

인쇄용지와 특수지 회복이 관건

Analyst 박종렬

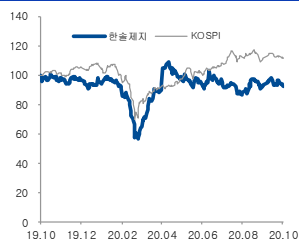
02-3787-2099 jrpark@hmsec.com

현재주가 (10/30)	13,600원		
상승여력	32.4%		
시가총액	324십억원		
발행주식수	23,801천주		
자본금/액면가	119십억원/5,000원		
52주 최고가/최저가	16,400원/8,410원		
일평균 거래대금 (60일)	3십억원		
외국인지분율	15.74%		
주요주주	한솔홀딩스 외 2 인 30.59%		
주가상승률	1M	3M	6M
절대주가(%)	-1.1	-2.8	-12.1
상대주가(%p)	-1.0	-5.5	-26.4

* K-IFRS 개별 기준

(단위: 원)	EPS(20F)	EPS(21F)	T/P
Before	4,450	4,566	25,000
After	3,482	3,289	18,000
Consensus	4,453	4,579	22,800
Cons. 차이	-21.8%	-28.2%	-21.1%

최근 12개월 주가수익률



자료: FnGuide, 현대차증권

투자포인트 및 결론

- 산업용지(백판지)는 견고한 실적 흐름을 유지했지만, 인쇄용지와 특수지의 적자 전환으로 3분기 영업실적은 다소 실망스러운 수준
- 코로나19 영향으로 내수 및 수출 물량과 판가 하락이 동시에 나타나고 있는 점이 부정적임. 당분간 실적 모멘텀은 부진한 흐름이 불가피할 전망
- 여전히 매력적인 valuation 수준을 감안해 기존 BUY 의견을 유지함. 다만, 수익예상을 하향하며 목표주가도 18,000원으로 하향 조정함. <표3 참조>

주요이슈 및 실적전망

- 3분기 별도기준 매출액 3,381억원 (YoY -18.3%), 영업이익 155억원 (YoY -46.6%)으로 그동안의 흐름과는 달리 부진한 영업실적을 기록함. 당초 전망치를 크게 하회한 것은 산업용지는 견조한 흐름을 이어갔지만, 인쇄용지와 특수지가 적자로 전환됐기 때문임.
- 코로나19 영향으로 제품 판매량과 판가에 부정적으로 작용하고 있음. 판매량에 있어서 내수는 비교적 선방하고 있지만, 수출이 큰 폭 감소함. 판매가격도 전반적인 수요 부진으로 인해 내수 가격도 하락했고, 특히 수출 가격 하락이 크게 나타남.
- 주요 원재료인 펄프와 고지가격은 글로벌 경기둔화로 하향 안정세를 보이고 있지만, 제지에 대한 수요 감소로 판가 하락이 수익성 악화로 연결되고 있음.
- 4분기 별도기준 매출액 3,991억원 (YoY -8.6%), 영업이익 212억원 (YoY -8.6%)으로 부진한 영업실적이 지속될 전망이다. 산업용지는 택배물량 증가에 따른 호조로 견고한 영업이익(분기 250억원 수준)이 유지될 것이지만, 인쇄용지와 특수지는 내수 및 수출 시장 악화로 적자가 불가피할 것이기 때문임.
- 하반기 들어 악화되고 있는 인쇄용지와 특수지의 영업실적을 감안해 올해 및 내년 연간 수익예상을 하향 조정함. 매출액은 기존 전망치 대비 각각 7.8%, 13.3% 하향 했고, 영업이익은 각각 20.7%, 25.4% 하향 조정함.
- 인쇄용지와 특수지의 경우 코로나19 영향이 완화돼야 내수 및 수출 시장이 회복될 것으로 보여 당분간 부진한 실적 흐름이 불가피할 전망이다.

주가전망 및 Valuation

- 수익예상을 큰 폭 하향 조정했지만 valuation 매력은 여전히 높은 수준을 유지하고 있음. 12개월 Forward 기준 P/E, P/B는 각각 4.1배, 0.5배 수준이며, 배당수익률도 5.0%로 배당 매력도 높음.

