

# 한솔케미칼 (014680)

## Buy (Maintain)

목표주가(12M)	470,000 원(상향)
증가(2021/11/05)	338,500 원
상승여력	38.8 %

Stock Indicator	
자본금	56십억원
발행주식수	1,134만주
시가총액	3,837십억원
외국인지분율	42.9%
52 주 주가	150,000~372,500 원
60 일평균거래량	76,969주
60 일평균거래대금	24.9십억원

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	2.7	26.3	37.0	125.7
상대수익률	2.4	35.5	44.2	102.8



FY	2020	2021E	2022E	2023E
매출액(십억원)	619	781	947	1,115
영업이익(십억원)	152	216	270	313
순이익(십억원)	123	162	202	234
EPS(원)	10,864	14,308	17,782	20,673
BPS(원)	48,977	60,739	76,133	94,418
PER(배)	18.1	23.7	19.0	16.4
PBR(배)	4.0	5.6	4.4	3.6
ROE(%)	24.5	26.1	26.0	24.2
배당수익률(%)	0.9	0.5	0.5	0.5
EV/EBITDA(배)	12.1	15.1	11.9	9.9

주:K-IFRS 연결 요약 재무제표

[디스플레이/이차전지] 정원석  
(2122-9203) wschung@hi-ib.com

# 이차전지 소재 업체로서도 충분히 매력적

## 이차전지 소재 사업에 대한 Multiple 확장 기대

2023년부터 국내 배터리 셀 업체들은 충전 시간 단축을 위해 실리콘 음극재 채택을 본격화할 전망이다. 실리콘 음극재는 배터리 충전 시간 단축을 위해 반드시 사용되어야 할 소재로 평가된다. 동사는 2023년 양산 가동을 목표로 이차전지용 실리콘 음극재(Si-C) 양산설비를 구축하고 있다. 1차 Capa. 규모는 약 750t/년이며 이후 1,500t/년까지 확대할 예정이다. 동사는 지난 2018년에 JSR, Zeon 등 주로 일본 업체들이 독점해오던 이차전지 Binder 를 오랜 기간에 걸쳐 국산화에 성공하면서 본격적으로 이차전지 소재 분야에 진입했다(매출액: 20년 150억원 → 21년 275억원 → 22년 500억원). 또한 자회사 테이팩스도 이차전지용 테이프를 1위 전기차 업체로 공급을 시작하면서 매출을 빠르게 확대하고 있다. 이들의 높은 수익성을 고려하면 이익 기여도는 상당히 크다. 향후 실리콘계 음극재까지 양산하기 시작한다면 확실한 중장기 성장 동력을 새로이 확보할 것으로 기대된다.

## 2022년에도 뚜렷한 실적 성장세 나타날 전망

2022년 동사 실적은 매출액 9,470억원(YoY: +21%), 영업이익 2,701억원(YoY: +25%)을 기록하며 뚜렷한 성장세가 지속될 전망이다. 사업부문별로 살펴보면 주력 제품인 과산화수소는 삼성전자 P3, SK 하이닉스 M16 라인 신규 가동으로 꾸준한 출하량 증가세가 예상된다. 이에 따라 현재 진행 중인 1만 t의 Capa 증설 계획은 3~4만 t가량 추가될 가능성이 높다. 또한 프리커서 부문은 반도체 적응수의 증가, 공정 미세화의 수혜로 주력 고객사 내 점유율이 빠르게 상승하면서 공급 물량 확대 중이다. 내년 디스플레이용 QD 소재도 뚜렷한 매출 증가세가 예상된다. 기존 삼성전자 QLED TV 외에 대당 소재 사용량이 5배 가량 증가하는 삼성디스플레이 QD-OLED 로도 공급이 시작되기 때문이다. 지난해부터 가격이 상승하면서 수익성이 큰 폭으로 개선된 NB 라텍스 Capa.는 4Q21부터 2만 t/분기 규모로 확대된다(기존 0.5만 t/분기). 모든 사업 부분의 건조한 흐름이 예상된다.

