

Company Brief

2021-08-13

한솔케미칼(014680)

이차전지 소재 대세 흐름에 올라타다

Buy (Maintain)

목표주가(12M)	400,000 원(상향)
증가(2021/08/11)	290,000 원
상승여력	37.9 %

Stock Indicator	
자본금	56십억원
발행주식수	1,134만주
시가총액	3,276십억원
외국인지분율	41.7%
52주 주가	136,500~293,500 원
60일평균거래량	53,688주
60일평균거래대금	13.9십억원

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	22.2	24.8	31.1	77.8
상대수익률	23.0	23.0	27.2	45.4



FY	2020	2021E	2022E	2023E
매출액(십억원)	619	781	928	1,032
영업이익(십억원)	152	216	256	285
순이익(십억원)	123	163	192	215
EPS(원)	10,864	14,344	16,982	19,010
BPS(원)	48,977	60,775	75,370	91,992
PER(배)	18.1	20.2	17.1	15.3
PBR(배)	4.0	4.8	3.8	3.2
ROE(%)	24.5	26.2	24.9	22.7
배당수익률(%)	0.9	0.6	0.6	0.6
EV/EBITDA(배)	12.1	12.7	10.4	8.9

주: K-IFRS 연결 요약 재무제표

하반기 실적 예년에 비해 강할 것으로 전망

동사 2Q21 실적은 매출액 1,873 억원(YoY: +26%, QoQ: +6%), 영업이익 539 억원(YoY: +39%, QoQ: +3%)으로 시장 기대치(매출액 1,866 억원, 영업이익 553 억원)를 소폭 하회했다. 비대면 환경 장기화로 IT 기기 수요 호조세가 이어지면서 전방 산업인 반도체, 디스플레이 업체들의 공정용 케미칼, QD 소재 수요가 견조했다. 또한 이차전지 소재(Binder) 매출도 꾸준히 증가하고 있는 것으로 분석된다. 특히 지난 1 분기부터 삼성전자 평택 P2, SK 하이닉스 M16 신규 라인에 주력 사업인 과산화수소 물량 공급이 점진적으로 확대되고 있다. 다만 과산화수소의 주원료인 유가가 전분기 대비 약 14% 상승하면서 수익성이 다소 둔화된 것으로 추정된다. 하반기 실적은 예년에 비해 강할 전망이다. 동사의 4 분기는 통상적으로 상여금이 반영되는 시기이다. 그러나 삼성디스플레이가 4Q21 부터 QD-OLED TV 패널 양산을 본격화함에 따라 QD 소재 수요가 확대될 것으로 전망된다. QD-OLED 는 기존 QLED LCD TV 에 적용 중인 QD Sheet 방식 대비 QD 소재 사용량이 크게 증가하기 때문에 이를 독점 공급 중인 동사의 전자재료 부문 실적 성장 여력이 커질 수 있다. 또한 지난해부터 가격이 상승하면서 수익성이 큰 폭으로 개선된 NB 라텍스 Capa.가 4Q21 부터 2 만 t/분기 규모로 확대된다(기존 0.5 만 t/분기). 이를 반영한 2021 년 매출액과 영업이익은 각각 7,810 억원(YoY: +26%), 2,160 억원(YoY: +42%)을 기록할 것으로 추정된다.

Binder 에서 실리콘 음극재까지 이차전지 소재 사업 확대

지난 10 일, 동사는 이차전지용 실리콘 음극재(Si-C) 양산설비 구축을 위한 시설투자 계획을 공시했다. 투자 규모는 850 억원이며 투자 기간은 2021 년 8 월부터 2022 년말까지이다. 1 차 Capa. 규모는 약 750t/년이며 향후 1,500t/년까지 확대할 예정이다. 전기차 배터리에서 실리콘 음극재는 에너지밀도 개선과 고속충전을 위해 반드시 사용되어야 할 소재로 평가된다. 동사는 지난 2018 년에 JSR, Zeon 등 주로 일본 업체들이 독점해오던 이차전지 Binder 를 오랜 기간에 걸쳐 국산화에 성공하면서 본격적으로 이차전지 소재 분야에 처음 진출했다. 또한 빠르게 매출을 확대하고 있으며 높은 수익성을 고려하면 이익 기여도는 상당히 크다(19 년 50 억원 → 20 년 150 억원 → 21 년 300 억원 → 22 년 450 억원). 향후 실리콘계 음극재까지 양산하기 시작한다면 확실한 중장기 성장 동력을 새로이 확보할 것으로 기대된다.

