



BUY(Maintain)

목표주가: 140,000원(상향)

주가(2/10): 110,000원

시가총액: 12,425억원

반도체/디스플레이

Analyst 박유악

02) 3787-5063 yuak.pak@kiwoom.com

RA 김소원

02) 3787-4736 sowonkim@kiwoom.com

Stock Data

KOSPI (2/10)		2,201.07pt
52 주 주가동향	최고가	최저가
	118,500원	76,500원
최고/최저가 대비 등락률	-7.2%	43.8%
수익률	절대	상대
	1M	3.3%
	6M	41.2%
	1Y	45.1%

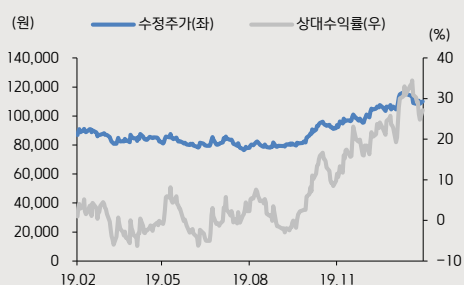
Company Data

발행주식수	11,295천주
일평균 거래량(3M)	53천주
외국인 지분율	27.2%
배당수익률(19E)	1.3%
BPS(19E)	40,418원
주요 주주	조동혁 외 4인 15.0%

투자지표

(십억원, IFRS 연결)	2017	2018	2019F	2020F
매출액	521.6	581.9	587.7	607.5
영업이익	79.2	93.6	112.9	120.3
EBITDA	111.9	127.0	151.7	160.5
세전이익	74.7	92.5	119.6	123.9
순이익	58.1	67.8	93.4	95.4
지배주주지분순이익	54.3	70.5	93.3	95.3
EPS(원)	4,804	6,238	8,263	8,435
증감률(% YoY)	-2.8	29.9	32.5	2.1
PER(배)	15.1	12.4	11.3	11.1
PBR(배)	2.55	2.30	2.31	1.96
EV/EBITDA(배)	9.4	9.0	8.5	7.9
영업이익률(%)	15.2	16.1	19.2	19.8
ROE(%)	18.0	20.1	22.3	19.2
순차입금비율(%)	42.6	44.0	31.5	22.9

Price Trend



실적 리뷰

한솔케미칼 (014680)

다변화된 사업 포트폴리오의 강점 부각



4Q19 실적 기대치 하회. 매각 예정인 한솔씨애플의 부진과 일회성 비용 반영 때문. 1Q20 영업이익 290억원 전망. 반도체 재고 조정과 LCD 공장 셋 다운 등으로 인해 실적 둔화를 겪고 있는 대부분의 소재 업체들과 달리, 한솔케미칼은 '범용 과산화수소, QD 소재, OCA' 등 다변화된 사업 포트폴리오를 통한 안정적인 실적 이어나갈 전망. 고객사의 QD-OLED TV의 모멘텀이 주가의 추가 상승을 이끌 것으로 판단함.

>>> 4Q19 영업이익 187억원 기록

4Q19 실적이 매출액 1,432억원(-4%YoY), 영업이익 187억원(+30%YoY)을 기록하며, 당사 예상치를 소폭 하회했다. 과산화수소 부문의 저조한 실적 증가율을 제외하면, 실적 둔화의 이유가 매각 예정인 한솔씨애플과 성과급 등의 일회성 비용 증가 때문인 것으로 파악된다. 주요 사업 부문 중 과산화수소는 '국내 디스플레이 업체들의 LCD 공장 셋 다운 영향'이 반영됐음에도, 범용 제품으로의 사용량이 증가하며 전 분기 대비 소폭의 실적 성장을 기록했다. QD 부문과 테이팩스의 실적은 연말 비수기에 접어들며 전 분기 대비 감소했지만, 단순 계절성을 제외한 특이 사항은 없었던 것으로 보인다. 따라서 지난 4Q19 실적 실망감에 따른 주가 조정 가능성은 크지 않을 것으로 판단한다.