## 목표주가 47만원으로 상향 조정, 매수 투자 의견 유지

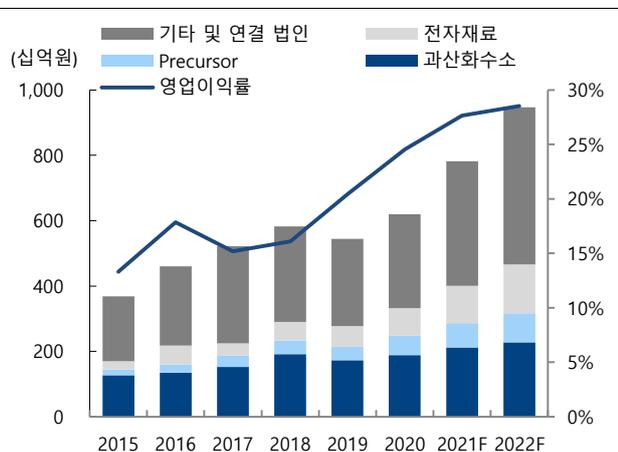
동사에 대한 목표주가를 47만원으로 상향 조정, 매수 투자 의견을 유지한다. 목표 주가는 기존 반도체 케미칼, QD 부문과 이차전지 소재의 높은 성장성을 고려해 각 사업부문의 2022년 예상 지배주주순이익 기준 SOTP 방식을 활용해 산출했다. 현 주가는 2022년 예상 실적 기준 P/E 19.0배 수준으로 동종 업종 내 ROE가 가장 높고, 성장성이 큰 이차전지 소재 사업이 본격화되고 있다는 점을 고려할 때 상대적으로 높은 Multiple 적용에 무리가 없다는 판단이다. 향후 전기차 시장의 가파른 성장으로 배터리 수요가 급증하면서 동사 음극재/분리막용 Binder, 실리콘 음극재 매출 비중이 빠르게 확대될 경우 주가에 반영되는 Valuation 배수 확장이 더욱 가속화될 가능성이 크다고 판단되는 바 동사에 대한 긍정적인 시각을 유지한다.

표 1. 한솔케미칼 사업부문 분기별 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)											
	1Q21	2Q21	3Q21F	4Q21F	1Q22F	2Q22F	3Q22F	4Q22F	2020	2021F	2022F
<b>매출액</b>	177	187	203	214	232	234	244	236	619	781	947
과산화수소	51	51	56	54	54	55	60	58	189	212	227
Precursor	18	18	20	19	21	22	24	23	60	74	89
전자재료	26	27	31	31	34	36	39	40	84	115	149
기타 및 연결 법인	82	91	97	110	122	122	121	116	287	380	481
YoY	21%	26%	23%	34%	31%	25%	20%	11%	14%	26%	21%
QoQ	11%	6%	9%	5%	8%	1%	4%	-3%	-	-	-
<b>매출원가</b>	110	119	129	139	145	146	150	155	405	497	595
매출원가율	62%	63%	64%	65%	62%	62%	61%	66%	65%	64%	63%
<b>매출총이익</b>	67	69	74	75	87	88	94	82	214	285	351
매출총이익률	38%	37%	36%	35%	38%	38%	39%	34%	35%	36%	37%
<b>판매비 및 관리비</b>	15	15	15	24	18	18	28	21	62	69	162
판매비율	8%	8%	7%	11%	8%	7%	12%	8%	10%	9%	17%
<b>영업이익</b>	52	54	59	51	69	71	77	54	152	216	270
영업이익률	30%	29%	29%	24%	30%	30%	31%	23%	25%	28%	29%
YoY	49%	39%	15%	90%	32%	31%	30%	6%	37%	42%	25%
QoQ	95%	-65%	9%	-14%	35%	2%	9%	-30%	-	-	-
<b>세전이익</b>	57	58	58	49	71	72	78	56	161	222	277
<b>순이익</b>	44	45	45	38	55	55	60	43	130	171	213
순이익률	25%	24%	22%	18%	24%	24%	25%	18%	21%	22%	23%
YoY	24%	39%	6%	87%	25%	23%	34%	15%	43%	32%	25%
QoQ	114%	-65%	-1%	-15%	44%	1%	9%	-28%	-	-	-

