

친환경 소재기업으로 성장

Analyst 박종렬

02-3787-2099 jrpark@hmsec.com

현재주가 (11/30)	14,150원	
상승여력	41.3%	
시가총액	337십억원	
발행주식수	23,801천주	
자본금/액면가	119십억원/5,000원	
52주 최고가/최저가	16,400원/8,410원	
일평균 거래대금 (60일)	3십억원	
외국인지분율	15.93%	
주요주주	한솔홀딩스 외 2인 30.59%	
추가상승률	1M	3M 6M
절대주가(%)	-1.1	7.3 -6.7
상대주가(%p)	-12.4	-4.4 -28.0

* K-IFRS 개별 기준

(단위: 원)	EPS(20F)	EPS(21F)	T/P
Before	3,482	3,289	18,000
After	3,517	3,418	20,000
Consensus	3,487	3,277	18,000
Cons. 차이	0.9%	4.3%	11.1%

최근 12개월 주가수익률



자료: FnGuide, 현대차증권

투자포인트 및 결론

- 한솔이엠이 인수를 통해 친환경 사업(소재 및 제품 상업, 환경관리 사업)을 추가함으로써 글로벌 친환경 소재기업으로 성장하는 발판을 마련함.
- 사업 포트폴리오는 기존 제지사업(인쇄용지, 감열지, 산업용지, 패키징용지, 특수지)을 근간으로 소재사업, 친환경 소재 및 제품 사업, 환경관리사업 등으로 다각화할 전망
- 내년 수익예상을 소폭 상향했고, 신성장 동력을 마련한 점을 감안해 목표주가를 20,000원으로 상향 조정함. <표3 참조>

주요이슈 및 실적전망

- 동사는 11월 19일 한솔이엠이 지분 99.99%(333억원)를 지주사인 한솔홀딩스로부터 인수했음. 한솔이엠이는 민간과 공공분야에서 환경 및 에너지, 수처리 사업을 영위하는 회사임. 인수 이유는 1) 한솔제지 공장 설비 유지 및 보전 사업부문의 경영효율화, 2) 친환경 관리사업 진출 기회 확보 등임. 동사는 이번 한솔이엠이 M&A를 통해 친환경 소재기업으로 성장할 계획임. 친환경 사업으로는 1) 비친환경 물질을 대체하는 소재 및 제품 개발, 2) 비친환경 물질 발생 최소화 소재 및 제품 개발, 3) 기 발생된 비친환경 물질을 수거, 처리 및 재활용 서비스 등임. 소재사업으로는 1) 제지 사업의 역량을 활용해 개발 가능한 소재(나노셀룰로스, 패키징 신소재), 2) 차별적인 가능성이 부과된 소재(플라스틱 대체 제품인 종이용기, PE-Free, 프로테고), 3) 비제지 연관소재(정밀화학, 스페셜케미칼), 미래 친환경 신소재(생분해, 탄소 저감, 무독성, 재활용) 등임.
- 기존 제지사업의 안정적인 현금창출력과 함께 최근 유망사업으로 부각되고 있는 친환경 사업에 대한 포트폴리오 확장은 새로운 성장 동력 마련 차원에서 긍정적으로 평가함. 안정적인 수익 창출에도 불구하고 성장성이 낮다는 이유로 저평가되어 온 동사의 주가에도 재평가의 기틀을 마련했다고 볼 수 있음.
- 현재 부진한 인쇄용지와 특수지의 경우 코로나19 영향으로 내년 1분기까지 동 추세가 불가피하나, 보수적으로 판단해도 내년 2분기부터는 실적 개선이 가능할 것임. 산업용지의 양호한 실적 흐름은 지속될 전망

주가전망 및 Valuation

- 산업용지 안정적인 이익 창출과 함께 올해 부진한 인쇄용지와 감열지도 내년에는 개선 가능함.
- 한솔이엠이를 통한 친환경 사업이 새로운 성장 동력으로 작용할 가능성은 충분하다고 판단함.

