

Company Brief

2022-05-03

한솔케미칼(014680)

부담 없이 살수 있는 구간

Buy (Maintain)

목표주가(12M)	360,000 원(유지)
증가(2022/05/02)	243,000 원
상승여력	48.1 %

Stock Indicator	
자본금	57 십억원
발행주식수	1,134만주
시가총액	2,754 십억원
외국인지분율	37.5%
52주 주가	195,500~372,500원
60일평균거래량	71,236주
60일평균거래대금	15.9 십억원

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	2.7	14.1	-25.2	-1.8
상대수익률	4.7	13.2	-14.4	12.8



FY	2021	2022E	2023E	2024E
매출액(십억원)	769	920	1,065	1,207
영업이익(십억원)	198	214	279	315
순이익(십억원)	148	160	208	235
EPS(원)	13,089	14,126	18,386	20,763
BPS(원)	60,805	72,946	89,348	108,127
PER(배)	23.3	17.2	13.2	11.7
PBR(배)	5.0	3.3	2.7	2.2
ROE(%)	23.9	21.1	22.7	21.0
배당수익률(%)	0.7	0.9	0.9	0.9
EV/EBITDA(배)	14.7	10.2	7.6	6.3

주: K-IFRS 연결 요약 재무제표

[디스플레이/이차전지] 정원석  
 (2122-9203) wschung@hi-ib.com  
 [IT] 박상욱  
 (2122-9194) psw3707@hi-ib.com

지난해 9월 이후 발생한 1.5 조원의 시가총액 감소는 과도하다는 판단

동사 주가는 지난해 9월 이후 큰 폭의 하락세를 나타냈으며, 지금까지 뚜렷한 반등의 기미가 보이지 않고 있다. 고점 대비 30~40% 가량 하락한 것이며, 시가총액 기준으로는 약 1.5조원 가량이 낮아졌다. 주가 하락의 주요 원인은 크게 3가지로 요약된다. 첫째, 지난해 하반기부터 NB 라텍스 업황이 급격히 무너졌다(NB 라텍스는 합성고무의 일종으로 의료용, 조리용 장갑 재료로 사용). 둘째, 11월을 기점으로 국내 이차전지 업종 주가가 큰 폭의 조정을 거쳤다. 셋째, 동사의 주력 사업인 반도체/디스플레이용 과산화수소의 원재료가 되는 석유, 천연가스 가격 상승으로 수익성 둔화 우려가 부각됐다. 그러나 국내 이차전지 소재 업종 주가는 1Q22를 바닥으로 가파른 회복세를 보였다. 또한 과산화수소 원재료가 가격 상승세를 보이긴 했지만 제품 판가의 인상 조치로 수익성을 방어하고 있다. 이제 남은 우려 요인은 NB 라텍스 부문이다. 동사는 2020년부터 기존 SB 라텍스 라인 전환을 통해 NB 라텍스 사업을 시작했다. COVID-19 사태로 인한 가파른 가격 상승세로 지난 2년간 실적에 긍정적인 영향을 미쳤으나 지난해 하반기부터 무너진 NB 라텍스 업황은 아직까지 뚜렷한 회복세를 보이지 못하고 있다. 그러나 2021년 NB 라텍스 부문 매출액은 약 300~350억원 수준으로 전체 실적에서 절대적이지 않다는 점을 고려할 때 약 1.5조원의 시가총액 감소는 과도한 것으로 판단된다.