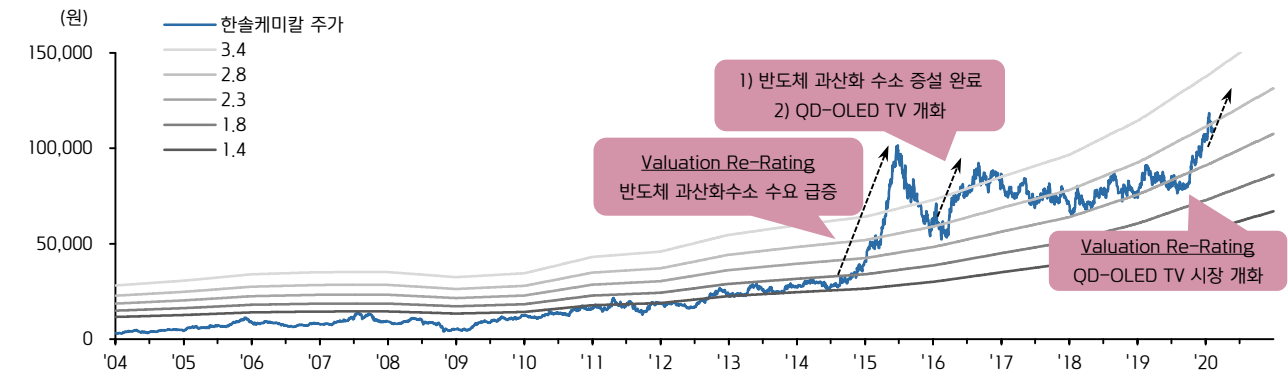
>>> 1Q20 영업이익 290억원 전망

1Q20 실적은 매출액 1,422억원(-1%YoY), 영업이익 290억원(+3%YoY)을 기록할 전망이다. 주요 부문 중 과산화수소는 삼성전자와 SK하이닉스의 신규 공장 가동 영향이 반영되며 견조한 실적 성장세를 이어갈 것으로 예상되고, QD 부문은 수요의 계절적 비수기를 지나 큰 폭의 실적 성장이 나타날 것으로 전망된다. 특히 QD의 경우 올 한해 고객사의 QLED TV 판매량 급증(2019년 500만대 → 2020년 700만대)이 예상되는 만큼, 동사 실적의 성장 드라이버로서 작용할 것이다. 연결법인 중 테이팩스의 경우, 중국의 샤오미와 화웨이 외에 삼성전자 등으로의 신규 공급이 시작될 것으로 예상되어 긍정적이다.

>>> 투자의견 'BUY' 유지, 목표주가는 140,000원으로 상향

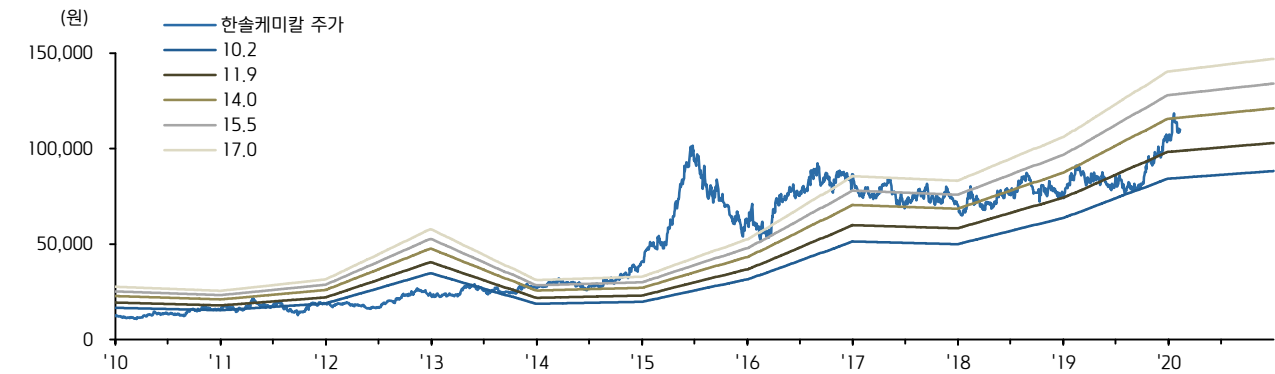
다변화된 사업 포트폴리오의 강점이 부각되는 시점이다. 국내 '반도체 고객사의 소재 재고 조정'과 '디스플레이 업체들의 LCD 공장 셋 다운' 영향으로 인해 실적 둔화를 겪고 있는 대부분의 반도체 소재 업체들과 달리, 한솔케미칼은 '범용 과산화수소, QD 소재, OCA(테이팩스)' 등 다변화된 사업 포트폴리오를 통한 안정적인 실적을 이어갈 전망이기 때문이다. 이에 더해 올 하반기부터는 고객사의 QD-OLED TV의 본격적인 양산이 예상되고 있기 때문에, 상반기 중 이에 대한 기대감이 한솔케미칼의 주가에 반영될 것으로 판단한다. 목표주가를 140,000원으로 소폭 상향하고, 투자의견 'BUY'를 유지한다.

