

한솔케미칼(014680)

매수(신규) / TP: 100,000원

주가(4/19, 원)	80,600
시가총액(십억원)	910
발행주식수(백만)	11
52주 최고/최저가(원)	92,400/70,400
일평균 거래대금(6개월, 백만원)	3,621
유동주식비율(%)	77.2
외국인지분율(%)	14.8
주요주주(%)	KB자산운용
	조동혁 외 4인
	15.0

	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EPS (원)	증감률 (%)	EBITDA (십억원)	PER (배)	EV/EBITDA (배)	PBR (배)	ROE (%)	DY (%)
2015A	368	49	34	3,093	60.1	71	20.1	12.5	2.9	15.0	1.3
2016A	460	82	56	5,314	71.8	109	15.7	11.2	3.3	21.3	1.2
2017F	588	104	75	6,797	27.9	142	11.9	8.4	2.7	24.2	1.2
2018F	644	117	84	7,620	12.1	157	10.6	7.5	2.2	22.6	1.2
2019F	676	121	88	7,973	4.6	165	10.1	7.1	1.9	19.9	1.2

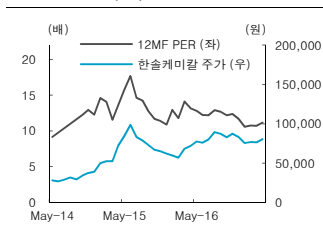
주: 순이익은 지분법적용 순이익

매력적인 종합 소재업체

주가상승률

	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	5.4	(1.0)	10.4
상대주가(%p)	6.6	(5.8)	4.1

12MF PER 추이



반도체 업황 개선 지속으로 밸류에이션 상승: 고객사 내 점유율 및 신사업 확대, 제품 mix 개선 등으로 매출액과 영업이익의 동시에 성장하는 한솔케미칼에 대해 투자자의 '매수'와 목표주가 100,000원으로 커버리지를 개시한다. 목표주가는 2017년 추정EPS에 목표PER 15배를 적용해 산출했다. 목표PER은 메모리가격 상승으로 국내 반도체업체의 수익성이 반등했던 2016년 하반기 PER 상단이다. 3D 낸드 공급 부족으로 인한 낸드 업황 개선으로 반도체업체들의 실적 개선이 지속되고 있다. 현재와 같은 업황에서는 소재업체의 밸류에이션 상승이 가능하다.

매출액과 영업이익 모두 가파르게 성장: 2017년 매출액은 5,876억원, 영업이익은 1,044억원으로 전년대비 각각 28%, 27% 증가할 전망이다. 주요 제품인 과산화수소는 이익률이 높은 반도체용 매출비중이 높아지며 제한적인 생산량으로 수익성을 극대화 하고 있다. 쿼텟닷 소재와 프리커서로 빠르게 성장하는 전자소재 부문은 2017년 매출액이 1,091억원으로 39% 증가하며 전 사업부문 가운데 성장률이 가장 높을 전망이다. 작년 6월 편입한 자회사 테이팩스는 실적이 온기 반영되는데 2017년 매출액과 영업이익은 전년대비 각각 119%, 131% 증가할 것이다. IT소재 전반의 다양한 포트폴리오를 갖춰 안정적이며 성장성도 높아 매력적이다.