1Q22 시장 우려 대비 양호한 실적 기록할 전망

동사의 1Q22 실적은 매출액 2,110억원(YoY: +19%, QoQ: +2%), 영업이익 530억원(YoY: +1%, QoQ: +48%)으로 시장 우려 대비 양호한 실적을 기록할 전망이다. 부문별로 살펴보면 반도체/디스플레이용 과산화수소는 전방 반도체 고객사들의 수요가 상당히 견조한 상황이며, 판가 인상 조치를 통해 원재료 가격 상승에 따른 수익성 하락을 방어 중이다. QD 소재는 삼성전자 QLED TV 외 삼성디스플레이의 QD-OLED 본격 양산으로 수요가 증가할 것으로 예상된다. 프리커서는 파운드리용 TSA 제품을 중심으로 출하가 견조하며, 하반기부터는 신규 고객사인 북미 파운드리 업체로 공급이 시작되면서 뚜렷한 매출 상승세가 기대된다. 또한 이차전지 바인더와 연결 회사인 테이팩스 이차전지 테이프의 뚜렷한 물량 증가가 예상된다는 점도 긍정적이다. NB 라텍스 부문은 큰 폭의 제품 가격 하락과 낮은 가동률로 상반기에 적자가 불가피하겠지만 최근 말레이시아 장갑 공장들의 가동이 점차 재개되고 있다는 점에 주목할 필요가 있다. 이를 반영한 2022년 매출액과 영업이익은 각각 9,200억원(YoY: +20%), 2,140억원(YoY: +8%)으로 추정된다.

매수 투자 의견과 목표주가 유지

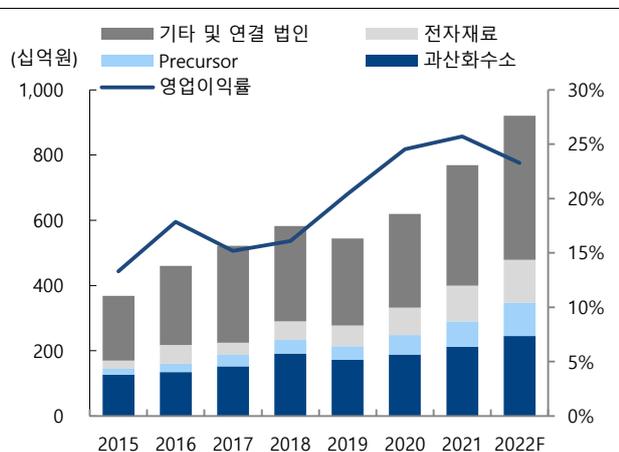
동사에 대한 매수 투자 의견과 목표주가를 유지한다. 목표주가는 기존 반도체 케미칼, QD 부문과 이차전지 소재의 높은 성장성을 고려해 각 사업부문의 2022년, 2023년 예상 지배주주순이익 기준 SOTP 방식을 활용해 산출했다. 현 주가는 2022년, 2023년 예상 실적 기준 P/E가 각각 17.2배, 13.2배 수준이다. 반도체 소재 업종 내 ROE가 가장 높고, 성장성이 큰 이차전지 소재(바인더, 실리콘 음극재) 사업이 본격화되고 있다는 점을 고려할 때 상대적으로 높은 Multiple 적용에 무리가 없다고 판단된다. 당사 추정치의 2022년 개별 기준 영업이익에서 이차전지 소재가 차지하는 비중은 약 15~20%이며, 실리콘 음극재 양산이 시작되는 2023년에는 더욱 확대될 전망이다. 최근 주가 조정을 비중 확대 기회로 활용할 것을 추천한다.