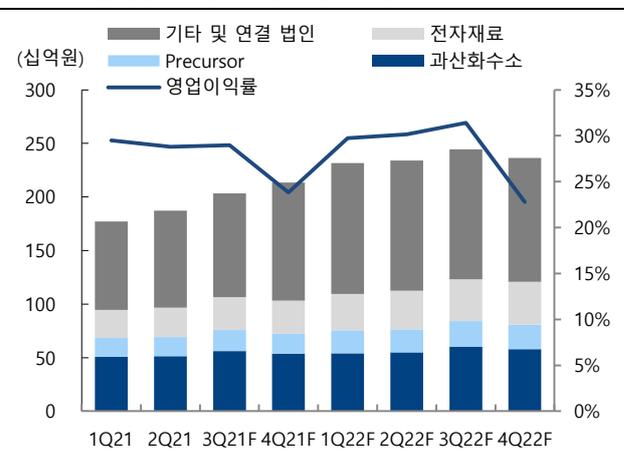
자료: 한솔케미칼, 하이투자증권

그림 1. 한솔케미칼 연간 실적 추이 및 전망



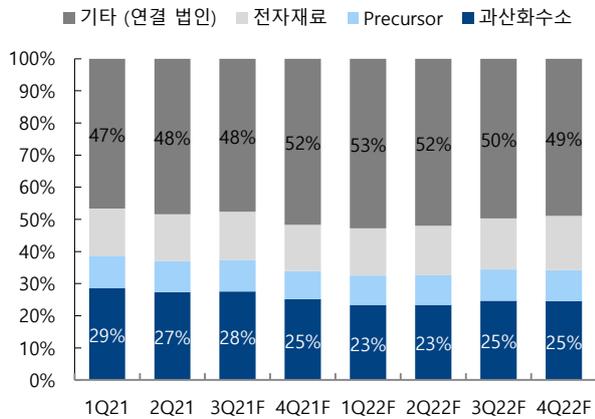
자료: 한솔케미칼, 하이투자증권

그림 2. 한솔케미칼 분기별 실적 추이 및 전망



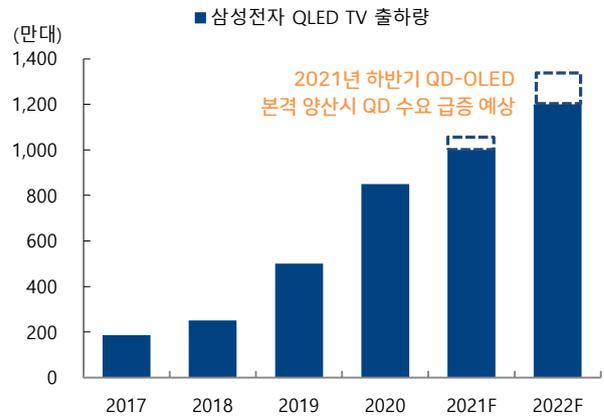
자료: 한솔케미칼, 하이투자증권

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. 국내 실리콘 음극재 Supply chain



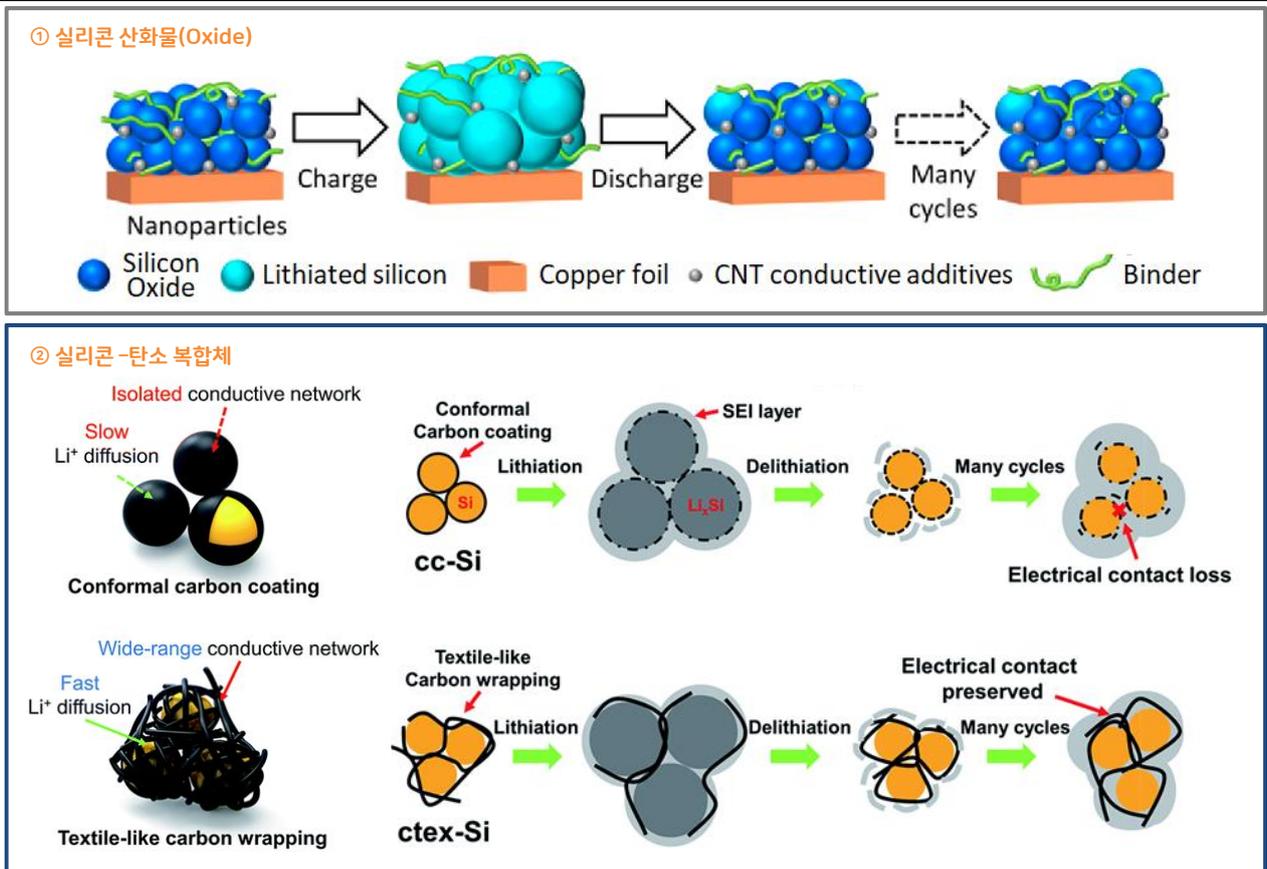
자료: 하이투자증권