과산화수소가 이끄는 안정적인 매출: 주요 제품인 과산화수소는 반도체 공정에서 발생하는 불순물을 산화시켜 제거하는 웨이퍼 세정에 사용된다. 반도체 공정미세화에 따라 공정수가 증가할수록 세정 횟수가 늘어나 사용량이 많아진다. 자회사인 삼영순화(미쓰비시가스화학-한솔케미칼 JV)가 한솔케미칼이 1차 정제한 과산화수소를 2차 정제해 최종 수요자인 삼성전자와 SK하이닉스에 납품하고 있다. 한솔케미칼이 삼영순화의 지분 49%를 보유해 단가인하 압력은 적다. 경쟁사는 동우화인켐(일본 스미모토화학 자회사)으로 동사와 시장을 과점하고 있다. 삼영순화가 주요 고객사향 신규 라인 수주에 다수 성공했고 점유율이 낮았던 고객사의 신규 라인 수주에도 성공해 2017년 국내 반도체용 과산화수소 판매량은 37천톤 규모로 전년대비 35% 증가할 전망이다. 삼성전자 시안공장에는 동우화인켐을 통해 한솔케미칼 중국법인이 독점 판매하고 있다. 디스플레이용 과산화수소는 LG디스플레이가 2003년 구리(Cu)배선을 LCD패널에 최초로 적용하면서 시각용으로 처음 사용되었다. 구리배선은 알루미늄배선에 비해 대형 패널과 고해상도 패널에 적합하고 LG디스플레이는 대부분의 대형패널 라인에서 구리배선을 사용하고 있어 수요가 꾸준할 것으로 예상된다.

유종우 3276-6178
jongwoo.yoo@truefriend.com

김정환 3276-6820
junghwan.kim@truefriend.com

공급부족을 기회로: 한솔케미칼의 국내 과산화수소 capa는 연 90천톤으로 2016년 전체 판매량을 감안할 때 현재 가동률은 100% 수준이다. 경쟁사인 OCI의 과산화수소 capa는 연 85천톤이다. 삼성전자와 SK하이닉스의 추가적인 라인 증설 계획으로 반도체용 과산화수소 수요는 증가할 수 밖에 없다. SK하이닉스의 청주 fab 증설, 평택공장 두 번째 신규 라인 납품도 기대된다. 이에 대응하기 위해 반도체용 비중을 높이고 capa를 증설한다면 매출 규모가 증가할 전망이다. 올해 동사는 반도체용 과산화수소 공급부족을 완화하기 위해 디스플레이 및 기타 산업용 비중을 낮추고 고마진 제품인 반도체용 비중을 높일 계획이다. 반도체용 과산화수소는 디스플레이 및 기타 산업용에 비해 판가는 높은 반면 원가는 비교적 높지 않아 이익률이 전사 영업이익률 18% 대비 월등히 높을 것으로 추정된다. 국내 과산화수소 판매량 중 반도체용 과산화수소 비중은 2016년 31%에서 2018년 48%로 높아질 전망이다.

과산화수소 증설 가능성 상존: 과산화수소는 공급이 절대적으로 부족해 증설 시 기존 판매량 감소 없이 매출을 빠르게 늘릴 수 있다. 경쟁사는 태양광 사업에 집중하는 모습이어서 capa를 확대할 가능성이 없다. 한솔케미칼의 과산화수소 플랜트는 총 3개로 1개당 약 30천톤 분량이다. 2010년 30천톤 증설 당시 630억원의 비용이 소요되었다. 현재의 시장점유율과 성장속도를 고려할 때 매출 감소 리스크가 크지 않아 설비투자 집행이 필요한 시점이다. 1년 이상의 공사기간을 고려하면 빠르면 2018년부터 매출 증가 효과가 나타날 전망이다. 국내 과산화수소 매출액은 2018년 716억으로 추정되며 증설분 만큼 매출이 증가한다고 단순계산하면 플랜트 1개 증설 이후 연간 과산화수소 매출액은 33% 증가한 955억에 이를 전망이다.