표 1. 한솔케미칼 사업부문 분기별 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)											
	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22F	2Q22F	3Q22F	4Q22F	2021	2022F	2023F
<b>매출액</b>	177	187	197	208	211	219	246	244	769	920	1,065
과산화수소	49	52	54	57	56	57	68	65	212	245	265
Precursor	18	19	20	21	24	23	28	27	78	102	127
전자재료	25	26	29	29	32	33	35	32	110	132	146
기타 및 연결 법인	85	90	93	100	100	105	116	120	369	441	528
YoY	21%	26%	19%	31%	19%	17%	25%	17%	24%	20%	16%
QoQ	11%	6%	5%	6%	2%	4%	12%	-1%	-	-	-
<b>매출원가</b>	110	119	125	147	142	148	162	172	501	624	697
매출원가율	62%	63%	63%	71%	67%	67%	66%	71%	65%	68%	65%
<b>매출총이익</b>	67	69	72	60	69	71	84	72	268	296	368
매출총이익률	38%	37%	37%	29%	33%	33%	34%	29%	35%	32%	35%
<b>판매비 및 관리비</b>	15	15	16	25	18	18	29	18	70	125	198
판매비율	8%	8%	8%	12%	8%	7%	12%	7%	9%	14%	19%
<b>영업이익</b>	52	54	56	36	53	54	65	42	198	214	279
영업이익률	30%	29%	29%	17%	25%	25%	27%	17%	26%	23%	26%
YoY	49%	39%	9%	32%	1%	0%	17%	19%	30%	8%	30%
QoQ	95%	-65%	7%	-34%	48%	2%	22%	-35%	-	-	-
<b>세전이익</b>	57	58	60	33	55	56	68	45	209	223	297
<b>당기순이익</b>	44	45	46	24	42	42	52	35	159	170	226
순이익률	25%	24%	23%	12%	20%	19%	21%	14%	21%	19%	21%
YoY	24%	39%	8%	20%	-4%	-7%	15%	42%	22%	7%	32%
QoQ	114%	-65%	2%	-47%	71%	0%	26%	-34%	-	-	-