그림 7. 주요 배터리 업체들의 '에너지 밀도 향상, 수명 개선, 충전 시간 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 <sub>6</sub>			Ⓞ LiPF <sub>6</sub> + F/P/D/B 전해질, Ⓜ LiPF <sub>6</sub> + 전해액 첨가제			Solid electrolyte
분리막 (Separator)		Polymer Membranes+PVDF Ceramic Coating					-

자료: 하이투자증권

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



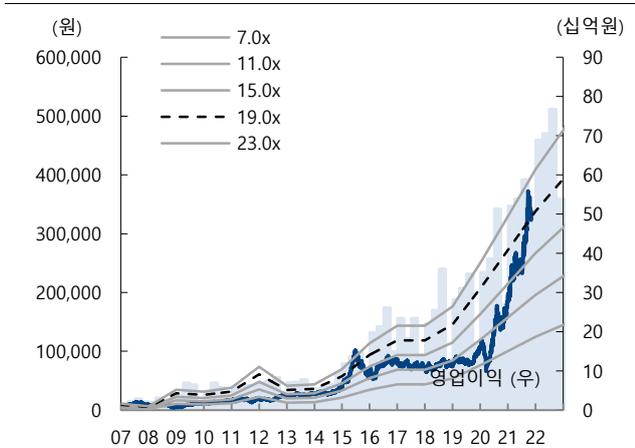
자료: J. Phys. Chem. C, SCIENCE CHINA Materials 논문 인용, 하이투자증권

