

인쇄용지와 특수지 개선이 관건

Analyst 박종렬

02-3787-2099 jrpark@hmsec.com

현재주가 (2/9)	13,500원		
상승여력	48.1%		
시가총액	321십억원		
발행주식수	23,801천주		
자본금/액면가	119십억원/5,000원		
52주 최고가/최저가	16,400원/8,410원		
일평균 거래대금 (60일)	3십억원		
외국인지분율	15.72%		
주요주주	한솔홀딩스 외 2 인 30.57%		
주가상승률	1M	3M	6M
절대주가(%)	-0.7	5.4	-2.2
상대주가(%p)	1.2	-17.6	-25.6

* K-IFRS 개별 기준

(단위: 원)	EPS(20F)	EPS(21F)	T/P
Before	3,517	3,418	20,000
After	2,715	2,932	20,000
Consensus	3,529	3,403	20,000
Cons. 차이	-23.1%	-13.8%	0.0%

최근 12개월 주가수익률



자료: FnGuide, 현대차증권

투자포인트 및 결론

- 산업용지(백판지)는 견고한 실적 흐름을 유지했지만, 인쇄용지와 특수지의 적자 폭 확대로 4분기 영업실적은 당초 전망치를 크게 하회한 부진한 실적을 기록함.
- 코로나19 영향으로 인쇄용지와 특수지의 판매량과 판가 하락이 동시에 나타나고 있는 점이 부정적임. 당분간 실적 모멘텀은 부진한 흐름이 불가피할 전망
- 여전히 매력적인 valuation 수준을 감안해 기존 BUY 의견과 목표주가 20,000원을 유지함. <표3 참조>

주요이슈 및 실적전망

- 4분기 별도기준 매출액 3,870억원 (YoY -11.4%), 영업손실 16억원 (YoY 적전)으로 그동안의 흐름과는 달리 부진한 영업실적을 기록함. 당초 전망치를 크게 하회한 것은 산업용지는 견조한 흐름을 이어갔지만, 인쇄용지와 특수지 부문의 적자 폭이 크게 확대됐기 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.
- 지난해 하반기 이후 약화되고 있는 인쇄용지와 특수지의 영업실적을 감안해 올해 연간 수익예상을 하향 조정함. 매출액과 영업이익을 기준 전망치 대비 각각 1.3%, 12.3% 하향 조정함.
- 인쇄용지와 특수지의 경우 코로나19 영향이 완화돼야 내수 및 수출 시황이 회복될 것으로 보여 당분간 부진한 실적 흐름이 불가피할 전망이다.
- 현재 부진한 인쇄용지와 특수지의 경우 코로나19 영향으로 올해 1분기까지 동 추세가 불가피하나, 2분기부터는 점진적 실적 개선이 가능할 것임. 최근 펄프 가격도 반등세를 보이고 있는데, 올해 1분기 중에 인쇄용지와 특수지의 내수 및 수출 판가에 원가부담을 얼마나 효율적으로 전가하는가가 전체 실적에 주요한 키포인트가 될 전망이다.

주가전망 및 Valuation

- 수익예상을 큰 폭 하향 조정했지만 valuation 매력은 여전히 높은 수준을 유지하고 있음.
- 12개월 Forward 기준 P/E, P/B는 각각 4.4배, 0.5배 수준이며, 배당수익률도 5.9%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	1,486	90	65	178	2,715	126.3	5.1	0.5	5.8	10.4	5.1
2021F	1,445	103	70	191	2,932	8.0	4.6	0.5	5.0	10.4	5.9
2022F	1,539	127	90	215	3,769	28.5	3.6	0.4	4.3	12.2	5.9

* K-IFRS 개별 기준

〈표1〉 한솔제지 2020년 4분기 실적 (별도 기준)

(단위: 십억원, %)

구분	분기실적			증감		당사 전망치		Consensus	
	4Q19	3Q20	4Q20P	(YoY)	(QoQ)	4Q20P	Diff.	4Q20P	Diff.
매출액	437	338	387	-11.4%	14.5%	393	-1.5%	399	-3.0%
영업이익	23	16	-2	적전	적전	21	적전	21	적전
세전이익	11	12	-5	적전	적전	17	적전	17	적전
순이익	3	10	-6	적전	적전	13	적전	13	적전

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	1,486	1,445	1,495	1,464	-0.6%	-1.3%
영업이익	90	103	113	117	-20.5%	-12.3%
세전이익	74	88	96	103	-22.9%	-14.2%
지배주주순이익	65	70	84	81	-23.1%	-13.8%