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	84	201	3,517	193.1	4.0	0.5	5.1	13.3	4.9
2021F	1,464	117	81	205	3,418	-2.8	4.1	0.5	4.6	11.7	5.7
2022F	1,547	132	94	220	3,955	15.7	3.6	0.4	4.1	12.3	5.7

* K-IFRS 개별 기준

<표1> 한솔제지 2020년 4분기 실적 전망 (별도 기준)

(단위: 십억원, %)

구분	분기실적			증감		Consensus	
	4Q19	3Q20	4Q20F	(YoY)	(QoQ)	4Q20F	대비
매출액	437	338	399	-8.7%	18.0%	399	0.0%
영업이익	23	16	21	-8.7%	31.3%	21	0.0%
세전이익	11	12	17	54.5%	41.7%	17	0.0%
순이익	3	10	13	333.3%	30.0%	13	0.0%

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	1,495	1,464	0.0%	0.0%
영업이익	113	117	113	115	-0.3%	1.6%
세전이익	96	103	95	99	0.9%	4.4%
지배주주순이익	84	81	83	78	0.8%	4.3%

자료 : 한솔제지, 현대차증권

<표3> 적정주주가치 산출 근거

(십억원, 천주, 원, %)	2020F	2021F	12M Forward	비고
1. 사업가치	1,073	1,093	1,092	
EBITDA	201	205		
EV/EBITDA	5.3	5.3		최근 2년간 low 평균(6.5배)대비 20% 할인을 적용
2. 투자자산가치	9	9	9	순자산가액의 25% 할인을 적용
1) 관계기업지분투자	7	7		
2) 장기매도가능금융자산	2	2		
3. 기업가치 (=1+2)	1,082	1,103	1,101	
4. 순차입금	692	609	616	
5. 적정주주가치 (=3-4)	390	494	485	
발행주식수 (천주)	23,801	23,801	23,801	
적정주가 (원)	16,392	20,749	20,386	
현재주가 (원)	14,150	14,150	14,150	
상승여력 (%)	15.8%	46.6%	44.1%	

자료 : 현대차증권

<표4> 한솔제지 분기별 및 연간 실적 전망 (별도 기준)

(십억원, %)	2020F				2021F				2019	2020F	2021F
	1Q	2Q	3Q	4QF	1QF	2QF	3QF	4QF			
매출액	400	358	338	399	358	342	344	420	1,640	1,495	1,464
인쇄용지	136	105	105	135	116	97	105	139	569	480	457
산업용지	130	136	132	132	129	131	134	138	494	530	532
특수지	137	115	102	128	115	111	106	138	546	481	470
기타	-2	3	0	4	-2	3	0	4	30	4	4
매출총이익	84	76	56	66	59	57	58	71	268	281	245
영업이익	40	36	16	21	23	29	31	34	93	113	117
인쇄용지	9	0	-7	-3	-1	2	3	3	6	0	7
산업용지	26	31	25	25	24	25	25	26	71	107	101
특수지	5	3	-2	-1	-1	2	3	4	15	5	9
기타	0	1	-1	0	0	0	0	0	1	0	0
세전이익	28	38	12	17	19	26	28	31	53	96	103
순이익	25	36	10	13	15	20	22	24	29	84	81
수익성 (%)											
GPM	21.0	21.2	16.4	16.5	16.6	16.7	16.7	16.8	16.3	18.8	16.7
OPM	10.1	9.9	4.6	5.3	6.4	8.5	9.0	8.1	5.7	7.5	8.0
인쇄용지	6.7	0.4	-6.4	-2.0	-1.0	2.0	2.4	2.5	1.1	0.0	1.5
산업용지	20.2	22.9	19.0	19.0	19.0	19.0	19.1	19.1	14.3	20.3	19.0
특수지	3.6	2.4	-1.5	-1.0	-0.5	2.0	2.9	2.9	2.7	1.0	1.9
기타	-9.5	44.4	325.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	2.6	3.2	1.0
RPM	7.1	10.6	3.7	4.3	5.4	7.5	8.0	7.3	3.3	6.4	7.1
NPM	6.2	10.0	2.9	3.4	4.2	6.0	6.3	5.7	1.7	5.6	5.6
성장성 (% YoY)											
매출액	-3.3	-4.7	-18.3	-8.6	-10.5	-4.5	1.8	5.3	-5.7	-8.8	-2.1
영업이익	114.3	62.7	-46.7	-8.6	-43.7	-17.8	100.2	59.8	-23.0	21.1	3.7
세전이익	152.8	208.0	-33.5	52.5	-32.2	-32.0	122.8	78.4	-5.3	79.4	7.8
순이익	188.9	939.1	-30.7	417.1	-38.4	-43.3	124.3	79.8	-27.0	193.1	-2.8
주요가정											
GDP성장률 (실질, YoY)	1.4	-2.7	-1.5	-1.5	0.7	4.7	3.8	3.2	2.0	-1.1	3.1
민간소비 (YoY)	-4.8	-4.1	-4.0	-3.0	5.0	3.0	3.0	4.0	2.5	-4.0	3.8
원/달러 (평균환율)	1,195.0	1,220.0	1,190.0	1,150.0	1,130.0	1,120.0	1,115.0	1,100.0	1,165.8	1,188.8	1,116.3
원/달러 (기말환율)	1,195.0	1,220.0	1,190.0	1,150.0	1,130.0	1,120.0	1,115.0	1,100.0	1,155.8	1,150.0	1,116.3

