

# 한솔케미칼 (014680)

이수빈

subin.lee@daishin.com

투자의견

**BUY**

매수, 유지

6개월 목표주가

**300,000**

하향

현재주가

**216,000**

(22.02.14)

반도체업종

# 중장기 성장은 유효. 저가 매수 기회

투자 의견 매수 유지, 목표주가 300,000원으로 25% 하향

- 투자 의견 매수 유지, 목표주가 300,000원으로 25% 하향. 목표주가 하향은 2022년 실적 전망치 하향조정과 글로벌 반도체 소재사 평균 밸류에이션 멀티플 하락에 기인
- 목표주가는 2022년 EPS 추정치 16,097원에 글로벌 반도체 소재사 평균 FY1 P/E 20배에 5% 할인한 19배 적용하여 산출

2021년 4분기 영업이익은 컨센서스를 하회

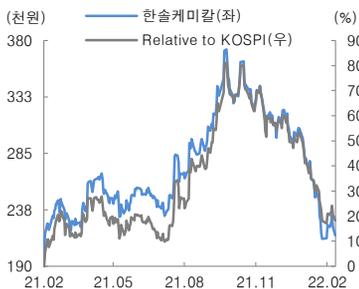
- 동사의 2021년 4분기 매출 2,076억(+6% QoQ), 영업이익 356억(-36% QoQ) 기록. 매출은 당사 추정치에 부합한 반면, 영업이익은 하회
- NB라텍스 사업부는 3분기에 이어 판매가격 하락이 지속되며 부진한 실적을 기록. 코로나 19 심화되며 NB라텍스의 최대 수요처인 동남아시아 니트릴 장갑 공장 가동이 중단되었기 때문
- 또한, 천연가스 가격 상승도 동사의 주력 제품인 과산화수소의 원가 상승에 기여하며 수익성은 악화되었음
- 추가로, 4분기에 성과금을 비롯한 일회성 비용이 인식되며 당사 추정치를 하회

중장기 성장은 유효. 저가 매수 기회

- 2022년 매출과 영업이익은 각각 8,805억원(+15% YoY)/2,265억원(+15% YoY) 전망하며 추정치 하향 조정. 전망치 하향조정은 상반기까지 NB라텍스에서의 판매 가격 하락과 원재료 가격 상승을 반영
- 2022년 하반기부터는 주요 고객사향 반도체 소재 판매가 확대될 전망. 포트폴리오가 다변화되며, 고부가가치 소재 매출 비중이 확대된다는 점도 수익성 개선에 긍정적

KOSPI	2704.48
시가총액	2,448십억원
시가총액비중	0.11%
자본금(보통주)	57십억원
52주 최고/최저	372,500원 / 213,000원
120일 평균거래대금	206억원
외국인지분율	41.82%
주요주주	조동혁 외 8 인 15.02% 국민연금공단 12.84%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-18.2	-34.3	-27.3	-2.0
상대수익률	-11.6	-27.9	-14.7	12.3



(단위: 십억원 %)

구분	4Q20	3Q21	4Q21			1Q22				
			직전추정	잠정치	YoY	QoQ	Consensus	당사추정	YoY	QoQ
매출액	159	197	191	208	30.4	5.6	202	194	9.7	-6.5
영업이익	27	56	47	36	33.0	-36.4	42	49	-5.8	38.1
순이익	19	43	45	34	80.8	-19.9	35	52	26.8	52.8

자료: 한솔케미칼, FnGuide, 대신증권 Research Center

영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 십억원 원, %)

	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
매출액	544	619	768	880	969
영업이익	111	152	198	226	271
세전순이익	117	161	209	237	281
총당기순이익	91	130	160	182	216
지배지분순이익	86	123	160	182	216
EPS	7,655	10,864	14,155	16,097	19,086
PER	13.8	18.1	21.6	13.9	11.7
BPS	39,713	48,977	61,224	75,347	92,469
PBR	2.7	4.0	3.5	2.9	2.3
ROE	20.9	24.5	25.7	23.6	22.7

주: EPS와 BPS, ROE는 지배지분 기준으로 산출  
자료: 한솔케미칼, 대신증권 Research Center

연간 실적 추정 변경

(단위: 십억원 원, %, %p)

