



한솔케미칼 (014680)

디스플레이

최영산



02 3770 5728
yungsan.choi@yuantakorea.com

투자의견	BUY (I)
목표주가	110,000원 (I)
현재주가 (12/14)	74,900원
상승여력	47%

시가총액	8,460억원
총발행주식수	11,295,195주
60일 평균 거래대금	34억원
60일 평균 거래량	42,961주
52주 고	87,300원
52주 저	65,000원
외인지분율	16.44%
주요주주	조동혁 외 4 인 15.03%

주가수익률(%)	1개월	3개월	12개월
절대	(8.4)	(11.5)	1.6
상대	(8.5)	(0.8)	21.3
절대(달러환산)	(8.2)	(12.6)	(2.1)

	4Q18E	전년동기대비	전분기대비	컨센서스	컨센서스대비
매출액	1,397	7.7	-3.7	1,407	-0.7
영업이익	224	60.7	-32.2	224	-0.3
세전계속사업이익	231	133.3	-26.8	240	-3.7
지배순이익	172	145.0	-25.2	142	21.6
영업이익률 (%)	16.0	+5.3 %pt	-6.8 %pt	15.9	+0.1 %pt
지배순이익률 (%)	12.3	+6.9 %pt	-3.6 %pt	10.1	+2.2 %pt

자료: 유안타증권

반도체 소재와 QD 투자 모멘텀의 이상적 조화

1) 과산화수소 P, Q ↑, 2) QD-LCD 판매량 ↑, 3) QD투자 ↑, 4) 적자 자회사 매각

한솔케미칼(이하 동사)에 대해 투자의견 매수, 목표주가 110,000원으로 커버리지를 개시한다. 2019년 Fwd EPS에 과거 3년 저점 P/E의 평균 12.2x를 적용하였다. 19년 동사 실적은 매출액 6,155억원 (YoY +13%), 영업이익 1,305억원(YoY +23%)을 예상한다. 1) 타이트한 가동률을 유지하는 과산화수소 부분의 CAPA 증설과 주요 고객사의 공정 미세화에 따른 안정적 성장과 함께, 최근 2) 급격한 QD-LCD 출하 전망치 상향 조정과 3) QD-OLED 투자 모멘텀 등이 동시에 몰리는 시기가 2019년이다. 또한 4) 적자사업부였던 한솔씨엔피를 연결에서 제외하고, 5) 다소 부진했던 연결 자회사 테이팩스가 QD베리어 필름 공급벤더로 들어오게되면서 동사는 QD-LCD 레진과 베리어 필름을 함께 제작하는 삼성 QD TV 소재 벤더로서의 입지를 강화할 전망이다. **안정적이고 꾸준한 성장을 지속하는 반도체 소재부분과 삼성VD 및 SDC의 QD TV 성장 전략 수혜를 모두 가져갈 수 있는 가장 뛰어난 조합으로 동사를 판단한다.**

1) **과산화수소: 19년 과산화수소 부분(정밀화학) 매출은 2,437억원(YoY + 17%)을 예상한다.** 19년 과산화수소 CAPA 국내 3만톤(97→127천톤), 중국 3천톤 증설(25→28천톤)과 함께 반도체와 디스플레이용 과산화수소 ASP 내년 지속적 상승이 예상된다. 반도체용의 경우, 49%의 지분을 보유하고 있는 자회사를 통한 가격 전가가 내년 이뤄질 것으로 보이며, 디스플레이용 과산화수소의 경우, Etchant 업체 향으로 올해 1, 3분기 가격을 인상한 추세에 힘입어 내년에도 지속될 것으로 보인다. 물량 측면에서는 과산화수소 CAPA의 가동률이 95% 이상의 타이트한 상황이 지속되고 있고, 설사 반도체용 과산화수소 수요가 일부 정체되더라도 디스플레이용으로 충분히 대체할 수 있기 때문에, Q성장에 대한 큰 의구심이 없다는 판단이다. 타이트한 가동률 하에 10월 기준으로 이미 반도체용 소재 출하 물량이 꾸준히 증가하고 있는 추세에 주목할 필요가 있다.