목표주가 400,000 원으로 상향 조정, 매수 투자 의견 유지

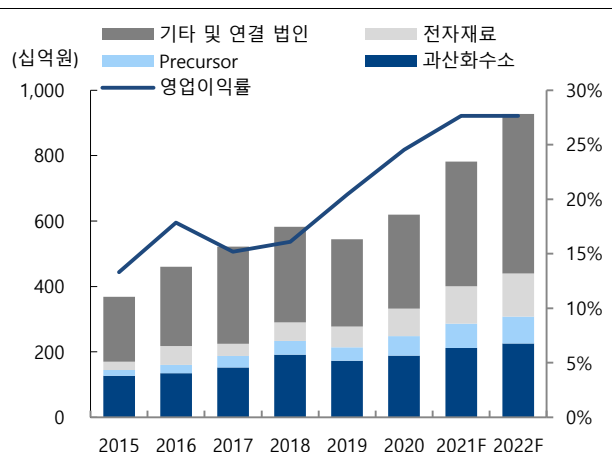
동사에 대한 목표주가를 400,000 원으로 상향 조정하고 매수 투자 의견을 유지한다. 목표주가는 12 개월 Forward EPS 에 이차전지 사업 확장 모멘텀을 고려해 국내 반도체 소재 업종 평균 P/E 배수에 10% 할증한 26.3 배를 적용하여 산출했다. 올해 동종 업종 내에서 높은 ROE 를 기록할 것으로 전망되는 동사 주가에 높은 Multiple 적용에 무리가 없다는 판단이다. 특히 동사는 지속 성장을 위해 이차전지 소재 사업을 다변화하며 적극적으로 강화하는 모습을 보이고 있다. 향후 전기차 시장의 가파른 성장으로 배터리 수요가 급증하면서 동사 음극재/분리막용 Binder, 실리콘 음극활물질 매출 비중이 빠르게 확대될 경우 주가에 반영되는 Valuation 배수는 더욱 높아질 가능성이 크다고 판단되는 바 동사에 대한 긍정적인 시각을 유지한다.

표 1. 한솔케미칼 사업부문 분기별 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)											
	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21	2Q21	3Q21F	4Q21F	2020	2021F	2022F
매출액	147	149	165	159	177	187	203	214	619	781	928
과산화수소	45	45	50	48	51	51	56	54	189	212	226
Precursor	13	15	16	16	18	18	20	19	60	74	82
전자재료	19	21	24	20	26	27	31	31	84	115	132
기타 및 연결 법인	69	68	75	75	82	91	97	110	287	380	488
YoY	2%	1%	7%	59%	21%	26%	23%	34%	14%	26%	19%
QoQ	47%	-73%	12%	7%	11%	6%	9%	5%	-	-	-
매출원가	98	97	99	111	110	119	129	139	405	497	592
매출원가율	67%	65%	60%	70%	62%	63%	64%	65%	65%	64%	64%
매출총이익	48	52	65	48	67	69	74	75	214	285	336
매출총이익률	33%	35%	40%	30%	38%	37%	36%	35%	35%	36%	36%
판매비 및 관리비	13	13	14	21	15	15	15	24	62	69	132
판관비율	9%	9%	8%	13%	8%	8%	7%	11%	10%	9%	14%
영업이익	35	39	51	27	52	54	59	51	152	216	256
영업이익률	24%	26%	31%	17%	30%	29%	29%	24%	25%	28%	28%
YoY	25%	24%	47%	58%	49%	39%	15%	90%	37%	42%	19%
QoQ	107%	-65%	46%	-31%	95%	3%	9%	-14%	-	-	-
세전이익	48	42	54	16	57	58	58	49	161	223	264
순이익	35	32	42	20	44	45	45	38	130	172	204
순이익률	24%	22%	26%	13%	25%	24%	22%	18%	21%	22%	22%
YoY	49%	25%	52%	46%	24%	39%	7%	86%	43%	32%	19%
QoQ	154%	-8%	30%	-52%	114%	3%	1%	-16%	-	-	-