	수정전		수정후		변동률	
	2021F	2022F	2021F	2022F	2021F	2022F
매출액	752	859	768	880	2.3	2.5
판매비와 관리비	62	55	79	91	28.0	65.7
영업이익	209	255	198	226	-5.6	-11.2
영업이익률	27.9	29.7	25.7	25.7	-2.1	-4.0
영업외손익	14	14	11	11	-21.7	-21.7
세전순이익	223	269	209	237	-6.6	-11.7
지배지분순이익	172	207	160	182	-6.7	-11.9
순이익률	22.9	24.1	20.9	20.7	-2.0	-3.4
EPS(지배지분순이익)	15,176	18,262	14,155	16,097	-6.7	-11.9

자료: 한솔케미칼 대산증권 Research Center

표 1. 한솔케미칼 Valuation Table

(단위: 십억원, 배, %)

	2021F	2022F
지배주주 순이익(십억원)	160.4	182
유통주식수(천주)	11,335	11,335
EPS(원)	14,153	16,097
Target P/E		19.0
적정 시가총액(십억원)		3,466.8
현재 시가총액(십억원)		2,448
적정주가(원)		305,847
목표주가(원)		300,000
현재주가(원)		216,000
현재 P/E		13.4
Upside Potential (%)		39%

기준일: 2022년 02월 14일 종가 기준

주: 목표주가는 2022F EPS에 글로벌 반도체 소재사 평균 P/E 20배 5% 할인한 19배 적용하여 산출

자료: 한솔케미칼, 대신증권 Research Center

표 2. 한솔케미칼 Historical Valuation

(단위: 원 배)

	2019	2020	2021	2022F	2023F
EPS_지배순이익 기준	7,655	10,864	14,155	16,097	19,086
PER_지배순이익 기준 (End)	7798	11067	14418	16396	19440
PER_지배순이익 기준 (High)	13.8	18.1	21.6	13.9	11.7
PER_지배순이익 기준 (Low)	14.4	18.4	27.7	19.1	16.1
PER_지배순이익 기준 (Avg)	9.5	5.9	12.8	12.9	10.9
BPS_지배자본 기준	39,713	48,977	61,213	75,347	92,469
PBR_지배자본 기준 (End)	2.7	4.0	5.0	3.0	2.4
PBR_지배자본 기준 (High)	2.8	4.1	6.4	4.1	3.3
PBR_지배자본 기준 (Low)	1.8	1.3	2.9	2.8	2.2
PBR_지배자본 기준 (Avg)	2.2	2.6	4.4	3.3	2.7
EV/EBITDA (End)	9.7	12.5	14.7	9.2	7.4
EV/EBITDA (High)	9.8	12.5	17.8	12.2	10.0
EV/EBITDA (Low)	7.3	4.7	9.0	8.8	7.1
EV/EBITDA (Avg)	8.1	8.3	13.0	10.3	8.4

주: EPS 지배순이익은 자사주를 포함

자료: 한솔케미칼, 대신증권 Research Center

표 3. 사업부문별 매출 및 영업이익 (수정 후)

(단위: 십억원)