자료 : 한솔제지, 현대차증권

〈표3〉 적정주주가치 산출 근거

(십억원, 천주, 원, %)	2020F	2021F	12M Forward	비고
1. 사업가치	1,053	1,127	1,120	
EBITDA	178	191		
EV/EBITDA	5.9	5.9		최근 3년간 평균(5.9배) 적용
2. 투자자산가치	9	9	9	순자산가액의 25%할인을 적용
1) 관계기업지분투자	7	7		
2) 장기매도가능금융자산	2	2		
3. 기업가치 (=1+2)	1,062	1,136	1,130	
4. 순차입금	703	639	644	
5. 적정주주가치 (=3-4)	359	497	486	
발행주식수 (천주)	23,801	23,801	23,801	
적정주가 (원)	15,095	20,885	20,403	
현재주가 (원)	13,500	13,500	13,500	
상승여력 (%)	11.8%	54.7%	51.1%	

자료 : 현대차증권

〈표4〉 한솔제지 분기별 및 연간 실적 전망 (별도 기준)

(십억원, %)	2020P				2021F				2019	2020P	2021F
	1Q	2Q	3Q	4QP	1QF	2QF	3QF	4QF			
매출액	400	358	338	387	349	336	341	419	1,640	1,486	1,445
인쇄용지	136	105	105	132	115	99	108	144	569	477	465
산업용지	130	136	132	134	126	128	131	139	494	531	524
특수지	137	115	102	130	110	107	103	142	546	483	462
기타	-2	3	0	-9	-2	3	0	-6	30	-6	-6
매출총이익	84	76	56	65	56	53	54	67	268	280	230
영업이익	40	36	16	-2	12	27	29	34	93	90	103
인쇄용지	9	0	-7	-13	-5	2	3	4	6	-11	3
산업용지	26	31	25	22	23	23	24	25	71	104	95
특수지	5	3	-2	-11	-6	2	3	4	15	-5	4
기타	0	1	-1	1	0	0	0	0	1	1	0
세전이익	28	38	12	-5	9	24	26	30	53	74	88
순이익	25	36	10	-6	7	19	20	24	29	65	70
수익성 (%)											
GPM	21.0	21.2	16.4	16.6	15.9	15.8	15.9	16.0	16.3	18.8	15.9
OPM	10.1	9.9	4.6	-0.4	3.6	8.1	8.6	8.0	5.7	6.0	7.1
인쇄용지	6.7	0.4	-6.4	-10.1	-4.5	2.0	2.4	2.5	1.1	-2.2	0.6
산업용지	20.2	22.9	19.0	16.5	18.2	18.2	18.2	18.3	14.3	19.6	18.2
특수지	3.6	2.4	-1.5	-8.3	-5.0	2.0	2.9	2.9	2.7	-1.0	0.8
기타	-9.5	44.4	325.0	-7.9	-7.7	-7.6	-7.5	-7.5	2.6	-9.8	-7.5
RPM	7.1	10.6	3.7	-1.2	2.5	7.0	7.6	7.2	3.3	5.0	6.1
NPM	6.2	10.0	2.9	-1.5	2.0	5.5	6.0	5.7	1.7	4.3	4.8
성장성 (% YoY)											
매출액	-3.3	-4.7	-18.3	-11.4	-12.8	-6.0	0.7	7.5	-5.7	-9.4	-2.8
영업이익	114.3	62.7	-46.7	적전	-69.2	-23.5	89.8	흑전	-23.0	-3.4	14.3
세전이익	152.8	208.0	-33.5	적전	-69.0	-37.8	108.0	흑전	-5.3	38.5	19.3
순이익	188.9	939.1	-30.7	적전	-71.8	-48.1	110.8	흑전	-27.0	126.3	8.0
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	1,118.0	1,080.0	1,070.0	1,060.0	1,050.0	1,165.8	1,180.8	1,065.0
원/달러 (기말환율)	1,195.0	1,220.0	1,190.0	1,090.0	1,070.0	1,060.0	1,050.0	1,040.0	1,155.8	1,090.0	1,040.0

자료 : 한솔제지, 현대차증권

(단위:십억원)

포괄손익계산서	2018	2019	2020F	2021F	2022F
매출액	1,739	1,640	1,486	1,445	1,539
증가율 (%)	13.0	-5.7	-9.4	-2.8	6.5
매출원가	1,451	1,372	1,206	1,214	1,293
매출원가율 (%)	83.4	83.7	81.2	84.0	84.0
매출총이익	288	268	280	230	246
매출이익률 (%)	16.6	16.3	18.8	15.9	16.0
증가율 (%)	12.5	-6.9	4.5	-17.9	7.0
판매관리비	167	175	190	128	120
판매비율 (%)	9.6	10.7	12.8	8.9	7.8
EBITDA	201	177	178	191	215
EBITDA 이익률 (%)	11.6	10.8	12.0	13.2	14.0
증가율 (%)	43.6	-11.9	0.6	7.3	12.6
영업이익	121	93	90	103	127
영업이익률 (%)	7.0	5.7	6.1	7.1	8.3
증가율 (%)	92.1	-23.1	-3.2	14.4	23.3
영업외손익	-64	-39	-17	-15	-14
금융수익	6	4	5	3	3
금융비용	38	31	28	19	18
기타영업외손익	-32	-12	6	1	1
종속/관계기업관련손익	0	0	1	0	0
세전계속사업이익	57	53	74	88	114
세전계속사업이익률	3.3	3.2	5.0	6.1	7.4
증가율 (%)	-13.6	-7.0	39.6	18.9	29.5
법인세비용	17	25	9	19	24
계속사업이익	40	29	65	70	90
중단사업이익	-1	0	0	0	0
당기순이익	39	29	65	70	90
당기순이익률 (%)	2.2	1.8	4.4	4.8	5.8
증가율 (%)	-20.4	-25.6	124.1	7.7	28.6
지배주주지분 순이익	39	29	65	70	90
비지배주주지분 순이익	0	0	0	0	0
기타포괄이익	15	2	-0	0	0
총포괄이익	54	30	65	70	90