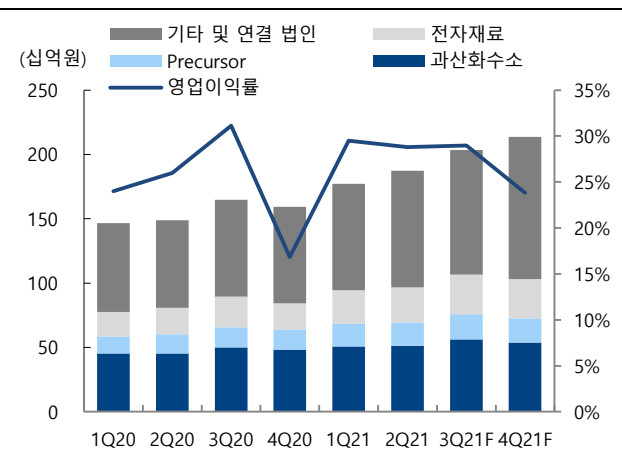
자료: 한솔케미칼, 하이투자증권

그림 1. 한솔케미칼 연간 실적 추이 및 전망



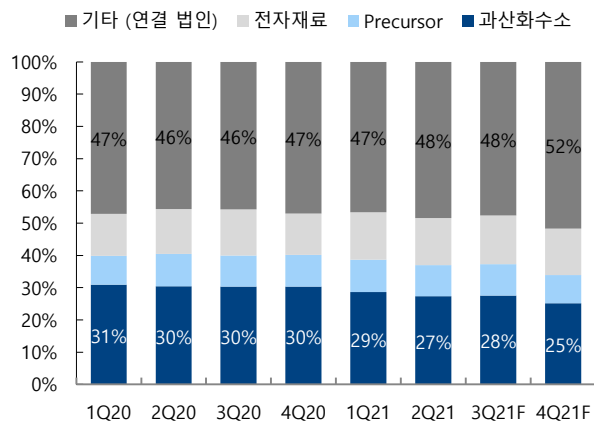
자료: 한솔케미칼, 하이투자증권

그림 2. 한솔케미칼 분기별 실적 추이 및 전망



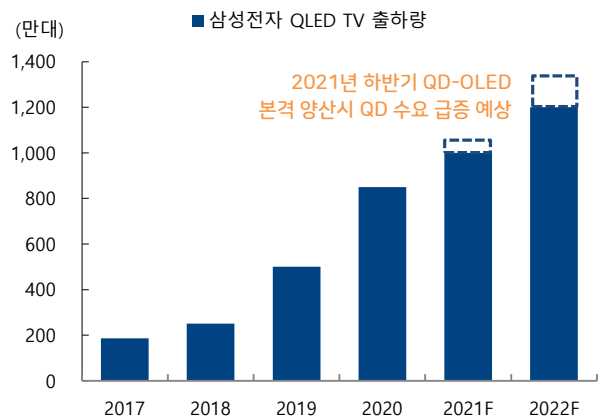
자료: 한솔케미칼, 하이투자증권

그림 3. 한솔케미칼 사업부문별 매출 비중 추이 및 전망



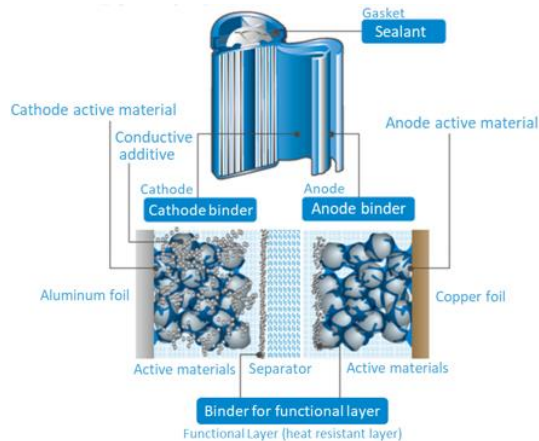
자료: 한솔케미칼, 하이투자증권

그림 4. 삼성전자 QLED(LCD) TV 연간 출하량 추이 및 전망



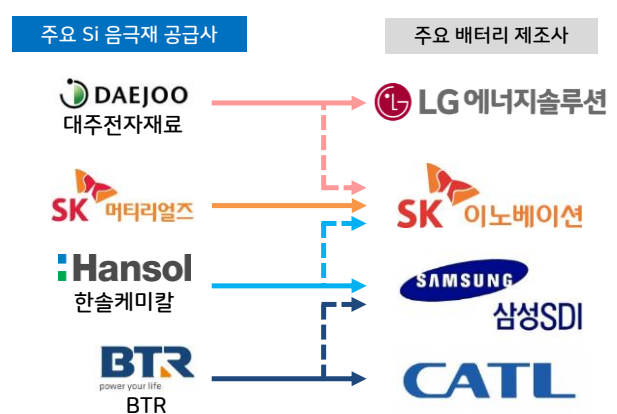
자료: 하이투자증권

그림 5. 리튬이온전지 Binder 종류 및 구조



자료: Zeon, 하이투자증권

그림 6. 주요 실리콘 음극활물질 Supply chain



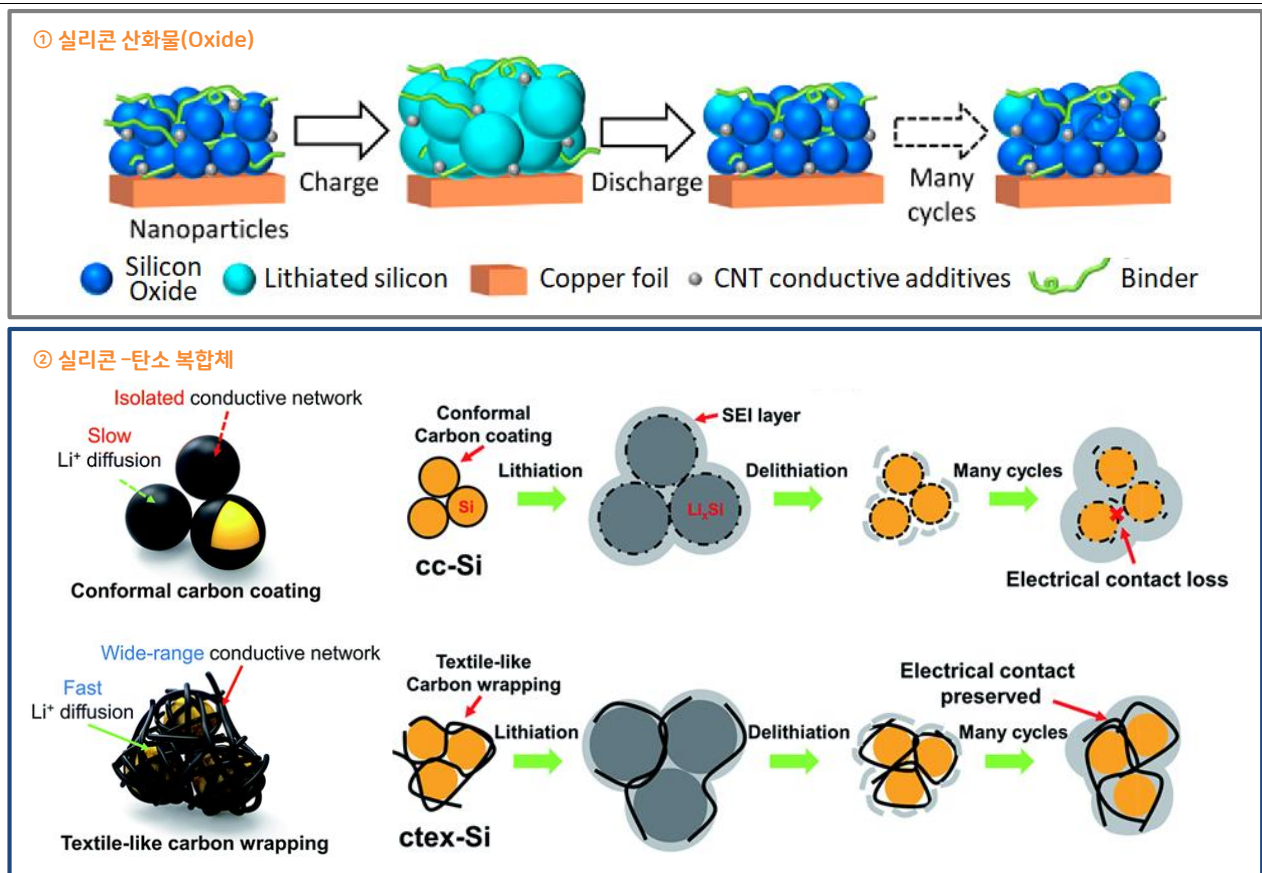
자료: 하이투자증권

그림 7. 주요 배터리 업체들의 '에너지밀도 향상, 수명 개선, 충전시간 단축, 저온성능 개선'을 위한 주요 소재별 기술 변화 Road-map

	2017	2018	2019	2020	2021	2022	~	2025	~	2030	
