

한솔케미칼(014680)

하나씩, 촘촘히, 새롭게

본업에 해당되는 과산화수소를 둘러싼 환경 변화가 우호적

반도체 정밀화학소재(과산화수소, 전구체 등) 공급사 한솔케미칼의 3Q19 매출은 연결기준 1,543억원, 별도기준 1,038억원을 기록하며 전분기 대비 늘어났다. 핵심적 본업에 해당되는 과산화수소의 P, Q가 둘 다 늘어나 긍정적이다. 아울러 국내 과산화수소 공급량 중에서 20%가 비메모리향인 점도 긍정적이다. 올해를 돌아보면 과산화수소 사업은 주가에 걸림돌이 되기도 했다. 2분기에는 전방산업(NAND)에서의 감산이 우려 요인이었고, 3분기에는 과산화수소가 일본 소재 업체와의 경합품목이 아니라는 점이 주가의 발목을 잡았다. 이제 과산화수소 전방산업의 가동률 정상화와 NAND 시설 투자 확대가 긍정적이다. 2020년 시안 2기 NAND 증설 규모에 대한 기대치가 20K ▶ 40K ▶ 60K로 점점 증가하는 것도 긍정적이다.

신규템 확장은 2016년의 SK머티리얼즈와 유사. 리레이팅 기대

2020년 증익의 근거는 본업 측면에서 전방산업(NAND)의 가동률 회복과 증설이다. 추가적으로 기대되는 것은 한솔케미칼이 액체류(정밀화학, fine chemical) 위주의 소재 영역에서 벗어나 공정소재(process materials 또는 advanced chemical) 영역으로 진입하고 있다는 점이다. (1) 반도체 공정소재 중에서 프리커서 품목수의 증가, (2) 과산화수소와 프리커서 외에 추가적인 공정소재 사업 진출 준비, (3) 2차전지 바인더의 매출 시현 등 신규 먹거리가 준비하다. 이러한 변화는 2016년 OCI 머티리얼즈가 SK그룹으로 인수되어 SK머티리얼즈로 거듭나던 모습을 떠올리게 만든다. 글로벌 공정소재 공급사(미국의 Air Products & Chemicals, 독일의 Merck KGaA에 합병된 Versum Materials)의 P/E 밸류에이션이 20배 내외로 높은 이유 중 하나는 공정소재 종류가 다양하기 때문인데, SK머티리얼즈가 SK그룹으로 인수된 이후 취급품목을 30개 이상으로 늘리면서 P/E 10배 이상 수준이 정당화되었고, 실적 성장 시그널이 강할 때에는 14배로 거래되기도 한다. 한솔케미칼도 이제 막 그러한 길을 걷기 시작했다. 2020년 컨센서스 P/E를 참고하면 최근 주가 상승 이후에도 P/E re-rating이 여전히 기대된다.

Update

Not Rated

| CP(11월 26일): 96,400원

Key Data

KOSPI 지수 (pt)	2,121.35	
52주 최고/최저(원)	98,200/74,100	
시가총액(십억원)	1,088.9	
시가총액비중(%)	0.09	
발행주식수(천주)	11,295.2	
60일 평균 거래량(천주)	36.9	
60일 평균 거래대금(십억원)	3.3	
19년 배당금(예상, 원)	1,200	
19년 배당수익률(예상, %)	0.00	
외국인지분율(%)	23.78	
주요주주 지분율(%)	조동역 외 4인 15.03	
국민연금공단	14.22	
주가상승률	1M	6M 12M
절대	1.4	14.8 21.3
상대	(0.2)	10.6 19.1

Consensus Data

	2019	2020
매출액(십억원)	602.0	674.5
영업이익(십억원)	114.4	136.0
순이익(십억원)	89.1	105.4
EPS(원)	7,813	9,443
BPS(원)	40,923	49,151

