

Conviction Call

실적, 배당, valuation의 3박자

Analyst 박종렬

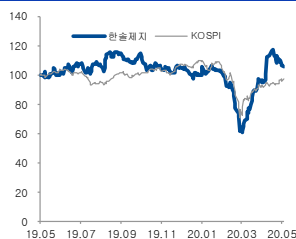
02-3787-2099 jrpark@hmsec.com

현재주가 (5/26)	14,650원		
상승여력	70.6%		
시가총액	349십억원		
발행주식수	23,801천주		
자본금/액면가	119십억원/5,000원		
52주 최고가/최저가	16,400원/8,410원		
일평균 거래대금 (60일)	2십억원		
외국인지분율	15.95%		
주요주주	한솔홀딩스 외 2인 30.59%		
주가상승률	1M	3M	6M
절대주가(%)	11.3	5.4	2.4
상대주가(%p)	5.4	11.1	9.1

* K-IFRS 개별 기준

(단위: 원)	EPS(20F)	EPS(21F)	T/P
Before	4,428	4,924	25,000
After	4,356	4,828	25,000
Consensus	4,411	4,915	22,800
Cons. 차이	-1.2%	-1.8%	9.6%

최근 12개월 주가수익률



자료: FnGuide, 현대차증권

투자포인트 및 결론

- 지난 5월초까지 상승세를 기록하던 주가가 최근 3주간 기간조정을 거치고 있는데 2차 상승을 위한 에너지 축적 기간이라고 판단함.
- 최근 주가 반등에도 불구하고 여전히 매력적인 valuation과 양호한 실적 모멘텀을 감안하면 추가적인 상승은 충분히 가능하기 때문
- 기존 BUY 의견과 목표주가 25,000원을 유지하며, 컨빅션콜 유지함. 목표주가는 올해 수익 예상 기준 P/E, P/B는 각각 5.7배, 0.9배에 불과함.

주요이슈 및 실적전망

- 2분기 별도기준 매출액 3,942억원 (YoY 4.9%), 영업이익 330억원 (YoY 50.9%)으로 전분기에 이어 양호한 실적 모멘텀 지속될 전망. 부문별로는 산업용지의 호조가 지속되는 가운데 그동안 부진했던 인쇄용지와 특수지의 수익성도 개선될 것이기 때문
- 산업용지 부문은 신종제지 생산 중단에 따른 시장점유율 확대와 함께 코로나19로 인한 택배 물량 증가(제과 및 식품 박스 수요 증가), 고지가격 하향 안정 등으로 매출액과 영업이익이 전년동기비 각각 8.3%, 29.7% 증가한 1,333억원과 240억원으로 실적 호전의 견인차 역할
- 인쇄용지 부문은 코로나19로 인한 수요감소로 외형 성장률은 낮겠지만, 펄프가격의 하향 안정세와 단가 인상 효과 등으로 양호한 수익성 유지될 전망. 특수지 부문도 코로나19로 인해 영수증(POS) 수요 감소 불가피하나 택배 물량 증가에 따른 라벨 수요는 증가할 것. 특히, 유럽 및 미국의 경제 재개로 하반기에는 수요 회복과 함께 수익성도 빠르게 개선될 전망
- 하반기에도 견조한 실적 모멘텀은 지속될 전망. 산업용지의 호조와 인쇄용지와 특수지의 실적 개선으로 영업이익 증가율(3Q 26.4%, 4Q 72.1%)은 두 자릿수로 양호한 추세가 지속될 것. 원재료인 펄프와 고지가격이 하향 안정된 상황에서 산업용지와 인쇄용지, 특수지 등의 판가 인상 효과로 인해 마진 스프레드는 확대될 전망
- 올해 연간 매출액과 영업이익은 전년비 각각 3.4%, 61.4% 증가한 1조 6,955억원과 1,501억원의 기준 전망을 유지함. 하반기 특수지 부문의 개선 폭에 따라 실적 상황 가능성 상존

주가전망 및 Valuation

- 최근 주가 반등에도 불구하고 12개월 Forward P/E, P/B 각각 3.2배, 0.5배 수준에 불과
- 실적 호전을 감안하면 DPS(주당 배당금)도 상향 조정될 가능성 높음. (지난해 기준 중간 200원, 기말 400원) 중간배당을 고려한 배당 투자도 고려할 시점임.