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	1,495	113	83	201	3,482	190.2	3.9	0.5	4.8	13.2	5.1
2021F	1,464	115	78	204	3,289	-5.5	4.1	0.4	4.4	11.3	5.9
2022F	1,547	132	93	221	3,888	18.2	3.5	0.4	3.8	12.1	5.9

* K-IFRS 개별 기준

〈표1〉 한솔제지 2020년 3분기 실적 (별도 기준)

(단위: 십억원, %)

구분	분기실적			증감		당사 전망치		Consensus	
	3Q19	2Q20	3Q20P	(YoY)	(QoQ)	3Q20P	Diff.	3Q20P	Diff.
매출액	414	358	338	-18.3%	-5.6%	412	-17.9%	412	-17.9%
영업이익	29	36	16	-46.6%	-56.9%	30	-48.3%	31	-50.0%
세전이익	19	38	12	-34.7%	-67.4%	26	-52.3%	26	-52.3%
순이익	14	36	10	-30.7%	-73.1%	20	-51.5%	21	-53.8%

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	1,495	1,464	1,622	1,688	-7.8%	-13.3%
영업이익	113	115	142	154	-20.7%	-25.4%
세전이익	95	99	124	138	-23.6%	-28.0%
지배주주순이익	83	78	106	109	-21.8%	-28.2%

자료 : 한솔제지, 현대차증권

〈표3〉 적정주주가치 산출 근거

(십억원, 천주, 원, %)	2020F	2021F	12M Forward	비고
1. 사업가치	1,007	1,023	1,021	
EBITDA	201	204		
EV/EBITDA	5.0	5.0		최근 2년간 low 평균(6.5배)대비 23% 할인율 적용
2. 투자자산가치	9	9	9	순자산가액의 25%할인율 적용
1) 관계기업지분투자	7	7		
2) 장기매도가능금융자산	2	2		
3. 기업가치 (=1+2)	1,017	1,032	1,030	
4. 순차입금	634	585	593	
5. 적정주주가치 (=3-4)	383	448	437	
발행주식수 (천주)	23,801	23,801	23,801	
적정주가 (원)	16,076	18,817	18,360	
현재주가 (원)	13,600	13,600	13,600	
상승여력 (%)	18.2%	38.4%	35.0%	

자료 : 현대차증권

〈표4〉 한솔제지 분기별 및 연간 실적 전망 (별도 기준)

(십억원, %)	2019				2020F				2019	2020F	2021F
	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3QP	4QF			
매출액	414	376	414	437	400	358	338	399	1,640	1,495	1,464
인쇄용지	152	122	139	155	136	105	105	135	569	480	457
산업용지	112	123	129	130	130	136	132	132	494	530	532
특수지	137	118	143	148	137	115	102	128	546	481	470
기타	12	12	3	4	-2	3	0	4	30	4	4
매출총이익	60	62	73	72	84	76	56	66	268	281	245
영업이익	19	22	29	23	40	36	16	21	93	113	115
인쇄용지	3	-1	2	3	9	0	-7	-3	6	0	6
산업용지	9	19	23	20	26	31	25	25	71	107	101
특수지	6	4	4	0	5	3	-2	-1	15	5	8
기타	0	0	0	0	0	1	-1	0	1	0	0
세전이익	11	12	19	11	28	38	11	17	53	95	99
순이익	9	3	14	3	25	36	9	13	29	83	78
수익성 (%)											
GPM	14.6	16.6	17.7	16.5	21.0	21.2	16.4	16.5	16.3	18.8	16.7
OPM	4.6	5.8	7.0	5.3	10.1	9.9	4.6	5.3	5.7	7.5	7.9
인쇄용지	1.8	-0.8	1.2	1.9	6.7	0.4	-6.4	-2.0	1.1	0.0	1.3
산업용지	8.4	15.0	17.9	15.2	20.2	22.9	19.0	19.0	14.3	20.3	19.0
특수지	4.6	3.4	3.0	0.2	3.6	2.4	-1.5	-1.0	2.7	1.0	1.7
기타	3.4	2.5	0.0	2.4	-9.5	44.4	325.0	1.0	2.6	3.2	1.0
RPM	2.7	3.3	4.5	2.6	7.1	10.6	3.3	4.3	3.3	6.3	6.8
NPM	2.1	0.9	3.4	0.6	6.2	10.0	2.6	3.4	1.7	5.5	5.3
성장성 (% YoY)											
매출액	-1.3	-12.1	-0.5	-8.4	-3.3	-4.7	-18.3	-8.6	-5.7	-8.8	-2.1
영업이익	-19.6	-50.0	-14.7	18.5	114.3	62.7	-46.8	-8.6	-23.0	21.1	2.1
세전이익	-29.6	-58.9	33.4	흑전	152.8	208.0	-39.5	53.1	-5.3	77.4	4.9
순이익	-29.6	-84.5	34.5	흑전	188.9	939.1	-37.0	419.0	-27.0	190.2	-5.5
주요가정											
GDP성장률 (실질, YoY)	1.7	2.0	2.0	2.0	1.4	-2.7	-1.5	-1.5	2.0	-1.1	3.1
민간소비 (YoY)	2.0	2.0	1.7	2.0	-4.8	-4.1	-4.0	-3.0	2.5	-4.0	3.8
원/달러 (평균환율)	1,125.3	1,165.7	1,194.1	1,175.9	1,195.0	1,220.0	1,190.0	1,150.0	1,165.8	1,188.8	1,116.3
원/달러 (기말환율)	1,135.2	1,154.8	1,196.4	1,155.8	1,195.0	1,220.0	1,190.0	1,150.0	1,155.8	1,150.0	1,116.3