2) **전자재료(QD 및 프리커서): 19년 전자재료 부분의 매출액 1,311억원(YoY +22%)을 예상한다.** 2017년 OLED 진영 확대에 따라 삼성의 QD-LCD가 크게 역공을 맞으면서, 동사의 QD 매출액 또한 16년 530억에서 17년 340억원 수준으로 크게 줄어들었다. 그러나, 올해 4월부터 시작된 삼성의 공격적인 가격 정책으로 인해 3분기 QD-LCD 출하물량은 66만대로, OLED TV 출하 물량 56만대를 넘어섰으며, 내년 연간 QD-LCD 출하 전망치는 407만대 수준(올해 250만대)으로 예상되고 있다. 또한 현재 SDC가 내년 중반 L8-1-1 80K를 30K 규모의 QD-OLED 라인으로 전환할 것으로 예상되는 바, 삼성 QD 투자의 대표 소재 업체로서는 한솔케미칼을 염두에 둘 필요가 있다.

2019F EPS 기준 P/E 8.4x 수준으로, 지난 5년간 역사적 저점인 10.1x보다 낮은 수준이다. 전 사업부가 구조적으로 개선되고 있는 현 시점에서 재평가가 절실한 시점으로 판단된다.

결산 (12월)	2016A	2017A	2018F	2019F
매출액	4,604	5,216	5,631	6,155
영업이익	821	792	1,029	1,305
지배순이익	558	543	759	1,004
PER	15.3	15.8	11.1	8.4
PBR	3.0	2.6	2.1	1.7
EV/EBITDA	10.4	9.8	8.1	6.4
ROE	21.3	18.0	21.5	23.3

자료: 유안타증권

자회사 테이팩스의 성장 및 적자 사업부 한솔씨애펜피 매각이 추가 투자 포인트

자회사 테이팩스의 경우, 신규 OCA 부분 벤더 진입을 제외하더라도, 기존 코오롱인더와 일본 도레이가 양분하고 있었던 QD 베리어 필름 시장에 동사가 진입하게 되었다는 점에 집중할 필요가 있다. 지속적으로 실적이 침체되었던 자회사 테이팩스의 베리어 필름 사업부가 본격적으로 이익기여를 하게 됨에 따라, 19년부터는 한솔케미칼이 만드는 QD 레진과의 시너지가 본격화될 것으로 보인다. 테이팩스의 2019년 매출액 1,194억원(YoY +12.2%)를 예상한다. 또한 동사는 올해 1, 2분기 각각 -10, -20억 수준의 영업적자를 기록한 적자 자회사 한솔씨애펜피 매각함에 따라, 올해 3분기 실적부터 연결대상에서 제외되었다. 적자 자회사를 연결에서 제외할 경우, 올해 1, 2분기만해도 OPM이 18.4%, 20.0% 수준으로 2%p가량 상승하는 효과가 발생한다. 결코 무시할 수 없는 수준의 실적 회복이며, 이에 따라, 19년 동사 실적은 본업 성장(과산화수소, 프리커서, QD소자)과 함께 연결 자회사 정상화(테이팩스 실적 성장 추세 전환, 적자 자회사 한솔씨애펜피 연결 제외)로 더 높은 성장세를 이어갈 것으로 보인다.

Valuation: 싸다고 해서, 다 똑같이 싼 것은 아니다

현재 동사는 19F EPS 기준 PE 8.4x 수준으로, 과거 5년간 역사적 저점 하단인 10.1x를 하회하고 있는 상황이다. 물론 현재 반도체 업황에 대한 우려로 인해 반도체 소재/장비 업종의 멀티플이 대부분 바닥인 사실은 맞으나, 동사와 같이 구조적으로 전 사업부가 개선되는 시나리오를 갖춘 업체는 많지 않다는 판단이다. 현재 시장 분위기에서 밸류에이션 하단을 논하는 부분 자체가 큰 의미를 부여할 수는 없지만, 이와 같은 전 사업부의 성장 스토리 하에 현재의 밸류에이션 구간에는 충분히 내년엔 기회를 줄 수 있다는 판단이다. 목표주가는 2019년 Fwd EPS에 과거 3개년 밸류에이션 하단 평균치인 12.2x를 고려하여 110,000원을 제시한다.