표 2. 한솔케미칼 목표주가 산출

구분	예상 지배주주 순이익	Target Multiple		적정 기업 가치		비고	
		2021F	2022F	2021F	2022F		
영업가치(십억원) (a)	전체	171	213	24.3x	3,855	5,180	
	반도체 Chemical	89	100	16.7x	1,482	1,672	반도체 소재 업종 Peer 평균 P/E 적용
	전자재료(QD)	30	40	27.2x	827	1,089	덕산네오룩스 5년간 평균 P/E 적용
	이차전지 소재	17	33	48.8x	851	1,619	이차전지 소재 업종 22년 평균 P/E 적용
	연결 자회사 및 기타	35	40	20.0x	695	801	
비영업가치(십억원) (b)	순차입금				22	-107	
적정 기업 가치(십억원) (c)					3,834	5,288	(c)=(a)-(b)
총 주식수(천주) (d)						11,335	
적정주가(원) (e)					338,206	466,489	(e)=(c)/(d)
목표주가(원)						470,000	2022년 예상 실적 기준
전일 증가(원)						338,500	2022년 예상 실적 기준 P/E 19.0배
상승 여력						38.8%	

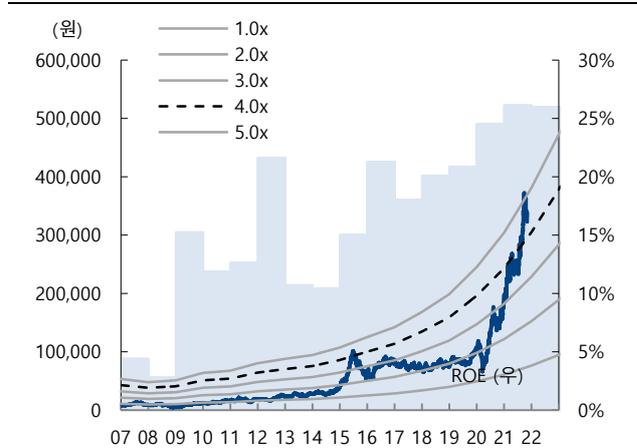
자료: 한솔케미칼, 하이투자증권

그림 9. 한솔케미칼 12개월 Forward P/E Chart



자료: 하이투자증권

그림 10. 한솔케미칼 12개월 Forward P/B Chart



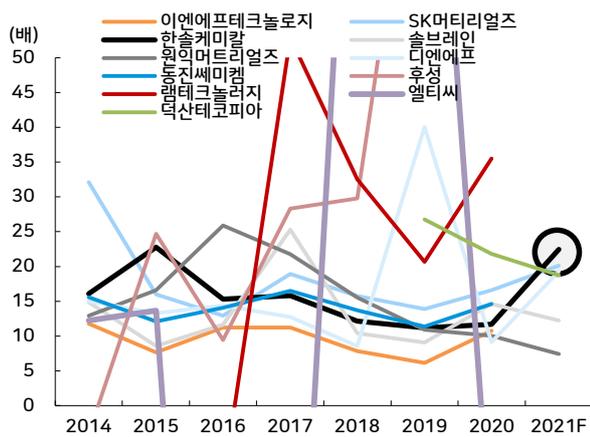
자료: 하이투자증권

표 3. 국내 주요 이차전지 소재, 부품 업종 Peer valuation table

소재	업체명	주가 (원) (11/5)	시가총액 (억원)	P/E (배)				P/B (배)			EV/EBITDA (배)			순이익 증가			ROE (%)		
				21F	22F	23F	24F	21F	22F	23F	21F	22F	23F	21F	22F	23F	21F	22F	23F
분리막	SKIET	145,500	103,738	67.2	42.1	32.4	24.5	4.6	4.1	3.7	35.4	22.1	17.2	65%	69%	30%	8.5	10.3	12.0
양극재	포스코케미칼	149,500	115,808	79.5	70.0	51.5	33.6	5.3	4.9	4.5	48.9	38.3	29.4	383%	16%	36%	8.9	7.3	9.2
	에코프로비엠	499,100	109,400	111	69.8	43.8	26.3	15.8	12.6	9.8	65.6	41.2	26.8	106%	68%	64%	17.2	20.1	25.3