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 (%)
2018	1,739	121	39	201	1,643	-21.9	10.1	0.7	6.0	7.0	3.6
2019	1,640	93	29	177	1,200	-27.0	12.0	0.6	5.9	4.9	4.2
2020F	1,696	150	104	237	4,356	263.0	3.4	0.5	4.3	16.3	4.1
2021F	1,764	172	115	259	4,828	10.8	3.0	0.4	3.6	15.9	4.1
2022F	1,877	181	123	268	5,164	7.0	2.8	0.4	3.2	14.8	4.1

* K-IFRS 개별 기준

〈표1〉 한솔제지 2020년 2분기 실적 전망 (별도 기준)

(단위: 십억원, %)

구분	분기실적			증감		Consensus	
	2Q19	1Q20	2Q20F	(YoY)	(QoQ)	2Q20F	대비
매출액	376	400	394	4.8%	-1.5%	394	0.0%
영업이익	22	40	33	50.0%	-17.5%	33	0.0%
세전이익	12	28	33	175.0%	17.9%	34	-2.9%
순이익	3	25	29	866.7%	16.0%	30	-3.3%

자료: 한솔제지, 현대차증권

〈표2〉 한솔제지 연간 실적 추정 변경 내역 (별도 기준)

(단위: 십억원, %)

구분	변경 후		변경 전		변동률	
	2020F	2021F	2020F	2021F	2020F	2021F
매출액	1,696	1,764	1,696	1,764	0.0%	0.0%
영업이익	150	172	150	172	0.1%	0.3%
세전이익	127	151	129	154	-1.5%	-1.8%
지배주주순이익	104	115	105	117	-1.3%	-1.8%

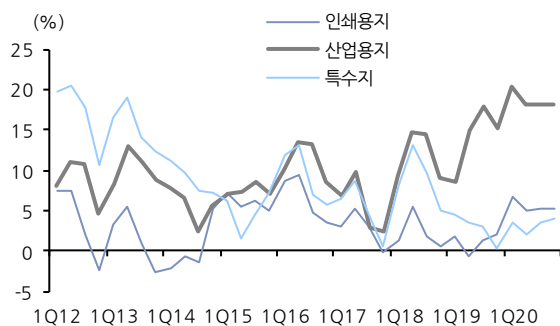
자료: 한솔제지, 현대차증권

〈표3〉 적정주주가치 산출 근거

(십억원, 천주, 원, %)	2020F	2021F	12M Forward	비고
1. 사업가치	1,188	1,300	1,235	
EBITDA	237	259		
EV/EBITDA	5.0	5.0		최근 2년간 low 평균(5.7배) 대비 12% 할인율 적용
2. 투자자산가치	7	7	7	순자산가액의 25% 할인율 적용
1) 관계기업지분투자	7	7		
2) 장기매도가능금융자산	0	0		
3. 기업가치 (=1+2)	1,195	1,307	1,242	
4. 순차입금	674	595	641	
5. 적정주주가치 (=3-4)	521	713	601	
발행주식수 (천주)	23,801	23,801	23,801	
적정주가 (원)	21,884	29,944	25,242	
현재주가 (원)	14,650	14,650	14,650	
상승여력 (%)	49.4%	104.4%	72.3%	

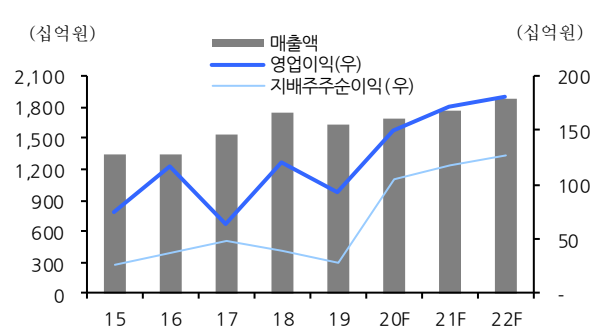
자료: 현대차증권

〈그림1〉 산업용지, 수익성 호전 추세 지속



자료: 한솔제지, 현대차증권

〈그림2〉 올해 사상 최대의 영업이익 실현 가능



자료: 한솔제지, 현대차증권

〈표4〉 한솔제지 분기별 및 연간 실적 전망 (별도 기준)