	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21E	1Q22F	2Q22F	3Q22F	4Q22F	2019	2020	2021P	2022F
<b>매출</b>												
제지/환경	32.4	32.8	27.0	32.2	24.8	27.9	32.7	35.9	93.1	92.9	124.4	121.2
전자소재	47.6	50.9	57.3	59.0	59.4	67.0	74.7	72.8	120.6	163.6	214.8	273.9
정밀화학	55.9	58.8	62.7	48.2	52.4	58.0	61.1	62.6	247.9	217.3	225.6	234.1
테이프류	33.3	36.2	40.9	44.3	46.5	48.8	52.7	51.7	112.6	118.8	154.7	199.8
특수가스	2.6	3.1	3.3	4.0	3.9	4.3	5.0	5.9	0.0	12.1	13.0	19.1
기타	7.6	7.1	8.4	6.9	7.2	7.3	7.4	7.4	18.8	23.8	30.0	29.4
연결조정	2.5	1.6	2.9	-13.0	0.1	-0.4	-1.0	-1.6	48.7	9.3	-6.0	-3.0
<b>합계</b>	<b>177.0</b>	<b>187.3</b>	<b>196.5</b>	<b>207.6</b>	<b>194.2</b>	<b>213.8</b>	<b>234.6</b>	<b>237.9</b>	<b>544.3</b>	<b>619.3</b>	<b>768.5</b>	<b>880.5</b>
<b>QoQ% YoY %</b>												
제지/환경	25.7%	1.1%	-17.7%	19.5%	5.0%	-4.3%	-8.8%	12.0%		-0.2%	33.8%	-2.5%
전자소재	16.0%	6.9%	12.5%	3.0%	0.7%	12.8%	11.4%	-2.5%		35.7%	31.3%	27.5%
정밀화학	4.1%	5.2%	6.6%	-23.2%	8.8%	10.7%	5.3%	2.5%		-12.3%	3.8%	3.8%
테이프류	4.1%	8.6%	12.9%	5.0%	5.0%	5.0%	8.0%	-2.0%		5.5%	30.2%	29.2%
특수가스	-23.7%	18.5%	6.4%	20.0%	-2.0%	10.0%	15.0%	19.3%			7.4%	46.5%
기타	12.8%	-6.6%	17.4%	-17.4%	4.7%	1.4%	1.3%	-0.4%		26.7%	26.1%	-2.1%
<b>매출비중 %</b>												
제지/환경	18.1%	17.3%	13.5%	16.6%	12.7%	13.1%	14.0%	15.2%	15.7%	14.8%	16.3%	13.8%
전자소재	26.5%	26.9%	28.7%	30.3%	30.6%	31.4%	32.0%	30.8%	20.3%	26.0%	28.2%	31.2%
정밀화학	31.2%	31.1%	31.4%	24.8%	27.0%	27.2%	26.2%	26.5%	41.8%	34.6%	29.6%	26.7%
테이프류	18.6%	19.2%	20.5%	22.8%	23.9%	22.9%	22.6%	21.9%	19.0%	18.9%	20.3%	22.8%
특수가스	1.5%	1.6%	1.7%	2.1%	2.0%	2.0%	2.1%	2.5%	0.0%	1.9%	1.7%	2.2%
기타	4.2%	3.8%	4.2%	3.5%	3.7%	3.4%	3.2%	3.1%	3.2%	3.8%	3.9%	3.3%
<b>합계</b>	<b>100%</b>											
<b>영업이익</b>												
<b>영업이익</b>	<b>52.2</b>	<b>53.9</b>	<b>56.0</b>	<b>35.6</b>	<b>49.2</b>	<b>56.1</b>	<b>68.2</b>	<b>53.0</b>	<b>111.2</b>	<b>151.9</b>	<b>197.8</b>	<b>226.5</b>
YoY%	94.9%	3.2%	3.9%	-36.4%	38.1%	13.9%	21.6%	-22.3%	18.8%	36.7%	30.2%	14.5%
OPM	29.5%	28.8%	28.5%	17.2%	25.4%	26.2%	29.1%	22.3%	20.4%	24.5%	25.7%	25.7%

자료: 한솔케미칼, 대신증권 Research Center

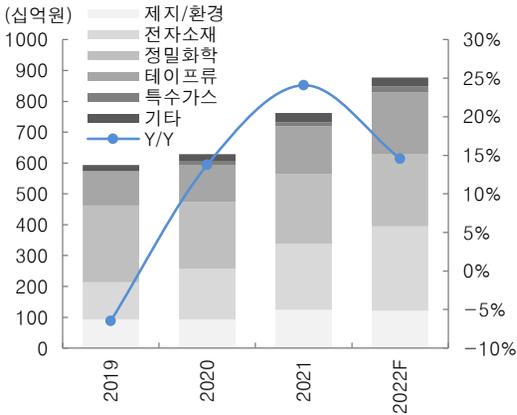
표 4. 사업부문별 매출 및 영업이익 (수정 전)

(단위: 십억원)

