

# 한솔케미칼 (014680)

디스플레이



최영산

02 3770 5728  
yungsan.choi@yuantakorea.com

투자 의견	<b>BUY (M)</b>
목표주가	<b>110,000원 (M)</b>
현재주가 (4/15)	<b>84,500원</b>
상승여력	<b>30%</b>

시가총액	9,544억원
총발행주식수	11,295,195주
60일 평균 거래대금	36억원
60일 평균 거래량	42,676주
52주 고	91,200원
52주 저	68,600원
외인지분율	19.72%
주요주주	조동혁 외 4인 15.03%

주가수익률(%)	1개월	3개월	12개월
절대	(2.8)	6.0	17.7
상대	(5.7)	(0.9)	28.8
절대(달려환산)	(2.4)	4.9	11.1

## 방향성과 밸류에이션의 괴리

### 1Q preview: 컨센 부합, 주가는 바닥권에 근접

한솔케미칼(이하 동사)의 1분기 실적은 매출액 1,468억원(YoY +10%), 영업이익 264억원(YoY +20%)로, 시장 컨센에 부합할 것으로 예상된다. 2019년 매출액은 6,462억원(YoY +11%), 영업이익 1,167억원(YoY +24%)을 기록할 것으로 예상된다.

동사는 1) 한솔씨앤피 매각 불발(2018년 적자폭 -78억원)과, 2) QD소재 효율화 진행에 따른 대당 투입량 감소, 3) 반도체용 과산화수소 ASP flat 등으로 인해 올해 연간 실적 추정치가 하락하면서, 주가 또한 상당부분 조정되었다. 그러나 현재 동사의 2019F P/E는 과거 역사적 하단인 10x에 근접해 있음을 고려할 필요가 있다. (아래 표2, 그림1 참고) 여전히 1) QD-LCD 확장성과 QD-OLED에 대한 SDC의 투자 가시성은 살아있고, 2) 반도체 및 디스플레이용 과산화수소의 Q 증가 추세 지속되고 있으며, 3) 자회사인 한솔씨앤피와 테이팩스의 실적 또한 빠르게 1분기부터 턴어라운드 할 것으로 기대되는 상황에서, 중장기 방향성은 꺾이지 않았다는 판단이다.

### 포트폴리오의 구성은 점점 단단해진다

동사는 중장기 성장동력으로 이차전지 소재를 채택, 1차적으로 이차전지 음극재 바인더를 국내 주력 고객사(SDI, SKI)향으로 내년 하반기부터 본격적으로 공급을 시작할 것으로 예상된다. 이는 고객사들의 음극재 실리콘 첨가가 본격화되는 내년 하반기를 대비하기 위함으로 판단되며, 기존 일본업체가 공급하던 부분을 대체하는 방식으로 이뤄질 것으로 보인다. 이에 따라, **중장기 동사의 포트폴리오는 1) 반도체 - 과산화수소, 프리커서, 2) 디스플레이 - 과산화수소, QD소재, 3) 이차전지 - 음극재 바인더 + α 로 구성되면서, 고객사의 EV용 이차전지 CAPA 확장세나, QD-OLED 투자 모멘텀 등 다양한 산업 확장에 대응할 수 있게 된 점은 긍정적이다.**

### 방향성과 밸류에이션의 괴리, 역사적 하단은 지나치다

결론적으로, 동사는 올해 실적 추정치 하향 조정이 있었으나, 자체적인 사업 포트폴리오는 강화되고 있는 상황이다. 문제는 동사의 평균 P/E는 2015년부터 지속 감소하여, 현재는 역사적 하단인 10x 수준을 형성하고 있다는 점이다. (표2 참조) 과거 16~18년의 멀티플 하향 조정은 QD소재에 대한 디스카운트였다고 판단한다면, 올해부터는 QD소재에 대한 확장성에 더욱 주목하고, 중장기 이차전지 소재 확장성에 대한 가능성에 좀 더 주목해야 한다. **밸류에이션은 점점 낮아지는데, 기업의 포트폴리오와 방향성은 오히려 우상향하고 있다. 1분기 실적도 컨센에 부합할 것으로 예상되기에, 중장기 방향성을 보고 현재 밸류에이션에서 Buy & Hold 전략을 추천한다.**

