

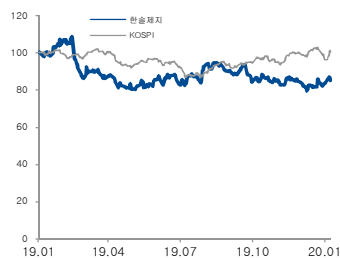
올해는 실적 회복 가능할 것

현재주가 (2/7)	14,55원		
상승여력	51.2%		
시가총액	346십억원		
발행주식수	23,801천주		
자본금/액면가	119십억원/5,000원		
52주 최고가/최저가	18,600원/13,600원		
일평균 거래대금 (60일)	1십억원		
외국인지분율	14.82%		
주요주주	한솔홀딩스 외 2인 30.61%		
주가상승률	1M	3M	6M
절대주가(%)	4.3	0.7	1.7
상대주가(%p)	2.6	-2.4	-12.2

※ K-IFRS 별도 기준

(단위: 원)	EPS(19F)	EPS(20F)	T/P
Before	1,933	3,703	22,000
After	1,200	3,051	22,000
Consensus	N/A	N/A	
Cons. 차이	N/A	N/A	N/A

최근 12개월 주가수익률



자료: WiseFn, 현대차증권

1) 투자포인트 및 결론

- 당초 예상보다 부진한 4분기 실적의 주된 이유는 감열염료가 하락에 따른 특수지 부문의 수익성이 크게 악화됐고, 일회성 비용 발생에 따른 것
- 지난해에는 산업용지의 호전에도 불구하고, 인쇄용지와 특수지의 수익성 악화로 부진한 실적을 기록함. 반면, 올해에는 산업용지의 견고한 성장 속에 인쇄용지와 특수지 부문의 수익성 개선으로 실적 회복 가능할 전망. 무엇보다도 원재료인 펄프와 고지가격의 하향안정과 함께 제품가격의 추가적인 판가 하락은 제한적일 것으로 판단하는 바, 마진스프레드 확대로 실적 모멘텀 크게 회복될 것
- 기존 BUY 의견과 목표주가 22,000원을 유지함. 목표주가는 가치합산방식으로 산출했음. <표3 참조>

2) 주요이슈 및 실적전망

- 4분기 별도기준 매출액 4,369억원 (YoY -8.4%), 영업이익 232억원 (YoY 18.5%)으로 당초 예상치를 하회했지만 전년동기비 영업이익은 증가함. 산업용지의 실적이 견인하는 가운데 인쇄용지도 회복세를 보임. 한편, 투자주식 손상차손(35억원), 대여금 대손상각(145억원) 등 일회성 비용으로 인해 세전이익은 당초 전망치를 크게 하회함.
- 비록, 지난해 4분기는 당초 전망치를 하회하는 실적을 보였지만, 올해는 매 분기별 견조한 실적 회복이 가능할 전망. 산업용지 부문의 연간 영업이익이 814억원(14.8%, YoY)으로 전체 영업이익 증가를 견인할 것으로 판단함. 이는 고지가격의 하향 안정과 함께 판매단가도 견조한 수준을 유지할 것이기 때문. 지난해 부진했던 인쇄용지와 특수지도 올해는 수익성 개선이 가능할 전망. 이는 펄프가격의 하향 안정과 함께 판매단가도 추가적인 하락 보다는 상승이 가능할 것이기 때문. 결국 펄프가격과 고지가격의 하향 안정세가 인쇄용지, 특수지, 산업용지 부문의 수익성을 크게 제고시킬 것임.
- 다소 부진했던 4분기 실적을 감안해 올해 연간 수익예상을 소폭 하향 조정함. 올해 연간 매출액과 영업이익은 1조 6,481억원과 1,219억원으로 전년비 각각 0.5%, 31.0% 증가할 전망. 원재료가격 하향 안정화에 따른 마진 스프레드 확대로 인쇄용지, 특수지의 영업이익률이 크게 제고될 것이기 때문임.