	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21E	1Q22F	2Q22F	3Q22F	4Q22F	2019	2020	2021P	2022F
<b>매출</b>												
제지/환경	32.4	32.8	27.0	32.2	25.8	28.4	29.1	30.6	93.1	92.9	124.4	113.8
전자소재	47.6	50.9	57.3	58.5	64.4	69.6	79.3	75.7	120.6	163.6	214.3	289.1
정밀화학	55.9	58.8	62.7	50.0	53.4	59.5	62.7	63.3	247.9	217.3	227.5	239.0
테이프류	33.3	36.2	40.9	41.4	41.2	42.5	45.9	44.9	112.6	118.8	151.8	174.5
특수가스	2.6	3.1	3.3	4.0	3.9	4.7	6.8	8.1	0.0	12.1	13.0	23.4
기타	7.6	7.1	8.4	6.9	7.2	7.3	7.4	7.4	18.8	23.8	30.0	29.4
연결조정	2.5	1.6	2.9	2.4	2.7	2.6	2.4	2.4	48.7	9.3	9.4	10.1
<b>합계</b>	<b>177.0</b>	<b>187.3</b>	<b>196.5</b>	<b>190.6</b>	<b>193.3</b>	<b>209.3</b>	<b>228.8</b>	<b>227.6</b>	<b>544.3</b>	<b>619.3</b>	<b>751.5</b>	<b>859.0</b>
<b>QoQ% YoY %</b>												
제지/환경	25.7%	1.1%	-17.7%	19.5%	6.1%	-4.3%	-8.8%	12.0%		-0.2%	33.8%	-8.5%
전자소재	16.0%	6.9%	12.5%	2.2%	10.1%	8.0%	14.0%	-4.6%		35.7%	31.0%	34.9%
정밀화학	4.1%	5.2%	6.6%	-20.2%	6.8%	11.3%	5.5%	1.0%		-12.3%	4.7%	5.1%
테이프류	4.1%	8.6%	12.9%	1.3%	-0.4%	3.0%	8.0%	-2.0%		5.5%	27.8%	15.0%
특수가스	-23.7%	18.5%	6.4%	20.0%	-2.0%	20.0%	45.0%	19.3%			7.1%	79.8%
기타	12.8%	-6.6%	17.4%	-17.4%	4.7%	1.4%	1.3%	-0.4%		26.7%	26.1%	-2.1%
<b>매출비중 %</b>												
제지/환경	18.1%	17.3%	13.5%	16.7%	13.2%	13.4%	12.6%	13.3%	15.7%	14.8%	16.3%	13.1%
전자소재	26.5%	26.9%	28.7%	30.3%	32.9%	32.8%	34.3%	32.9%	20.3%	26.0%	28.2%	33.3%
정밀화학	31.2%	31.1%	31.4%	25.9%	27.3%	28.1%	27.1%	27.5%	41.8%	34.6%	29.9%	27.5%
테이프류	18.6%	19.2%	20.5%	21.4%	21.0%	20.0%	19.8%	19.5%	19.0%	18.9%	19.9%	20.1%
특수가스	1.5%	1.6%	1.7%	2.1%	2.0%	2.2%	2.9%	3.5%	0.0%	1.9%	1.7%	2.7%
기타	4.2%	3.8%	4.2%	3.6%	3.7%	3.5%	3.2%	3.2%	3.2%	3.8%	3.9%	3.4%
<b>합계</b>	<b>100%</b>											
<b>영업이익</b>												
영업이익	52.2	53.9	56.0	47.3	56.2	63.8	72.3	62.6	111.2	151.9	209.5	254.9
YoY%	94.9%	3.2%	3.9%	-15.6%	18.9%	13.6%	13.2%	-13.5%	18.8%	36.7%	37.9%	21.7%
OPM	29.5%	28.8%	28.5%	24.8%	29.1%	30.5%	31.6%	27.5%	20.4%	24.5%	27.9%	29.7%