한솔케미칼 12개월 Trailing P/B Ratio: 주가의 추가 Upside 충분



자료: 키움증권 리서치센터

한솔케미칼 12개월 Trailing P/E Ratio: 주가의 추가 Upside 충분



자료: 키움증권 리서치센터

한솔케미칼 실적 업데이트 (단위: 십억원)

	4Q19P					2019P		
	수정전	수정후	증감률	컨센서스	차이	수정전	수정후	증감률
매출액	152.3	143.2	-6%	153.3	-7%	596.8	587.7	-2%
정밀화학	47.4	44.0				173.7	170.3	
전자소재	26.4	26.4				118.0	118.0	
제지/환경제품	29.4	28.5				94.8	94.0	
기타	49.1	44.3				210.2	205.4	
매출총이익	41.3	38.4	-7%	41.9	-8%	178.1	175.2	-2%
매출총이익률	27%	27%				30%	30%	
영업이익	19.9	18.7	-6%	20.2	-7%	114.1	112.8	-1%
영업이익률	13%	13%				19%	19%	
당기순이익	15.3	16.3	6%	12.0	35%	92.5	93.4	1%
당기순이익률	10%	11%		8%		15%	16%	

자료: WiseFn Consensus, 키움증권 리서치센터

한솔케미칼 연결 실적 추이 및 전망 (단위: 십억원)

	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19P	1Q20E	2Q20E	3Q20E	4Q20E	2018	2019P	2020E
매출액	143.3	146.9	154.3	143.2	142.2	149.6	160.5	155.1	581.9	587.7	607.5
%YoY Growth	7%	1%	0%	-4%	-1%	2%	4%	8%	12%	1%	3%
정밀화학	41.7	41.3	43.3	44.0	44.8	47.6	50.4	51.1	172.2	170.3	193.9
전자소재	31.0	29.0	31.6	26.4	31.6	34.5	37.5	31.5	104.7	118.0	135.2
제지/환경제품	20.1	22.3	23.1	28.5	20.7	22.9	23.8	29.4	100.3	94.0	96.8
기타	50.4	54.3	56.4	44.3	45.0	44.7	48.8	43.1	204.7	205.4	181.5
매출원가	100.6	101.6	105.4	104.8	99.1	102.3	109.7	113.0	424.0	412.5	424.1
매출원가율	70%	69%	68%	73%	70%	68%	68%	73%	73%	70%	70%
매출총이익	42.6	45.3	48.9	38.4	43.1	47.4	50.8	42.1	157.9	175.2	183.4
매출총이익률	30%	31%	32%	27%	30%	32%	32%	27%	27%	30%	30%
판매비와관리비	14.4	14.2	14.1	19.7	14.1	14.4	14.3	20.3	64.4	62.3	63.1
영업이익	28.2	31.1	34.8	18.7	29.0	33.0	36.5	21.8	93.6	112.8	120.3
%YoY Growth	28%	22%	10%	30%	3%	6%	5%	17%	18%	21%	7%
영업이익률	20%	21%	23%	13%	20%	22%	23%	14%	16%	19%	20%
법인세차감전손익	2.4	1.3	1.1	1.9	1.2	0.8	0.3	1.3	-1.1	6.7	3.6
법인세비용	30.6	32.4	36.0	20.6	30.2	33.8	36.8	23.1	92.5	119.6	123.9
당기순이익	7.0	6.5	8.3	4.3	6.9	7.8	8.5	5.3	24.7	26.1	28.5
당기순이익률	23.6	25.9	27.7	16.3	23.2	26.0	28.3	17.8	67.8	93.4	95.4