Stock Price



Financial Data

투자지표	단위	2014	2015	2016	2017	2018
매출액	십억원	336.1	368.0	460.4	521.6	581.9
영업이익	십억원	28.2	49.0	82.1	79.2	93.6
세전이익	십억원	24.9	42.6	77.4	74.7	92.5
순이익	십억원	21.4	34.1	55.8	54.3	70.5
EPS	원	1,897	3,023	4,942	4,804	6,238
증감률	%	5.6	59.4	63.5	(2.8)	29.9
PER	배	20.54	20.54	16.86	15.09	12.42
PBR	배	2.05	2.87	3.31	2.54	2.29
EV/EBITDA	배	12.77	12.50	11.18	9.43	8.97
ROE	%	10.42	15.01	21.29	17.99	20.12
BPS	원	19,033	21,608	25,179	28,576	33,804
DPS	원	600	800	1,000	1,000	1,200



Analyst 김경민, CFA
02-3771-3398
dairekm.kim@hanafn.com

RA 이진우
02-3771-7775
jinwlee@hanafn.com

표 1. 한솔케미칼의 실적

(단위: 십억원, %)

실적	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19	3Q19	2016	2017	2018	3Q19 누적
매출액	133.7	123.0	135.2	129.7	133.4	145.0	129.1	174.5	143.3	146.9	154.3	460.4	521.6	582.0	444.4
매출원가	94.5	90.0	96.0	98.8	96.2	105.2	87.4	135.4	100.6	101.6	105.4	321.6	379.3	424.0	307.6
매출총이익	39.2	33.0	39.2	30.9	37.2	39.8	41.7	39.2	42.6	45.3	48.9	138.8	142.3	157.9	136.8
판매비와관리비	15.8	14.7	15.8	16.9	15.2	14.3	5.7	29.1	14.4	14.2	14.1	56.6	63.1	64.4	42.6
영업이익	23.5	18.3	23.5	13.9	22.0	25.5	36.0	10.1	28.2	31.1	34.8	82.2	79.2	93.6	94.2
금융수익	1.2	2.0	7.4	(3.4)	3.5	(0.1)	0.5	1.1	2.3	0.9	2.3	3.3	7.2	5.0	5.6
금융비용	4.5	3.3	3.2	4.8	3.6	2.4	4.1	2.4	2.9	2.6	3.3	15.5	15.9	12.5	8.8
세전계속사업이익	21.3	19.1	24.5	9.9	24.0	25.6	34.3	8.6	30.6	32.4	36.0	77.4	74.7	92.5	99.0
법인세비용	4.9	4.5	4.3	2.9	4.9	10.0	5.0	4.9	7.0	6.5	8.3	18.5	16.6	24.7	21.8
당기순이익	16.3	14.5	20.2	7.0	19.1	15.6	22.9	10.1	23.6	25.9	27.7	58.9	58.1	67.8	77.1
당기순이익(지배)	15.5	13.1	18.6	7.0	18.7	17.0	23.0	11.7	22.6	24.1	26.2	55.8	54.3	70.5	72.9

마진	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19	3Q19	2016	2017	2018	3Q19 누적
GPM%	29.3%	26.8%	29.0%	23.8%	27.9%	27.5%	32.3%	22.4%	29.8%	30.8%	31.7%	30.1%	27.3%	27.1%	30.8%
OPM%	17.6%	14.9%	17.3%	10.7%	16.5%	17.6%	27.9%	5.8%	19.7%	21.2%	22.6%	17.8%	15.2%	16.1%	21.2%
NPM%	12.2%	11.8%	14.9%	5.4%	14.3%	10.8%	17.8%	5.8%	16.5%	17.6%	17.9%	12.8%	11.1%	11.6%	17.4%

비용	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19	3Q19	2016	2017	2018	3Q19 누적
매출원가율	70.6%	73.2%	71.0%	76.2%	72.1%	72.5%	67.7%	77.6%	70.2%	69.2%	68.3%	69.9%	72.7%	72.9%	69.2%
판매비율	11.8%	12.0%	11.6%	13.1%	11.4%	9.9%	4.4%	16.7%	10.1%	9.6%	9.1%	12.3%	12.1%	11.1%	9.6%
법인세율	23.2%	23.8%	17.6%	28.9%	20.4%	39.0%	14.6%	56.6%	22.9%	20.2%	23.1%	23.9%	22.3%	26.7%	22.1%

자료: WISEfn, 하나금융투자

표 2-1. 한솔케미칼 품목별 별도매출

(단위: 십억원)