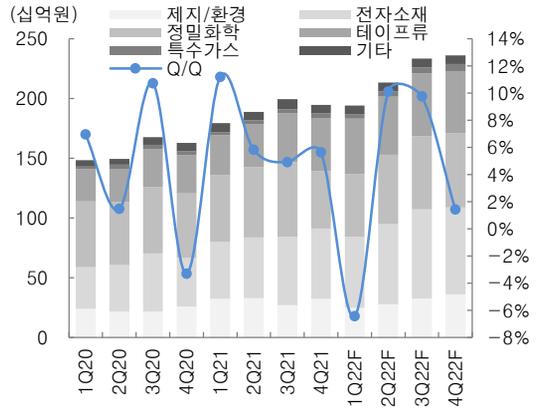
자료: 한솔케미칼, 대신증권 Research Center

그림 1. 연간 매출 추이



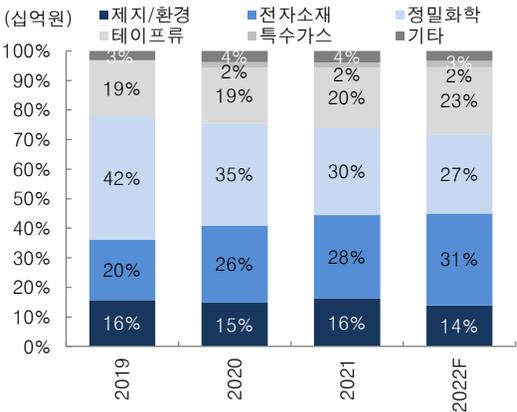
자료: 한솔케미칼 대신증권 Research Center

그림 2. 분기 매출 추이



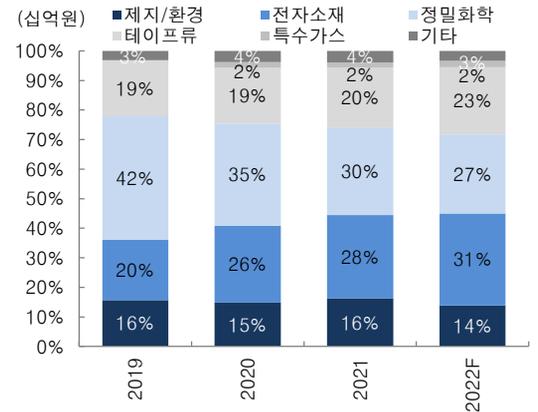
자료: 한솔케미칼 대신증권 Research Center

그림 3. 연간 제품별 매출 비중 추이



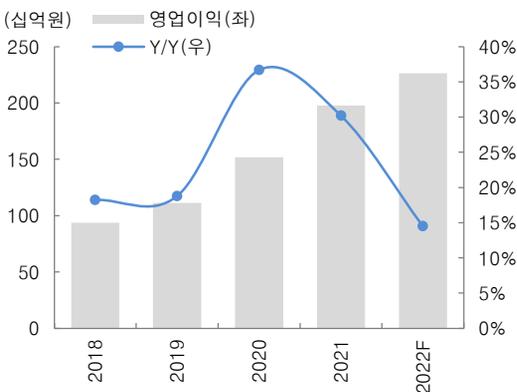
자료: 한솔케미칼 대신증권 Research Center

그림 4. 분기 제품별 매출 비중 추이



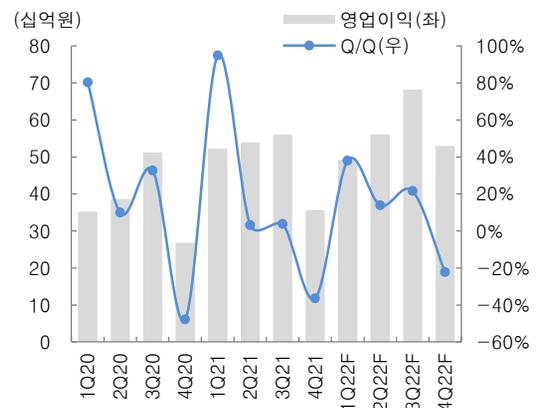
자료: 한솔케미칼 대신증권 Research Center

그림 5. 연간 영업이익 추이



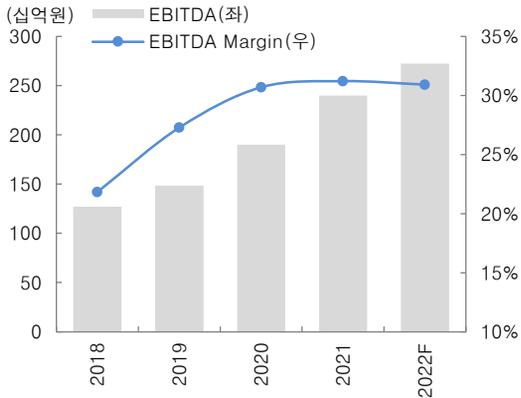
자료: 한솔케미칼 대신증권 Research Center

그림 6. 분기 영업이익 추이



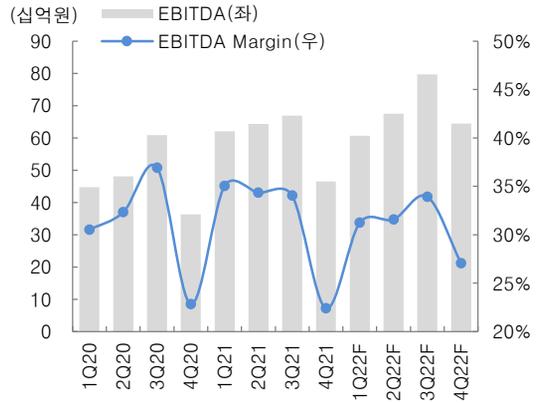
자료: 한솔케미칼 대신증권 Research Center

그림 7. 연간 EBITDA 추이



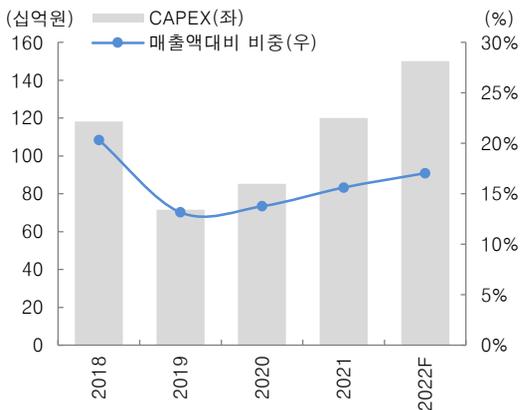
자료: 한솔케미칼 대신증권 Research Center

그림 8. 분기 EBITDA 추이



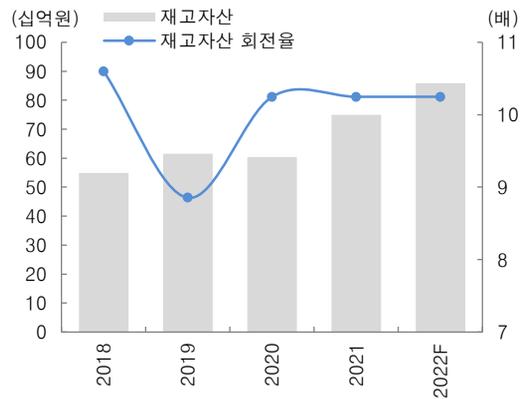
자료: 한솔케미칼 대신증권 Research Center

그림 9. 설비투자액 추이



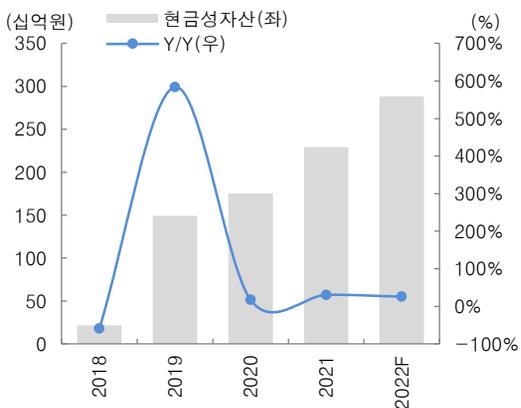
자료: 한솔케미칼 대신증권 Research Center

그림 10. 재고자산 추이



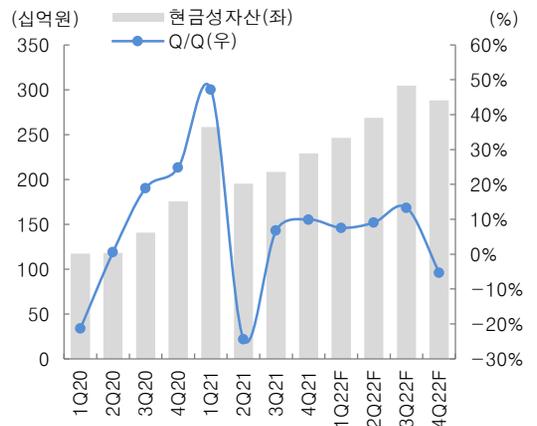
자료: 한솔케미칼 대신증권 Research Center

