

실적으로 승부한다

Analyst 박종렬

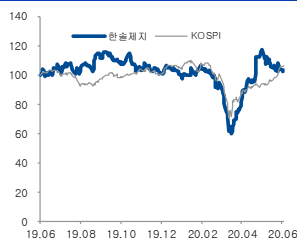
02-3787-2099 jrpark@hmsec.com

현재주가 (6/12)	14,050원		
상승여력	77.9%		
시가총액	334십억원		
발행주식수	23,801천주		
자본금/액면가	119십억원/5,000원		
52주 최고가/최저가	16,400원/8,410원		
일평균 거래대금 (60일)	3십억원		
외국인지분율	15.55%		
주요주주	한솔홀딩스 외 2 인 30.59%		
주가상승률	1M	3M	6M
절대주가(%)	-11.1	17.6	-1.1
상대주가(%p)	-20.9	3.1	-4.3

* K-IFRS 개별 기준

(단위: 원)	EPS(20F)	EPS(21F)	T/P
Before	4,356	4,828	25,000
After	4,502	4,926	25,000
Consensus	4,369	4,831	22,800
Cons. 차이	3.0%	2.0%	9.6%

최근 12개월 주가수익률



자료: FnGuide, 현대차증권

투자포인트 및 결론

- 양호한 실적 모멘텀에도 불구하고 주가 반영은 매우 더디게 진행되고 있음. 이는 지난 5월초부터 기관과 외국인들의 순매도가 지속되고 있기 때문
- 지난 1분기 어닝 서프라이즈를 기록했지만 지속 가능성에 대해 아직 확신을 갖고 있지 못한 것으로 판단됨. 기관투자자들의 우려를 2분기 실적이 말끔히 해소해 줄 것으로 보임. 하반기에도 추세적인 양호한 실적 모멘텀으로 주가 재평가 가능성은 충분함.
- 기존 BUY 의견과 목표주가 25,000원을 유지함. 목표주가는 올해와 내년 수익 예상 기준 P/E는 각각 5.6배, 5.1배에 불과함. <표3 참조>

주요이슈 및 실적전망

- 최근 담방을 통해 확인한 결과 2분기 영업실적은 당초 예상치를 초과하는 양호한 수준을 기록할 전망. 별도기준 매출액 3,999억원 (YoY 6.4%), 영업이익 356억원 (YoY 63.0%)으로 전분기에 이어 양호한 실적 모멘텀 지속될 것. 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), 고지 가격 하향 안정 등으로 매출액과 영업이익이 전년동기비 각각 14.3%, 38.4% 증가한 1,407억원과 256억원으로 전체 영업이익 증가의 견인차 역할과 함께 핵심사업으로 급부상함.
- 인쇄용지 부문은 코로나19로 인한 수요 감소로 외형 성장률은 낮겠지만, 펄프 가격의 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 28.6%, 4Q 75.9%)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

주가전망 및 Valuation

- 최근 주가 하락으로 valuation 매력도 제고. 12개월 Forward P/E, P/B 각각 3.1배, 0.5배에 불과
- 실적호전을 감안하면 올해 주당배당금은 당연히 증가할 것이고, 700~800원 수준으로 배당수익률은 5.0~5.7%임.

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	1,705	154	107	241	4,502	275.2	3.1	0.5	4.2	16.8	5.0
2021F	1,779	176	117	262	4,926	9.4	2.9	0.4	3.5	16.1	5.7
2022F	1,893	184	125	271	5,270	7.0	2.7	0.4	3.1	15.1	5.7

* 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	400	6.4%	0.0%	394	1.5%
영업이익	22	40	36	63.6%	-10.0%	33	9.1%
세전이익	12	28	36	200.0%	28.6%	33	9.1%
순이익	3	25	32	966.7%	28.0%	29	10.3%

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	1,705	1,779	1,696	1,764	0.5%	0.8%
영업이익	154	176	150	172	2.8%	2.1%
세전이익	131	154	127	151	3.3%	2.2%
지배주주순이익	107	117	104	115	3.0%	2.0%