Cell Energy Density	~200 Wh/kg (250~350km)		200~220 Wh/kg (350~450km)		220~280 Wh/kg (450~550km)		280~320 Wh/kg (550~650km)		전고체 배터리 (700km~)		
양극(Cathode)	NCM(Ni 50%+)		NCM(Ni 60%+)		Ni(70%+)		High-nickel (80%+)		High-Nickel(Ni 90%+) NCM/NCA/NCMA		기존 양극재 혹은 Composite electrode
음극(Anode)	흑연(Graphite)								흑연+Si 5wt%, Si 10wt%, Si 15wt%		Li metal
전해질 (Electrolyte)	LiPF ₆		① LiPF ₆ + F/P/D/B 전해질, ② LiPF ₆ + 전해액 첨가제								Solid electrolyte
분리막 (Separator)	Polymer Membranes+PVDF Ceramic Coating									-	

자료: 하이투자증권

그림 8. 대표적인 실리콘 음극활물질 적용 기술인 실리콘 산화물과 실리콘-탄소 복합체 방식 비교



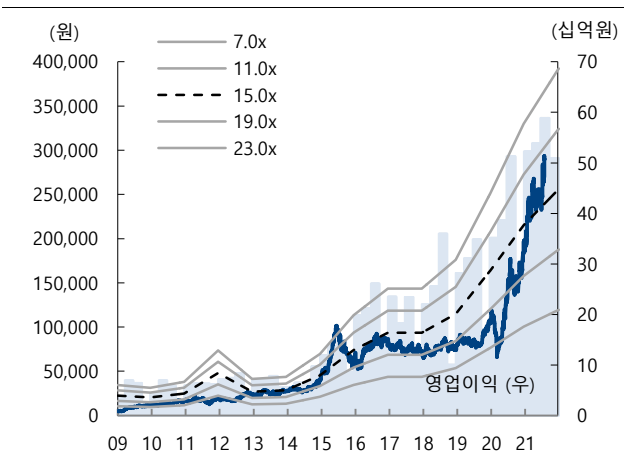
자료: J. Phys. Chem. C, SCIENCE CHINA Materials 논문 인용, 하이투자증권

표 2. 한솔케미칼 목표주가 산출

	2016	2017	2018	2019	2020	2021F	2022F	