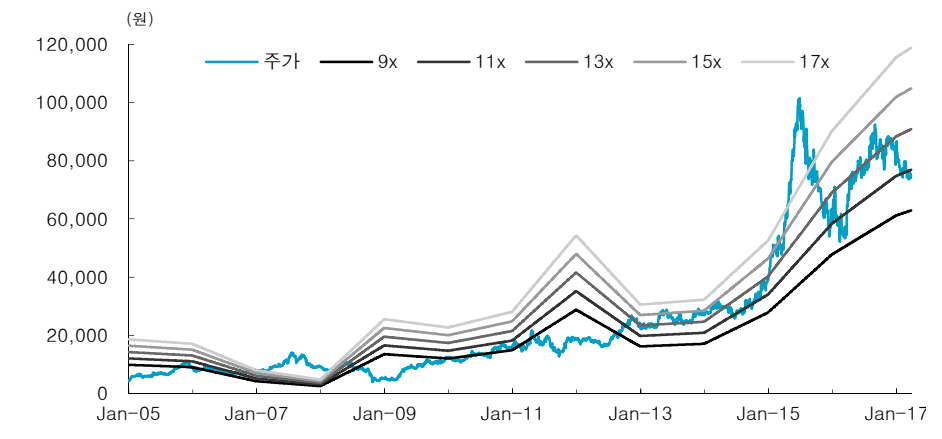
퀀텀닷 소재 독점으로 매출 성장성 부각: 한솔케미칼은 2015년 삼성전자와 퀀텀닷 소재 공동개발과 독점 공급계약을 맺었다. 공급 첫 해 퀀텀닷 소재가 0.8백만대에 적용됐다. 2016년 삼성전자는 총 48백만대(235억달러 규모)의 LCD TV를 출하했는데 동사는 이 중 6%인 2.7백만대에 퀀텀닷 소재가 적용된 것으로 보고 있다. 아직은 퀀텀닷을 적용한 TV비중이 낮지만 초대형TV와 프리미엄형 TV가 늘며 퀀텀닷 TV비중이 상승할 전망이어서 성장 잠재력이 충분하다. 2017년 보수적으로 퀀텀닷 적용 TV를 3.5백만대로 가정할 때 퀀텀닷 소재 매출액은 705억원으로 전년대비 28% 증가할 전망이다. 경쟁기술이 적용된 LG디스플레이 White OLED TV패널은 제조단가가 높다는 단점이 있어 퀀텀닷 디스플레이가 유리할 수 있으나 당분간 두 기술은 공존할 전망이다. 대형 LCD패널이 주류가 된지 10년이 지났지만 아직도 대형 OLED패널은 상용화 되지 못했다. 향후 10년간 퀀텀닷 디스플레이패널도 자발광 QLED패널이 아닌 퀀텀닷 시트(Quantum Dot Enhancement Film; QDEF)를 사용하게 돼 한솔케미칼의 관련 소재 매출은 꾸준히 증가할 것이다. 2018년 퀀텀닷 소재 매출은 799억원으로 향후 2년간 연평균 21% 증가할 전망이다.

불가능해 보이는 공정미세화를 가능하게 하는 프리커서: 프리커서는 공정미세화로 인한 전류 누설, 간섭 등을 극복하는 전자재료다. 한솔케미칼은 프리커서 중 Gap-fill 공정과 디램 더블패터닝(DPT: Double Patterning Technology) 공정용 제품을 판매하는데 반도체 미세화에 따라 수요량이 증가하고 있다. 1분기부터 신규 DPT 매출이 반영돼 2017년 연간 프리커서 매출액은 전년대비 63% 증가할 전망이다. Gap-fill용 재료는 반도체 미세화로 셀(cell) 간에 발생하는 전기적 간섭을 막기 위한 물질로 대만의 TSMC가 주요 고객사다. 인텔과 삼성전자의 초미세 비메모리 공정용으로도 평가 단계에 있거나 준비 중이다. 미국 Air Liquid와 시장을 과점하고 있으며 점유율이 확대되는 추세다. DPT용 재료는 신규고객사 DIPAS 제품을 수주했고 다른 제품도 국내 대형 반도체업체로부터 기존 수주가 계속돼 2017년 DPT 매출액은 전년대비 두 배 이상 증가한 166억으로 예상된다.