(십억원, %)	2019				2020F				2019	2020F	2021F
	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2QF	3QF	4QF			
매출액	414	376	414	437	400	394	430	472	1,640	1,696	1,764
인쇄용지	152	122	139	155	136	124	143	166	569	569	590
산업용지	112	123	129	130	130	133	133	135	494	531	546
특수지	137	118	143	148	137	125	151	167	546	579	611
기타	12	12	3	4	-2	12	3	4	30	17	17
매출총이익	60	62	73	72	84	72	79	88	268	322	325
영업이익	19	22	29	23	40	33	37	40	93	150	172
인쇄용지	3	-1	2	3	9	6	7	9	6	31	38
산업용지	9	19	23	20	26	24	24	25	71	99	109
특수지	6	4	4	0	5	2	5	7	15	19	25
기타	0	0	0	0	0	0	0	0	1	1	0
세전이익	11	12	19	11	28	33	31	34	53	127	151
순이익	9	3	14	3	25	29	24	26	29	104	115
수익성 (%)											
GPM	14.6	16.6	17.7	16.5	21.0	18.2	18.4	18.6	16.3	19.0	18.4
OPM	4.6	5.8	7.0	5.3	10.1	8.4	8.6	8.5	5.7	8.9	9.8
인쇄용지	1.8	-0.8	1.2	1.9	6.7	5.0	5.1	5.2	1.1	5.5	6.4
산업용지	8.4	15.0	17.9	15.2	20.2	18.0	18.2	18.2	14.3	18.6	20.0
특수지	4.6	3.4	3.0	0.2	3.6	2.0	3.5	4.0	2.7	3.3	4.1
기타	3.4	2.5	0.0	2.4	-9.5	2.1	2.0	2.0	2.6	3.5	2.0
RPM	2.7	3.3	4.5	2.6	7.1	8.4	7.2	7.3	3.3	7.5	8.6
NPM	2.1	0.9	3.4	0.6	6.2	7.4	5.5	5.5	1.7	6.1	6.5
성장성 (% YoY)											
매출액	-1.3	-12.1	-0.5	-8.4	-3.3	4.9	3.9	7.9	-5.7	3.4	4.1
영업이익	-19.6	-50.0	-14.7	18.5	114.3	50.9	26.4	72.1	-23.0	61.4	14.9
세전이익	-29.6	-58.9	33.4	흑전	152.8	169.4	67.1	205.0	-5.3	137.7	19.0
순이익	-29.6	-84.5	34.5	흑전	188.9	743.8	69.6	907.5	-27.0	263.0	10.8
주요가정											
GDP성장률 (실질, YoY)	1.7	2.0	2.0	2.0	2.0	2.1	2.1	2.2	2.0	2.2	2.3
민간소비 (YoY)	2.0	2.0	1.7	2.0	1.7	1.9	2.0	2.1	2.5	2.0	2.2
원/달러 (평균환율)	1,125.3	1,165.7	1,194.1	1,175.9	1,195.0	1,230.0	1,200.0	1,180.0	1,165.8	1,200.0	1,175.0
원/달러 (기말환율)	1,135.2	1,154.8	1,196.4	1,155.8	1,240.0	1,230.0	1,190.0	1,170.0	1,155.8	1,170.0	1,200.0

자료 : 한솔제지, 현대차증권

(단위:십억원)