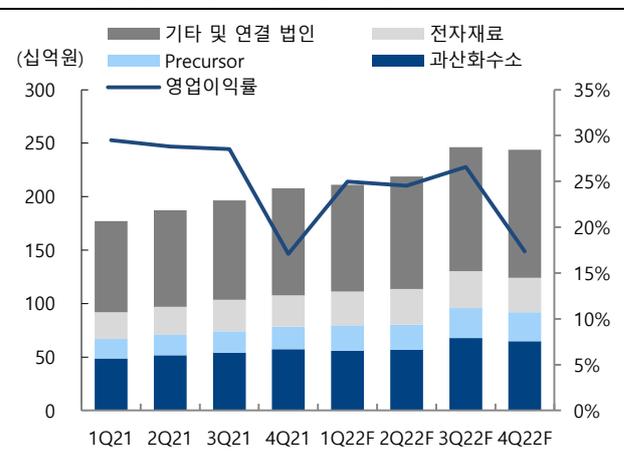
자료: 한솔케미칼, 하이투자증권

그림 1. 한솔케미칼 연간 실적 추이 및 전망



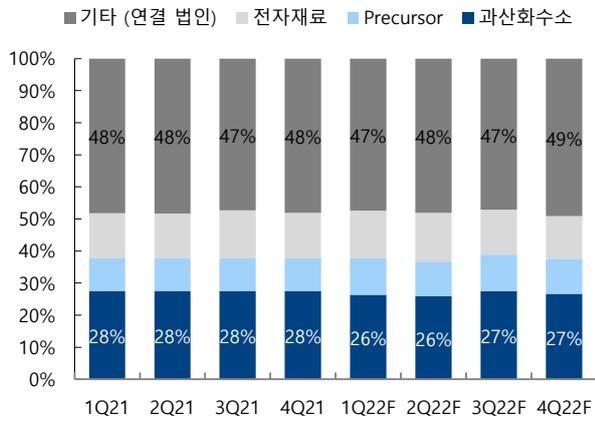
자료: 한솔케미칼, 하이투자증권

그림 2. 한솔케미칼 분기별 실적 추이 및 전망



자료: 한솔케미칼, 하이투자증권

그림 3. 한솔케미칼 사업부문별 매출 비중 추이 및 전망



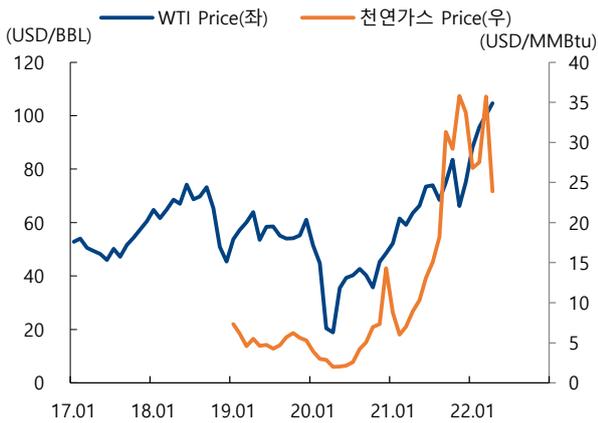
자료: 한솔케미칼, 하이투자증권

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



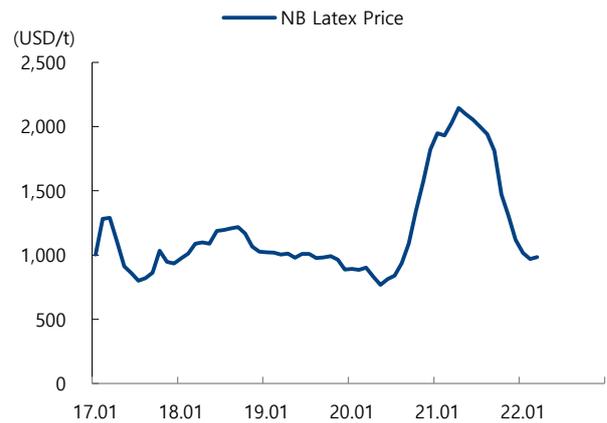
자료: 하이투자증권

그림 5. WTI, 천연가스 가격 월별 추이



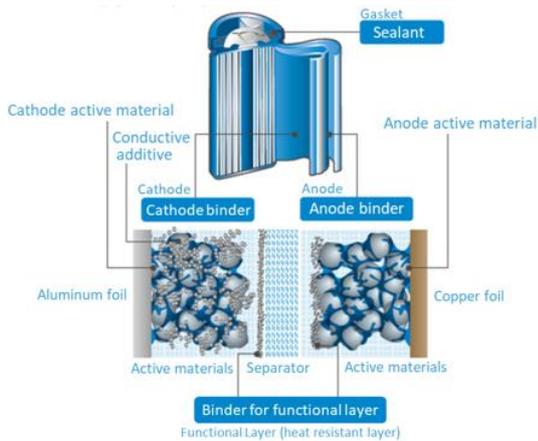
자료: Bloomberg, 하이투자증권

그림 6. NB 라텍스 가격 월별 추이



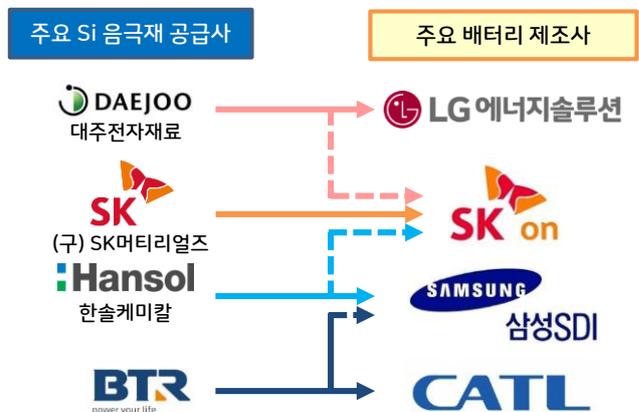
자료: KITA, 하이투자증권

그림 7. 리튬이온전지 Binder 종류 및 구조



자료: Zeon, 하이투자증권

그림 8. 국내 실리콘 음극재 Supply chain



