

Company Brief

2022-02-14

한솔케미칼(014680)

과도한 주가 하락은 매수 기회

Buy (Maintain)

목표주가(12M)	360,000 원(하향)
증가(2022/02/11)	223,000 원
상승여력	61.4 %

Stock Indicator	
자본금	56십억원
발행주식수	1,134만주
시가총액	2,528십억원
외국인지분율	41.9%
52주 주가	213,000~372,500 원
60일평균거래량	67,060 주
60일평균거래대금	18.1십억원

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-18.5	-32.2	-24.9	1.1
상대수익률	-11.2	-24.8	-11.6	12.5



FY	2020	2021E	2022E	2023E
매출액(십억원)	619	768	925	1,100
영업이익(십억원)	152	198	221	273
순이익(십억원)	123	152	167	207
EPS(원)	10,864	13,402	14,740	18,245
BPS(원)	48,977	59,836	72,188	88,045
PER(배)	18.1	16.6	15.1	12.2
PBR(배)	4.0	3.7	3.1	2.5
ROE(%)	24.5	24.7	22.3	22.8
배당수익률(%)	0.9	0.8	0.8	0.8
EV/EBITDA(배)	12.1	10.8	9.4	7.3

주: K-IFRS 연결 요약 재무제표

4Q21 실적, 일시적인 NB 라텍스 수요 부진으로 시장 기대치 하회

동사 4Q21 실적은 매출액 2,076 억원(YoY: +30%, QoQ: +6%), 영업이익 356 억원(YoY: +33%, QoQ: -36%)으로 시장 기대치(매출액 2,034 억원, 영업이익 432 억원)를 하회했다. 주력 사업인 반도체용 과산화수소, 프리커서와 디스플레이용 QD 소재 출하는 견조했던 것으로 파악된다. 그러나 NB 라텍스 부문 출하량 감소와 수익성 하락이 실적 부진의 주요 원인으로 작용했다. 코로나 영향으로 2020년부터 급등세를 나타냈던 NB 라텍스 가격은 지난해 하반기부터 큰 폭의 하락세를 보이고 있다. NB 라텍스의 최대 수요처인 말레이시아 내 코로나 확진자 급증으로 주요 니트릴 장갑 공장들의 가동 중단이 불가피하여 수요가 급감했기 때문이다. 또한 2020년 말 2만 t에서 2021년 말 8만 t까지 증설한 NB 라텍스 Capa에 대한 고정비가 증가했다는 점도 부담 요인이었다.

2022년 견조한 실적 성장세 전망

현 시점에서 예단하긴 어렵지만 말레이시아 코로나 확산 사태가 상반기 중 정상화에 진입한다면 점진적인 NB 라텍스 수요 회복세에 따른 실적 개선세를 기대할 수 있을 것으로 예상된다. 다만 1Q22까지는 수요의 불확실성은 남아있을 것으로 보인다. 또한 주력 제품인 과산화수소, 프리커서 원재료 가격 상승에 따른 판가 인상 여부도 수익성 회복의 관건이다. 당사는 현재 주요 고객사들과 제품 가격에 대한 협의가 진행 중이라는 점을 감안해 1Q22~2Q22에 걸쳐 인상된다고 가정하고 1Q22 매출액과 영업이익을 각각 2,114 억원(YoY: +19%, QoQ: +2%), 534 억원(YoY: +2%, QoQ: +50%)을 기록할 것으로 전망한다. 올해에도 과산화수소는 삼성전자, SK 하이닉스의 메모리 반도체 생산량 확대에 꾸준한 수요 증가세가 예상된다. 또한 프리커서도 반도체 척층수의 증가, 공정 미세화의 수혜로 주력 고객사 내 점유율이 빠르게 상승하면서 공급 물량 확대 중이다. 디스플레이용 QD 소재도 기존 삼성전자 QLED TV 외 삼성디스플레이 QD-OLED 본격 양산으로 뚜렷한 매출 증가세가 예상된다. 특히 전기차 시장 확대에 수익성이 높은 이차전지 바인더 매출이 전년 대비 약 2배 가까이 증가할 것으로 전망된다는 점도 긍정적이다. 이를 반영한 2022년 매출액은 9,250 억원(YoY: +20%), 영업이익은 2,210 억원(YoY: +12%)으로 추정된다.