자료 : 한솔제지, 현대차증권

COMPANY NOTE

(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	128	129
판매비율 (%)	9.6	10.7	11.3	8.7	8.3
EBITDA	201	177	201	205	220
EBITDA 이익률 (%)	11.6	10.8	13.4	14.0	14.2
증가율 (%)	43.6	-11.9	13.6	2.0	7.3
영업이익	121	93	113	117	132
영업이익률 (%)	7.0	5.7	7.6	8.0	8.5
증가율 (%)	92.1	-23.1	21.5	3.5	12.8
영업외손익	-64	-39	-17	-14	-13
금융수익	6	4	5	4	4
금융비용	38	31	28	19	18
기타영업외손익	-32	-12	6	1	1
종속/관계기업관련손익	0	0	0	0	0
세전계속사업이익	57	53	96	103	120
세전계속사업이익률	3.3	3.2	6.4	7.0	7.8
증가율 (%)	-13.6	-7.0	81.1	7.3	16.5
법인세비용	17	25	12	22	25
계속사업이익	40	29	84	81	94
중단사업이익	-1	0	0	0	0
당기순이익	39	29	84	81	94
당기순이익률 (%)	2.2	1.8	5.6	5.5	6.1
증가율 (%)	-20.4	-25.6	189.7	-3.6	16.0
지배주주지분 순이익	39	29	84	81	94
비지배주주지분 순이익	0	0	0	0	0
기타포괄이익	15	2	-0	0	0
총포괄이익	54	30	84	81	94

(단위:십억원)

현금흐름표	2018	2019	2020F	2021F	2022F
영업활동으로인한현금흐름	134	175	98	185	150
당기순이익	39	29	84	81	94
유형자산 상각비	79	83	88	87	87
무형자산 상각비	1	1	1	1	1
외환손익	2	2	4	0	0
운전자본의 감소(증가)	-37	26	-76	15	-32
기타	50	34	-3	1	0
투자활동으로인한현금흐름	-64	-47	-50	-85	-85
투자자산의 감소(증가)	20	16	11	0	0
유형자산의 감소	2	3	0	0	0
유형자산의 증가(CAPEX)	-79	-47	-70	-84	-84
기타	-7	-19	9	-1	-1
재무활동으로인한현금흐름	-74	-117	18	-56	-69
차입금의 증가(감소)	46	58	36	-40	0
사채의 증가(감소)	52	-56	27	0	-40
자본의 증가	0	0	0	0	0
배당금	-14	-14	-14	-17	-19
기타	-158	-105	-31	1	-10
기타현금흐름	0	0	0	0	0
현금의증가(감소)	-4	11	66	43	-4
기초현금	6	2	13	79	122
기말현금	2	13	79	122	118

* K-IFRS 개별 기준

(단위:십억원)