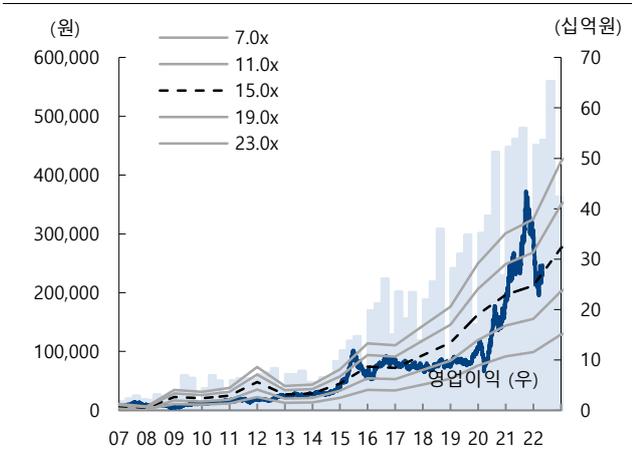
자료: 하이투자증권

표 2. 한솔케미칼 목표주가 산출

구분	예상 순이익		Target Multiple		적정 기업 가치		비고	
	2022F	2023F	2022F	2023F	2022F	2023F		
영업가치 (십억원) (a)	전체	170	226	22.6x	17.7x	3,847	3,994	
	반도체 Chemical	101	115	13.5x	11.3x	1,358	1,300	반도체 소재, 부품 업종 평균 P/E 적용
	전자재료(QD)	32	35	24.2x	24.2x	767	847	덕산네오룩스 5년간 평균 P/E 적용
	이차전지 소재	27	36	57.7x	34.5x	1,551	1,256	이차전지 소재 업종 평균 P/E 적용
	연결 자회사 및 기타	11	39	15.0x	15.0x	171	592	
비영업가치 (십억원) (b)	순차입금				-54	-215		
적정 기업 가치(십억원) (c)						3,901	4,210	(c)=(a)-(b)
총 주식수(천주) (d)						11,335		
적정주가(원) (e)						344,154	371,370	(e)=(c)/(d)
목표주가(원)						360,000		12개월 Forward 실적 기준
전일 증가(원)						243,000		2022년 예상 실적 기준 P/E 17.2배
상승 여력						48.1%		