[표 1] 한솔케미칼 Valuation History

	2013	2014	2015	2016	2017	2018F	2019F
P/E(High)	16.5	20.9	34.2	18.8	18.2		
P/E(Low)	12.0	13.4	12.6	10.1	14.0		
P/E(Avg)	14.2	16.1	22.8	15.3	15.8	11.1	8.4
EPS	1,797	1,897	3,023	4,942	4,804	6,724	8,892
EPS Growth(%)		5.6%	59.4%	63.5%	-2.8%	40.0%	32.2%
BPS	17,872	19,203	21,827	25,465	28,925	34,856	42,915
BPS Growth(%)		7.4%	13.7%	16.7%	13.6%	20.5%	23.1%
ROE (%)		9.1	16.8	21.3	18.0	21.5	23.3
Target P/E (x)							12.2
2019F EPS							8,889
Target Price							110,000
현재주가(12/14)							74,900
상승여력							46.9%

자료: 유안타증권 리서치센터

[표 2] 한솔케미칼 실적 Table

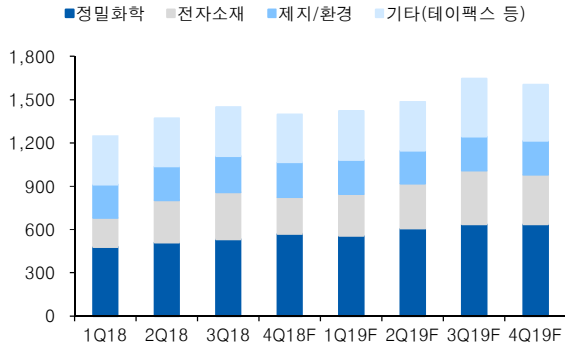
(단위: 억원)

	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18F	1Q19F	2Q19F	3Q19F	4Q19F	2017	2018F	2019F
매출액	1,247	1,372	1,450	1,397	1,421	1,484	1,646	1,604	5,216	5,466	6,155
yoy(%)	0%	18%	7%	8%	14%	8%	13%	15%	13%	5%	13%
정밀화학	480	509	533	569	556	607	636	637	1,755	2,091	2,437
전자소재	199	294	326	254	289	310	371	341	709	1,072	1,311
제지/환경	233	234	249	243	237	229	237	237	969	959	941
기타(테이팩스 등)	335	334	341	331	339	338	401	388	1,782	1,341	1,466
매출비중(%)											
정밀화학	38%	37%	37%	41%	39%	41%	39%	40%	34%	38%	40%
전자소재	16%	21%	22%	18%	20%	21%	23%	21%	14%	20%	21%
제지/환경	19%	17%	17%	17%	17%	15%	14%	15%	19%	18%	15%
기타(테이팩스 등)	27%	24%	24%	24%	24%	23%	24%	24%	34%	25%	24%
매출총이익	355	384	448	383	440	462	591	508	1,423	1,570	2,001
영업이익	230	275	330	224	277	295	418	315	792	1,059	1,305
% YoY	-6.4%	40%	41%	61%	20%	7%	27%	41%	93%	34%	23%
영업이익률 (%)	18.4%	20.0%	22.8%	16.0%	19.5%	19.9%	25.4%	19.6%	15.2%	19.4%	21.2%

주. 2018년부터 실적은 적자사업부 한솔씨앤피 연결 제외 실적

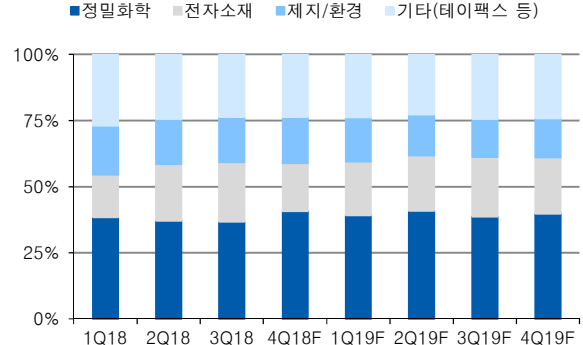
자료: 한솔케미칼, 유안타증권 리서치센터

[그림 1] 한솔케미칼 사업부별 실적 추이 (분기별)