3) 주가전망 및 Valuation

- 12개월 Forward P/E, P/B 각각 4.7배, 0.5배 수준에 불과한 반면 배당수익률은 4.1%(중간배당 200원, 기말배당 400원으로 전년수준과 동일)

요약 실적 및 Valuation

구분	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EBITDA (십억원)	EPS (원)	증감율 (%)	P/E (배)	P/B (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	배당수익률 (%)
2017	1,539	63	49	140	2,102	5.4	6.7	0.6	8.4	10.0	4.3
2018	1,739	121	39	201	1,643	-21.9	10.1	0.7	6.0	7.0	3.6
2019F	1,640	93	29	177	1,200	-26.9	12.0	0.6	6.3	4.9	4.2
2020F	1,648	122	73	207	3,051	154.2	4.8	0.5	5.1	11.7	4.1
2021F	1,730	130	77	215	3,243	6.3	4.5	0.5	4.8	11.3	4.1

* K-IFRS 별도 기준

〈표1〉 한솔제지 2019년 4분기 실적 (별도 기준)

(단위: 십억원, %)

구분	분기 실적			증감		당사 전망치		Consensus	
	4Q18	3Q19	4Q19P	(YoY)	(QoQ)	4Q19P	Diff.	4Q19P	Diff.
매출액	477	414	437	-8.4%	5.5%	466	- .2%	465	-6.0%
영업이익	20	29	23	16.0%	-20.0%	32	-27.5%	33	-29.7%
세전이익	-2	19	11	-663.0%	-40.7%	26	-56.7%	27	-58.3%
순이익	-6	14	3	-143.2%	-81.5%	20	-87.1%	21	-87.7%

자료: 한솔제지, 현대차증권

〈표2〉 한솔제지 연간 실적 추정 변경 내역 (별도 기준)

(단위: 십억원, %)

구분	변경 후		변경 전		변동률	
	2019F	2020F	2019F	2020F	2019F	2020F
매출액	1,640	1,648	1,669	1,685	-1.7%	-2.2%
영업이익	93	122	102	122	-8.8%	-0.1%
세전이익	53	101	68	116	-21.8%	-13.3%
지배주주순이익	29	73	46	88	-37.9%	-17.6%

자료: 한솔제지, 현대차증권

〈표3〉 적정주주가치 산출 근거

(십억원, 천주, 원 %)	2020F	2021F	12M Forward	비고
1. 사업가치	1,181	1,225	1,189	
EBITDA	207	215		
EV/EBITDA	5.7	5.7		최근 2년간 low 평균 (5.7배) 적용
2. 투자자산가치	32	32	32	순자산가액의 25%할인율 적용
1) 관계기업지분투자	18	18		
2) 장기매도가능금융자산	13	13		
3. 기업가치 (=1+2)	1,213	1,257	1,220	
4. 순차입금	715	675	708	
5. 적정주주가치 (=3-4)	498	582	512	
발행주식수 (천주)	23,801	23,801	23,801	
적정주가 (원)	20,936	24,468	21,525	
현재주가 (원)	14,550	14,550	14,550	
상승여력 (%)	43.9%	68.2%	47.9%	

자료: 현대차증권

〈표4〉 한솔제지 분기별 및 연간 실적 전망 (별도 기준)