포괄손익계산서	2018	2019	2020F	2021F	2022F
매출액	1,739	1,640	1,696	1,764	1,877
증가율 (%)	13.0	-5.7	3.4	4.0	6.4
매출원가	1,451	1,372	1,373	1,439	1,535
매출원가율 (%)	83.4	83.7	81.0	81.6	81.8
매출총이익	288	268	322	325	342
매출이익률 (%)	16.6	16.3	19.0	18.4	18.2
증가율 (%)	12.5	-6.9	20.1	0.9	5.2
판매관리비	167	175	172	153	161
판매비율 (%)	9.6	10.7	10.1	8.7	8.6
EBITDA	201	177	237	259	268
EBITDA 이익률 (%)	11.6	10.8	14.0	14.7	14.3
증가율 (%)	43.6	-11.9	33.9	9.3	3.5
영업이익	121	93	150	172	181
영업이익률 (%)	7.0	5.7	8.8	9.8	9.6
증가율 (%)	92.1	-23.1	61.3	14.7	5.2
영업외손익	-64	-39	-22	-21	-20
금융수익	6	4	3	3	3
금융비용	38	31	31	22	21
기타영업외손익	-32	-12	6	-2	-2
종속/관계기업관련손익	0	0	0	0	0
세전계속사업이익	57	53	127	151	162
세전계속사업이익률	3.3	3.2	7.5	8.6	8.6
증가율 (%)	-13.6	-7.0	139.6	18.9	7.3
법인세비용	17	25	23	36	39
계속사업이익	40	29	104	115	123
중단사업이익	-1	0	0	0	0
당기순이익	39	29	104	115	123
당기순이익률 (%)	2.2	1.8	6.1	6.5	6.6
증가율 (%)	-20.4	-25.6	258.6	10.6	7.0
지배주주지분 순이익	39	29	104	115	123
비지배주주지분 순이익	0	0	0	0	0
기타포괄이익	15	2	-0	0	0
총포괄이익	54	30	104	115	123

(단위:십억원)

현금흐름표	2018	2019	2020F	2021F	2022F
영업활동으로인한현금흐름	134	175	119	179	193
당기순이익	39	29	104	115	123
유형자산 상각비	79	83	86	86	86
무형자산 상각비	1	1	1	1	1
외환손익	2	2	5	0	0
운전자본의 감소(증가)	-37	26	-70	-23	-16
기타	50	34	-7	0	-1
투자활동으로인한현금흐름	-64	-47	-66	-85	-85
투자자산의 감소(증가)	20	16	14	0	0
유형자산의 감소	2	3	0	0	0
유형자산의 증가(CAPEX)	-79	-47	-79	-84	-84
기타	-7	-19	-1	-1	-1
재무활동으로인한현금흐름	-74	-117	59	-54	-64
차입금의 증가(감소)	46	58	31	-40	0
사채의 증가(감소)	52	-56	-73	0	-40
자본의 증가	0	0	0	0	0
배당금	-14	-14	-14	-14	-14
기타	-158	-105	115	0	-10
기타현금흐름	0	0	0	0	0
현금의증가(감소)	-4	11	112	39	44
기초현금	6	2	13	125	164
기말현금	2	13	125	164	208

* K-IFRS 개별 기준

(단위:십억원)

재무상태표	2018	2019	2020F	2021F	2022F
유동자산	513	496	679	751	820
현금성자산	2	13	125	164	208
단기투자자산	2	4	0	0	0
매출채권	237	214	246	263	273
채고자산	256	247	276	292	306
기타유동자산	16	19	32	32	32
비유동자산	1,187	1,150	1,126	1,124	1,123
유형자산	1,138	1,066	1,056	1,054	1,053
무형자산	8	9	9	9	9
투자자산	40	24	10	10	10
기타비유동자산	1	51	51	51	51
기타금융업자산	0	0	0	0	0
자산총계	1,700	1,646	1,805	1,876	1,942
유동부채	726	653	768	775	771
단기차입금	274	135	205	205	195
매입채무	104	127	120	127	133
유동성장기부채	170	214	267	267	267
기타유동부채	178	177	176	176	176
비유동부채	394	398	363	325	287
사채	295	240	166	166	126
장기차입금	66	121	152	112	112
장기금융부채	0	4	3	3	3
기타비유동부채	33	33	42	44	46
기타금융업부채	0	0	0	0	0
부채총계	1,120	1,051	1,131	1,100	1,059
지배주주지분	579	595	675	775	884
자본금	119	119	119	119	119
자본잉여금	318	318	318	318	318
자본조정 등	0	-0	-0	-0	-0
기타포괄이익누계액	43	43	43	43	43
이익잉여금	99	115	195	296	404
비지배주주지분	0	0	0	0	0
자본총계	579	595	675	775	884