Quarterly earning Forecasts

	1Q19E	전년동기대비	전분기대비	컨센서스	컨센서스대비
매출액	1,468	10.1	-15.9	1,423	3.1
영업이익	264	20.0	162.1	265	-0.4
세전계속사업이익	254	5.9	196.2	244	4.3
지배순이익	210	11.9	78.8	181	15.9
영업이익률 (%)	18.0	+1.5 %pt	+12.2 %pt	18.6	-0.6 %pt
지배순이익률 (%)	14.3	+0.2 %pt	+7.6 %pt	12.7	+1.6 %pt

자료: 유안타증권

Forecasts and valuations (K-IFRS 연결)

	결산 (12월)	2017A	2018A	2019F	2020F
매출액		5,216	5,819	6,462	7,091
영업이익		792	936	1,167	1,361
지배순이익		543	705	953	1,137
PER		15.8	12.1	10.0	8.4
PBR		2.6	2.2	2.0	1.7
EV/EBITDA		9.8	8.8	7.9	6.7
ROE		18.0	20.1	22.5	22.1

자료: 유안타증권

[표 1] 한솔케미칼 실적 Table

(단위: 억원)

	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19F	2Q19F	3Q19F	4Q19F	2017	2018	2019F
매출액	1,334	1,450	1,539	1,497	1,468	1,515	1,806	1,673	5,216	5,820	6,462
yoy(%)	0%	18%	14%	15%	10%	4%	17%	12%	13%	12%	11%
정밀화학	480	509	533	542	537	587	615	586	1,755	2,064	2,325
전자소재	199	294	326	279	295	301	346	344	709	1,098	1,286
제지/환경	233	234	249	234	237	229	237	234	969	950	938
기타(테이팩스 등)	422	411	430	441	399	398	608	508	1,782	1,705	1,913
매출비중(%)											
정밀화학	36%	35%	35%	36%	37%	39%	34%	35%	34%	35%	36%
전자소재	15%	20%	21%	19%	20%	20%	19%	21%	14%	19%	20%
제지/환경	17%	16%	16%	16%	16%	15%	13%	14%	19%	16%	15%
기타(테이팩스 등)	32%	28%	28%	29%	27%	26%	34%	30%	34%	29%	30%
영업이익	220	255	317	146	264	283	343	278	792	936	1,167
% YoY	-6.4%	40%	35%	5%	20%	11%	8%	91%	-4%	19%	24%
영업이익률 (%)	16.5%	17.6%	20.6%	9.7%	18.0%	18.7%	19.0%	16.6%	15.2%	16.1%	18.1%

자료: 한솔케미칼, 유안타증권 리서치센터

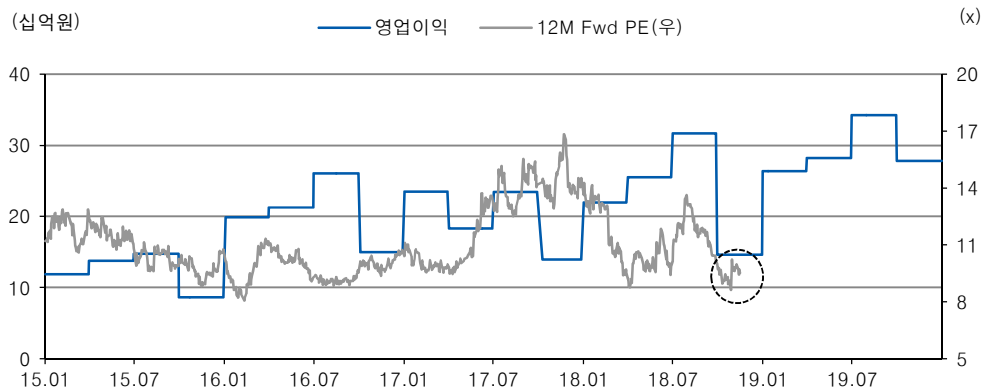
[표 2] 한솔케미칼 Historical P/E 추이

(단위: x)