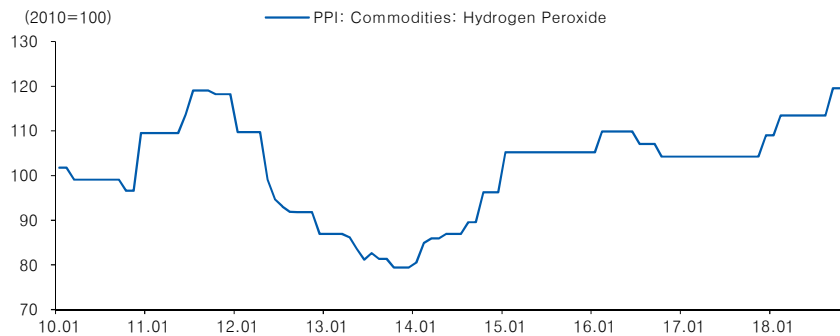
자료: 한솔케미칼, 유안타증권 리서치센터

[그림 2] 한솔케미칼 사업부별 매출 비중 추이



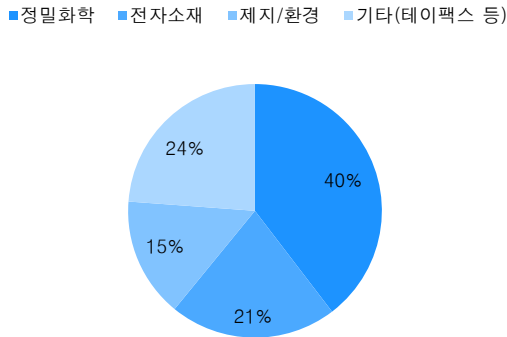
자료: 한솔케미칼, 유안타증권 리서치센터

[그림 3] 과산화수소 가격 PPI trend



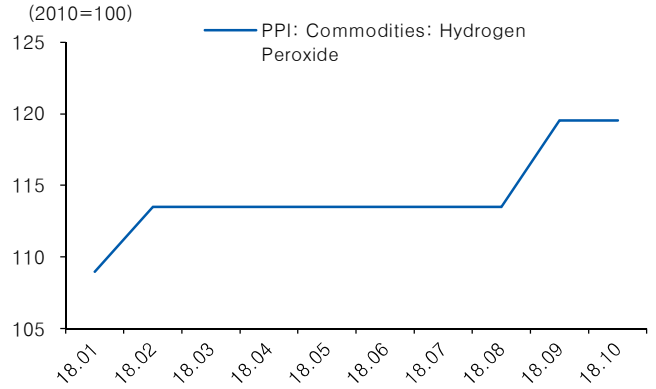
자료: CEIC, 유안타증권 리서치센터

[그림 4] 한솔케미칼 사업부별 매출액 비중 (2019F 추정)



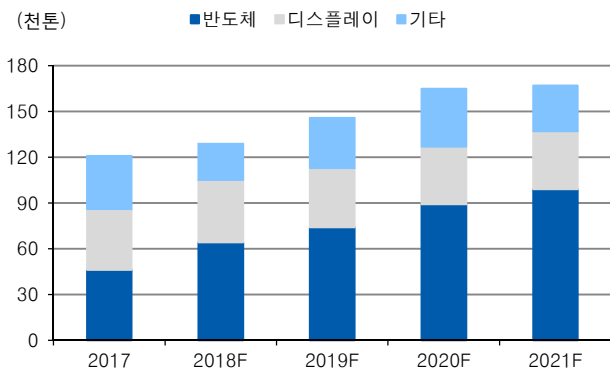
자료: 한솔케미칼, 유안타증권 리서치센터

[그림 5] 과산화수소 가격 PPI trend (2018.01~)