매력적인 신규 소재사업: 자회사 테이팩스는 PVC 랩, 산업용 테이프, 2차전지 및 모바일용 테이프 등 전자재료를 판매해 10% 수준의 영업이익률을 안정적으로 유지하고 있다. 2017년 매출의 47%를 차지하는 업소용 PVC 랩과 포장테이프 사업부는 고정적인 유통망을 갖고 10% 중후반의 높은 마진율을 유지하며 캐시카우 역할을 할 전망이다. 테이팩스 전체 매출액의 절반을 차지하는 전자재료 사업부는 2차전지용 절연테이프와 모바일용 접착필름을 판매한다. 올해 신규필름 런칭으로 수익성이 소폭 개선될 것으로 기대한다. 테이팩스는 올해 상장할 예정이다. 자회사 한솔씨앤피는 모바일용 외장도료(페인트)를 만드는 회사로 올해 매출액은 삼성전자 모바일용 외장도료 매출 증가, 신규 납품하기 시작한 차량 내장재 매출 본격화로 전년대비 30% 증가한 720억원에 이를 전망이다. 전방시장을 TV, 모바일, 산업용 제품 등으로 다양화해 종합 소재업체로서의 매력이 부각되고 있다.

1분기 매출액과 영업이익의 전년대비 각각 35%, 26% 증가: 1분기 매출액은 1,355억원, 영업이익은 250억원으로 전년동기대비 각각 35%, 26% 증가할 전망이다. 2017년 기준 전사 매출의 21%를 차지하는 자회사 테이팩스의 실적이 처음 반영되는 1분기로 외형 성장이 돋보인다. 테이팩스의 영업이익률은 10% 수준이라 매출의 급격한 증가에도 불구하고 1분기 전사 영업이익률은 전년 동기대비 소폭 하락한 18.5%로 전망한다. 하지만 작년 4분기 큰 폭으로 감소했던 퀀텀닷 소재 매출이 정상화 되고 퀀텀닷 소재의 성능을 개선해 퀀텀닷 소재의 단가인하 압력이 해소될 것으로 예상된다. 삼성전자가 올해 1월 발표한 신모델 QLED TV (3세대 퀀텀닷 TV)가 본격적으로 출하돼 2017년 퀀텀닷 소재 매출은 전년대비 28% 증가할 전망이다. 반도체 프리커서 중 삼성전자가 DPT매출도 올해 1분기부터 반영돼 2017년 전자소재부문 매출액은 전년대비 39% 증가한 1,091억원으로 전망한다.

[그림 26] 한솔케미칼 12MF PER band



자료: Quantiwise, 한국투자증권

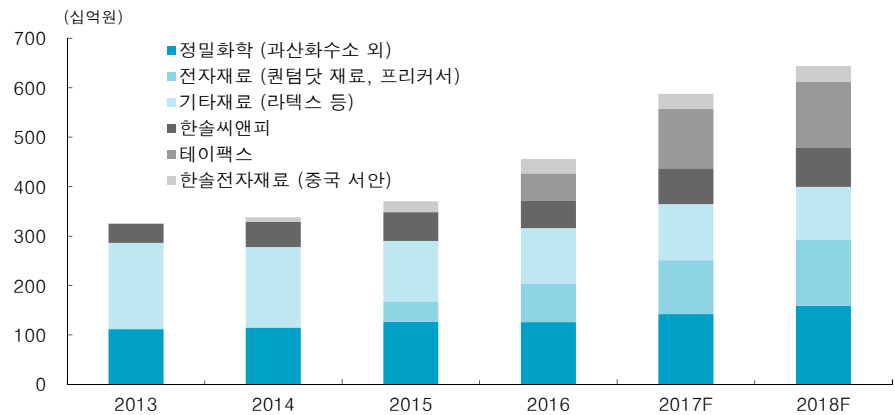
〈표 6〉 분기별 실적 추정

(단위: 십억원, %)