매수 투자 의견 유지하나 목표주가 36만원으로 하향 조정

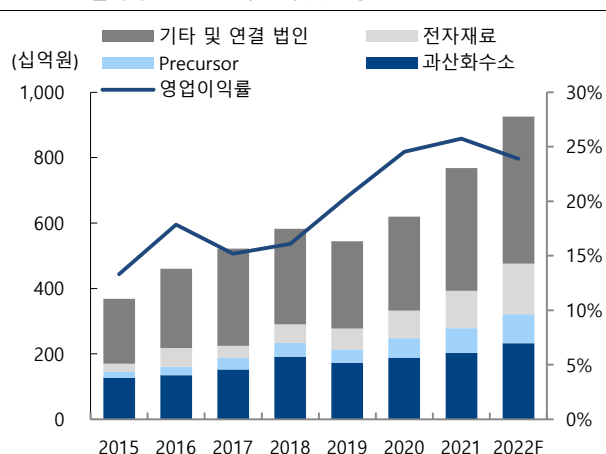
동사에 대한 매수 투자 의견을 유지하나 글로벌 금리 인상에 의한 주식 시장 약세로 적용 Multiple을 조정함에 따라 목표주가를 36만원으로 하향한다. 목표주가는 기존 반도체 케미칼, QD 부문과 이차전지 소재의 높은 성장성을 고려해 각 사업부문의 2022년 예상 지배주주순이익 기준 SOTP 방식을 활용해 산출했다. 반도체 소재 업종 내 ROE가 가장 높고, 성장성이 큰 이차전지 소재(바인더, 실리콘 음극재) 사업이 본격화되고 있다는 점을 고려할 때 상대적으로 높은 Multiple 적용에 무리가 없다는 판단이다. 그럼에도 불구하고 현 주가는 지난 10월 고점 대비 약 38% 하락해 2022년 예상 실적 기준 P/E 15.1 배에 수준에 불과하다. 최근 주가 조정을 비중 확대 기회로 활용할 것을 추천한다.

표 1. 한솔케미칼 사업부문 분기별 실적 추이 및 전망

	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22F	2Q22F	3Q22F	4Q22F	2020	2021	2022F
(단위: 십억원)											
매출액	177	187	197	208	211	222	244	247	619	768	925
과산화수소	47	50	52	55	52	56	63	62	189	204	232
Precursor	17	18	19	20	20	21	24	24	60	74	89
전자재료	26	27	31	31	35	37	40	41	84	115	154
기타 및 연결 법인	87	92	95	102	104	108	118	120	287	376	449
YoY	21%	26%	19%	30%	19%	19%	24%	19%	14%	24%	20%
QoQ	11%	6%	5%	6%	2%	5%	10%	1%	-	-	-
매출원가	110	119	125	149	142	148	161	174	405	502	623
매출원가율	62%	63%	63%	72%	67%	67%	66%	70%	65%	65%	67%
매출총이익	67	69	72	59	70	74	84	73	214	267	302
매출총이익률	38%	37%	37%	28%	33%	33%	34%	30%	35%	35%	33%
판매비 및 관리비	15	15	16	23	17	18	29	21	62	69	165
판매비율	8%	8%	8%	11%	8%	7%	12%	8%	10%	9%	18%
영업이익	52	54	56	36	53	57	66	44	152	198	221
영업이익률	30%	29%	29%	17%	25%	26%	27%	18%	25%	26%	24%
YoY	49%	39%	9%	33%	2%	6%	17%	25%	37%	30%	12%
QoQ	95%	-65%	7%	-36%	50%	8%	14%	-32%	-	-	-
세전이익	57	58	60	33	55	60	68	47	161	209	230
순이익	44	45	46	26	42	45	53	37	130	160	177
순이익률	25%	24%	23%	13%	20%	20%	22%	15%	21%	21%	19%
YoY	24%	39%	8%	29%	-3%	1%	15%	40%	43%	23%	10%
QoQ	114%	-65%	2%	-43%	61%	8%	16%	-30%	-	-	-