매출유형	품목	구체적 용도	주요상표	1Q19	2Q19	3Q19
제품	정밀화학제품	제지, 반도체용 등	Superox 등	41.7	41.3	43.3
	제지/환경제품	제지용 등	Hitex 등	20.1	22.3	23.1
	전자소재제품	전극보호용 등	QR-1000 등	31.0	29.0	31.6
	기타제품	목재접착용 등		1.2	1.4	1.1
	제품합계			94.1	94.0	99.0
상품	상품합계	가성소다 등		4.4	4.3	4.4
기타	기타합계	용역 등		0.3	0.3	0.3
매출(한솔케미칼, 별도)				98.8	98.6	103.8

자료: 한솔케미칼, 하나금융투자

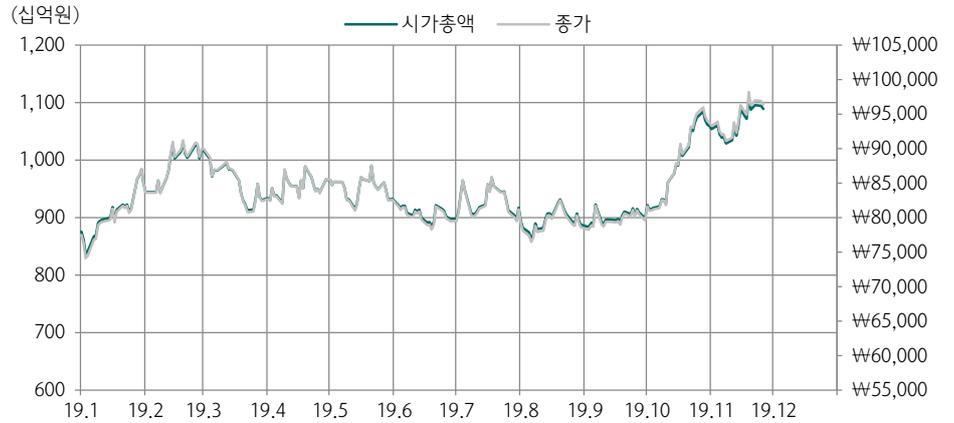
표 2-2. 자회사 테이팩스 품목별 매출

(단위: 십억원)

매출유형	품목	구체적 용도	주요상표	1Q19	2Q19	3Q19
제품	전자소재	2차전지, OCA 등	TAPEX	10.5	10.8	13.1
	포장소재	OPP Tape, Wrap 등	TAPEX	12.1	10.9	10.9
상품	상품합계	소비재 등	이지데이 등	4.5	4.8	5.9
매출(테이팩스)				27.1	26.6	29.8

자료: 한솔케미칼, 하나금융투자

그림 1. 한솔케미칼의 시가총액 추이와 주요 이벤트(2019년)



1월	반도체 대형주의 주가 반등 힘입어 중소형주(장비, 소재) 주가 동시 반등
2월	반도체 업황의 다운턴 지속. 한솔케미칼 실적은 상대적으로 안정적이라는 점 부각
3월	비메모리 수혜주 부각되는 동안 메모리 exposure 높은 한솔케미칼, 상대적 소외
4월	1분기 실적, 컨센서스 부합. 양호한 수준 달성
5월	미국 상무부의 화웨이 제재조치 시작. 반도체업종에서 수요 둔화 우려 확산
6월	6월 중순 도시바 정전. 전방산업(메모리)에서 전면적인 감산 우려 지속
7월	7월 첫째 주, 산케이신문, 일본 수출 규제 관련 기사 보도
8월	반도체 고객의 감산으로 2분기 실적(매출)은 전분기 수준 기록
9월	여타 소재주 대비 상대적 소외. 과산화수소가 일본과의 경합 품목이 아니기 때문
10월	삼성전자 NAND 가동을 회복 기대감이 주가 견인
11월	2020년 신규 아이템 추가 기대감이 주가 견인

자료: WISEfn, 하나금융투자

표 3. 반도체 공정소재 공급사와 비교

(단위: 십억원, \$, ₩, %, 배)