그림 11. 현금 및 현금성자산 추이



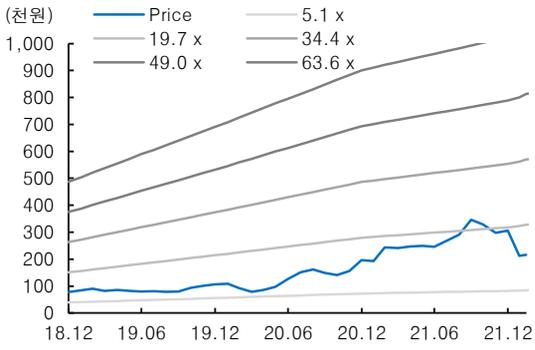
자료: 한솔케미칼 대신증권 Research Center

그림 12. 현금 및 현금성자산 추이



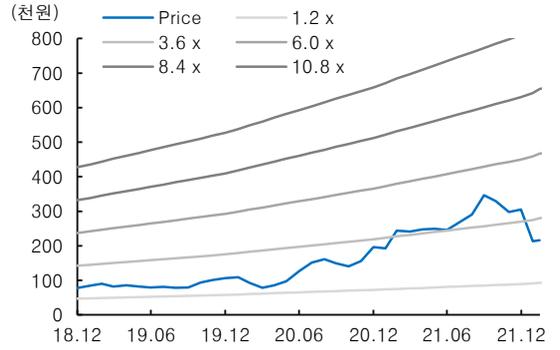
자료: 한솔케미칼 대신증권 Research Center

그림 13. P/E band



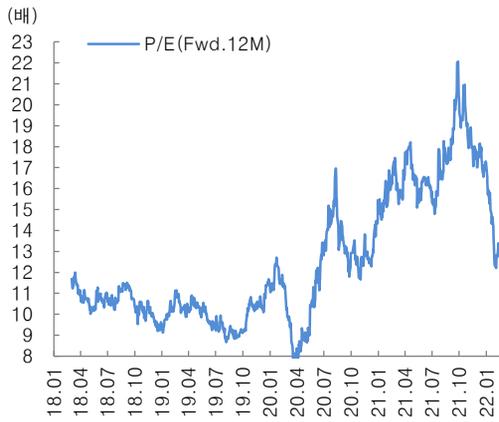
자료: 한솔케미칼, 대신증권 Research Center

그림 14. P/B band



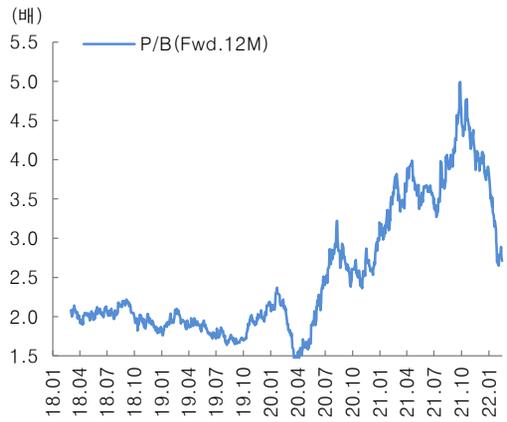
자료: 한솔케미칼, 대신증권 Research Center

그림 15. P/E 추이



자료: 한솔케미칼, 대신증권 Research Center

그림 16. P/B 추이



자료: 한솔케미칼, 대신증권 Research Center

재무제표

포괄손익계산서	(단위: 십억원)				
	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
매출액	544	619	768	880	969
매출원가	380	405	491	563	620
매출총이익	164	214	277	317	349
판매비와관리비	53	62	79	91	78
영업이익	111	152	198	226	271
영업외수익	20.4	24.5	25.7	25.7	27.9
EBITDA	148	190	242	280	332
영업외손익	6	9	11	11	11
관계기업손익	10	13	10	10	10
금융수익	5	4	2	2	2
외환관련이익	1	2	1	1	1
금융비용	-11	-10	-4	-4	-4
외환관련손실	2	3	3	3	3
기타	2	2	2	2	2
법인세비용(국외법인손익)	117	161	209	237	281
법인세비용	-27	-37	-48	-55	-65
계속사업손익	90	124	160	182	216
중단사업손익	1	6	0	0	0
당기순이익	91	130	160	182	216