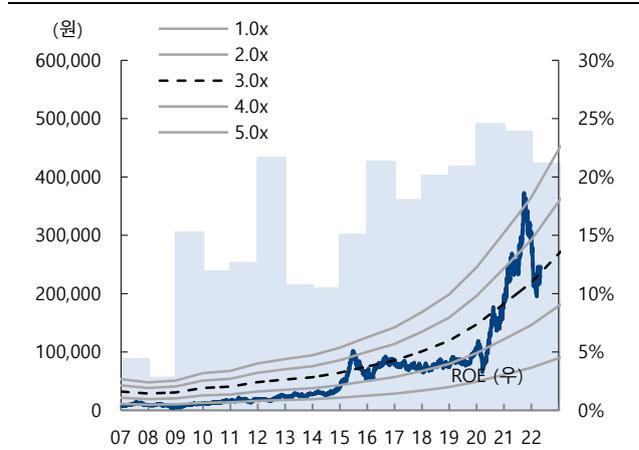
자료: 한솔케미칼, 하이투자증권

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) (5/2)	시가총액 (억원)	P/E (배)				P/B (배)			EV/EBITDA (배)			순이익 증가			ROE (%)		
				21	22F	23F	24F	21	22F	23F	21	22F	23F	21	22F	23F	21	22F	23F
셀	LGES	408,500	955,890	N/A	106	70.8	51.9	N/A	5.2	4.8	N/A	30.8	22.0	흑전	5%	54%	10.7	6.8	7.1
	삼성SDI	611,000	420,151	42.6	26.6	22.2	18.8	3.2	2.5	2.2	16.2	14.6	11.9	98%	38%	20%	8.5	10.4	11.1
분리막	SKIET	123,500	88,053	132	76.7	38.3	27.2	5.9	3.8	3.5	49.7	32.2	20.0	8%	-14%	151%	5.6	5.1	9.6
양극재	에코프로비엠	490,000	112,305	63.1	68.2	43.6	29.1	12.1	13.4	9.9	70.5	38.4	25.0	110%	83%	61%	20.3	23.7	26.2
	포스코케미칼	135,000	104,575	85.4	72.5	47.4	32.5	4.9	4.2	3.9	49.8	44.9	29.4	350%	7%	54%	7.9	5.9	8.5
	엘앤에프	221,000	79,404	-35	66.2	42.1	28.1	6.3	9.9	7.7	-82	38.1	25.7	적자	흑전	55%	-27	17.7	23.0
전지박	SKC	153,000	57,939	25.6	26.8	24.7	20.7	2.7	2.6	2.4	12.4	11.3	10.4	365%	-10%	6%	11.6	10.4	10.5
	일진머티리얼즈	88,700	40,900	61.3	45.8	32.9	32.3	3.9	4.5	4.1	46.9	22.3	17.3	48%	43%	34%	7.9	9.5	13.0
	솔루스첨단소재	72,700	22,239	208	130	47.6	30.9	8.2	7.4	6.4	76.5	37.0	19.4	흑전	N/A	236%	4.0	6.6	14.4
전해액/ 전해질	천보	274,000	27,400	51.8	44.4	30.2	20.8	7.9	7.4	5.7	48.8	27.8	19.1	75%	36%	47%	17.2	19.0	21.5
	후성	19,050	17,642	60.0	14.9	13.4	14.3	5.5	5.0	3.8	25.0	9.0	7.8	흑전	313%	9%	9.6	39.2	31.9
	엔켐	82,800	12,597	-69	48.5	26.7	18.9	7.1	5.6	4.6	-90	N/A	N/A	적자	N/A	N/A	-12	N/A	N/A
	동화기업	82,500	16,666	37.8	20.4	16.9	13.7	2.2	2.1	1.8	N/A	10.1	8.3	39%	90%	20%	6.7	12.2	12.7
실리콘 음극재	한솔케미칼	243,000	27,545	20.6	16.3	13.6	11.0	4.4	3.2	2.7	13.9	10.2	8.3	22%	11%	20%	23.9	22.1	21.9
	대주전자재료	81,900	12,679	44.4	N/A	N/A	N/A	7.5	N/A	N/A	68.7	N/A	N/A	338%	N/A	N/A	21.2	N/A	N/A
	나노신소재	71,300	7,735	57.5	79.1	47.0	20.1	4.2	7.0	6.2	62.9	N/A	N/A	350%	33%	69%	7.7	9.5	14.3
부품	상아프론테크	39,150	6,260	94.0	N/A	N/A	N/A	4.8	N/A	N/A	34.0	N/A	N/A	301%	N/A	N/A	5.6	N/A	N/A
	신흥에스이씨	66,400	5,155	16.7	16.5	11.8	8.8	1.8	1.8	1.6	9.3	7.2	5.7	46%	38%	40%	12.7	11.8	14.4
평균				52.7	53.6	33.1	23.7	5.4	5.3	4.4	25.8	23.9	16.4	165%	52%	58%	7.9	14.0	16.0