기업	시총	주가	주가수익률(%)				P/E(배)		P/B(배)		ROE(%)	
			1주	1개월	3개월	6개월	2019AS	2020AS	2019AS	2020AS	2019AS	2020AS
Air Products and Chemicals, Inc.	61,581.5	235	-2.7%	10.1%	6.4%	14.8%	28.5	24.8	4.4	4.1	16.1	18.5
SK머티리얼즈	1,813.1	175,300	0.9%	-3.8%	-6.7%	16.1%	13.1	11.3	3.4	2.7	32.8	29.9
한솔케미칼	1,095.6	96,900	2.1%	1.9%	20.8%	15.4%	12.4	10.3	2.4	2.0	21.2	21.4
솔브레인	1,202.2	69,500	-2.8%	-12.5%	-3.5%	46.8%	8.5	8.0	1.4	1.2	18.0	16.3
후성	681.6	7,710	2.9%	-11.0%	-19.5%	7.5%	39.2	16.3	NA	NA	NA	NA
동진세미켐	771.2	14,850	-3.9%	-21.0%	3.9%	33.2%	NA	NA	NA	NA	NA	NA
이엔에프테크놀로지	332.2	23,650	-3.5%	-10.4%	14.5%	12.6%	6.5	5.6	1.2	1.0	21.1	20.0
디엔에프	90.0	8,280	-7.4%	-16.1%	-1.9%	18.6%	NA	NA	NA	NA	NA	NA

주: 주가는 2019.11.25 기준. 시가총액은 2019.11.24 기준. 밸류에이션은 컨센서스 기준. 컨센서스 없는 경우 NA로 표시

자료: WISEfn, FactSet, 하나금융투자

그림 2. 한솔케미칼의 P/E 밸류에이션(FY1)



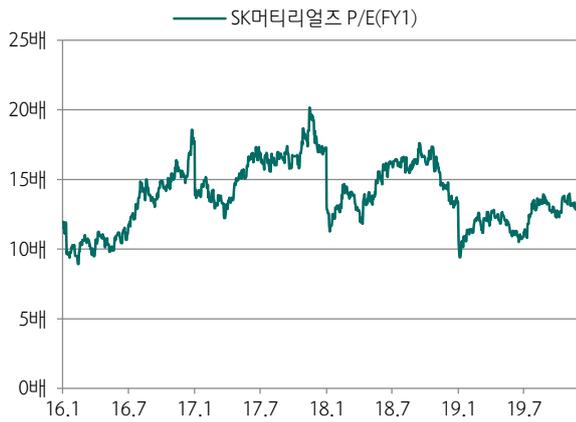
자료: WISEfn, 하나금융투자

그림 3. 한솔케미칼의 P/E 밸류에이션(FY2)



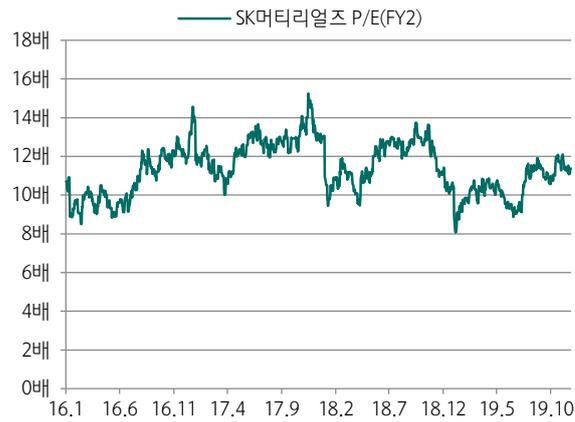
자료: WISEfn, 하나금융투자

그림 4. SK머티리얼즈가 SK그룹에 편입된 이후의 P/E(FY1)



자료: WISEfn, 하나금융투자

그림 5. SK머티리얼즈가 SK그룹에 편입된 이후의 P/E(FY2)