당기순이익	16.7	21.0	20.9	20.7	22.3
비재계분순이익	5	7	0	0	0
재계분순이익	86	123	160	182	216
매도가능금융자산평가	0	0	0	0	0
기타포괄이익	0	-1	-1	-1	-1
포괄순이익	86	123	153	175	209
비재계분포괄이익	5	7	0	0	0
재계분포괄이익	82	116	153	175	209

Valuation 지표	(단위: 원 배 %)				
	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
EPS	7,655	10,864	14,155	16,097	19,086
PER	13.8	18.1	21.6	13.9	11.7
BPS	39,713	48,977	61,224	75,347	92,469
PBR	2.7	4.0	3.5	2.9	2.3
EBITDAPS	13,143	16,826	21,392	24,691	29,286
EV/EBITDA	9.7	12.5	10.5	8.9	7.2
SPS	48,189	54,827	67,805	77,677	85,445
PSR	2.2	3.6	3.2	2.8	2.5
CFPS	14,328	17,083	21,153	24,451	29,046
DPS	1,500	1,800	2,000	2,000	2,000

재무비율	(단위: 원 배 %)				
	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
성장성					
매출액 증/감	-6.5	13.8	24.1	14.6	10.0
영업이익 증/감	18.8	36.7	30.2	14.5	19.4
순이익 증/감	34.4	42.9	23.3	13.7	18.6
수익성					
ROIC	13.2	17.4	20.9	20.8	21.9
ROA	12.8	15.7	18.5	18.6	19.4
ROE	20.9	24.5	25.7	23.6	22.7
안정성					
부채비율	80.4	60.6	49.4	40.8	33.7
순차입금비율	32.5	12.9	3.5	-3.5	-12.4
이자보상비율	11.8	25.4	0.0	0.0	0.0