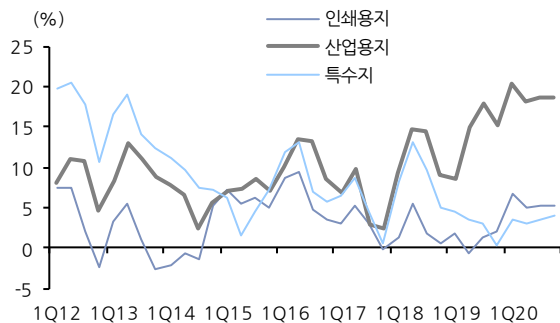
자료 : 한솔제지, 현대차증권

〈표3〉 적정주가가치 산출 근거

(십억원, 천주, 원, %)	2020F	2021F	12M Forward	비고
1. 사업가치	1,167	1,271	1,219	
EBITDA	241	262		
EV/EBITDA	4.8	4.8		최근 2년간 low 평균(5.7배) 대비 15% 할인율 적용
2. 투자자산가치	7	7	7	순자산가액의 25% 할인율 적용
1) 관계기업지분투자	7	7		
2) 장기매도가능금융자산	0	0		
3. 기업가치 (=1+2)	1,174	1,278	1,226	
4. 순차입금	672	593	633	
5. 적정주가가치 (=3-4)	502	685	593	
발행주식수 (천주)	23,801	23,801	23,801	
적정주가 (원)	21,096	28,765	24,930	
현재주가 (원)	14,050	14,050	14,050	
상승여력 (%)	50.1%	104.7%	77.4%	

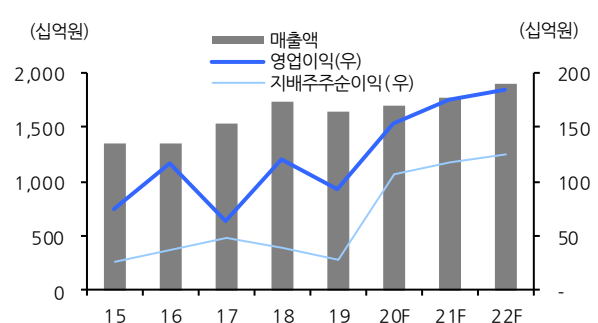
자료 : 현대차증권

〈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	400	431	474	1,640	1,705	1,779
인쇄용지	152	122	139	155	136	122	143	166	569	567	589
산업용지	112	123	129	130	130	141	134	137	494	542	562
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	73	79	88	268	324	328
영업이익	19	22	29	23	40	36	37	41	93	154	176
인쇄용지	3	-1	2	3	9	6	7	9	6	31	38
산업용지	9	19	23	20	26	26	25	25	71	102	112
특수지	6	4	4	0	5	4	5	7	15	21	25
기타	0	0	0	0	0	0	0	0	1	1	0
세전이익	11	12	19	11	28	36	32	35	53	131	154
순이익	9	3	14	3	25	32	24	27	29	107	117
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	8.9	8.7	8.6	5.7	9.0	9.9
인쇄용지	1.8	-0.8	1.2	1.9	6.7	4.9	5.1	5.2	1.1	5.5	6.4
산업용지	8.4	15.0	17.9	15.2	20.2	18.2	18.5	18.5	14.3	18.8	20.0
특수지	4.6	3.4	3.0	0.2	3.6	3.0	3.5	4.0	2.7	3.6	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	9.0	7.4	7.4	3.3	7.7	8.7
NPM	2.1	0.9	3.4	0.6	6.2	7.9	5.6	5.7	1.7	6.3	6.6
성장성 (% YoY)											
매출액	-1.3	-12.1	-0.5	-8.4	-3.3	6.4	4.2	8.5	-5.7	4.0	4.3
영업이익	-19.6	-50.0	-14.7	18.5	114.3	63.0	28.6	75.9	-23.0	65.9	13.8
세전이익	-29.6	-58.9	33.4	흑전	152.8	190.9	70.5	212.9	-5.3	145.5	17.6
순이익	-29.6	-84.5	34.5	흑전	188.9	810.9	73.1	933.5	-27.0	275.2	9.4
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	1,705	1,779	1,893
증가율 (%)	13.0	-5.7	4.0	4.3	6.4
매출원가	1,451	1,372	1,381	1,451	1,548
매출원가율 (%)	83.4	83.7	81.0	81.6	81.8
매출총이익	288	268	324	328	345
매출이익률 (%)	16.6	16.3	19.0	18.4	18.2
증가율 (%)	12.5	-6.9	20.9	1.2	5.2
판매관리비	167	175	170	152	160
판매비율 (%)	9.6	10.7	10.0	8.5	8.5
EBITDA	201	177	241	262	271
EBITDA 이익률 (%)	11.6	10.8	14.1	14.7	14.3
증가율 (%)	43.6	-11.9	36.2	8.7	3.4
영업이익	121	93	154	176	184
영업이익률 (%)	7.0	5.7	9.0	9.9	9.7
증가율 (%)	92.1	-23.1	65.6	14.3	4.5
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	131	154	165
세전계속사업이익률	3.3	3.2	7.7	8.7	8.7
증가율 (%)	-13.6	-7.0	147.2	17.6	7.1
법인세비용	17	25	24	37	40
계속사업이익	40	29	107	117	125
중단사업이익	-1	0	0	0	0
당기순이익	39	29	107	117	125
당기순이익률 (%)	2.2	1.8	6.3	6.6	6.6
증가율 (%)	-20.4	-25.6	269.0	9.3	6.8
지배주주지분 순이익	39	29	107	117	125
비지배주주지분 순이익	0	0	0	0	0
기타포괄이익	15	2	-0	0	0
총포괄이익	54	30	107	117	125