EPS (원)	4,942	4,804	6,238	7,655	10,864	14,344	16,982	
BPS (원)	24,998	28,396	33,624	39,713	48,977	60,775	75,370	
고점 P/E (배)	18.7	13.9	14.0	14.0	18.1	20.5		지난 5년간 평균: 17.5
평균 P/E (배)	15.3	12.2	12.1	11.2	11.7	16.7		지난 5년간 평균: 13.2
저점 P/E (배)	10.6	11.0	10.4	9.7	6.1	12.9		지난 5년간 평균: 9.6
고점 P/B (배)	3.7	3.1	2.6	2.7	4.0	4.8		지난 5년간 평균: 3.9
평균 P/B (배)	3.0	2.7	2.3	2.2	2.6	3.9		지난 5년간 평균: 2.9
저점 P/B (배)	2.1	2.4	1.9	1.9	1.4	3.1		지난 5년간 평균: 2.1
ROE	21.3%	18.0%	20.1%	20.9%	24.5%	26.2%	24.9%	
Target P/E (배)						26.8	26.8	21년 국내 반도체 소재 업종 평균 P/E 배수 10% 할증 (이차전지 소재 다변화)
적용 EPS (원)						14,344	16,982	
적정주가 (원)						384,032	454,666	
목표주가 (원)						400,000		21년 실적 기준 P/E 27.9배
전일 종가 (원)						290,000		21년 실적 기준 P/E 20.2배
상승 여력						37.9%		