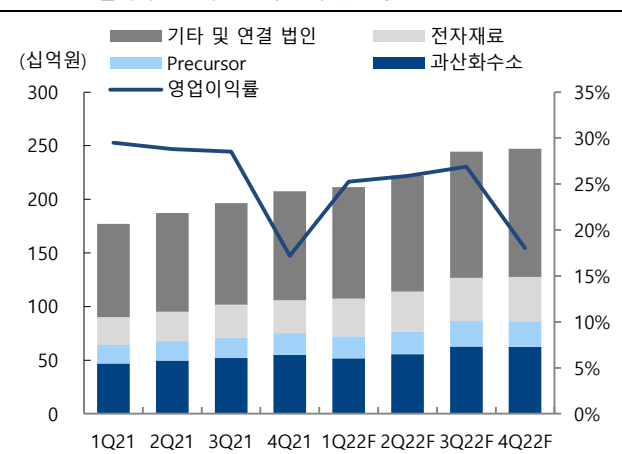
자료: 한솔케미칼, 하이투자증권

그림 1. 한솔케미칼 연간 실적 추이 및 전망



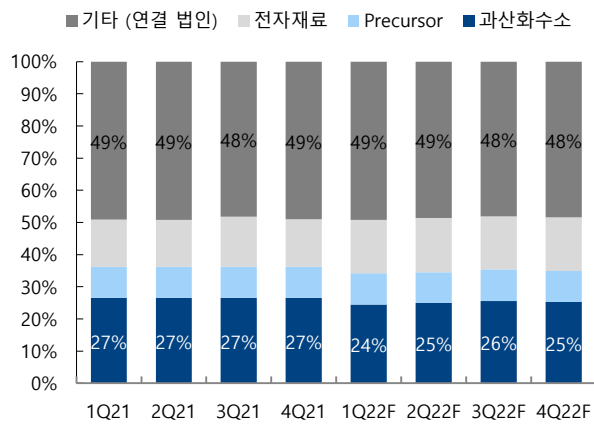
자료: 한솔케미칼, 하이투자증권

그림 2. 한솔케미칼 분기별 실적 추이 및 전망



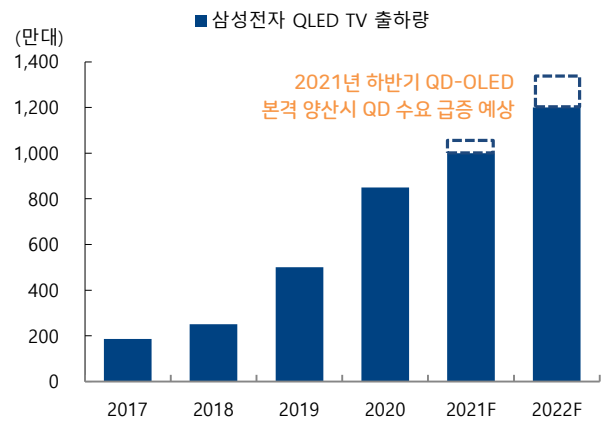
자료: 한솔케미칼, 하이투자증권

그림 3. 한솔케미칼 사업부문별 매출 비중 추이 및 전망



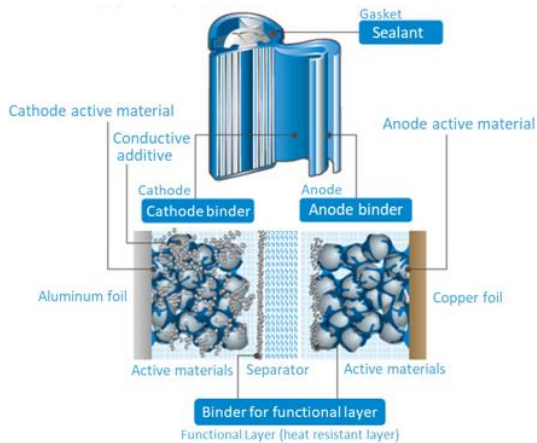
자료: 한솔케미칼, 하이투자증권

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



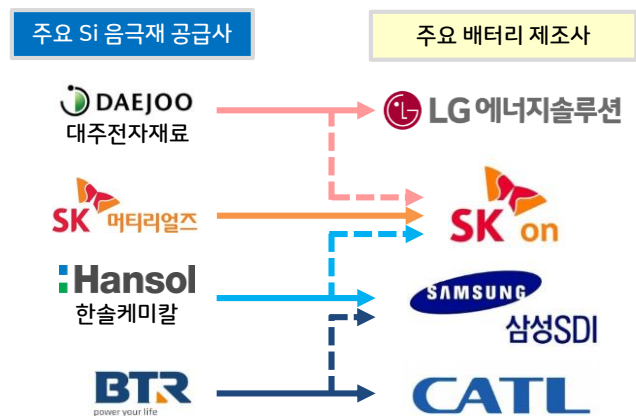
자료: 하이투자증권

그림 5. 리튬이온전지 Binder 종류 및 구조



자료: Zeon, 하이투자증권

그림 6. 국내 실리콘 음극재 Supply chain



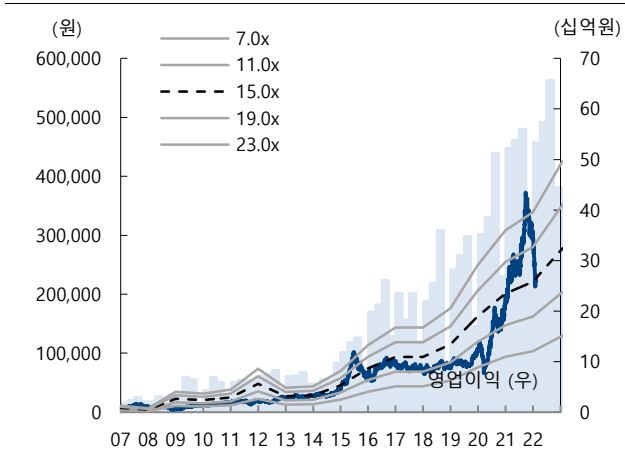
자료: 하이투자증권

표 2. 한솔케미칼 목표주가 산출

구분		예상 지배주주 순이익		Target Multiple	적정 기업 가치		비고
		2021	2022F		2021	2022F	
영업가치 (십억원) (a)	전체	160	177	22.4x	3,271	3,968	
	반도체 Chemical	87	96	14.3x	1,245	1,375	반도체 소재, 부품 업종 평균 P/E 적용
	전자재료(QD)	31	41	24.1x	738	987	덕산네오룩스 5년간 평균 P/E 적용
	이차전지 소재	18	34	44.1x	787	1,482	이차전지 소재 업종 22년 평균 P/E 적용
	연결 자회사 및 기타	25	6	20.0x	501	123	
비영업가치(십억원) (b)	순차입금				30	-64	
적정 기업 가치(십억원) (c)					3,241	4,031	(c)=(a)-(b)
총 주식수(천주) (d)						11,335	
적정주가(원) (e)						355,650	(e)=(c)/(d)
목표주가(원)						360,000	2022년 예상 실적 기준
전일 종가(원)						223,000	2022년 예상 실적 기준 P/E 15.1배
상승 여력						61.4%	