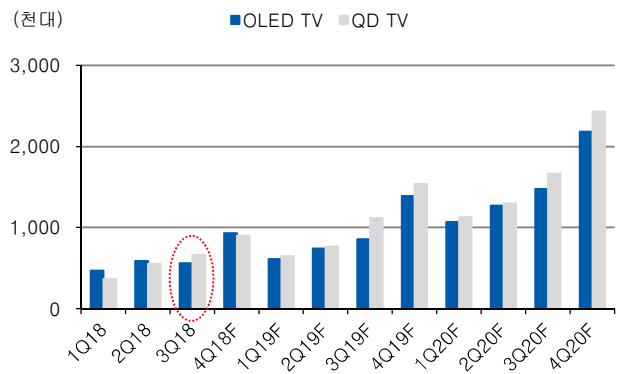
자료: CEIC, 유안타증권 리서치센터

[그림 6] 과산화수소 응용처별 판매량 추정



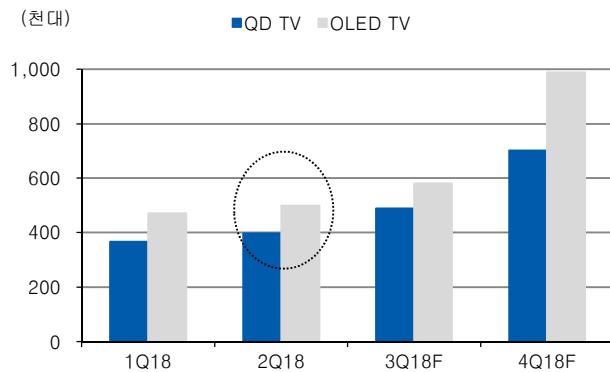
자료: 한솔케미칼, 유안타증권 리서치센터

[그림 7] OLED 및 QD TV 분기별 출하 물량



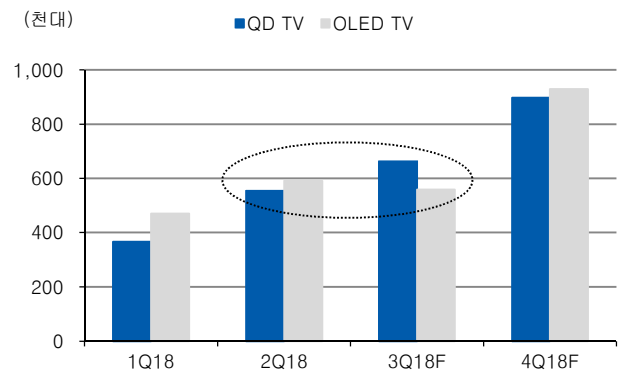
자료: IHS, 유안타증권 리서치센터

[그림 8] 1Q18 예상한 QD TV 출하 예상치



자료: IHS, 유안타증권 리서치센터

[그림 9] 실제 2Q18, 3Q18 QD TV 출하 수치



자료: IHS, 유안타증권 리서치센터

테이팩스, OCA 신규 진입 미반영해도 우상향 흐름은 지속

18F 기준 동사 전체 매출액의 약 18.9%를 차지할 것으로 예상되는 자회사 테이팩스의 경우, 집계된 18년 실적이 19년부터는 성장 추세로 전환될 것으로 보인다. 19년 매출액 1,194억원(YoY +12.2%)를 예상한다. 기존 코오롱인더와 일본 도레이가 양분하고 있었던 QD 베리어 필름 시장에 동사가 진입하게 됨에 따라, 한솔케미칼이 만드는 QD 레진과 테이팩스의 베리어 필름 사업의 시너지가 점점 강화될 것으로 판단된다. 단순히 일반 산업용 테이프와 소비자용 랩을 주력으로 생산해오던 테이팩스가 한솔케미칼의 QD 사업부에 의미있게 기여할 수 있는 중요한 기회로 판단되며, 동사의 QD 부분의 실질적인 이익기여도가 더욱 빠르게 증가할 것으로 기대된다.