재무상태표	2018	2019	2020F	2021F	2022F
유동자산	513	496	599	635	671
현금성자산	2	13	79	122	118
단기투자자산	2	4	0	0	0
매출채권	237	214	228	231	246
채고자산	256	247	275	265	290
기타유동자산	16	19	16	16	16
비유동자산	1,187	1,150	1,144	1,141	1,138
유형자산	1,138	1,066	1,055	1,052	1,049
무형자산	8	9	8	9	9
투자자산	40	24	13	13	13
기타비유동자산	1	51	68	67	67
기타금융업자산	0	0	0	0	0
자산총계	1,700	1,646	1,743	1,775	1,809
유동부채	726	653	600	606	601
단기차입금	274	135	170	170	160
매입채무	104	127	102	107	112
유동성장기부채	170	214	165	165	165
기타유동부채	178	177	163	164	164
비유동부채	394	398	478	441	404
사채	295	240	267	267	227
장기차입금	66	121	147	107	107
장기금융부채	0	4	14	14	14
기타비유동부채	33	33	50	53	56
기타금융업부채	0	0	0	0	0
부채총계	1,120	1,051	1,078	1,047	1,005
지배주주지분	579	595	664	729	804
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	185	249	324
비지배주주지분	0	0	0	0	0
자본총계	579	595	664	729	804

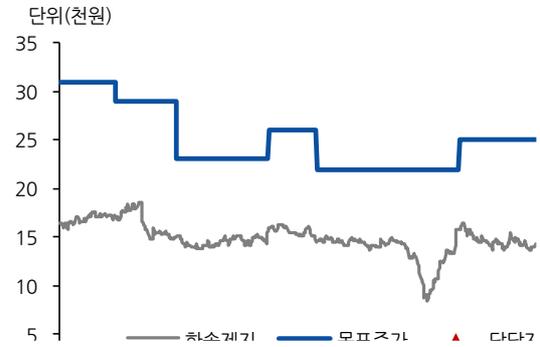
(단위:원, 배, %)

주요투자지표	2018	2019	2020F	2021F	2022F
EPS(당기순이익 기준)	1,643	1,200	3,517	3,418	3,955
EPS(지배순이익 기준)	1,643	1,200	3,517	3,418	3,955
BPS(자본총계 기준)	24,335	24,989	27,904	30,623	33,778
BPS(지배지분 기준)	24,335	24,989	27,904	30,623	33,778
DPS	600	600	700	800	800
P/E(당기순이익 기준)	10.1	12.0	4.0	4.1	3.6
P/E(지배순이익 기준)	10.1	12.0	4.0	4.1	3.6
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	5.1	4.6	4.1
배당수익률	3.6	4.2	4.9	5.7	5.7
성장성 (%)					
EPS(당기순이익 기준)	-21.9	-27.0	193.1	-2.8	15.7
EPS(지배순이익 기준)	-21.9	-27.0	193.1	-2.8	15.7
수익성 (%)					
ROE(당기순이익 기준)	7.0	4.9	13.3	11.7	12.3
ROE(지배순이익 기준)	7.0	4.9	13.3	11.7	12.3
ROA	2.3	1.7	4.9	4.6	5.3
안정성 (%)					
부채비율	193.4	176.7	162.4	143.6	125.0
순차입금비율	138.3	117.6	104.1	83.5	70.0
이자보상배율	4.5	3.8	5.9	6.3	7.5

▶ **투자의견 및 목표주가 추이**

일자	투자의견	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	-42.75	-34.40
2020.11.02	BUY	18,000	-26.87	-22.78
2020.12.01	BUY	20,000		

▶ **최근 2년간 한솔제지 주가 및 목표주가**



▶ **Compliance Note**

- 동 자료는 기관투자가 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.

▶ **투자의견 분류**

- ▶ **업종 투자의견 분류** 현대차증권의 업종투자의견은 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 종목투자의견**은 3등급으로 구분되며 향후 6개월간 추천기준일 증가대비 추천종목의 예상 상대수익률을 의미함.
 - BUY: 추천일 증가대비 초과수익률 +15%P 이상
 - MARKETPERFORM(M.PERFORM): 추천일 증가대비 초과수익률 -15% ~ +15%P 이내
 - SELL: 추천일 증가대비 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 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.