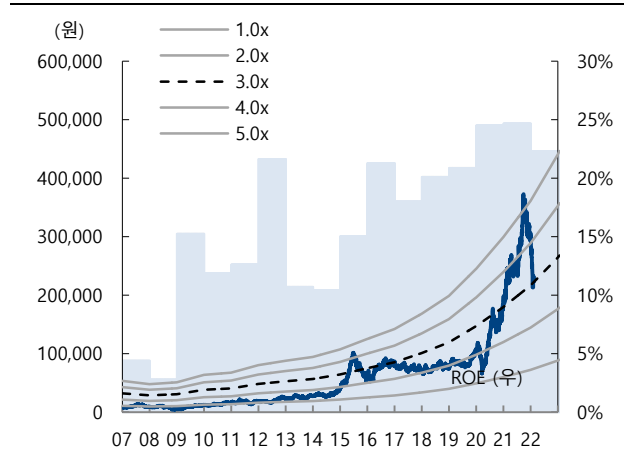
자료: 한솔케미칼, 하이투자증권

그림 7. 한솔케미칼 12개월 Forward P/E Chart



자료: 하이투자증권

그림 8. 한솔케미칼 12개월 Forward P/B Chart



자료: 하이투자증권

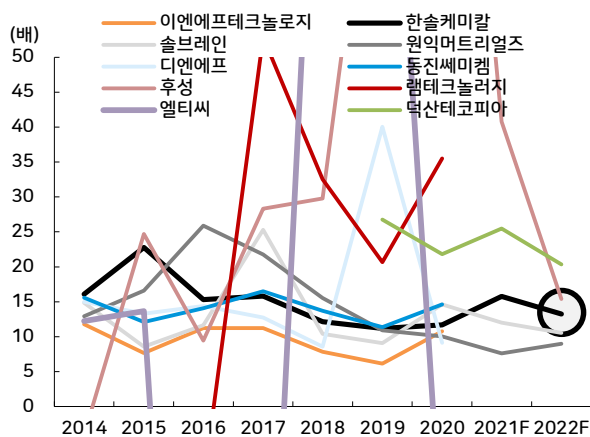
표 3. 국내 주요 이차전지 소재, 부품 업종 Peer valuation table

소재	업체명	주가 (원) (2/11)	시가총액 (억원)	P/E (배)			P/B (배)			EV/EBITDA (배)			순이익 증가			ROE (%)		
				22F	23F	24F	21F	22F	23F	21F	22F	23F	21F	22F	23F	21F	22F	23F
분리막	SKIET	122,000	86,983	68.1	38.5	N/A	4.2	4.4	4.0	36.6	25.5	18.1	47%	20%	61%	8.0	6.4	10.9
양극재	포스코케미칼	113,000	87,533	57.2	38.9	26.9	3.7	3.5	3.3	33.5	31.0	22.8	397%	4%	47%	8.8	6.3	8.7
	에코프로비엠	333,000	76,322	46.2	29.0	18.1	10.4	7.5	5.9	44.7	25.5	16.8	110%	76%	64%	16.9	19.0	22.9
	엘앤에프	178,300	62,067	61.0	35.2	22.9	12.5	9.0	7.0	98	34.4	21.2	흑전	N/A	76%	-1.1	19.2	25.1
전지박	SKC	136,500	51,690	22.7	20.5	N/A	2.4	2.3	2.1	10.7	10.2	9.4	372%	-6%	6%	14.1	10.8	11.1
	일진머티리얼즈	95,100	43,851	38.2	26.5	N/A	6.5	5.6	4.6	33.3	22.0	15.5	73%	52%	51%	11.4	15.7	19.2
	솔루스첨단소재	58,500	17,895	64.1	31.6	26.2	7.6	6.8	5.7	45.1	20.0	12.4	흑전	570%	126%	3.9	11.2	19.6
전해액/ 전해질	천보	281,700	28,170	41.9	27.7	14.9	10.5	8.2	6.3	45.6	27.3	18.9	54%	61%	53%	16.8	22.1	26.0
	후성	20,650	19,123	15.4	13.1	N/A	N/A	N/A	N/A	29.9	9.5	7.8	흑전	195%	18%	N/A	N/A	N/A
	동화기업	68,900	13,919	15.0	13.6	11.5	2.0	1.7	1.5	9.5	7.2	6.5	124%	32%	10%	11.8	13.5	12.8
실리콘 음극재	한솔케미칼	223,000	25,277	13.3	11.1	9.7	3.6	2.9	2.3	10.8	8.5	6.7	29%	17%	19%	25.7	24.5	23.7
	대주전자재료	90,700	14,041	86.1	58.8	26.5	13.4	11.7	9.6	65.9	47.8	34.5	180%	11%	47%	15.7	15.1	18.6
부품	상아프론테크	39,950	6,388	40.7	23.4	14.2	3.9	3.6	3.1	27.7	21.9	14.7	361%	47%	74%	6.9	9.5	14.8
	신흥에스이씨	55,200	4,285	11.3	8.5	N/A	3.1	2.4	1.9	8.8	6.5	5.0	82%	34%	32%	22.5	24.1	25.2
평균				41.5	26.9	19.0	6.4	5.4	4.4	35.7	21.2	15.0	166%	86%	49%	12.4	15.2	18.3