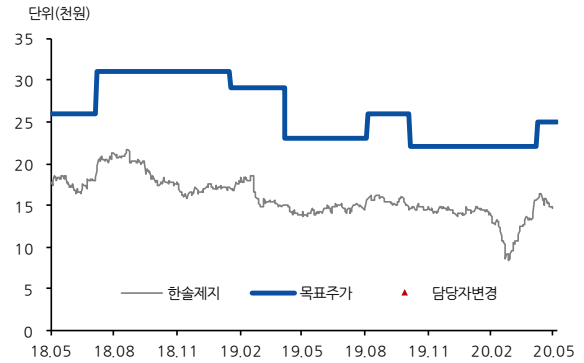
(단위:원, 배, %)

주요투자지표	2018	2019	2020F	2021F	2022F
EPS(당기순이익 기준)	1,643	1,200	4,356	4,828	5,164
EPS(지배순이익 기준)	1,643	1,200	4,356	4,828	5,164
BPS(자본총계 기준)	24,335	24,989	28,341	32,569	37,134
BPS(지배지분 기준)	24,335	24,989	28,341	32,569	37,134
DPS	600	600	600	600	600
P/E(당기순이익 기준)	10.1	12.0	3.4	3.0	2.8
P/E(지배순이익 기준)	10.1	12.0	3.4	3.0	2.8
P/B(자본총계 기준)	0.7	0.6	0.5	0.4	0.4
P/B(지배지분 기준)	0.7	0.6	0.5	0.4	0.4
EV/EBITDA(Reported)	6.0	5.9	4.3	3.6	3.2
배당수익률	3.6	4.2	4.1	4.1	4.1
성장성 (%)					
EPS(당기순이익 기준)	-21.9	-27.0	263.0	10.8	7.0
EPS(지배순이익 기준)	-21.9	-27.0	263.0	10.8	7.0
수익성 (%)					
ROE(당기순이익 기준)	7.0	4.9	16.3	15.9	14.8
ROE(지배순이익 기준)	7.0	4.9	16.3	15.9	14.8
ROA	2.3	1.7	6.0	6.2	6.4
안정성 (%)					
부채비율	193.4	176.7	167.6	141.9	119.8
순차입금비용	138.3	117.6	99.9	76.7	56.7
이자보상배율	4.5	3.8	6.9	7.9	8.8

▶ 투자 의견 및 목표주가 추이

일 자	투자 의견	목표주가	과리율(%)	
			평균	최고/최저
2018.04.09	BUY	26,000	-32.76	-28.65
2018.08.01	BUY	31,000	-40.18	-29.84
2019.02.01	AFTER 6M	31,000	-45.11	-44.52
2019.02.12	BUY	29,000	-43.48	-35.86
2019.05.02	BUY	23,000	-37.08	-32.17
2019.08.30	BUY	26,000	-40.00	-37.69
2019.10.31	BUY	22,000	-38.75	-28.64
2020.05.01	AFTER 6M	22,000	-100.00	-100.00
2020.05.04	BUY	25,000	-38.11	-34.40
2020.05.27	BUY	25,000		

▶ 최근 2년간 한솔제지 주가 및 목표주가



▶ Compliance Note

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

▶ 투자 의견 분류

- ▶ 업종 투자 의견 분류 현대차증권의 업종투자 의견은 3등급으로 구분되며 향후 6개월간 업종 펀더멘탈과 업종주가의 전망을 의미함.
 - OVERWEIGHT: 업종 펀더멘탈의 개선과 함께 업종주가의 상승 기대
 - NEUTRAL: 업종 펀더멘탈상의 유의미한 변화가 예상되지 않음
 - UNDERWEIGHT: 업종 펀더멘탈의 악화와 함께 업종주가의 하락 기대

- ▶ 현대차증권의 종목투자 의견은 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 (2019.04.01~2020.03.31)

투자등급	건수	비율(%)
매수	142건	89.9%
보유	16건	10.1%
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.