나아가, 기존에 3M이 사실상 독점하던 OCA 시장에 동사가 신규 벤더로 진입할 수 있을지 여부 또한 동사의 추가적인 upside가 될 수 있는 요소이다. 그러나, 당사는 일단 다소 불확실성이 있는 신규 벤더 진입 부분은 보수적으로 접근해도 늦지 않다는 판단이며, OCA 진입을 배제하더라도 베리어 필름 사업 시너지 만으로도 테이팩스 자체적인 성장 그림은 충분하다는 판단이다. **OCA 벤더진입은 추가 upside요소이지, 막연한 기대감을 미리 반영할 필요는 없다. OCA 벤더진입을 가정하지 않더라도 현재 시점에서의 upside는 충분하다.**

적자 사업부 한솔씨앤피 매각에 따른 수익성 개선 추세 예상

또한 동사는 올해 모바일용 잉크와 자동차 내장재용 도료를 생산하는 자회사 한솔씨앤피를 매각함에 따라, 올해 3분기 실적부터 연결대상에서 제외되었다. 이에 따라, 기존에 3분기 동사 OPM은 기존 통상적 수준인 15~17%를 훌쩍 넘는 3분기 OPM은 22.8%를 실현하면서, 적자사업부 매각에 따른 수익성 향상 효과를 곧바로 보여주었다. 3분기 계절적 성수기 효과를 고려하더라도, 충분히 의미있는 이익률 개선으로 판단된다. **구체적으로, 한솔씨앤피는 1분기 영업적자 약 -10억원, 2분기 약 -20억원을 실현해왔으며, 한솔씨앤피 연결 제외 시, 상반기 OPM은 약 2%p 가량 상승하는 효과가 발생하게 된다.** 종합적으로, 동사의 한솔씨앤피 매각과 테이팩스의 QD 베리어 필름 벤더 진입이 의미하는 바는, 1) 동사가 QD 소재 업체로서의 체질 개선 및 실적 기여도 상승과 더불어, 2) 불필요한 사업부 정리를 통한 이익률 개선을 넘어, 회사의 향후 성장 방향이 더욱 뚜렷해졌다는 점에 집중할 필요가 있다.

한솔케미칼 (014680) 추정재무제표 (K-IFRS 연결)

손익계산서 (단위: 억원)					
결산 (12월)	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
매출액	4,604	5,216	5,631	6,155	6,873
매출원가	3,216	3,793	4,029	4,154	4,652
매출충이익	1,388	1,423	1,601	2,001	2,221
판매비	566	631	572	697	781
영업이익	821	792	1,029	1,305	1,440
EBITDA	1,091	1,119	1,361	1,617	1,725
영업외손익	-48	-44	11	42	62
외환관련손익	-23	3	-8	6	6
이자손익	-93	-86	-69	-58	-37
관계기업관련손익	44	55	95	106	106
기타	25	-16	-7	-12	-12
법인세비용차감전순이익	774	747	1,042	1,347	1,503
법인세비용	185	166	253	296	331
계속사업순이익	589	581	837	1,050	1,172
중단사업순이익	0	0	-91	-69	-100
당기순이익	589	581	746	981	1,072
지배지분순이익	558	543	759	1,004	1,097
포괄순이익	528	527	753	982	1,072
지배지분포괄이익	497	493	767	1,006	1,100

주: 영업이익 산출 기준은 기존 K-GAAP과 동일. 즉, 매출액에서 매출원가와 판매비만 차감

재무상태표 (단위: 억원)					
결산 (12월)	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
유동자산	1,571	1,827	2,623	3,017	4,004
현금및현금성자산	267	497	669	868	1,670
매출채권 및 기타채권	756	810	913	1,045	1,166
재고자산	468	446	469	533	596
비유동자산	5,426	5,407	5,866	5,990	5,988
유형자산	3,984	3,993	4,512	4,677	4,710
관계기업 등 지분관련자산	308	341	382	382	382
기타투자자산	186	206	157	150	144
자산총계	6,997	7,233	8,489	9,008	9,992
유동부채	2,207	1,900	1,865	1,763	1,809
매입채무 및 기타채무	727	835	856	925	1,035
단기차입금	199	448	426	256	191
유동성장기부채	1,141	532	275	275	275
비유동부채	1,379	1,425	1,967	1,531	1,290
장기차입금	1,162	495	330	247	201
사채	0	711	1,382	1,034	842
부채총계	3,586	3,325	3,832	3,294	3,099
지배지분	2,824	3,207	3,865	4,759	5,745
자본금	565	565	565	565	565
자본잉여금	306	306	307	307	307
이익잉여금	1,946	2,368	3,091	3,984	4,971
비지배지분	588	701	792	955	1,147
자본총계	3,411	3,909	4,657	5,713	6,893
순차입금	2,200	1,662	1,732	927	-180
총차입금	2,502	2,193	2,428	1,822	1,517