자료: 한솔케미칼 대안증권 Research Center

재무상태표	(단위: 십억원)				
	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
유동자산	307	308	391	472	595
현금및현금성자산	57	98	152	211	317
매출채권 및 기타채권	75	66	81	92	101
재고자산	61	60	75	86	95
기타유동자산	113	83	83	83	83
비유동자산	632	691	749	828	899
유형자산	494	543	619	716	804
관계기업투자지분	46	53	36	19	2
기타비유동자산	93	96	95	94	93
자산총계	939	999	1,140	1,300	1,494
유동부채	194	172	172	172	172
매입채무 및 기타채무	60	64	64	64	64
차입금	22	9	9	9	9
유동성채무	93	69	69	69	69
기타유동부채	19	30	30	30	30
비유동부채	224	205	205	205	205
차입금	199	173	173	173	173
전환증권	0	0	0	0	0
기타비유동부채	25	32	32	32	32
부채총계	419	377	377	377	377
자본비율	449	553	694	854	1,048
자본금	56	56	57	57	57
자본잉여금	31	31	31	31	31
이익잉여금	372	471	611	771	966
기타자본변동	-10	-5	-5	-5	-5
비재계분	72	69	69	69	69
재계분	521	622	763	923	1,117
순차입금	169	81	27	-32	-138

현금흐름표	(단위: 십억원)				
	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
영업활동 현금흐름	102	165	150	188	235
당기순이익	91	130	160	182	216
비현금항목의 기입	71	63	79	95	113
감가상각비	37	38	45	53	61
외환손익	1	-1	1	1	1
자본평가손익	0	0	0	0	0
기타	32	25	34	40	50
자산부채의 증감	-31	-4	-41	-34	-29
기타현금흐름	-30	-24	-48	-55	-65
투자활동 현금흐름	-140	-51	-97	-127	-127
투자자산	-23	25	17	17	17
유형자산	-71	-85	-119	-149	-149
기타	-46	8	5	5	5
재무활동 현금흐름	81	-72	-16	-19	-19
단기차입금	-26	-9	0	0	0
사채	129	0	0	0	0
장기차입금	0	43	0	0	0
유상증자	0	0	0	0	0
현금배당	-13	-17	-20	-22	-22
기타	-9	-90	4	4	4
현금의 증감	43	41	54	59	106
기초 현금	14	57	98	152	211
기말 현금	57	98	152	211	317
NOPLAT	86	117	152	174	208
FCF	51	68	77	78	119

[Compliance Notice]

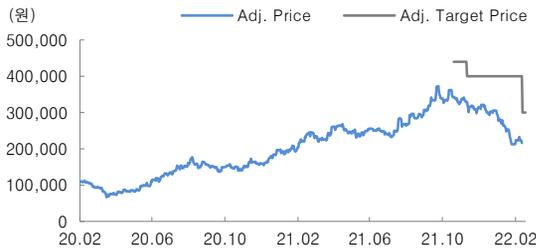
금융투자업규정 4-20조 1항5호사목에 따라 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없으며, 당사의 금융투자분석사는 자료작성일 현재 본 자료에 관련하여 재산적 이해관계가 없습니다. 당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며 당사의 금융투자분석사는 본 자료의 작성과 관련하여 외부 부당한 압력이나 간섭을 받지 않고 본인의 의견을 정확하게 반영하였습니다.

(담당자:이수빈)

본 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 본 자료를 이용하시는 분은 동 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다.

[투자의견 및 목표주가 변경 내용]

한솔케미칼(014680) 투자의견 및 목표주가 변경 내용



제시일자	22.02.15	21.11.14	21.10.25	21.10.23
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy
목표주가	300,000	400,000	440,000	440,000
과다율(평균%)		(29.41)	(24.19)	(22.95)
과다율(최대/최소%)		(19.63)	(22.27)	(22.95)
제시일자				
투자의견				
목표주가				
과다율(평균%)				
과다율(최대/최소%)				
제시일자				00.06.29
투자의견				
목표주가				
과다율(평균%)				
과다율(최대/최소%)				

투자의견 비율공시 및 투자등급관련사항(기준일자:20220212)

구분	Buy(매수)	Marketperform(중립)	Underperform(매도)
비율	92.8%	7.2%	0.0%

산업 투자의견

- Overweigh(비중확대)  
: 향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 초과 상승 예상
- Neutral(중립)  
: 향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률과 유사한 수준 예상
- Underweigh(비중축소)  
: 향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 하회 예상

기업 투자의견

- Buy(매수)  
: 향후 6개월간 시장수익률 대비 10%p 이상 추가 상승 예상
- Marketperform(시장수익률)  
: 향후 6개월간 시장수익률 대비 -10%p~10%p 추가 변동 예상
- Underperform(시장수익률 하회)  
: 향후 6개월간 시장수익률 대비 10%p 이상 추가 하락 예상