자료 : 한솔제지, 현대차증권

	(단위:십억원)				
포괄손익계산서	2018	2019	2020F	2021F	2022F
매출액	1,739	1,640	1,495	1,464	1,547
증가율 (%)	13.0	-5.7	-8.8	-2.1	5.7
매출원가	1,451	1,372	1,214	1,219	1,287
매출원가율 (%)	83.4	83.7	81.2	83.3	83.2
매출총이익	288	268	281	245	261
매출이익률 (%)	16.6	16.3	18.8	16.7	16.9
증가율 (%)	12.5	-6.9	4.9	-12.8	6.5
판매관리비	167	175	169	130	129
판매비율 (%)	9.6	10.7	11.3	8.9	8.3
EBITDA	201	177	201	204	221
EBITDA 이익률 (%)	11.6	10.8	13.4	13.9	14.3
증가율 (%)	43.6	-11.9	13.6	1.5	8.3
영업이익	121	93	113	115	132
영업이익률 (%)	7.0	5.7	7.6	7.9	8.5
증가율 (%)	92.1	-23.1	21.5	1.8	14.8
영업외손익	-64	-39	-18	-16	-14
금융수익	6	4	4	2	3
금융비용	38	31	28	18	17
기타영업외손익	-32	-12	6	0	0
종속/관계기업관련손익	0	0	0	0	0
세전계속사업이익	57	53	95	99	118
세전계속사업이익률	3.3	3.2	6.4	6.8	7.6
증가율 (%)	-13.6	-7.0	79.2	4.2	19.2
법인세비용	17	25	12	21	25
계속사업이익	40	29	83	78	93
중단사업이익	-1	0	0	0	0
당기순이익	39	29	83	78	93
당기순이익률 (%)	2.2	1.8	5.6	5.3	6.0
증가율 (%)	-20.4	-25.6	186.2	-6.0	19.2
지배주주지분 순이익	39	29	83	78	93
비지배주주지분 순이익	0	0	0	0	0
기타포괄이익	15	2	-0	0	0
총포괄이익	54	30	83	78	93

	(단위:십억원)				
현금흐름표	2018	2019	2020F	2021F	2022F
영업활동으로인한현금흐름	134	175	153	151	168
당기순이익	39	29	83	78	93
유형자산 상각비	79	83	88	89	88
무형자산 상각비	1	1	1	1	1
외환손익	2	2	3	0	0
운전자본의 감소(증가)	-37	26	-11	-16	-14
기타	50	34	-11	-1	0
투자활동으로인한현금흐름	-64	-47	-52	-85	-85
투자자산의 감소(증가)	20	16	11	0	0
유형자산의 감소	2	3	0	0	0
유형자산의 증가(CAPEX)	-79	-47	-68	-84	-84
기타	-7	-19	5	-1	-1
재무활동으로인한현금흐름	-74	-117	5	-56	-69
차입금의 증가(감소)	46	58	38	-40	0
사채의증가(감소)	52	-56	27	0	-40
자본의 증가	0	0	0	0	0
배당금	-14	-14	-14	-17	-19
기타	-158	-105	-46	1	-10
기타현금흐름	0	0	0	0	0
현금의증가(감소)	-4	11	106	10	14
기초현금	6	2	13	119	129
기말현금	2	13	119	129	143

