

실적 저점 통과

Analyst 박종렬

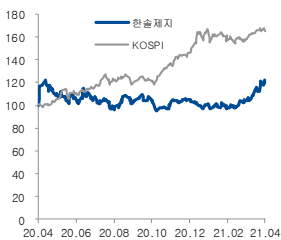
02-3787-2099 jrpark@hmsec.com

현재주가 (4/30)	15,600원
상승여력	47.4%
시가총액	371십억원
발행주식수	23,801천주
자본금/액면가	119십억원/5,000원
52주 최고가/최저가	16,450원/12,800원
일평균 거래대금 (60일)	3십억원
외국인지분율	15.21%
주요주주	한솔홀딩스 외 2인 30.57%
주가상승률	1M 3M 6M
절대주가(%)	14.9 24.2 17.0
상대주가(%p)	9.9 16.5 -14.2

* K-IFRS 개별 기준

(단위: 원)	EPS(21F)	EPS(22F)	T/P
Before	2,932	3,769	20,000
After	3,178	3,982	23,000
Consensus	2,941	3,781	19,500
Cons. 차이	8.1%	5.3%	17.9%

최근 12개월 주가수익률



자료: FnGuide, 현대차증권

투자포인트 및 결론

- 1분기 영업실적이 비록 부진했지만, 당초 전망치에 비해 양호한 수준을 기록함. 인쇄용지와 특수지의 적자 폭이 크게 축소됐기 때문임.
- 지난해 하반기 이후 약화됐던 실적 모멘텀은 회복되고 있는 중. 견조한 산업용지 실적과 함께 인쇄용지와 특수지 부문도 영업이익 증가에 기여하는 모습으로 하반기 실적 모멘텀 큰 폭 개선될 전망이다.
- 수익예상을 상향 조정하며 목표주가를 23,000원으로 상향 조정함. 목표주가는 가치합산방식으로 산출했고, EV/EBITDA 할인율을 최근 3년간 low 평균치(5.9배)를 적용함. <표3 참조>

주요이슈 및 실적전망

- 1분기 별도기준 매출액 3,874억원 (YoY -3.1%), 영업이익 194억원 (YoY -52.0%)으로 부진한 영업실적을 기록했지만, 당초 전망치는 상회함. 긍정적인 점은 지난해 4분기를 저점으로 실적이 회복세를 보이고 있다는 것임. 당초 전망치를 상회한 것은 산업용지가 견조한 흐름을 이어간 가운데, 인쇄용지와 특수지 부문의 적자 폭이 크게 감소했기 때문임.
- 지난해 하반기 이후 약화된 실적 모멘텀은 올해 3분기부터 크게 개선될 전망이다. 2분기 중에는 산업용지 부문의 증속 관련 투자로 인해 일시적인 조업중단 영향으로 산업용지 부문의 영업이익이 다소 감소할 것으로 보여 2분기까지는 다소 부진한 실적이 불가피할 전망이다.
- 하반기에는 산업용지의 매출액 확대와 함께 영업이익 증가가 가능할 것이고, 부진했던 인쇄용지와 특수지도 호전되면서 전체 영업이익 증가에 기여할 것임.
- 주요 원재료인 펄프와 고지가격은 상반된 흐름을 보이고 있음. 고지가격은 하향 안정화되고 있지만, 펄프가격은 글로벌 경기회복과 중국 수입수요 증가로 가파른 상승세를 보이고 있음. 펄프 계열인 인쇄용지와 특수지의 수출판가는 펄프가격과 연동해 반등하고 있고, 내수가격은 수요업체들과 협상을 통해 단계적으로 인상을 시도하고 있음.
- 당초 예상보다 양호했던 1분기 실적을 감안해 연간 수익예상을 상향 조정함. 매출액과 영업이익을 기존 전망치 대비 각각 4.0%, 9.3% 상향 조정함.