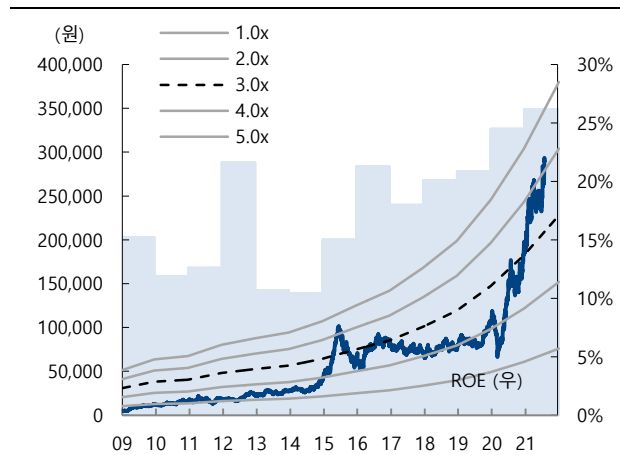
자료: 한솔케미칼, 하이투자증권

그림 9. 한솔케미칼 12개월 Forward P/E Chart



자료: 하이투자증권

그림 10. 한솔케미칼 12개월 Forward P/B Chart



자료: 하이투자증권

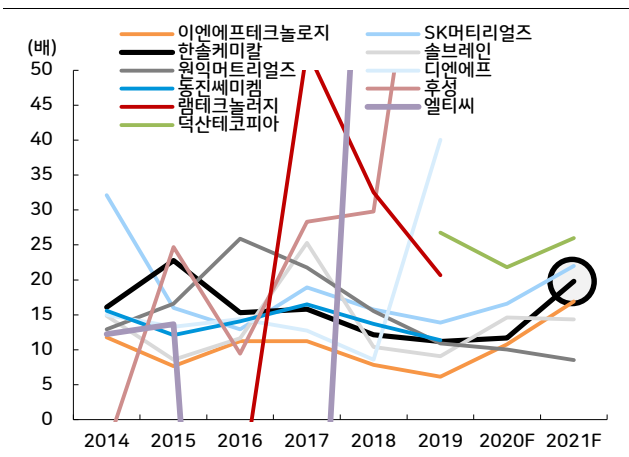
표 3. 국내 주요 반도체, 디스플레이 소재 업종 Peer valuation table

업체명	주가(원) (8/12)	시가총액 (억원)	P/E (배)			P/B (배)			EV/EBITDA (배)			순이익 증가			ROE		
			20	21F	22F	20	21F	22F	20	21F	22F	20	21F	22F	20	21F	22F
SK머티리얼즈	438,600	46,262	16.6	22.0	20.3	4.2	6.4	4.9	14.3	13.2	10.9	6%	59%	9%	29%	44%	48%
한솔케미칼	290,000	32,872	18.1	20.1	17.0	4.0	4.8	3.8	12.1	12.7	10.4	43%	32%	19%	25%	26%	25%
솔브레인	329,000	25,591	14.6	14.3	12.0	1.2	1.2	2.2	18.2	8.6	6.9	N/A	181%	19%	N/A	34%	28%
티씨케이	176,300	20,583	16.5	25.2	21.8	3.7	6.1	4.9	14.8	16.5	13.8	29%	35%	16%	25%	28%	26%
후성	14,200	13,150	132	76.7	31.9	3.6	5.5	4.8	32.3	26.8	15.5	적전	흑전	323%	3%	10%	12%
하나머티리얼즈	49,500	9,767	10.6	16.1	14.1	2.1	4.0	3.2	9.2	10.9	8.8	38%	58%	15%	23%	29%	27%
원익QnC	29,000	7,624	15.4	13.4	10.2	1.7	2.6	2.1	8.8	6.0	4.9	325%	271%	34%	11%	24%	25%
이엔에프테크놀로지	47,750	6,808	10.8	16.9	13.0	1.6	1.5	1.4	8.1	N/A	N/A	1%	-35%	29%	16%	9%	11%
덕산테크피아	32,100	5,899	21.8	26.0	20.2	1.8	3.3	2.8	14.1	13.5	11.1	13%	79%	28%	N/A	14%	15%
원익머트리얼즈	34,050	4,293	10.1	8.6	10.1	1.0	1.1	1.0	6.4	5.3	4.5	18%	52%	-16%	10%	15%	11%
평균			26.6	23.9	17.1	2.5	3.6	3.1	13.8	12.6	9.6	59%	81%	48%	18%	23%	23%

