에 영향을 주는 ICT 사업부(ESL)의 3분기 실적 역시 성장했다. 컨센서스 기준 4분기 매출액과 영업이익은 1개월전대비 각각 7.7%, 23.7% 하향 조정되었다. 하지만, 2024년 4분기는 매출액 기준으로 실적추정치의 하락폭 대비 전년대비 성장률(+15.3%)이 더 높다. 4분기 실적 전망 하회의 영향보다 실적 턴어라운드예 주목해야 하는 시점이다.

전방산업 부진? 판단하기에 시기상조

조사기관들에 따르면 ESL의 글로벌 시장 규모는 연평균 10% 이상의 성장을 전망한다. 글로벌 경기둔화 우려감이 전방산업에 악영향을 줄 수 있다고 생각할 수 있다. 하지만, 글로벌 경기둔화 → 소비 축소 → 기업들 간의 경쟁 확대 → 차별화를 위한 ESL 투자 집행으로 이어질 수 있다. 경쟁사들은 한정적인 지역 내 매출 비중이 높은 반면, 동사는 유럽, 북미, 아시아 등 다양한 지역내 고객사를 확보하고 있다는 강점이 있어 글로벌 경기둔화의 영향력이 제한적이라고 판단된다.

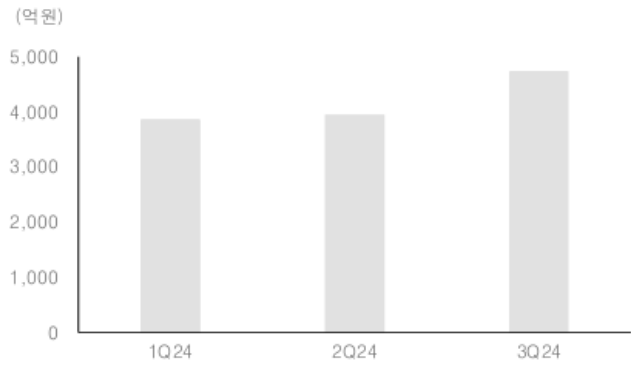
경쟁력 약화? 오히려 회복 중

ESL 글로벌 Top3는 동사와 Vusiongroup(SES Imagotag)과 Pricer이다. 2024년 분기별 매출추이를 살펴보면 Vusiongroup은 전년대비 상승하는 모습을 보이고 있다. 반면 Pricer는 올해 2분기와 3분기가 전년대비 역성장하는 모습을 보이고 있다. 동사의 ESL 매출액 추이는 4Q23 868억원 →1Q24 1,063억원 →2Q24 1,012억원→ 3Q24 1,326억원으로 꾸준한 상승세를 보이고 있다. 경쟁력 약화보다는 오히려 회복되고 있는 국면이라고 판단된다.

Forecasts and valuations (K-IFRS 연결)				(억원, 원, %, 배)
결산 (12월)	2022A	2023A	2024F	2025F
매출액	16,945	19,511	15,999	19,199
영업이익	756	1,545	828	1,194
지배순이익	473	1,204	502	876
PER	22.4	10.8	18.6	10.7
PBR	3.6	3.2	2.1	1.8
EV/EBITDA	11.7	7.3	8.3	6.2
ROE	16.9	34.8	12.0	18.4