(단위:십억원)

현금흐름표	2018	2019	2020F	2021F	2022F
영업활동으로인한현금흐름	134	175	87	166	144
당기순이익	39	29	65	70	90
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	-68	8	-34
기타	50	34	-3	0	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	55	25	-10
기초현금	6	2	13	68	92
기말현금	2	13	68	92	82

* K-IFRS 개별 기준

(단위:십억원)

재무상태표	2018	2019	2020F	2021F	2022F
유동자산	513	496	576	604	636
현금성자산	2	13	68	92	82
단기투자자산	2	4	0	0	0
매출채권	237	214	223	230	247
채고자산	256	247	269	265	291
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	1,720	1,744	1,774
유동부채	726	653	597	605	602
단기차입금	274	135	170	170	160
매입채무	104	127	99	107	112
유동성장기부채	170	214	165	165	165
기타유동부채	178	177	163	163	165
비유동부채	394	398	477	441	404
사채	295	240	267	267	227
장기차입금	66	121	147	107	107
장기금융부채	0	4	14	14	14
기타비유동부채	33	33	49	53	56
기타금융업부채	0	0	0	0	0
부채총계	1,120	1,051	1,075	1,046	1,005
지배주주지분	579	595	645	698	769
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	165	219	289
비지배주주지분	0	0	0	0	0
자본총계	579	595	645	698	769

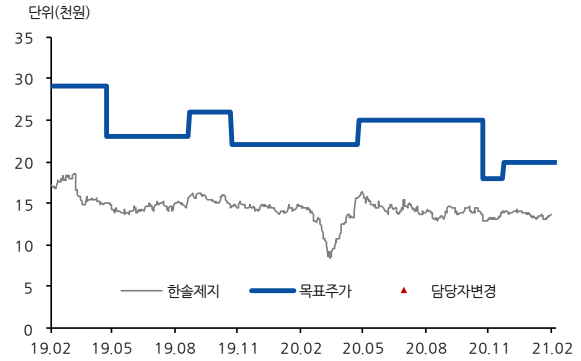
(단위:원, 배, %)

주요투자지표	2018	2019	2020F	2021F	2022F
EPS(당기순이익 기준)	1,643	1,200	2,715	2,932	3,769
EPS(지배순이익 기준)	1,643	1,200	2,715	2,932	3,769
BPS(자본총계 기준)	24,335	24,989	27,102	29,335	32,304
BPS(지배지분 기준)	24,335	24,989	27,102	29,335	32,304
DPS	600	600	700	800	800
P/E(당기순이익 기준)	10.1	12.0	5.1	4.6	3.6
P/E(지배순이익 기준)	10.1	12.0	5.1	4.6	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	5.8	5.0	4.3
배당수익률	3.6	4.2	5.1	5.9	5.9
성장성 (%)					
EPS(당기순이익 기준)	-21.9	-27.0	126.3	8.0	28.5
EPS(지배순이익 기준)	-21.9	-27.0	126.3	8.0	28.5
수익성 (%)					
ROE(당기순이익 기준)	7.0	4.9	10.4	10.4	12.2
ROE(지배순이익 기준)	7.0	4.9	10.4	10.4	12.2
ROA	2.3	1.7	3.8	4.0	5.1
안정성 (%)					
부채비율	193.4	176.7	166.6	149.8	130.7
순차입금비용	138.3	117.6	108.9	91.5	77.9
이자보상배율	4.5	3.8	4.7	5.5	7.2

▶ 투자 의견 및 목표주가 추이

일 자	투자 의견	목표주가	과리율(%)	
			평균	최고/최저
2018.08.23	BUY	31,000	-41.20	-29.84
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	-26.60	-21.39
2020.12.01	BUY	20,000	-31.67	-29.00
2021.02.10	BUY	20,000		

▶ 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 (2020.01.01~2020.12.31)

투자등급	건수	비율(%)
매수	145건	89%
보유	18건	11%
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.