자료: Quantwise, 하이투자증권

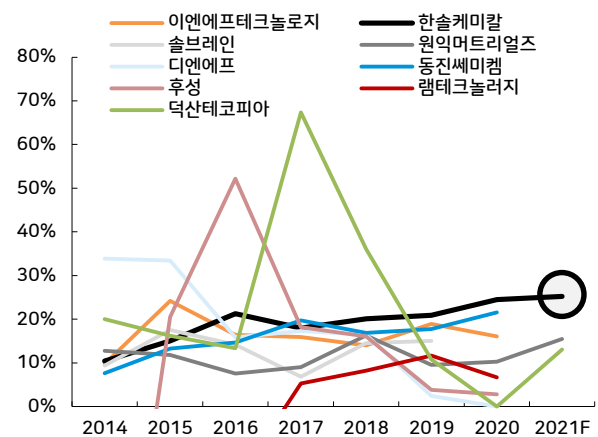
주: 2022년 2월 11일 종가 기준

그림 9. 국내 반도체, 디스플레이 소재 주요 업체별 연평균 P/E



자료: Quantwise, 하이투자증권

그림 10. 국내 반도체, 디스플레이 소재 주요 업체별 ROE



자료: Quantwise, 하이투자증권

K-IFRS 연결 요약 재무제표

재무상태표

(단위:십억원)	2020	2021E	2022E	2023E
유동자산	308	397	510	679
현금 및 현금성자산	98	144	228	348
단기금융자산	77	73	77	81
매출채권	66	94	106	131
재고자산	60	81	94	114
비유동자산	691	734	775	809
유형자산	543	604	663	715
무형자산	67	66	64	63
자산총계	999	1,132	1,285	1,488
유동부채	172	190	194	206
매입채무	64	71	81	89
단기차입금	10	10	10	10
유동성장기부채	69	81	75	78
비유동부채	205	185	185	185
사채	130	110	110	110
장기차입금	46	46	46	46
부채총계	377	376	380	391
자배주지분	553	678	818	998
자본금	56	57	57	57
자본잉여금	31	31	31	31
이익잉여금	471	603	750	937
기타자본항목	4	4	4	4
비자배주지분	69	78	87	99
자본총계	622	756	906	1,097