	엘앤에프	209,200	72,823	660	79.2	43.4	27.8	16.0	12.8	9.6	135	47.2	28.4	흑전	723%	85%	3.3	20.0	28.2
	코스모신소재	43,900	13,208	55.0	34.8	25.8	N/A	6.6	5.5	4.5	38.2	27.2	21.2	103%	60%	35%	12.6	17.2	19.4
전지박	SKC	174,500	66,080	25.8	26.1	23.5	N/A	3.1	2.8	2.5	12.4	11.6	10.8	391%	-3%	8%	13.4	11.9	11.9
	일진머티리얼즈	102,500	47,264	62.8	43.7	31.3	26.8	7.0	6.1	5.2	33.9	22.9	16.7	76%	44%	40%	11.7	15.0	17.9
	솔루스첨단소재	85,100	26,032	134	54.2	36.6	N/A	10.7	9.0	7.3	37.0	19.1	14.8	흑전	211%	53%	8.3	18.1	22.2
전해액/ 전해질	천보	285,900	28,590	70.3	43.8	28.6	N/A	10.9	8.8	6.7	42.5	28.0	19.4	51%	60%	53%	16.7	22.3	26.7
	후성	19,650	18,197	60.4	25.5	20.3	N/A	7.3	6.2	5.1	30.2	14.6	11.9	흑전	241%	26%	13.0	26.2	27.4
	동화기업	84,100	16,989	24.0	19.7	17.1	N/A	2.4	2.1	1.8	11.5	9.4	8.1	136%	22%	15%	12.0	12.7	12.8
실리콘 음극재	한솔케미칼	338,500	38,370	22.5	18.5	16.7	11.0	5.4	4.3	3.5	14.8	11.9	10.4	38%	20%	9%	27.3	26.1	23.3
	대주전자재료	108,200	16,750	103	77.2	53.7	34.3	15.9	13.1	10.5	64.9	45.6	32.4	210%	33%	44%	17.4	19.4	22.6
부품	상아프론테크	66,400	10,587	97.9	67.4	38.8	N/A	6.4	5.9	5.2	44.5	35.0	23.5	361%	47%	74%	6.9	9.5	14.8
	신흥에스이씨	67,900	5,137	12.9	13.3	11.1	N/A	3.7	2.9	2.3	8.9	7.2	6.1	120%	16%	19%	26.9	24.5	23.2
평균				106	45.7	31.6	26.3	8.1	6.7	5.5	41.6	25.4	18.5	170%	108%	39%	13.6	17.4	19.8

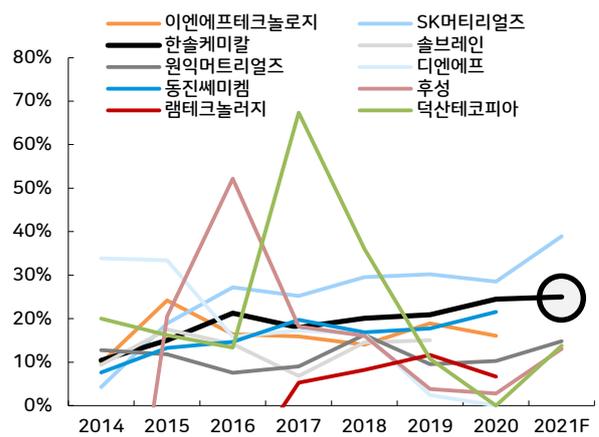
자료: Quantwise, 하이투자증권  
 주: 2021년 11월 5일 종가 기준