	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019F
P/E(High)	16.5	20.9	34.2	18.8	18.2	14.1	
P/E(Low)	12.0	13.4	12.6	10.1	14.0	10.2	
P/E(Avg)	14.2	16.1	22.8	15.3	15.8	12.1	10.0

자료: 유안타증권 리서치센터

[그림 1] 한솔케미칼 영업이익 및 12M Fwd P/E 추이



자료: 유안타증권 리서치센터

한솔케미칼 (014680) 추정재무제표 (K-IFRS 연결)

결산 (12월)	2016A	2017A	2018A	2019F	2020F
매출액	4,604	5,216	5,819	6,462	7,091
매출원가	3,216	3,793	4,240	4,534	4,907
매출충이익	1,388	1,423	1,579	1,928	2,184
판매비	566	631	644	760	823
영업이익	821	792	936	1,167	1,361
EBITDA	1,091	1,119	1,270	1,490	1,656
영업외손익	-48	-44	-11	-32	-12
외환관련손익	-23	3	-5	0	0
이자손익	-93	-86	-69	-52	-32
관계기업관련손익	44	55	81	80	80
기타	25	-16	-18	-60	-60
법인세비용차감전순이익	774	747	925	1,135	1,350
법인세비용	185	166	247	250	297
계속사업순이익	589	581	678	886	1,053
중단사업순이익	0	0	0	0	0
당기순이익	589	581	678	886	1,053
지배지분순이익	558	543	705	953	1,137
포괄순이익	528	527	675	850	1,017
지배지분포괄이익	497	493	702	920	1,106

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

결산 (12월)	2016A	2017A	2018A	2019F	2020F
유동자산	1,571	1,827	1,565	1,770	2,503
현금및현금성자산	267	497	143	207	743
매출채권 및 기타채권	756	810	752	889	1,019
재고자산	468	446	549	553	620
비유동자산	5,426	5,407	6,352	6,668	6,868
유형자산	3,984	3,993	4,958	5,437	5,671
관계기업등 지분관련자산	308	341	391	391	391
기타투자자산	186	206	203	73	67
자산총계	6,997	7,233	7,917	8,438	9,371
유동부채	2,207	1,900	1,650	1,517	1,522
매입채무 및 기타채무	727	835	919	973	1,049
단기차입금	199	448	470	282	211
유동성장기부채	1,141	532	75	75	75
비유동부채	1,379	1,425	1,794	1,388	1,160
장기차입금	1,162	495	369	276	225
사채	0	711	1,255	939	764
부채총계	3,586	3,325	3,445	2,905	2,682
지배지분	2,824	3,207	3,798	4,660	5,628
자본금	565	565	565	565	565
자본잉여금	306	306	306	306	306
이익잉여금	1,946	2,368	3,027	3,847	4,851
비지배지분	588	701	675	873	1,061
자본총계	3,411	3,909	4,472	5,533	6,689
순차입금	2,200	1,662	1,958	1,299	464
총차입금	2,502	2,193	2,176	1,581	1,282

결산 (12월)	2016A	2017A	2018A	2019F	2020F
영업활동 현금흐름	969	874	1,006	1,131	1,268
당기순이익	589	581	678	886	1,053
감가상각비	234	291	298	290	265
외환손익	26	-9	15	0	0
종속, 관계기업 관련손익	-44	-55	-81	-80	-80
자산부채의 증감	11	0	-166	-104	-110
기타현금흐름	153	65	263	140	140
투자활동 현금흐름	-1,468	-329	-1,215	-763	-496
투자자산	-1,248	-48	9	7	6
유형자산 증가 (CAPEX)	-384	-310	-1,182	-768	-500
유형자산 감소	0	6	1	0	0
기타현금흐름	163	24	-43	-2	-2
재무활동 현금흐름	626	-295	-146	-730	-429
단기차입금	10	265	11	-188	-71
사채 및 장기차입금	257	-524	-45	-409	-225
자본	0	0	0	0	0
현금배당	-101	-121	-111	-133	-133
기타현금흐름	460	86	0	0	0
연결범위변동 등 기타	79	-20	0	426	193
현금의 증감	205	231	-354	64	536
기초 현금	62	267	497	143	207
기말 현금	267	497	143	207	743
NOPLAT	821	792	936	1,167	1,361
FCF	521	633	-329	360	747