	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17F	2Q17F	3Q17F	4Q17F	2015	2016	2017F	2018F
매출액	100.0	107.7	130.2	122.4	135.5	146.1	153.0	153.0	368.0	460.4	587.6	643.8
한솔케미칼 (별도)	77.5	79.6	81.1	77.6	84.5	90.6	95.4	94.4	290.2	315.8	364.8	399.2
기타	22.5	28.1	49.1	44.8	51.0	55.5	57.6	58.6	77.9	144.6	222.8	244.6
매출총이익	31.5	32.2	42.2	32.9	40.8	42.7	52.0	42.8	91.9	138.8	178.4	201.6
매출총이익률 (%)	31.5	29.9	32.4	26.9	30.1	29.3	34.0	28.0	25.0	30.1	30.4	31.3
영업이익	19.8	21.3	26.1	15.0	25.0	27.4	32.4	19.6	49.0	82.1	104.4	117.2
한솔케미칼 (별도)	15.4	17.0	19.7	10.2	18.5	21.2	24.1	13.4	42.1	62.4	77.2	85.9
기타	4.4	4.2	6.4	4.8	6.5	6.2	8.3	6.2	6.9	19.8	27.2	31.3
영업이익률 (%)	19.8	19.7	20.0	12.2	18.5	18.8	21.2	12.8	13.3	17.8	17.8	18.2
세전이익	25.7	17.4	22.8	11.5	25.1	25.6	28.6	20.9	42.6	77.4	100.2	113.4
세전이익률 (%)	25.7	16.2	17.5	9.4	18.5	17.5	18.7	13.7	11.6	16.8	17.0	17.6
당기순이익	21.1	10.8	19.1	7.9	20.3	20.1	23.1	16.0	34.3	58.9	79.6	88.6
순이익률 (%)	21.1	10.0	14.7	6.5	15.0	13.7	15.1	10.5	9.3	12.8	13.5	13.8