자료: WISEfn, 하나금융투자

추정 재무제표

손익계산서	(단위: 십억원)				
	2014	2015	2016	2017	2018
매출액	336.1	368.0	460.4	521.6	581.9
매출원가	268.7	276.1	321.6	379.3	424.0
매출총이익	67.4	91.9	138.8	142.3	157.9
판매비	39.2	42.9	56.6	63.1	64.4
영업이익	28.2	49.0	82.1	79.2	93.6
금융손익	(7.0)	(10.2)	(12.2)	(8.7)	(7.5)
중속/관계기업손익	4.5	4.7	4.4	5.5	8.1
기타영업외손익	(0.7)	(0.8)	3.0	(1.2)	(1.7)
세전이익	24.9	42.6	77.4	74.7	92.5
법인세	3.5	8.3	18.5	16.6	24.7
계속사업이익	21.4	34.3	58.9	58.1	67.8
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	21.4	34.3	58.9	58.1	67.8
비배주주지분 손이익	0.0	0.1	3.1	3.8	(2.7)
지배주주순이익	21.4	34.1	55.8	54.3	70.5
지배주주지분포괄이익	20.4	35.7	49.7	49.3	70.2
NOPAT	24.3	39.4	62.5	61.5	68.6
EBITDA	47.6	71.4	109.1	111.9	127.0
성장성(%)					
매출액증가율	6.0	9.5	25.1	13.3	11.6
NOPAT증가율	9.5	62.1	58.6	(1.6)	11.5
EBITDA증가율	16.1	50.0	52.8	2.6	13.5
영업이익증가율	1.8	73.8	67.6	(3.5)	18.2
(지배주주)순이익증가율	5.4	59.3	63.6	(2.7)	29.8
EPS증가율	5.6	59.4	63.5	(2.8)	29.9
수익성(%)					
매출총이익률	20.1	25.0	30.1	27.3	27.1
EBITDA이익률	14.2	19.4	23.7	21.5	21.8
영업이익률	8.4	13.3	17.8	15.2	16.1
계속사업이익률	6.4	9.3	12.8	11.1	11.7
투자지표					
	2014	2015	2016	2017	2018
주당지표(원)					
EPS	1,897	3,023	4,942	4,804	6,238
BPS	19,033	21,608	25,179	28,576	33,804
CFPS	4,383	6,581	10,070	10,261	12,040
EBITDAPS	4,214	6,317	9,657	9,907	11,243
SPS	29,757	32,583	40,761	46,177	51,522
DPS	600	800	1,000	1,000	1,200
주가지표(배)					
PER	20.5	20.5	16.9	15.1	12.4
PBR	2.0	2.9	3.3	2.5	2.3
PCFR	8.9	9.4	8.3	7.1	6.4
EV/EBITDA	12.8	12.5	11.2	9.4	9.0
PSR	1.3	1.9	2.0	1.6	1.5
재무비율(%)					
ROE	10.4	15.0	21.3	18.0	20.1
ROA	4.7	6.9	9.1	7.6	9.3
ROIC	7.5	10.7	13.5	11.6	12.1
부채비율	122.5	111.1	105.1	85.1	77.0
순부채비율	78.5	75.3	64.5	42.5	43.8
이자보상배율(배)	3.9	6.6	8.4	8.3	11.8