현금흐름표 (단위: 억원)					
결산 (12월)	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
영업활동 현금흐름	969	874	594	645	752
당기순이익	589	581	746	981	1,072
감가상각비	234	291	295	279	255
외환손익	26	-9	14	-6	-6
종속, 관계기업 관련손익	-44	-55	-95	-106	-106
자산부채의 증감	11	0	-601	-607	-562
기타현금흐름	153	65	234	102	99
투자활동 현금흐름	-1,468	-329	-720	-431	-277
투자자산	-1,248	-48	3	7	6
유형자산 증가 (CAPEX)	-384	-310	-683	-444	-289
유형자산 감소	0	6	2	0	0
기타현금흐름	163	24	-41	6	6
재무활동 현금흐름	626	-295	149	-692	-389
단기차입금	10	265	11	-171	-64
사채 및 장기차입금	257	-524	237	-432	-238
자본	0	0	0	0	0
현금배당	-101	-121	-121	-121	-121
기타현금흐름	460	86	22	32	34
연결범위변동 등 기타	79	-20	148	676	715
현금의 증감	205	231	172	198	802
기초 현금	62	267	497	669	868
기말 현금	267	497	669	868	1,670
NOPLAT	821	792	1,029	1,305	1,440
FCF	521	633	-173	279	557

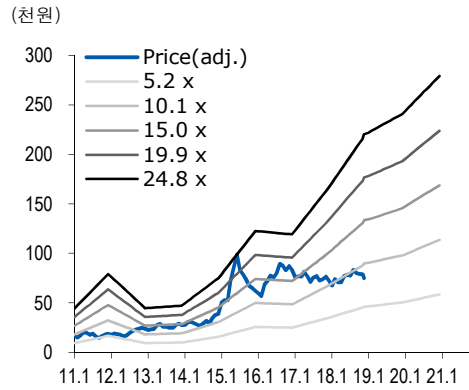
자료: 유안타증권

주: 1. EPS, BPS 및 PER, PBR은 지배주주 기준임
 2. PER 등 valuation 지표의 경우, 확정치는 연평균 증가 기준, 전망치는 현재주 기준임
 3. ROE, ROA의 경우, 자본, 자산 항목은 연초, 연말 평균을 기준으로 함

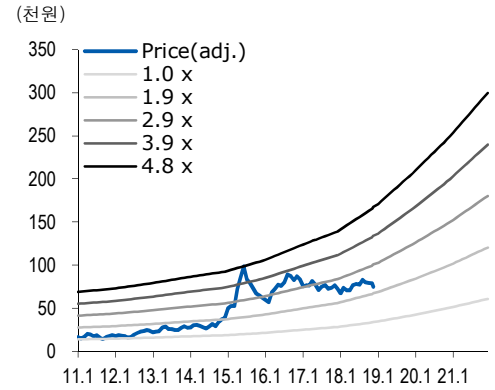
Valuation 지표 (단위: 원, 배, %)					
결산 (12월)	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
EPS	4,942	4,804	6,724	8,892	9,716
BPS	25,465	28,925	34,856	42,915	51,814
EBITDAPS	9,657	9,907	12,045	14,319	15,272
SPS	40,761	46,177	49,849	54,491	60,853
DPS	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000
PER	15.3	15.8	11.1	8.4	7.7
PBR	3.0	2.6	2.1	1.7	1.4
EV/EBITDA	10.4	9.8	8.1	6.4	5.5
PSR	1.9	1.6	1.5	1.4	1.2