(십억원 %)	2019P				2020F				2018	2019P	2020F
	1Q	2Q	3Q	4QP	1QF	2QF	3QF	4QF			
매출액	414	376	414	437	399	392	407	450	1,739	1,640	1,648
인쇄용지	152	122	139	155	144	142	138	160	676	569	584
산업용지	112	123	129	130	115	124	128	132	502	494	500
특수지	137	118	143	148	128	114	139	154	520	546	534
기타	12	12	3	4	12	12	3	4	41	30	31
매출총이익	60	62	73	72	74	73	76	85	288	268	308
영업이익	19	22	29	23	27	29	32	34	121	93	122
인쇄용지	3	-1	2	3	4	4	4	5	15	6	18
산업용지	9	19	23	20	19	20	21	22	60	71	81
특수지	6	4	4	0	4	5	6	7	46	15	22
기타	0	0	0	0	0	0	0	0	1	1	1
세전이익	12	12	19	11	22	24	26	29	56	53	101
순이익	9	3	14	3	16	18	20	18	39	29	73
수익성 (%)											
GPM	14.6	16.6	17.7	16.5	18.5	18.7	18.8	18.9	16.5	16.3	18.7
OPM	4.6	5.8	7.0	5.3	6.8	7.5	7.7	7.5	6.9	5.7	7.4
인쇄용지	1.8	-0.8	1.2	1.9	2.9	3.1	3.1	3.2	2.2	1.1	3.1
산업용지	8.4	15.0	17.9	15.2	16.3	16.3	16.3	16.4	11.9	14.3	16.3
특수지	4.6	3.4	3.0	0.2	2.9	4.0	4.6	4.6	8.8	2.7	4.1
기타	3.4	2.5	0.0	2.4	2.3	2.3	2.3	2.3	1.4	2.6	2.3
RPM	2.8	3.2	4.5	2.6	5.4	6.1	6.4	6.4	3.2	3.3	6.1
NPM	2.2	0.8	3.4	0.6	4.1	4.7	4.9	4.0	2.2	1.7	4.4
성장성 (% YoY)											
매출액	-1.3	-12.1	-0.5	-8.4	-3.5	4.4	-1.5	2.9	12.8	-5.7	0.5
영업이익	-19.6	-50.0	-14.7	18.5	42.8	34.9	8.4	46.2	91.7	-23.0	31.0
세전이익	-27.0	-60.2	33.4	-433.5	85.5	102.5	40.5	153.4	-7.9	-5.3	88.0
순이익	-26.2	-86.3	34.5	-146.0	83.1	499.9	42.6	591.1	-19.8	-26.9	154.2
주요가정											
GDP성장률 (실질, YoY)	1.7	2.0	2.0	2.0	2.0	2.1	2.1	2.2	2.7	2.0	2.2
민간소비 (YoY)	2.0	2.0	1.7	2.0	1.7	1.9	2.0	2.1	2.7	2.5	2.0
원/달러 (평균환율)	1,125.3	1,165.7	1,194.1	1,175.9	1,160.0	1,150.0	1,140.0	1,130.0	1,100.3	1,165.8	1,150.0
원/달러 (기말환율)	1,135.2	1,154.8	1,196.4	1,155.8	1,150.0	1,140.0	1,130.0	1,120.0	1,111.0	1,155.8	1,130.0

자료 : 한솔제지, 현대차증권

(단위: 십억원)

포괄손익계산서	2017	2018	2019F	2020F	2021F
매출액	1,539	1,739	1,640	1,648	1,730
증가율 (%)	14.2	13.0	-5.7	0.5	5.0
매출원가	1,284	1,451	1,372	1,340	1,408
매출원가율 (%)	83.4	83.5	83.7	81.3	81.4
매출총이익	256	288	268	308	322
매출이익률 (%)	16.6	16.5	16.3	18.7	18.6
증가율 (%)	-12.5	12.4	-6.8	15.0	4.4
판매관리비	193	167	175	186	192
판매비율 (%)	12.5	9.6	10.7	11.3	11.1
EBITDA	140	201	177	207	215
EBITDA 이익률 (%)	9.1	11.6	10.8	12.6	12.4
증가율 (%)	-20.5	43.2	-11.8	16.9	3.7
영업이익	63	121	93	122	130
영업이익률 (%)	4.1	6.9	5.7	7.4	7.5
증가율 (%)	-45.8	91.7	-23.0	31.0	6.3
영업외손익	3	-63	-40	-21	-21
금융수익	22	6	3	4	3
금융비용	31	38	34	24	22
기타영업외손익	13	-31	-8	-2	-2
중속/관계기업관련손익	0	0	0	0	0
세전계속사업이익	66	58	53	101	108
세전계속사업이익률	4.3	3.4	3.3	6.1	6.3
증가율 (%)	28.2	-11.5	-8.3	88.0	7.9
법인세비용	13	17	25	28	31
계속사업이익	53	41	29	73	77
중단사업이익	-5	-2	0	0	0
당기순이익	49	39	29	73	77
당기순이익률 (%)	3.2	2.2	1.7	4.4	4.5
증가율 (%)	33.3	-19.8	-26.9	154.2	6.3
지배주주지분 손이익	49	39	29	73	77
비지배주주지분 손이익	0	0	0	0	0
기타포괄이익	0	15	0	0	0
총포괄이익	49	54	28	73	77