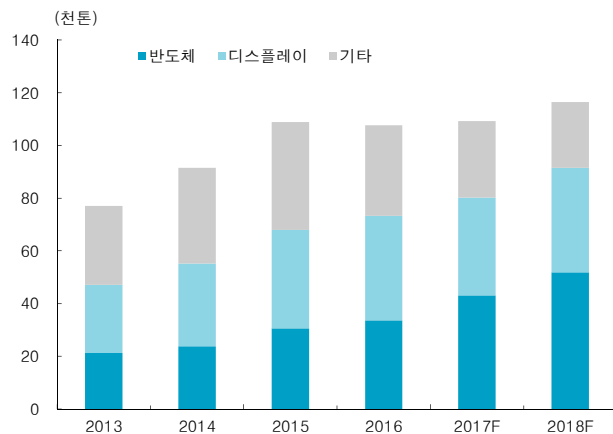
자료: 한국투자증권

[그림 27] 한솔케미칼 매출액 중 전자재료 부문과 자회사 테이팩스의 매출액이 빠른 속도로 증가

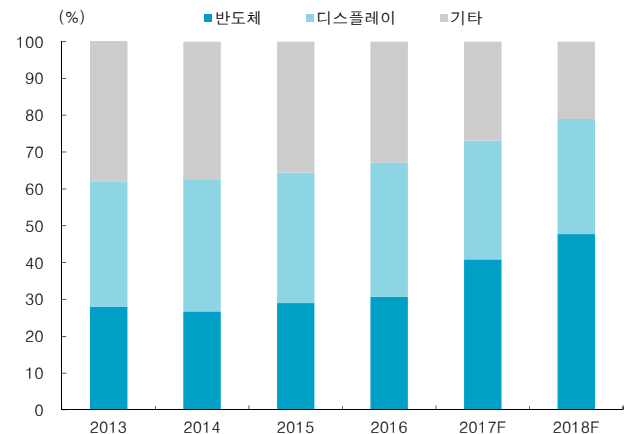


자료: 한솔케미칼, 한국투자증권

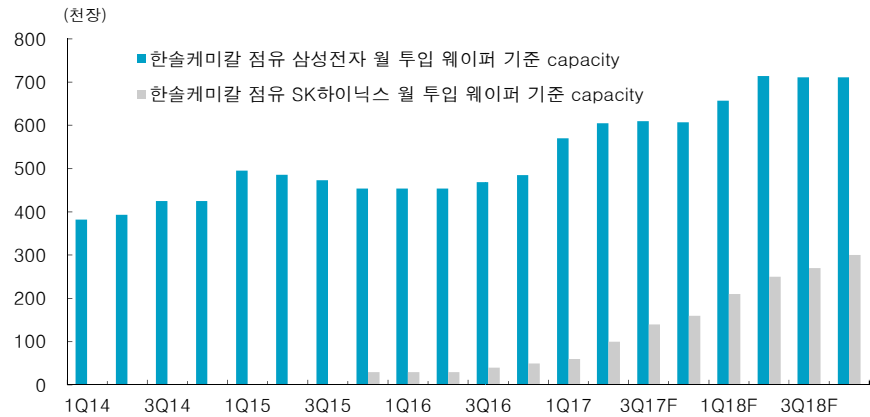
[그림 28] 국내 과산화수소 capa가 부족해 제품 mix 개선이 필요

주: 국내 과산화수소 capa 기준
자료: 한솔케미칼, 한국투자증권

[그림 29] 국내 과산화수소 반도체용 매출 비중이 상승할 전망

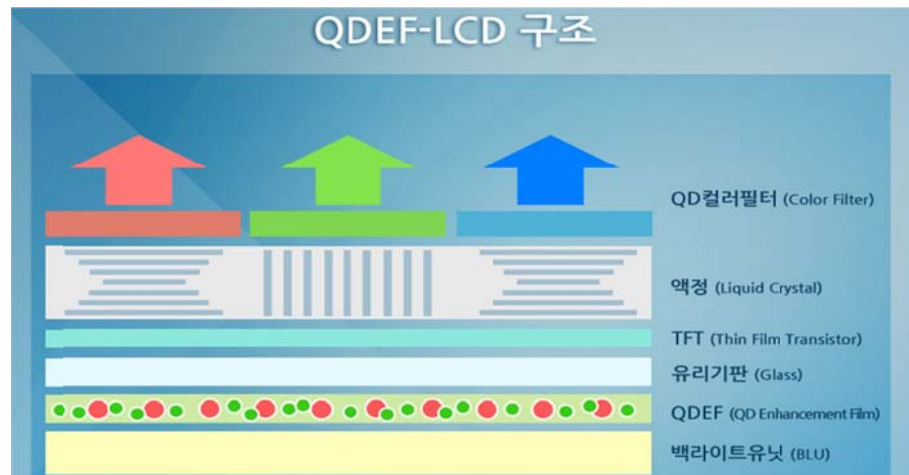
주: 국내 과산화수소 capa 기준
자료: 한솔케미칼, 한국투자증권

[그림 30] 한솔케미칼 점유 wafer input capacity는 꾸준히 증가할 전망



주: 삼성전자 시안공장 점유 capacity는 국내 수급 분석을 위해 제외
자료: Gartner, 한국투자증권

[그림 31] 현재 퀀텀닷 디스플레이 패널 구조



자료: 삼성디스플레이, 한국투자증권

〈표 7〉 미국 삼성전자 퀀텀닷 디스플레이 적용 모델 세부 내용

적용 기술	총 모델 수	퀀텀닷 디스플레이 적용 모델 수	인치 (적용 모델 수)	가격
QLED TV	4	4 (QLED)	75인치 (3) 65인치 (4) 55인치 (3)	2,799달러~9,999달러
4K SUHD TV	5	5	88인치 (1) 70인치대 (3) 60인치대 (5) 50인치대 (4) 50인치 미만 (1)	19,999달러 4,999~7,999달러 1,499~2,999달러 1,499~2,199달러 1,099달러
4K UHD TV	18	0	105인치 (1) 70인치~90인치 (7) 60인치대 (14) 50인치대 (15) 40인치대 (17)	149,999달러 2,299~8,999달러 1,299~2,699달러 ~1,999달러 ~1,199달러
Full HD TV	15	0	55인치~75인치 (7) 40인치~50인치 (12) 40인치 미만 (6)	849~2,099달러 429~949달러 ~399달러
HD TV	2	0	24, 28, 32인치	~219달러