재무비율 (단위: 배, %)					
결산 (12월)	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
매출액 증가율 (%)	25.1	13.3	8.0	9.3	11.7
영업이익 증가율 (%)	67.6	-3.6	30.0	26.8	10.4
지배순이익 증가율 (%)	63.5	-2.8	40.0	32.3	9.3
매출총이익률 (%)	30.1	27.3	28.4	32.5	32.3
영업이익률 (%)	17.8	15.2	18.3	21.2	21.0
지배순이익률 (%)	12.1	10.4	13.5	16.3	16.0
EBITDA 마진 (%)	23.7	21.5	24.2	26.3	25.1
ROIC	14.0	12.0	14.1	16.7	18.0
ROA	9.1	7.6	9.7	11.5	11.6
ROE	21.3	18.0	21.5	23.3	20.9
부채비율 (%)	105.1	85.1	82.3	57.7	45.0
순차입금/자기자본 (%)	77.9	51.8	44.8	19.5	-3.1
영업이익/금융비용 (배)	8.4	8.3	13.3	20.0	27.5

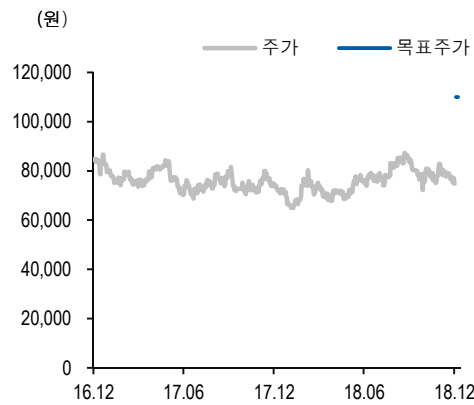
P/E band chart



P/B band chart



한솔케미칼 (014680) 투자등급 및 목표주가 추이



일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
2018-12-17	BUY	110,000	1년		

자료: 유안타증권

주: 과리율 = (실제주가* - 목표주가) / 목표주가 X 100

- * 1) 목표주가 제시 대상시점까지의 "평균주가"
- 2) 목표주가 제시 대상시점까지의 "최고(또는 최저) 주가"

구분	투자의견 비율(%)
Strong Buy(매수)	1.6
Buy(매수)	84.7
Hold(중립)	13.2
Sell(비중 축소)	0.5
합계	100.0

주: 기준일 2018-12-14

※ 해외 계열회사 등이 작성하거나 공표한 리포트는 투자등급 비율 산정시 제외

- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 타인의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인함. (작성자: 최영산)
- 당사는 자료공표일 현재 동 종목 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당 기업과 관련하여 특별한 이해관계가 없습니다.
- 당사는 동 자료를 전문투자자 및 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배우자는 자료공표일 현재 대상법인의 주식관련 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 종목 투자등급 (Guide Line): 투자기간 12개월, 절대수익률 기준 투자등급 4단계(Strong Buy, Buy, Hold, Sell)로 구분한다
- Strong Buy: 30%이상 Buy: 10%이상, Hold: -10~10%, Sell: -10%이하로 구분
- 업종 투자등급 Guide Line: 투자기간 12개월, 시가총액 대비 업종 비중 기준의 투자등급 3단계(Overweight, Neutral, Underweight)로 구분
- 2014년 2월21일부터 당사 투자등급이 기존 3단계 + 2단계에서 4단계로 변경

본 자료는 투자자의 투자를 권유할 목적으로 작성된 것이 아니라, 투자자의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 작성된 참고 자료입니다. 본 자료는 금융투자분석사가 신뢰할만 하다고 판단되는 자료와 정보에 의거하여 만들어진 것이지만, 당사와 금융투자분석사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없습니다. 따라서, 본 자료를 참고한 투자자의 투자의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않습니다. 또한, 본 자료는 당사 투자자에게만 제공되는 자료로 당사의 동의 없이 본 자료를 무단으로 복제 전송 인용 배포하는 행위는 법으로 금지되어 있습니다.