자료: 하나금융투자

대차대조표	(단위: 십억원)				
	2014	2015	2016	2017	2018
유동자산	109.3	110.7	157.1	182.7	156.5
금융자산	12.6	12.3	30.2	53.1	21.8
현금성자산	10.6	8.5	26.7	49.7	14.3
매출채권 등	61.8	62.2	75.6	81.0	75.2
재고자산	31.1	29.1	46.8	44.6	54.9
기타유동자산	3.8	7.1	4.5	4.0	4.6
비유동자산	365.1	410.4	542.6	540.7	635.2
투자자산	43.7	50.4	49.4	54.6	59.4
금융자산	12.9	21.5	18.6	20.6	8.0
유형자산	290.1	330.8	398.4	399.3	495.8
무형자산	18.9	17.8	77.9	74.8	70.6
기타비유동자산	12.4	11.4	16.9	12.0	9.4
자산총계	474.4	521.0	699.7	723.3	791.7
유동부채	99.4	113.3	220.7	190.0	165.0
금융부채	25.6	46.4	134.0	98.0	54.5
매입채무 등	70.4	60.0	72.7	83.5	91.9
기타유동부채	3.4	6.9	14.0	8.5	18.6
비유동부채	161.7	161.0	137.9	142.5	179.4
금융부채	154.3	151.8	116.2	121.3	163.1
기타비유동부채	7.4	9.2	21.7	21.2	16.3
부채총계	261.1	274.3	358.6	332.5	344.5
지배주주지분	212.9	242.1	282.3	320.8	379.7
자본금	56.5	56.5	56.5	56.5	56.5
자본잉여금	30.6	30.6	30.6	30.6	30.6
자본조정	(1.9)	(1.9)	(1.9)	(1.8)	(1.6)
기타포괄이익누계액	5.9	8.5	2.6	(1.3)	(8.4)
이익잉여금	121.9	148.3	194.6	236.8	302.7
비지배주주지분	0.3	4.7	58.8	70.1	67.5
자본총계	213.2	246.8	341.1	390.9	447.2
순금융부채	167.4	185.9	220.0	166.2	195.8
현금흐름표	(단위: 십억원)				
	2014	2015	2016	2017	2018
영업활동 현금흐름	32.4	47.3	96.9	87.4	100.6
당기순이익	21.4	34.3	58.9	58.1	67.8
조정	20.0	29.7	36.9	29.3	49.4
감가상각비	19.4	22.4	26.9	32.8	33.4
외환거래손익	1.3	3.9	4.9	4.5	2.3
지분법손익	(4.5)	(4.7)	(4.4)	(5.5)	(8.1)
기타	3.8	8.1	9.5	(2.5)	21.8
영업활동 자산부채 변동	(9.0)	(16.7)	1.1	0.0	(16.6)
투자활동 현금흐름	(45.7)	(61.6)	(146.8)	(32.9)	(121.5)
투자자산감소(증가)	5.5	(6.7)	1.0	(5.3)	(4.8)
유형자산감소(증가)	(43.4)	(58.5)	(38.4)	(30.4)	(118.2)
기타	(7.8)	3.6	(109.4)	2.8	1.5
재무활동 현금흐름	16.0	9.8	62.6	(29.5)	(14.6)
금융부채증가(감소)	23.5	18.2	52.0	(30.9)	(1.7)
자본증가(감소)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타재무활동	(2.0)	(1.7)	20.7	13.5	(1.8)
배당지급	(5.5)	(6.7)	(10.1)	(12.1)	(11.1)
현금의 증감	2.8	(4.4)	20.5	23.1	(35.4)
Unlevered CFO	49.5	74.3	113.7	115.9	136.0
Free Cash Flow	(11.5)	(11.3)	58.5	56.4	(17.7)

투자 의견 변동 내역 및 목표주가 괴리율

한솔케미칼



날짜	투자의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저

투자등급 관련사항 및 투자의견 비율공시

- 투자의견의 유효기간은 추천일 이후 12개월을 기준으로 적용
- 기업의 분류
 BUY(매수)_목표주가가 현주가 대비 15% 이상 상승 여력
 Neutral(중립)_목표주가가 현주가 대비 -15%~15% 등락
 Reduce(매도)_목표주가가 현주가 대비 -15% 이상 하락 가능

- 산업의 분류
 Overweight(비중확대)_업종지수가 현재지수 대비 15% 이상 상승 여력
 Neutral(중립)_업종지수가 현재지수 대비 -15%~15% 등락
 Underweight(비중축소)_업종지수가 현재지수 대비 -15% 이상 하락 가능

투자등급	BUY(매수)	Neutral(중립)	Reduce(매도)	합계
금융투자상품의 비율	89.9%	10.1%	0.0%	100.0%

* 기준일: 2019년 11월 27일

Compliance Notice

- 본 자료를 작성한 애널리스트(김경민)는 자료의 작성과 관련하여 외부의 압력이나 부당한 간섭을 받지 않았으며, 본인의 의견을 정확하게 반영하여 신의성실 하게 작성하였습니다
- 본 자료는 기관투자자 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다
- 당사는 2019년 11월 27일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유 하고 있지 않습니다
- 본 자료를 작성한 애널리스트(김경민)는 2019년 11월 27일 현재 해당 회사의 유가증권을 보유하고 있지 않습니다

본 조사항목은 고객의 투자에 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 어떠한 경우에도 무단 복제 및 배포 될 수 없습니다. 또한 본 자료에 수록된 내용은 당사가 신뢰할 만한 자료 및 정보로 얻어진 것이나, 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.