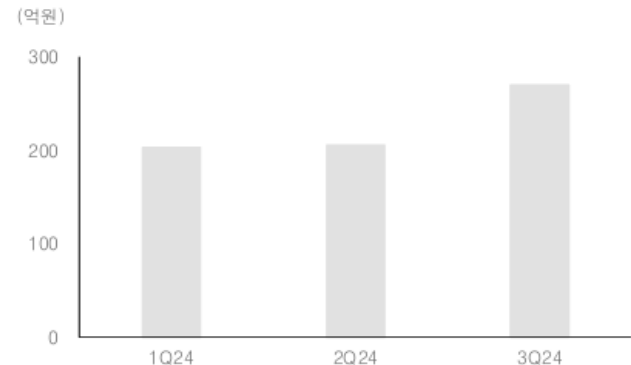
자료: 유인타증권

[그림 1] 2024 년 분기별 매출액 추이



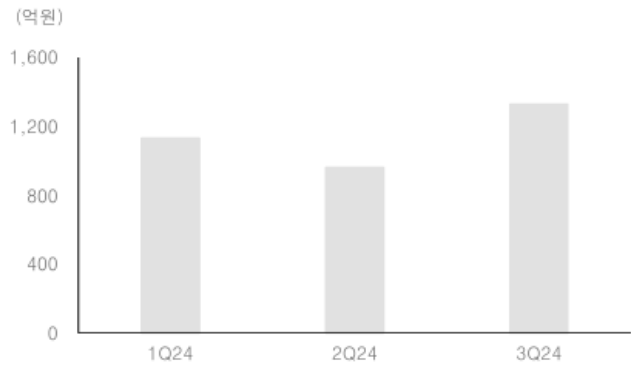
자료: 솔루엠, 유안타증권 리서치센터

[그림 2] 2024 년 분기별 영업이익 추이



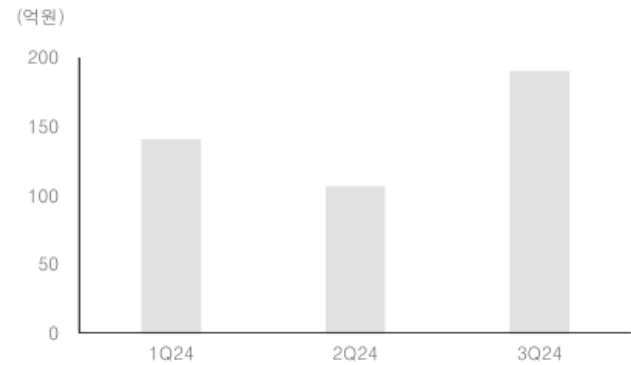
자료: 솔루엠, 유안타증권 리서치센터

[그림 3] 2024 년 ICT 사업부(ESL) 분기별 매출액 추이



자료: 솔루엠, 유안타증권 리서치센터

[그림 4] 2024 년 ICT 사업부(ESL) 분기별 영업이익 추이



자료: 솔루엠, 유안타증권 리서치센터



파라다이스

더디지만 실적 회복세는 진행중

[출처] 유안타증권 이환욱 애널리스트

3Q24 Review: 시장 컨센서스 부합

3Q24 매출액과 영업이익은 각각 2,682억원(-6.1% yoy), 362억원(-36.6% yoy)으로 시장 컨센서스에 대체로 부합하였으나, 건조한 방문객 수 회복세에도 불구하고 주요 영업점(워커힐)의 홀드율 하락 영향이 전사 실적 역성장의 주요 요인이었고, 마케팅(쿠팡 등) 비용 상승으로 수익성 훼손 역시 불가피하였다.

주요 영업점 별로, [워커힐] 매출액은 658억원(-33.7% yoy, -28.1% qoq)을 기록하였다. 전년동기대비 드랍액 (6,602억원, -5.2% yoy) , 홀드율(9.1%, -4.3%pt) 모두 하락한 결과이다. 中 VIP 방문객 수 완만한 성장 기조 이어 갔으나, 日 VIP 방문객 수 하락과 기타 국가향 VIP 인당 드랍액이 하락한 영향이 총 드랍액 하락으로 이어졌다.

[P-city] 매출액은 1,103억원(+12.8% yoy, +7.6% qoq)을 기록하였다. 전년동기대비 드랍액(8,144 억원, +11.1% yoy), 홀드율(11.3%, +0.1%pt) 모두 상승한 결과이다. 전년동기대비 中/日/기타 국가향 VIP 방문객 수 모두 상승하였다. 다만, 전분기대비 방문객 수 개선세는 미미한 수준이었다.

2025년 전망: 매출액 +4.2% yoy 영업이익 +10.8% yoy

내년도 매출액과 영업이익은 각각 1조 1,329억원(+4.2% yoy), 1,685억원(+10.8% yoy)을 전망한다. 추정 근거는 방한 외래 관광객 수 회복에 기인하며, 국내 외국인 전용 카지노 합산 방문객 수는 19년도 수준을 초과 달성할 것이라 예상한다. 中 VIP 회복 속도에 따른 실적 변동성 발생 가능한 구간이며, 경쟁사(인스파이어) 영향으로 인한 마케팅 비용 부담 역시 이어질 전망이다.