자료: 키움증권 리서치센터

한솔케미칼 6개월 목표주가: 140,000원 제시

	2018	2019P	2020E	2021E	2022E	2023E
Sales [십억원]	581.9	587.7	607.5	648.2	695.5	731.0
Growth	11.6%	1.0%	3.4%	6.7%	7.3%	5.1%
EPS [원]	6,238	8,263	8,435	9,019	9,763	10,142
Growth	29.9%	32.5%	2.1%	6.9%	8.2%	3.9%
BPS [원]	33,624	40,418	47,597	55,352	63,718	72,461
Growth	18.4%	20.2%	17.8%	16.3%	15.1%	13.7%
ROCE(Return On Common Equity)	20.1%	22.3%	19.2%	17.5%	16.4%	14.9%
COE(Cost of Equity)	7.0%	7.0%	7.0%	7.0%	7.0%	7.0%
Residual Earnings(ROCE-COE)	13.2%	15.4%	12.2%	10.6%	9.4%	7.9%
PV of Residual Earnings		5,319	4,700	4,448	4,299	3,866
Equity Beta	0.8					
Risk Free Rate	1.6%					
Market Risk Premium	7.0%					
Terminal Growth	3.0%					
Cost of Equity	7.0%					
Continuing Value	100,772					
Beginning Common Shareholders' Equity	33,624					
PV of RE for the Forecasting Period	22,631					
PV of Continuing Value	72,014					
Intrinsic Value per Share - 6M TP	137,185					

주: Equity Beta는 60개월 월간 Beta 평균, Risk Free Rate은 10년물 국채 수익률, Market Risk Premium은 시가총액 2조원 이하 7% 적용

자료: 키움증권 리서치센터

포괄손익계산서

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
매출액	521.6	581.9	587.7	607.5	648.2
매출원가	379.3	424.0	412.5	424.1	451.2
매출총이익	142.3	157.9	175.2	183.4	196.9
판매비	63.1	64.4	62.3	63.1	67.9
영업이익	79.2	93.6	112.8	120.3	129.0
EBITDA	111.9	127.0	151.7	160.5	173.9
영업외손익	-4.4	-1.1	2.1	3.2	3.4
이자수익	0.9	1.1	1.9	2.2	3.7
이자비용	9.5	7.9	6.8	7.3	8.1
외환관련이익	6.1	3.5	3.5	3.7	3.9
외환관련손실	5.8	4.0	4.1	3.2	3.4
종속 및 관계기업손익	5.5	8.1	8.9	9.2	8.8
기타	-1.6	-1.9	-1.3	-1.4	-1.5
법인세차감전이익	74.7	92.5	119.6	123.9	132.4
법인세비용	16.6	24.7	26.1	28.5	30.5
계속사업손익	58.1	67.8	93.4	95.4	102.0
당기순이익	58.1	67.8	93.4	95.4	102.0
지배주주순이익	54.3	70.5	93.3	95.3	101.9
증감률 및 수익성 (%)					
매출액 증감률	13.3	11.6	1.0	3.4	6.7
영업이익 증감률	-3.6	18.2	20.6	6.6	7.2
EBITDA 증감률	2.6	13.5	19.4	5.8	8.3
지배주주순이익 증감률	-2.7	29.8	32.3	2.1	6.9
EPS 증감률	-2.8	29.9	32.5	2.1	6.9
매출총이익율(%)	27.3	27.1	29.8	30.2	30.4
영업이익률(%)	15.2	16.1	19.2	19.8	19.9
EBITDA Margin(%)	21.5	21.8	25.8	26.4	26.8
지배주주순이익률(%)	10.4	12.1	15.9	15.7	15.7

재무상태표

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
유동자산	182.7	156.5	252.3	297.2	394.2
현금 및 현금성자산	49.7	14.3	59.6	90.7	179.4
단기금융자산	3.3	7.3	34.8	35.9	38.3
매출채권 및 기타채권	81.0	75.2	92.5	100.3	101.5
재고자산	44.6	54.9	60.6	65.2	69.5
기타유동자산	4.1	4.8	4.8	5.1	5.5
비유동자산	540.7	635.2	640.3	686.5	701.9
투자자산	54.4	59.4	43.2	44.6	45.0
유형자산	399.3	495.8	517.2	562.1	575.2
무형자산	74.8	70.6	70.5	70.3	71.9
기타비유동자산	12.2	9.4	9.4	9.5	9.8
자산총계	723.3	791.7	892.6	983.7	1,096.1
유동부채	190.0	165.0	151.9	150.7	156.2
매입채무 및 기타채무	83.5	91.9	76.0	78.6	70.1
단기금융부채	98.2	54.8	58.9	54.1	67.7
기타유동부채	8.3	18.3	17.0	18.0	18.4
비유동부채	142.5	179.4	216.6	227.8	246.9
장기금융부채	121.6	163.4	200.4	211.1	229.1
기타비유동부채	20.9	16.0	16.2	16.7	17.8
부채총계	332.5	344.5	368.5	378.5	403.0
지배지분	320.7	379.8	456.5	537.6	625.2
자본금	56.5	56.5	56.5	56.5	56.5
자본잉여금	30.6	30.6	30.6	30.6	30.6
기타자본	-1.8	-1.6	-1.6	-1.6	-1.6
기타포괄손익누계액	-1.3	-8.4	-11.7	-11.5	-11.3
이익잉여금	236.8	302.7	382.7	463.6	551.0
비지배지분	70.1	67.5	67.5	67.6	67.7
자본총계	390.9	447.2	524.1	605.3	693.0