주: QLED TV 기술 적용 모델은 퀀텀닷 기술이 아닌 QLED 기술로 명시되어 있음. 인치별 적용 모델 수는 중복 계산하였음
자료: 삼성전자, 한국투자증권

기업개요

한솔그룹 자회사인 한솔케미칼은 1989년 상장한 정밀화학 기업으로 제지, 섬유, 반도체 등에 사용되는 과산화수소와 제지용 라텍스를 주로 생산한다. 높은 시장점유율을 바탕으로 고분자응집제, 차아황산소다, BPO(Benzoyl Peroxide)를 생산 판매하며 현재는 전자소재 분야에 성공적으로 진출한 종합 소재 기업이다.

재무상태표

(단위: 십억원)

	2015A	2016A	2017F	2018F	2019F
유동자산	111	157	207	227	255
현금성자산	8	27	34	37	39
매출채권및기타채권	62	76	103	113	135
재고자산	29	47	60	65	69
비유동자산	410	543	595	639	670
투자자산	50	49	63	69	72
유형자산	331	398	411	438	458
무형자산	18	78	99	109	114
자산총계	521	700	802	866	925
유동부채	113	221	262	245	206
매입채무및기타채무	60	73	88	90	88
단기차입금및단기사채	21	20	20	21	24
유동성장기부채	25	114	134	114	84
비유동부채	161	138	137	146	167
사채	90	0	0	0	0
장기차입금및금융부채	62	116	109	115	135
부채총계	274	359	399	391	373
지배주주지분	242	282	341	408	480
자본금	56	56	56	56	56
자본잉여금	31	31	31	31	31
기타자본	(2)	(2)	(2)	(2)	(2)
이익잉여금	148	195	259	332	410
비지배주주지분	5	59	63	67	72
자본총계	247	341	403	475	552

현금흐름표

(단위: 십억원)

	2015A	2016A	2017F	2018F	2019F
영업활동현금흐름	47	92	96	113	98
당기순이익	34	59	80	89	93
유형자산감가상각비	19	23	30	31	36
무형자산상각비	3	4	7	8	8
자산부채변동	(17)	(4)	(18)	(13)	(38)
기타	8	10	(3)	(2)	(1)
투자활동현금흐름	(62)	(142)	(86)	(81)	(74)
유형자산투자	(59)	(33)	(43)	(58)	(56)
유형자산매각	0	0	0	0	0
투자자산순증	(1)	(108)	(12)	(4)	(3)
무형자산순증	(2)	(0)	(29)	(18)	(14)
기타	0	(1)	(2)	(1)	(1)
재무활동현금흐름	10	63	(3)	(28)	(23)
자본의증가	0	47	0	0	0
차입금의순증	16	27	13	(13)	(7)
배당금지급	(7)	(10)	(11)	(11)	(11)
기타	1	(1)	(5)	(4)	(5)
기타현금흐름	0	8	0	0	0
현금의증가	(4)	21	2	2	3

주: K-IFRS (연결) 기준

손익계산서

(단위: 십억원)