투자의견 매수, 목표주가 14,000원 커버리지 재 개시

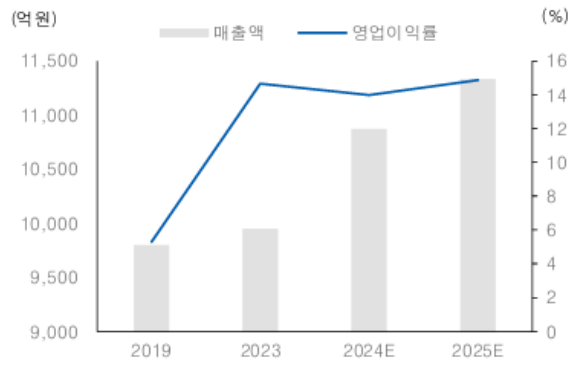
투자의견 매수, 목표주가 14,000원을 제시한다. 목표주가는 내년도 EPS 884원에 Target Multiple 16배 적용하여 산출하였다. 과거 밸류에이션 디레이팅 구간(16년도 中사드사태) 평균 PER 20배에 20% 할인하여 보수적으로 접근하였다.

Quarterly earning Forecasts						Forecasts and valuations (K-IFRS 연결)				
(십억원, %)						(십억원, 원, %, 배)				
	3Q24E	전년동기대비	전분기대비	컨센서스	컨센서스대비	결산 (12월)	2022A	2023A	2024F	2025F
매출액	268	-6.1	-1.8	271	-1.1	매출액	588	994	1,087	1,133
영업이익	36	-36.6	13.1	37	-2.3	영업이익	10	146	152	169
세전계속사업이익	21	-59.9	-7.8	24	-15.4	지배순이익	25	63	72	81
지배순이익	17	-50.4	20.1	16	10.0	PER	56.2	22.7	12.1	10.7
영업이익률 (%)	13.5	-6.5 %pt	+1.8 %pt	13.7	-0.2 %pt	PBR	1.0	1.0	0.6	0.5
지배순이익률 (%)	6.5	-5.8 %pt	+1.2 %pt	5.9	+0.6 %pt	EV/EBITDA	23.8	10.1	7.1	6.2
						ROE	2.0	4.5	5.0	5.4

자료: 유안타증권

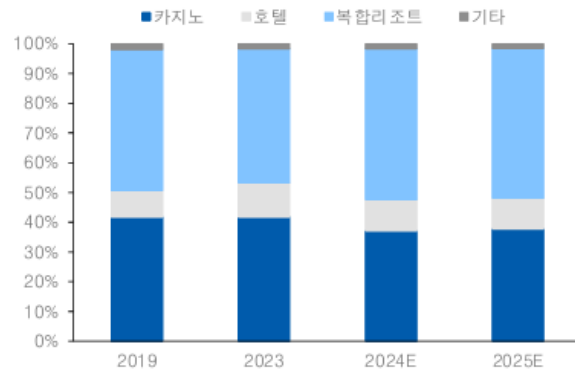
자료: 유안타증권

전사 매출액 및 영업이익률 추이 및 전망



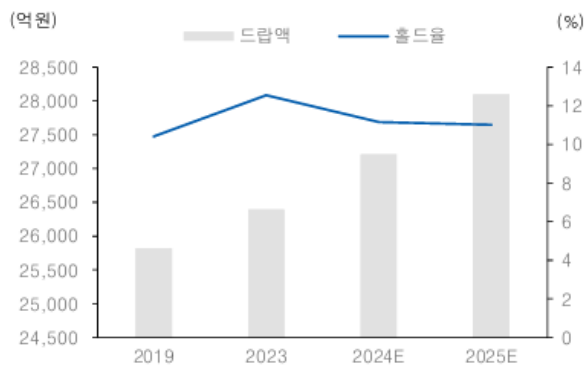
자료: 파라다이스, 유안타증권 리서치센터

사업부문별 매출 비중 추이



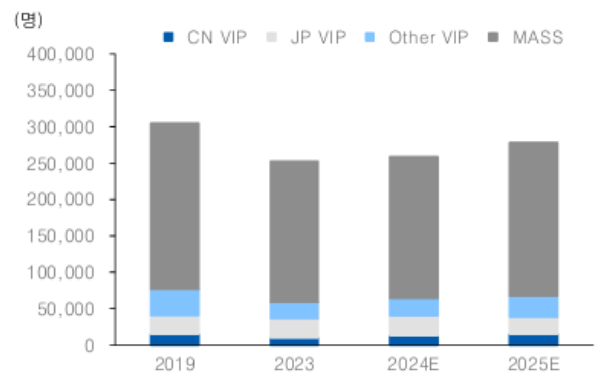
자료: 파라다이스, 유안타증권 리서치센터

연간 드랍액 및 홀드율 추이 및 전망(파라다이스 워커힐)