자료: Quantwise, 하이투자증권

주: 2022년 5월 2일 종가 기준

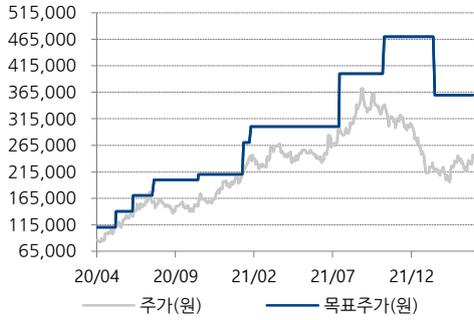
K-IFRS 연결 요약 재무제표

재무상태표					포괄손익계산서				
(단위:십억원)	2021	2022E	2023E	2024E	(단위:십억원,%)	2021	2022E	2023E	2024E
유동자산	411	547	736	955	매출액	769	920	1,065	1,207
현금 및 현금성자산	66	183	327	521	증가율(%)	24.1	19.7	15.8	13.3
단기금융자산	135	142	149	156	매출원가	501	624	697	788
매출채권	106	113	132	141	매출총이익	268	296	368	419
재고자산	100	105	124	132	판매비와관리비	70	82	89	104
비유동자산	786	799	808	818	연구개발비	0	0	0	0
유형자산	625	635	643	650	기타영업수익	-	-	-	-
무형자산	67	65	64	63	기타영업비용	-	-	-	-
자산총계	1,197	1,346	1,544	1,773	영업이익	198	214	279	315
유동부채	200	210	218	229	증가율(%)	30.1	8.3	30.3	12.7
매입채무	90	102	109	120	영업이익률(%)	25.7	23.3	26.2	26.1
단기차입금	10	10	10	10	이자수익	2	3	4	6
유동성장기부채	70	70	70	70	이자비용	6	6	6	5
비유동부채	230	220	210	200	지분법이익(손실)	13	13	13	13
사채	145	135	125	115	기타영업외손익	0	-2	-1	-1
장기차입금	56	56	56	56	세전계속사업이익	209	223	292	328
부채총계	429	430	428	429	법인세비용	50	52	69	77
자배주주지분	689	827	1,013	1,226	세전계속이익률(%)	27.2	24.2	27.4	27.2
자본금	57	57	57	57	당기순이익	159	170	222	251
자본잉여금	33	33	33	33	순이익률(%)	20.6	18.5	20.9	20.8
이익잉여금	596	733	918	1,130	지배주주귀속 순이익	148	160	208	235
기타자본항목	9	9	9	9	기타포괄이익	1	1	1	1
비지배주주지분	79	89	103	119	총포괄이익	160	171	223	252
자본총계	768	916	1,116	1,344	지배주주귀속총포괄이익	149	161	209	236

현금흐름표					주요투자지표				
(단위:십억원)	2021	2022E	2023E	2024E		2021	2022E	2023E	2024E
영업활동 현금흐름	143	236	261	312	주당지표(원)				
당기순이익	159	170	222	251	EPS	13,089	14,126	18,386	20,763
유형자산감가상각비	41	50	53	52	BPS	60,805	72,946	89,348	108,127
무형자산상각비	1	1	1	1	CFPS	16,849	18,613	23,119	25,474
지분법관련손실(이익)	13	13	13	13	DPS	2,100	2,100	2,100	2,100
투자활동 현금흐름	-180	-62	-61	-62	Valuation(배)				
유형자산의 처분(취득)	-122	-60	-60	-60	PER	23.3	17.2	13.2	11.7
무형자산의 처분(취득)	0	-	-	-	PBR	5.0	3.3	2.7	2.2
금융상품의 증감	26	124	151	202	PCR	18.1	13.1	10.5	9.5
재무활동 현금흐름	4	-33	-32	-32	EV/EBITDA	14.7	10.2	7.6	6.3
단기금융부채의증감	0	-	-	-	Key Financial Ratio(%)				
장기금융부채의증감	0	-	-	-	ROE	23.9	21.1	22.7	21.0
자본의증감	24	-10	-10	-10	EBITDA 이익률	31.3	28.8	31.2	30.5
배당금지급	-	-	-	-	부채비율	55.9	47.0	38.3	31.9
현금및현금성자산의증감	-32	117	144	194	순부채비율	10.4	-5.9	-19.3	-31.7
기초현금및현금성자산	98	66	183	327	매출채권회전율(x)	8.9	8.4	8.7	8.9
기말현금및현금성자산	66	183	327	521	재고자산회전율(x)	9.6	9.0	9.3	9.4

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
2020-06-05	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 기관투자자 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, 박상욱)

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) 종목투자의견은 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 (시기총액기준 산업별 시장비중대비 보유비중의 변화를 추천하는 것임)
  - Overweight(비중확대), - Neutral (중립), - Underweight (비중축소)

하이투자증권 투자비율 등급 공시 2022-03-31 기준

구분	매수	중립(보유)	매도
투자의견 비율(%)	97.3%	2.7%	-