자료: Quantiwise, 하이투자증권

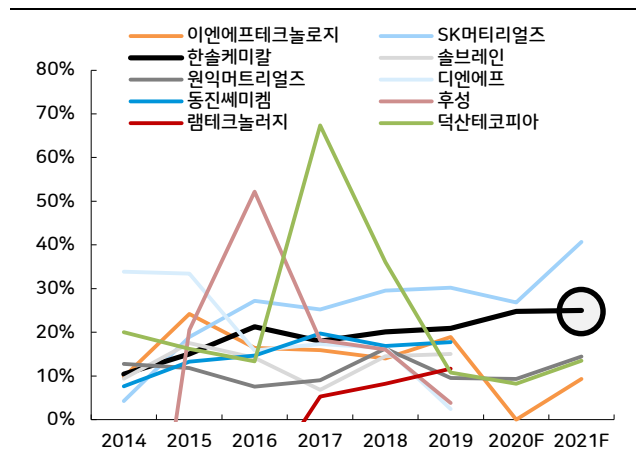
주: 2021년 2월 19일 종가, Consensus 기준(단, 한솔케미칼은 당사 추정치 기준)

그림 10. 국내 반도체, 디스플레이 소재 주요 업체별 연평균 P/E



자료: Quantiwise, 하이투자증권

그림 11. 국내 반도체, 디스플레이 소재 주요 업체별 ROE



자료: Quantiwise, 하이투자증권

K-IFRS 연결 요약 재무제표

재무상태표

(단위:십억원)	2020	2021E	2022E	2023E
유동자산	308	454	616	807
현금 및 현금성자산	98	198	333	492
단기금융자산	77	73	77	81
매출채권	66	96	107	122
재고자산	60	82	94	107
비유동자산	691	684	678	669
유형자산	543	554	566	575
무형자산	67	66	64	63
자산총계	999	1,139	1,294	1,477
유동부채	172	191	195	202
매입채무	64	71	81	85
단기차입금	10	10	10	10
유동성장기부채	69	81	75	78
비유동부채	205	180	155	130
사채	130	105	80	55
장기차입금	46	46	46	46
부채총계	377	371	350	332
자배주주지분	553	689	854	1,043
자본금	56	57	57	57
자본잉여금	31	31	31	31
이익잉여금	471	613	786	981
기타자본항목	4	4	4	4
비자배주주지분	69	78	89	102
자본총계	622	767	944	1,145

포괄손익계산서

(단위:십억원,%)	2020	2021E	2022E	2023E
매출액	619	781	928	1,032
증가율(%)	13.8	26.2	18.7	11.2
매출원가	405	497	592	657
매출총이익	214	285	336	375
판매비와관리비	62	69	79	90
연구개발비	0	0	0	0
기타영업수익	-	-	-	-
기타영업비용	-	-	-	-
영업이익	152	216	256	285
증가율(%)	36.7	42.2	18.7	11.2
영업이익률(%)	24.5	27.6	27.6	27.6
이자수익	1	3	3	5
이자비용	6	6	5	5
지분법이익(손실)	13	12	12	12
기타영업외손익	2	-1	-2	-1
세전계속사업이익	161	223	264	296
법인세비용	37	51	61	68
세전계속이익률(%)	26.0	28.5	28.5	28.7
당기순이익	130	172	204	228
순이익률(%)	21.0	22.0	22.0	22.1
지배주주귀속 순이익	123	163	192	215
기타포괄이익	-7	-7	-7	-7
총포괄이익	123	165	197	221
지배주주귀속총포괄이익	116	156	186	209