그림 11. 국내 반도체, 디스플레이 소재 주요 업체별 연평균 P/E



자료: Quantwise, 하이투자증권

그림 12. 국내 반도체, 디스플레이 소재 주요 업체별 ROE



자료: Quantwise, 하이투자증권

K-IFRS 연결 요약 재무제표

재무상태표					포괄손익계산서				
(단위:십억원)	2020	2021E	2022E	2023E	(단위:십억원,%)	2020	2021E	2022E	2023E
유동자산	308	409	559	756	매출액	619	781	947	1,115
현금 및 현금성자산	98	152	272	422	증가율(%)	13.8	26.2	21.2	17.7
단기금융자산	77	73	77	81	매출원가	405	497	595	705
매출채권	66	96	109	132	매출총이익	214	285	351	410
재고자산	60	82	96	115	판매비와관리비	62	69	81	97
비유동자산	691	734	775	809	연구개발비	0	0	0	0
유형자산	543	604	663	715	기타영업수익	-	-	-	-
무형자산	67	66	64	63	기타영업비용	-	-	-	-
자산총계	999	1,143	1,334	1,565	영업이익	152	216	270	313
유동부채	172	191	196	206	증가율(%)	36.7	42.2	25.0	15.9
매입채무	64	71	82	90	영업이익률(%)	24.5	27.6	28.5	28.1
단기차입금	10	10	10	10	이자수익	1	2	3	4
유동성장기부채	69	81	75	78	이자비용	6	7	6	6
비유동부채	205	185	185	185	지분법이익(손실)	13	12	12	12
사채	130	110	110	110	기타영업외손익	2	-1	-2	-1
장기차입금	46	46	46	46	세전계속사업이익	161	222	277	322
부채총계	377	376	381	392	법인세비용	37	51	64	74
자배주주지분	553	688	863	1,070	세전계속이익률(%)	26.0	28.5	29.2	28.9
자본금	56	57	57	57	당기순이익	130	171	213	248
자본잉여금	31	31	31	31	순이익률(%)	21.0	21.9	22.5	22.2
이익잉여금	471	613	794	1,009	지배주주귀속 순이익	123	162	202	234
기타자본항목	4	4	4	4	기타포괄이익	-7	-7	-7	-7
비지배주주지분	69	78	90	103	총포괄이익	123	164	206	241
자본총계	622	767	953	1,174	지배주주귀속총포괄이익	116	155	195	228

현금흐름표					주요투자지표				
(단위:십억원)	2020	2021E	2022E	2023E		2020	2021E	2022E	2023E
영업활동 현금흐름	165	175	246	268	주당지표(원)				
당기순이익	130	171	213	248	EPS	10,864	14,308	17,782	20,673
유형자산감가상각비	37	39	41	47	BPS	48,977	60,739	76,133	94,418
무형자산상각비	1	1	1	1	CFPS	14,236	17,826	21,499	24,947
지분법관련손실(이익)	13	12	12	12	DPS	1,800	1,800	1,800	1,800
투자활동 현금흐름	-51	-52	-59	-59	Valuation(배)				
유형자산의 처분(취득)	-85	-100	-100	-100	PER	18.1	23.7	19.0	16.4
무형자산의 처분(취득)	2	-	-	-	PBR	4.0	5.6	4.4	3.6
금융상품의 증감	27	50	123	154	PCR	13.8	19.0	15.7	13.6
재무활동 현금흐름	-72	-24	-22	-13	EV/EBITDA	12.1	15.1	11.9	9.9
단기금융부채의증감	0	-	-	-	Key Financial Ratio(%)				
장기금융부채의증감	1	-	-	-	ROE	24.5	26.1	26.0	24.2
자본의증감	-19	-20	-	-	EBITDA 이익률	30.7	32.7	33.0	32.4
배당금지급	-	-	-	-	부채비율	60.6	49.1	40.0	33.4
현금및현금성자산의증감	41	54	119	150	순부채비율	12.8	2.8	-11.3	-22.0
기초현금및현금성자산	57	98	152	272	매출채권회전율(x)	8.8	9.6	9.3	9.2
기말현금및현금성자산	98	152	272	422	재고자산회전율(x)	10.2	11.0	10.6	10.6

자료 : 한솔케미칼, 하이투자증권 리서치본부

한솔케미칼  
최근 2년간 투자이건 변동 내역 및 목표주가 추이



일자	투자이건	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	-17.0%	-2.2%
2021-08-13	Buy	400,000	1년	-18.7%	-6.9%
2021-11-08	Buy	470,000	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 기재된 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 증가대비 3등급) 종목투자이건은 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
2. 산업추천 투자등급 (시가총액기준 산업별 시장비중대비 보유비중의 변화를 추천하는 것임)
  - Overweight(비중확대), - Neutral (중립), - Underweight (비중축소)

하이투자증권 투자비용 등급 공시 2021-09-30 기준

구분	매수	중립(보유)	매도
투자이건 비율(%)	94.6%	5.4%	-