* K-IFRS 개별 기준

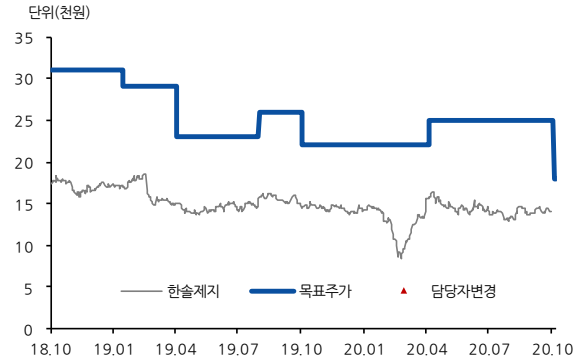
	(단위:십억원)				
재무상태표	2018	2019	2020F	2021F	2022F
유동자산	513	496	583	617	652
현금성자산	2	13	119	129	143
단기투자자산	2	4	4	4	4
매출채권	237	214	208	220	230
채고자산	256	247	234	246	257
기타유동자산	16	19	17	17	17
비유동자산	1,187	1,150	1,145	1,140	1,137
유형자산	1,138	1,066	1,054	1,049	1,045
무형자산	8	9	9	9	9
투자자산	40	24	13	13	13
기타비유동자산	1	51	69	69	70
기타금융업자산	0	0	0	0	0
자산총계	1,700	1,646	1,727	1,757	1,788
유동부채	726	653	589	595	590
단기차입금	274	135	155	155	145
매입채무	104	127	102	107	112
유동성장기부채	170	214	166	166	166
기타유동부채	178	177	166	167	167
비유동부채	394	398	475	437	400
사채	295	240	266	266	226
장기차입금	66	121	146	106	106
장기금융부채	0	4	16	16	16
기타비유동부채	33	33	47	49	52
기타금융업부채	0	0	0	0	0
부채총계	1,120	1,051	1,064	1,032	990
지배주주지분	579	595	663	725	799
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	184	245	319
비지배주주지분	0	0	0	0	0
자본총계	579	595	663	725	799

	(단위:원, 배, %)				
주요투자지표	2018	2019	2020F	2021F	2022F
EPS(당기순이익 기준)	1,643	1,200	3,482	3,289	3,888
EPS(지배순이익 기준)	1,643	1,200	3,482	3,289	3,888
BPS(자본총계 기준)	24,335	24,989	27,868	30,458	33,547
BPS(지배지분 기준)	24,335	24,989	27,868	30,458	33,547
DPS	600	600	700	800	800
P/E(당기순이익 기준)	10.1	12.0	4.0	4.2	3.5
P/E(지배순이익 기준)	10.1	12.0	4.0	4.2	3.5
P/B(자본총계 기준)	0.7	0.6	0.5	0.5	0.4
P/B(지배지분 기준)	0.7	0.6	0.5	0.5	0.4
EV/EBITDA(Reported)	6.0	5.9	4.8	4.4	3.8
배당수익률	3.6	4.2	5.1	5.9	5.9
성장성 (%)					
EPS(당기순이익 기준)	-21.9	-27.0	190.2	-5.5	18.2
EPS(지배순이익 기준)	-21.9	-27.0	190.2	-5.5	18.2
수익성 (%)					
ROE(당기순이익 기준)	7.0	4.9	13.2	11.3	12.1
ROE(지배순이익 기준)	7.0	4.9	13.2	11.3	12.1
ROA	2.3	1.7	4.9	4.5	5.2
안정성 (%)					
부채비율	193.4	176.7	160.4	142.3	124.0
순차입금비용	138.3	117.6	95.6	80.6	65.2
이자보상배율	4.5	3.8	6.0	6.4	7.7

▶ 투자 의견 및 목표주가 추이

일 자	투자 의견	목표주가	과리율(%)	
			평균	최고/최저
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	-42.71	-34.40
2020.11.02	BUY	18,000		

▶ 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 (2019.10.01~2020.09.30)

투자등급	건수	비율(%)
매수	137건	87.8%
보유	19건	12.2%
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.