(단위: 십억원)

현금흐름표	2017	2018	2019F	2020F	2021F
영업활동으로인한현금흐름	85	134	125	150	140
당기순이익	49	39	29	73	77
유형자산 상각비	76	79	83	84	84
무형자산 상각비	1	1	1	1	1
외환손익	-6	2	5	0	0
운전자본의 감소(증가)	-19	-37	-8	-8	-23
기타	-16	50	15	0	0
투자활동으로인한현금흐름	-33	-64	-60	-85	-85
투자자산의 감소(증가)	-1	32	-14	0	0
유형자산의 감소	0	2	0	0	0
유형자산의	-65	-79	-57	-84	-84
기타	32	-18	10	-1	-1
재무활동으로인한현금흐름	-48	-74	-11	-74	-74
장기차입금의 증가(감소)	274	-94	256	-60	-60
사채의증가(감소)	23	52	-295	0	0
자본의 증가	75	0	0	0	0
배당금	-19	-14	-14	-14	-14
기타	-401	-18	43	0	0
기타현금흐름	0	0	0	0	0
현금의증가(감소)	4	-4	54	-9	-20
기초현금	2	6	2	56	47
기말현금	6	2	56	47	27

* K-IFRS 별도기준

(단위: 십억원)

재무상태표	2017	2018	2019F	2020F	2021F
유동자산	485	524	567	570	585
현금성자산	6	2	56	47	27
단기투자자산	7	2	4	4	4
매출채권	223	237	243	240	262
재고자산	218	256	242	257	270
기타유동자산	31	27	21	21	21
비유동자산	1,180	1,175	1,171	1,171	1,170
유형자산	1,110	1,138	1,112	1,112	1,112
무형자산	10	8	9	9	9
투자자산	61	29	43	43	43
기타비유동자산	0	0	7	7	7
기타금융업자산	0	0	0	0	0
자산총계	1,666	1,700	1,738	1,740	1,756
유동부채	843	726	728	701	689
단기차입금	413	274	226	196	176
매입채무	120	104	114	116	125
유동성장기부채	185	170	231	231	231
기타유동부채	125	178	158	158	158
비유동부채	284	394	417	388	352
사채	243	295	0	0	0
장기차입금	20	66	361	331	291
장기금융부채 (리스포함)	0	0	5	5	5
기타비유동부채	21	33	51	53	56
기타금융업부채	0	0	0	0	0
부채총계	1,127	1,120	1,145	1,089	1,041
지배주주지분	539	579	593	651	714
자본금	119	119	119	119	119
자본잉여금	318	318	318	318	318
자본조정 등	0	0	0	0	0
기타포괄이익누계액	22	43	43	43	43
이익잉여금	81	99	113	171	234
비지배주주지분	0	0	0	0	0
자본총계	539	579	593	651	714

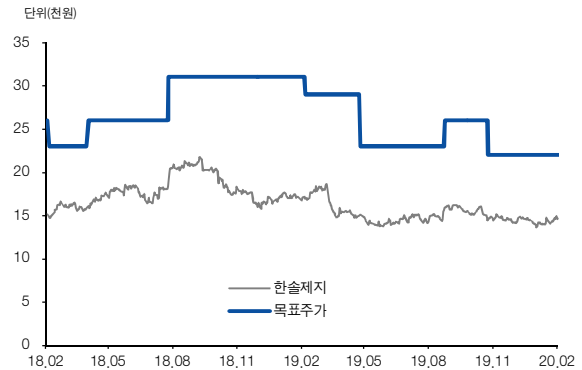
(단위: 원배,%)