(단위:십억원)

현금흐름표	2018	2019	2020F	2021F	2022F
영업활동으로인한현금흐름	134	175	120	181	196
당기순이익	39	29	107	117	125
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	-71	-23	-16
기타	50	34	-8	0	0
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	-56	-69
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	-17	-19
기타	-158	-105	115	1	-10
기타현금흐름	0	0	0	0	0
현금의증가(감소)	-4	11	113	39	42
기초현금	6	2	13	126	165
기말현금	2	13	126	165	207

* K-IFRS 개별 기준

(단위:십억원)

재무상태표	2018	2019	2020F	2021F	2022F
유동자산	513	496	684	756	822
현금성자산	2	13	126	165	207
단기투자자산	2	4	0	0	0
매출채권	237	214	247	264	275
채고자산	256	247	278	294	308
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	1,810	1,880	1,945
유동부채	726	653	768	776	772
단기차입금	274	135	205	205	195
매입채무	104	127	121	128	134
유동성장기부채	170	214	267	267	267
기타유동부채	178	177	175	176	176
비유동부채	394	398	363	326	288
사채	295	240	166	166	126
장기차입금	66	121	152	112	112
장기금융부채	0	4	3	3	3
기타비유동부채	33	33	42	45	47
기타금융업부채	0	0	0	0	0
부채총계	1,120	1,051	1,131	1,101	1,060
지배주주지분	579	595	678	779	885
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	198	299	405
비지배주주지분	0	0	0	0	0
자본총계	579	595	678	779	885

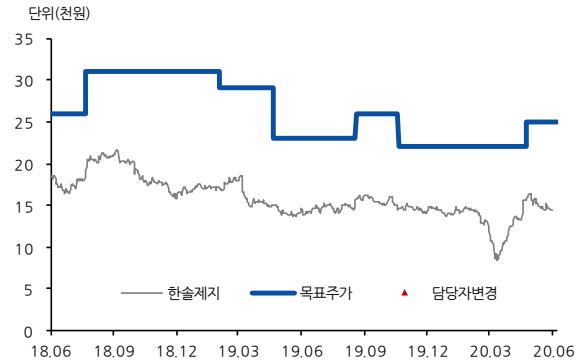
(단위:원, 배, %)

주요투자지표	2018	2019	2020F	2021F	2022F
EPS(당기순이익 기준)	1,643	1,200	4,502	4,926	5,270
EPS(지배순이익 기준)	1,643	1,200	4,502	4,926	5,270
BPS(자본총계 기준)	24,335	24,989	28,487	32,714	37,184
BPS(지배지분 기준)	24,335	24,989	28,487	32,714	37,184
DPS	600	600	700	800	800
P/E(당기순이익 기준)	10.1	12.0	3.1	2.9	2.7
P/E(지배순이익 기준)	10.1	12.0	3.1	2.9	2.7
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	4.2	3.5	3.1
배당수익률	3.6	4.2	5.0	5.7	5.7
성장성 (%)					
EPS(당기순이익 기준)	-21.9	-27.0	275.2	9.4	7.0
EPS(지배순이익 기준)	-21.9	-27.0	275.2	9.4	7.0
수익성 (%)					
ROE(당기순이익 기준)	7.0	4.9	16.8	16.1	15.1
ROE(지배순이익 기준)	7.0	4.9	16.8	16.1	15.1
ROA	2.3	1.7	6.2	6.4	6.6
안정성 (%)					
부채비율	193.4	176.7	166.9	141.4	119.7
순차입금비용	138.3	117.6	99.1	76.2	56.7
이자보상배율	4.5	3.8	7.1	8.1	8.9

▶ 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	-39.55	-34.40
2020.06.15	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 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 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 조사항목은 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.