현금흐름표

(단위:십억원)	2020	2021E	2022E	2023E
영업활동 현금흐름	165	175	237	252
당기순이익	130	172	204	228
유형자산감가상각비	37	39	38	40
무형자산상각비	1	1	1	1
지분법관련손실(이익)	13	12	12	12
투자활동 현금흐름	-51	-2	-9	-9
유형자산의 처분(취득)	-85	-50	-50	-50
무형자산의 처분(취득)	2	-	-	-
금융상품의 증감	27	96	139	163
재무활동 현금흐름	-72	-29	-47	-38
단기금융부채의증감	0	-	-	-
장기금융부채의증감	1	-	-	-
자본의증감	-19	-25	-25	-25
배당금지급	-	-	-	-
현금및현금성자산의증감	41	100	135	159
기초현금및현금성자산	57	98	198	333
기말현금및현금성자산	98	198	333	492

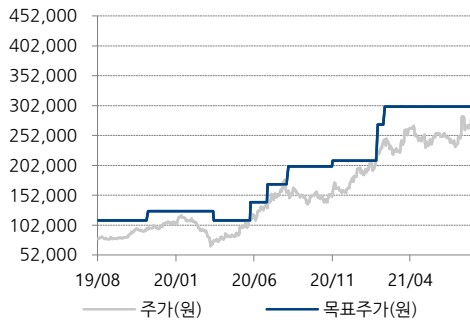
주요투자지표

	2020	2021E	2022E	2023E
주당지표(원)				
EPS	10,864	14,344	16,982	19,010
BPS	48,977	60,775	75,370	91,992
CFPS	14,236	17,863	20,455	22,642
DPS	1,800	1,800	1,800	1,800
Valuation(배)				
PER	18.1	20.2	17.1	15.3
PBR	4.0	4.8	3.8	3.2
PCR	13.8	16.2	14.2	12.8
EV/EBITDA	12.1	12.7	10.4	8.9
Key Financial Ratio(%)				
ROE	24.5	26.2	24.9	22.7
EBITDA 이익률	30.7	32.7	31.9	31.6
부채비율	60.6	48.4	37.1	29.0
순부채비율	12.8	-3.7	-21.0	-33.5
매출채권회전율(x)	8.8	9.6	9.2	9.0
재고자산회전율(x)	10.2	11.0	10.5	10.3

자료 : 한솔케미칼, 하이투자증권 리서치본부

한솔케미칼

최근 2년간 투자 의견 변동 내역 및 목표주가 추이



일자	투자 의견	목표주가 (원)	목표주가 대상시점	과리율	
				평균 주가대비	최고(최저) 주가대비
2019-11-18	Buy	125,000	1년	-19.6%	-5.2%
2020-03-25	Buy	110,000	1년	-19.8%	4.5%
2020-06-05	Buy	140,000	1년	-11.4%	-3.2%
2020-07-08	Buy	170,000	1년	-9.3%	4.1%
2020-08-18	Buy	200,000	1년	-25.0%	-17.8%
2020-11-12	Buy	210,000	1년	-14.1%	3.6%
2021-02-08	Buy	270,000	1년	-14.0%	-10.4%
2021-02-22	Buy	300,000	1년	-17.2%	-2.2%
2021-08-13	Buy	400,000	1년		

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 기관투자가 및 제 3자에게 E-mail 등을 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.

(작성자 : 정원석)

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.

1. 종목추천 투자등급 (추천일 기준 종가대비 3등급) 종목투자자의견은 향후 12개월간 추천일 종가대비 해당종목의 예상 목표수익률을 의미함.

- Buy(매수): 추천일 종가대비 +15%이상

- Hold(보유): 추천일 종가대비 -15% ~ 15% 내외 등락

- Sell(매도): 추천일 종가대비 -15%이상

2. 산업추천 투자등급 (시가총액기준 산업별 시장비중대비 보유비중의 변화를 추천하는 것임)

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

하이투자증권 투자비용 등급 공시 2021-06-30 기준

구분	매수	중립(보유)	매도
투자의견 비율(%)	93.3%	6.7%	-