주요투자지표	2017	2018	2019F	2020F	2021F
EPS(당기순이익 기준)	2,102	1,643	1,200	3,051	3,243
EPS(자배순이익 기준)	2,102	1,643	1,200	3,051	3,243
BPS(자본총계 기준)	22,644	24,335	24,916	27,368	30,011
BPS(지배지분 기준)	22,644	24,335	24,916	27,368	30,011
DPS	600	600	600	700	700
P/E(당기순이익 기준)	6.7	10.1	12.0	4.8	4.5
P/E(지배순이익 기준)	6.7	10.1	12.0	4.8	4.5
P/B(자본총계 기준)	0.6	0.7	0.6	0.5	0.5
P/B(지배지분 기준)	0.6	0.7	0.6	0.5	0.5
EV/EBITDA(Reporte)	8.4	6.0	6.3	5.1	4.8
배당수익률	4.3	3.6	4.2	4.1	4.1
성장성 (%)					
EPS(당기순이익 기준)	5.4	-21.9	-26.9	154.2	6.3
EPS(지배순이익 기준)	5.4	-21.9	-26.9	154.2	6.3
수익성 (%)					
ROE(당기순이익 기준)	10.0	7.0	4.9	11.7	11.3
ROE(지배순이익 기준)	10.0	7.0	4.9	11.7	11.3
ROA	3.3	2.3	1.7	4.2	4.4
안정성 (%)					
부채비율	209.0	193.4	193.0	167.2	145.8
순차입금비율	157.4	138.3	129.1	109.7	94.4
이자보상배율	2.4	4.5	3.8	5.2	5.9

▶ 투자이견 및 목표주가 추이

일자	투자이견	목표주가	과표율(%)	
			평균	최고/최저
18/04/09	BUY	26,000	-35.1	-31.9
18/05/10	BUY	26,000	-33.1	-28.7
18/07/11	BUY	26,000	-32.8	-28.7
18/08/01	BUY	31,000	-33.9	-32.6
18/08/23	BUY	31,000	-35.2	-29.8
18/11/01	BUY	31,000	-38.9	-29.8
18/12/24	BUY	31,000	-40.3	-29.8
19/02/12	BUY	29,000	-43.5	-35.9
19/05/02	BUY	23,000	-38.5	-34.6
19/06/27	BUY	23,000	-37.5	-34.1
19/08/02	BUY	23,000	-37.1	-32.2
19/08/30	BUY	26,000	-40.0	-37.7
19/10/31	BUY	22,000	-34.3	-31.1
20/02/10	BUY	22,000	-	-

▶ 최근 2년간 한솔제지 주가 및 목표주가



▶ Compliance Note

- 조사분석 담당자는 해당종목과 재산적 이해관계가 없습니다.
- 동 자료는 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료에 언급된 종목의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료에 언급된 종목의 유가증권(DR, CB, IPO, 시장조성) 발행과 관련하여 지난 6개월간 주가변동률에 참여하지 않았습니다.
- 이 자료에 게재된 내용들은 자료작성자 박종렬의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

▶ 투자이견 분류

▶ 업종 투자이견 분류 현대차증권의 업종투자이견은 3등급으로 구분되며 향후 6개월간 업종 펀더멘털과 업종주가의 전망을 의미함.

- OVERWEIGHT : 업종 펀더멘털의 개선과 함께 업종주가의 상승 기대
- NEUTRAL : 업종 펀더멘털상의 유의미한 변화가 예상되지 않음
- UNDERWEIGHT : 업종 펀더멘털의 악화와 함께 업종주가의 하락 기대

▶ 현대차증권의 종목투자이견은 3등급으로 구분되며 향후 6개월간 추천기준일 종가대비 추천종목의 예상 상대수익률을 의미함.

- BUY : 추천일 종가대비 초과수익률 +15%P 이상
- MARKETPERFORM(M.PERFORM) : 추천일 종가대비 초과수익률 -15%~+15%P 이내
- SELL : 추천일 종가대비 초과수익률 -15%P 이하

▶ 투자등급 통계 (2019.01.01~2019.12.31)

투자등급	건수	비율(%)
매수	135건	85.99%
보유	22건	14.01%
매도	0건	0%

- 본 조사자료는 투자자들에게 도움이 될 만한 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 당사의 사전 동의 없이 무단복제 및 배포할 수 없습니다.
- 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.
- 본 자료는 어떠한 경우에도 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.