	2015A	2016A	2017F	2018F	2019F
매출액	368	460	588	644	676
매출원가	276	322	409	442	472
매출총이익	92	139	178	202	204
판매관리비	43	57	74	84	83
영업이익	49	82	104	117	121
금융수익	1	3	4	4	5
이자수익	0	0	0	0	1
금융비용	12	16	17	17	18
이자비용	7	10	10	10	11
기타영업외손익	(1)	3	1	1	4
관계기업관련손익	5	4	8	8	7
세전계속사업이익	43	77	100	113	119
법인세비용	8	18	21	24	25
연결당기순이익	34	59	80	89	93
지배주주지분순이익	34	56	75	84	88
기타포괄이익	1	(6)	(6)	(6)	(6)
총포괄이익	36	53	73	83	87
지배주주지분포괄이익	36	50	70	79	83
EBITDA	71	109	142	157	165

주요 투자지표

	2015A	2016A	2017F	2018F	2019F
주당지표(원)					
EPS	3,093	5,314	6,797	7,620	7,973
BPS	21,608	25,179	30,358	36,345	42,679
DPS	800	1,000	1,000	1,000	1,000
성장성(% YoY)					
매출증가율	9.5	25.1	27.6	9.6	5.0
영업이익증가율	73.8	67.6	27.1	12.3	2.9
순이익증가율	59.4	63.5	35.0	12.1	4.6
EPS증가율	60.1	71.8	27.9	12.1	4.6
EBITDA증가율	49.9	52.9	29.9	10.5	5.6
수익성(%)					
영업이익률	13.3	17.8	17.8	18.2	17.8
순이익률	9.3	12.1	12.8	13.1	13.1
EBITDA Margin	19.4	23.7	24.1	24.3	24.4
ROA	6.9	9.7	10.6	10.7	10.4
ROE	15.0	21.3	24.2	22.6	19.9
배당수익률	1.3	1.2	1.2	1.2	1.2
배당성향	26.0	19.9	14.7	13.1	12.5
안정성					
순차입금(십억원)	186	220	224	208	199
차입금/자본총계비율(%)	80.3	73.3	65.2	52.7	44.2
Valuation(X)					
PER	20.1	15.7	11.9	10.6	10.1
PBR	2.9	3.3	2.7	2.2	1.9
EV/EBITDA	12.5	11.2	8.4	7.5	7.1

■ Compliance notice

- 당사는 2017년 4월 19일 현재 한솔케미칼, 디엔에프, SK머티리얼즈, 솔브레인 종목의 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료의 내용 일부를 기관투자자 또는 제3자에게 사전에 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배우자는 상기 발행주식을 보유하고 있지 않습니다.

■ 기업 투자 의견은 향후 12개월간 시장 지수 대비 주가등락 기준임

- 매 수 : 시장 지수 대비 15%p 이상의 주가 상승 예상
- 중 립 : 시장 지수 대비 -15~15%p의 주가 등락 예상
- 비중축소 : 시장 지수 대비 15%p 이상의 주가 하락 예상
- 중립 및 비중축소 의견은 목표가 미제시

■ 투자등급 비율 (2017.3.31 기준)

매 수	중 립	비중축소(매도)
77.4%	21.7%	0.9%

※최근 1년간 공표한 유니버스 종목 기준

■ 업종 투자 의견은 향후 12개월간 해당 업종의 유가증권시장(코스닥) 시가총액 비중 대비 포트폴리오 구성 비중에 대한 의견임

- 비중확대 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중보다 높이 가져갈 것을 권함
- 중 립 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중과 같게 가져갈 것을 권함
- 비중축소 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중보다 낮게 가져갈 것을 권함

■ 본 자료는 고객의 증권투자를 돕기 위하여 작성된 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있으며, 당사의 동의 없이 어떤 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형할 수 없습니다.

■ 본 자료는 당사 리서치센터에서 수집한 자료 및 정보를 기초로 작성된 것이나 당사가 그 자료 및 정보의 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없으므로 당사는 본 자료로써 고객의 투자 결과에 대한 어떠한 보장도 행하는 것이 아닙니다. 최종적 투자 결정은 고객의 판단에 기초한 것이며 본 자료는 투자 결과와 관련한 법적 분쟁에서 증거로 사용될 수 없습니다.

■ 이 자료에 게재된 내용들은 작성자의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.