포괄손익계산서

(단위:십억원,%)	2020	2021E	2022E	2023E
매출액	619	768	925	1,100
증가율(%)	13.8	24.1	20.4	18.9
매출원가	405	502	623	730
매출총이익	214	267	302	370
판매비와관리비	62	69	81	97
연구개발비	0	0	0	0
기타영업수익	-	-	-	-
기타영업비용	-	-	-	-
영업이익	152	198	221	273
증가율(%)	36.7	30.2	11.7	23.5
영업이익률(%)	24.5	25.7	23.9	24.8
이자수익	1	2	2	4
이자비용	6	7	6	6
지분법이익(손실)	13	12	12	12
기타영업외손익	2	-1	-2	-1
세전계속사업이익	161	209	230	284
법인세비용	37	48	53	66
세전계속이익률(%)	26.0	27.2	24.8	25.9
당기순이익	130	160	177	219
순이익률(%)	21.0	20.9	19.1	19.9
지배주주귀속 순이익	123	152	167	207
기타포괄이익	-7	-7	-7	-7
총포괄이익	123	153	170	212
지배주주귀속총포괄이익	116	145	160	200

현금흐름표

(단위:십억원)	2020	2021E	2022E	2023E
영업활동 현금흐름	165	166	211	238
당기순이익	130	160	177	219
유형자산감가상각비	37	39	41	47
무형자산감가상각비	1	1	1	1
지분법관련손실(이익)	13	12	12	12
투자활동 현금흐름	-51	-52	-59	-59
유형자산의 처분(취득)	-85	-100	-100	-100
무형자산의 처분(취득)	2	-	-	-
금융상품의 증감	27	42	88	124
재무활동 현금흐름	-72	-24	-22	-13
단기금융부채의증감	0	-	-	-
장기금융부채의증감	1	-	-	-
자본의증감	-19	-20	-	-
배당금지급	-	-	-	-
현금및현금성자산의증감	41	45	84	120
기초현금및현금성자산	57	98	144	228
기말현금및현금성자산	98	144	228	348

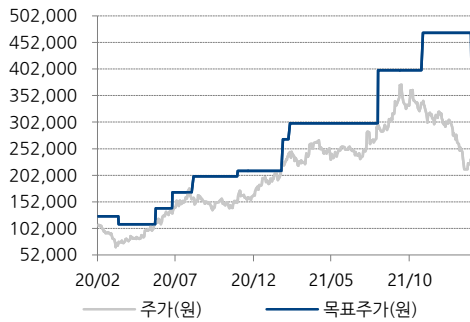
주요투자지표

	2020	2021E	2022E	2023E
주당지표(원)				
EPS	10,864	13,402	14,740	18,245
BPS	48,977	59,836	72,188	88,045
CFPS	14,236	16,920	18,457	22,518
DPS	1,800	1,800	1,800	1,800
Valuation(배)				
PER	18.1	16.6	15.1	12.2
PBR	4.0	3.7	3.1	2.5
PCR	13.8	13.2	12.1	9.9
EV/EBITDA	12.1	10.8	9.4	7.3
Key Financial Ratio(%)				
ROE	24.5	24.7	22.3	22.8
EBITDA 이익률	30.7	30.9	28.4	29.2
부채비율	60.6	49.7	41.9	35.6
순부채비율	12.8	4.0	-7.0	-16.8
매출채권회전율(x)	8.8	9.6	9.2	9.3
재고자산회전율(x)	10.2	10.9	10.6	10.6

자료 : 한솔케미칼, 하이투자증권 리서치본부

한솔케미칼

최근 2년간 투자이전 변동 내역 및 목표주가 추이



일자	투자이전	목표주가 (원)	목표주가 대상시점	과리율	
				평균 주가대비	최고(최저) 주가대비
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	-39.0%	-27.2%
2022-02-14	Buy	360,000	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 2021-12-31 기준

구분	매수	중립(보유)	매도
투자의견 비율(%)	95.4%	4.6%	-