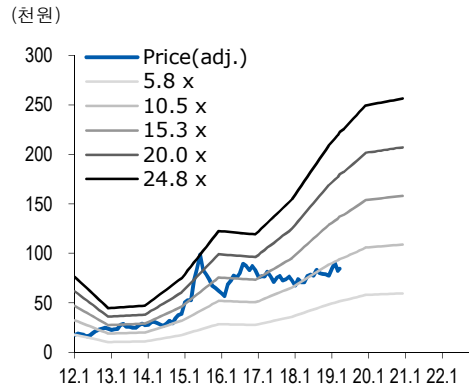
자료: 유안타증권

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

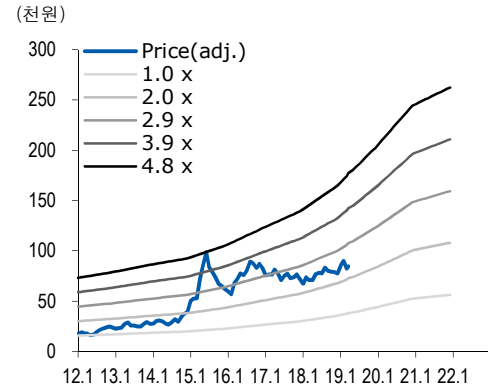
결산 (12월)	2016A	2017A	2018A	2019F	2020F
EPS	4,942	4,804	6,238	8,438	10,069
BPS	25,465	28,925	34,251	42,028	50,760
EBITDAPS	9,657	9,907	11,243	13,191	14,658
SPS	40,761	46,177	51,522	57,208	62,779
DPS	1,000	1,000	1,200	1,200	1,200
PER	15.3	15.8	12.1	10.0	8.4
PBR	3.0	2.6	2.2	2.0	1.7
EV/EBITDA	10.4	9.8	8.8	7.9	6.7
PSR	1.9	1.6	1.5	1.5	1.3

결산 (12월)	2016A	2017A	2018A	2019F	2020F
매출액 증가율 (%)	25.1	13.3	11.6	11.0	9.7
영업이익 증가율 (%)	67.6	-3.6	18.2	24.7	16.6
지배순이익 증가율 (%)	63.5	-2.8	29.9	35.3	19.3
매출총이익률 (%)	30.1	27.3	27.1	29.8	30.8
영업이익률 (%)	17.8	15.2	16.1	18.1	19.2
지배순이익률 (%)	12.1	10.4	12.1	14.7	16.0
EBITDA 마진 (%)	23.7	21.5	21.8	23.1	23.3
ROIC	14.0	12.0	12.4	14.8	16.1
ROA	9.1	7.6	9.3	11.7	12.8
ROE	21.3	18.0	20.1	22.5	22.1
부채비율 (%)	105.1	85.1	77.0	52.5	40.1
순차입금/자기자본 (%)	77.9	51.8	51.5	27.9	8.2
영업이익/금융비용 (배)	8.4	8.3	11.8	19.1	28.5

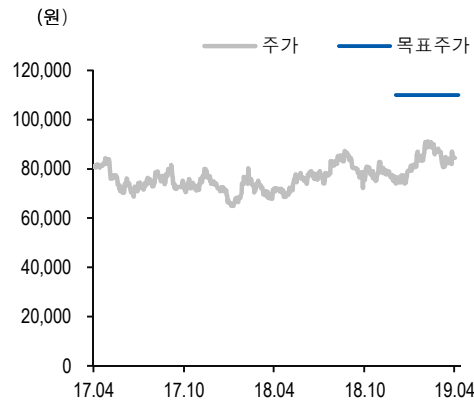
P/E band chart



P/B band chart



한솔케미칼 (014680) 투자등급 및 목표주가 추이



일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
2019-04-17	BUY	110,000	1년		
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)	0.5
Buy(매수)	86.6
Hold(중립)	12.9
Sell(비중 축소)	0.0
합계	100.0

주: 기준일 2019-04-14

※ 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.