현금흐름표

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
영업활동 현금흐름	87.4	100.6	104.1	137.0	145.1
당기순이익	58.1	67.8	93.4	95.4	102.0
비현금항목의 가감	57.8	68.2	79.1	82.1	88.0
유형자산감가상각비	29.1	29.8	35.7	37.9	42.6
무형자산감가상각비	3.6	3.6	3.2	2.3	2.3
지분법평가손익	-5.5	-8.1	0.0	0.0	0.0
기타	30.6	42.9	40.2	41.9	43.1
영업활동자산부채증감	0.0	-16.6	-40.1	-9.7	-12.9
매출채권및기타채권의감소	-3.1	7.2	-17.3	-7.9	-1.2
재고자산의감소	1.2	-12.9	-5.7	-4.5	-4.4
매입채무및기타채무의증가	7.7	-0.3	-15.9	2.6	-8.5
기타	-5.8	-10.6	-1.2	0.1	1.2
기타현금흐름	-28.5	-18.8	-28.3	-30.8	-32.0
투자활동 현금흐름	-32.9	-121.5	-65.5	-81.6	-56.5
유형자산의 취득	-31.0	-118.2	-57.3	-83.0	-55.9
유형자산의 처분	0.6	0.1	0.3	0.2	0.2
무형자산의 순취득	-1.4	-0.3	-3.0	-2.1	-3.9
투자자산의감소(증가)	-5.1	-4.9	16.1	-1.4	-0.3
단기금융자산의감소(증가)	0.2	-4.0	-27.5	-1.2	-2.4
기타	3.8	5.8	5.9	5.9	5.8
재무활동 현금흐름	-29.5	-14.6	27.8	-7.4	17.1
차입금의 증가(감소)	-26.0	-3.5	41.1	6.0	31.5
자본금, 자본잉여금의 증가(감소)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자기주식처분(취득)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
배당금지급	-12.1	-11.1	-13.3	-13.3	-14.4
기타	8.6	0.0	0.0	-0.1	0.0
기타현금흐름	-2.0	0.0	-21.3	-16.7	-17.1
현금 및 현금성자산의 순증가	23.1	-35.4	45.2	31.3	88.6
기초현금 및 현금성자산	26.7	49.7	14.3	59.5	90.8
기말현금 및 현금성자산	49.7	14.3	59.5	90.8	179.4

자료: 키움증권 리서치센터

투자지표

(단위: 원, 배, %)

12월 결산, IFRS 연결	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
주당지표(원)					
EPS	4,804	6,238	8,263	8,435	9,019
BPS	28,396	33,624	40,418	47,597	55,352
CFPS	10,261	12,040	15,277	15,709	16,822
DPS	1,000	1,200	1,200	1,300	1,300
주가배수(배)					
PER	15.1	12.4	11.3	11.1	10.3
PER(최고)	18.2	14.1	11.8		
PER(최저)	13.9	10.2	8.8		
PBR	2.6	2.3	2.3	2.0	1.7
PBR(최고)	3.1	2.6	2.4		
PBR(최저)	2.4	1.9	1.8		
PSR	1.6	1.5	1.8	1.7	1.6
PCFR	7.1	6.4	6.1	5.9	5.5
EV/EBITDA	9.4	9.0	8.5	7.9	6.9
주요비율(%)					
배당성향(% , 보통주, 현금)	19.1	19.6	14.2	15.1	14.1
배당수익률(% , 보통주, 현금)	1.4	1.5	1.3	1.4	1.4
ROA	8.2	8.9	11.1	10.2	9.8
ROE	18.0	20.1	22.3	19.2	17.5
ROIC	11.7	12.7	14.1	13.6	13.8
매출채권회전율	6.7	7.5	7.0	6.3	6.4
재고자산회전율	11.4	11.7	10.2	9.7	9.6
부채비율	85.1	77.0	70.3	62.5	58.2
순차입금비용	42.6	44.0	31.5	22.9	11.4
이자보상배율	8.3	11.8	16.5	16.5	15.9
총차입금	219.8	218.2	259.3	265.3	296.8
순차입금	166.7	196.6	165.0	138.6	79.1
NOPLAT	111.9	127.0	151.7	160.5	173.9
FCF	61.9	-31.0	27.0	38.7	72.8

Compliance Notice

- 당사는 2월 10일 현재 '한솔케미칼' 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사는 자료 작성일 현재 동 자료상에 언급된 기업들의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.