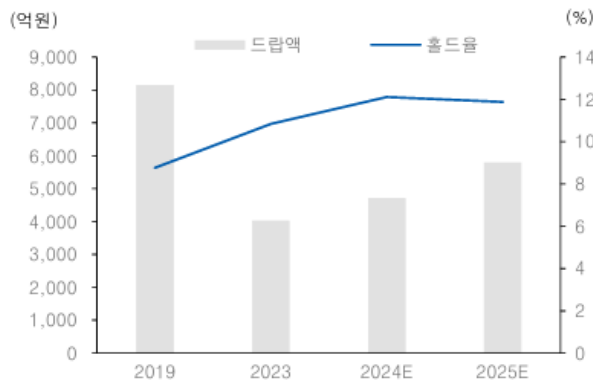
자료: 파라다이스, 유안타증권 리서치센터

고객군별 방문자 수 추이 및 전망(파라다이스 워커힐)



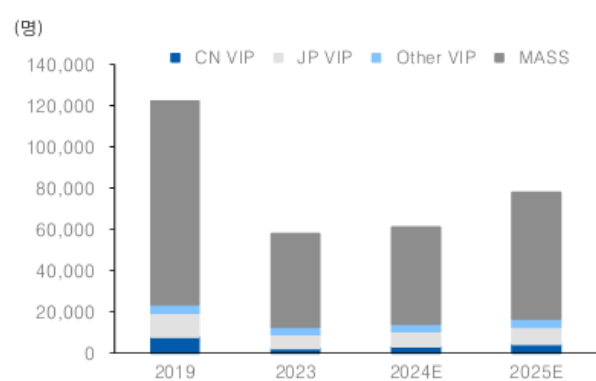
자료: 파라다이스, 유안타증권 리서치센터

연간 드랍액 및 홀드율 추이 및 전망(파라다이스 부산)



자료: 파라다이스, 유안타증권 리서치센터

고객군별 방문자 수 추이 및 전망(파라다이스 부산)



자료: 파라다이스, 유안타증권 리서치센터



한솔케미칼
분기 실적 저점 통과 중
[출처] 키움증권 박유악 애널리스트

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 낮아진 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 나가는 전략을 추천한다.

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

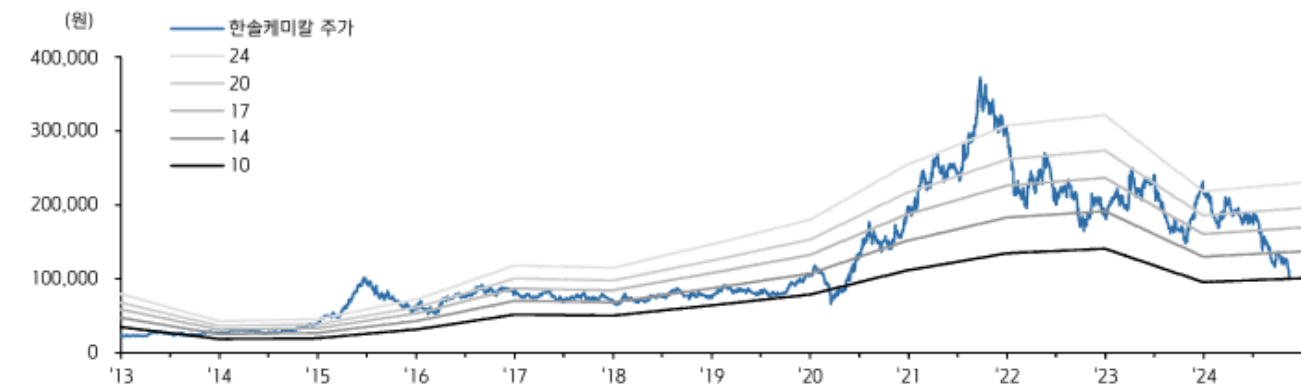
자료: 키움증권 리서치센터

한솔케미칼 12개월 Trailing P/B Ratio



자료: 키움증권 리서치센터

한솔케미칼 12개월 Trailing P/E Ratio



자료: 산업통상자원부, 키움증권 리서치센터