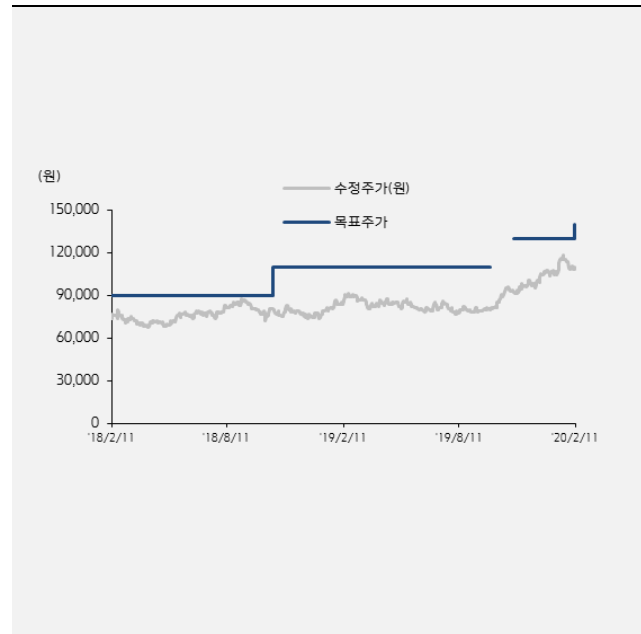
고지사항

- 본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없고, 통지 없이 의견이 변경될 수 있습니다.
- 본 조사분석자료는 유가증권 투자를 위한 정보제공을 목적으로 당사 고객에게 배포되는 참고자료로서, 유가증권의 종류, 종목, 매매의 구분과 방법 등에 관한 의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않으며 법적 분쟁에서 증거로 사용 될 수 없습니다.
- 본 조사 분석자료를 무단으로 인용, 복제, 전시, 배포, 전송, 편집, 번역, 출판하는 등의 방법으로 저작권을 침해하는 경우에는 관련법에 의하여 민·형사상 책임을 지게 됩니다.

투자의견변동내역(2개년)

종목명	일자	투자의견	목표주가	목표가 가격 대상 시점	과리율(%)	
					평균 주가대비	최고 주가대비
한솔케미칼 (014680)	2018-01-15	BUY(Maintain)	90,000 원	6개월	-24.04	-14.67
	2018-02-13	BUY(Maintain)	90,000 원	6개월	-19.11	-10.78
	2018-08-28	BUY(Maintain)	90,000 원	6개월	-9.74	-3.00
	2018-10-24	BUY(Maintain)	110,000 원	6개월	-28.68	-24.64
	2018-11-26	BUY(Maintain)	110,000 원	6개월	-29.69	-24.64
	2019-01-07	BUY(Maintain)	110,000 원	6개월	-28.40	-20.82
	2019-02-11	BUY(Maintain)	110,000 원	6개월	-27.19	-17.09
	2019-02-27	BUY(Maintain)	110,000 원	6개월	-26.27	-17.09
	2019-03-18	BUY(Maintain)	110,000 원	6개월	-25.78	-17.09
	2019-11-05	BUY(Reinitiate)	130,000 원	6개월	-22.90	-17.31
	2020-01-14	BUY(Maintain)	130,000 원	6개월	-20.27	-8.85
	2020-02-11	BUY(Maintain)	140,000 원	6개월		

목표주가추이(2개년)



*주가는 수정주가를 기준으로 과리율을 산출하였음.

투자의견 및 적용기준

기업	적용기준(6개월)
Buy(매수)	시장대비 +20% 이상 추가 상승 예상
Outperform(시장수익률 상회)	시장대비 +10~+20% 추가 상승 예상
Marketperform(시장수익률)	시장대비 +10~-10% 추가 변동 예상
Underperform(시장수익률 하회)	시장대비 -10~-20% 추가 하락 예상
Sell(매도)	시장대비 -20% 이하 추가 하락 예상

업종	적용기준(6개월)
Overweight (비중확대)	시장대비 +10% 이상 초과이익 예상
Neutral (중립)	시장대비 +10~-10% 변동 예상
Underweight (비중축소)	시장대비 -10% 이상 초과하락 예상

투자등급 비율 통계 (2019/01/01~2019/12/31)

매수	중립	매도
97.33%	2.00%	0.67%