주가전망 및 Valuation

- 최근 주가 상승에도 불구하고, valuation 매력은 여전히 높은 수준을 유지하고 있음.
- 12개월 Forward 기준 P/E, P/B는 각각 4.6배, 0.5배 수준이며, 배당수익률도 5.1%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 (%)
2019	1,640	93	29	177	1,200	-27.0	12.0	0.6	5.9	4.9	4.2
2020	1,483	90	65	180	2,713	126.1	5.1	0.5	5.7	10.4	5.1
2021F	1,528	115	76	203	3,178	17.1	4.9	0.5	5.1	11.3	5.1
2022F	1,629	139	95	227	3,982	25.3	3.9	0.5	4.4	12.8	5.1
2023F	1,716	146	101	233	4,240	6.5	3.7	0.4	4.0	12.3	5.1

* K-IFRS 개별 기준

〈표1〉 한솔제지 2021년 1분기 실적 (별도 기준)

(단위: 십억원, %)

구분	분기실적			증감		당사 전망치		Consensus	
	1Q20	4Q20	1Q21P	(YoY)	(QoQ)	1Q21P	Diff.	1Q21P	Diff.
매출액	400	387	387	-3.2%	0.1%	354	9.4%	349	11.0%
영업이익	40	-2	19	-51.5%	흑전	15	29.3%	12	61.7%
세전이익	28	-5	15	-45.0%	흑전	10	54.0%	9	71.1%
순이익	25	-6	12	-52.8%	흑전	8	47.5%	7	68.6%

자료 : 한솔제지, 현대차증권

〈표2〉 한솔제지 연간 실적 추정 변경 내역 (별도 기준)

(단위: 십억원, %)

구분	변경 후		변경 전		변동률	
	2021F	2022F	2021F	2022F	2021F	2022F
매출액	1,528	1,629	1,469	1,564	4.0%	4.2%
영업이익	115	139	105	130	9.3%	7.1%
세전이익	96	120	86	111	11.9%	8.5%
지배주주순이익	76	95	68	88	11.2%	7.7%

자료 : 한솔제지, 현대차증권

〈표3〉 적정주주가치 산출 근거

(십억원, 천주, 원, %)	2021F	2022F	12M Forward	비고
1. 사업가치	1,119	1,251	1,174	
EBITDA	203	227		
EV/EBITDA	5.5	5.5		최근 3년간 low 평균(5.5배) 적용
2. 투자자산가치	33	33	33	순자산가액의 25%할인을 적용
1) 관계기업지분투자	32	32		
2) 장기매도가능금융자산	1	1		
3. 기업가치 (=1+2)	1,151	1,283	1,206	
4. 순차입금	671	636	656	
5. 적정주주가치 (=3-4)	481	648	550	
발행주식수 (천주)	23,801	23,801	23,801	
적정주가 (원)	20,190	27,207	23,114	
현재주가 (원)	15,600	15,600	15,600	
상승여력 (%)	29.4%	74.4%	48.2%	

자료 : 현대차증권

〈표4〉 한솔제지 분기별 및 연간 실적 전망 (별도 기준)

(십억원, %)	2020				2021F				2020	2021F	2022F
	1Q	2Q	3Q	4Q	1QP	2QF	3QF	4QF			
매출액	400	358	338	390	387	353	354	434	1,486	1,528	1,629
인쇄용지	136	105	105	132	137	101	109	146	477	493	515
산업용지	130	136	132	134	130	140	141	150	531	561	589
특수지	137	115	102	130	129	110	104	145	483	487	538
기타	-2	3	0	-6	-8	3	0	-6	-6	-12	-12
매출총이익	84	76	56	47	64	74	76	73	263	286	290
영업이익	40	36	16	-2	19	27	32	37	90	115	139
인쇄용지	9	0	-7	-13	-3	2	3	4	-11	7	14
산업용지	26	31	25	22	24	22	26	27	104	99	107
특수지	5	3	-2	-11	-4	3	3	4	-5	6	15
기타	0	1	-1	1	2	-1	0	2	1	3	3
세전이익	28	38	12	-5	15	22	27	32	74	96	120
순이익	25	36	10	-6	12	17	21	26	65	76	95
수익성 (%)											
GPM	21.0	21.2	16.4	12.1	16.5	20.8	21.5	16.8	17.7	18.7	17.8
OPM	10.1	9.9	4.6	-0.4	5.0	7.5	9.0	8.6	6.0	7.5	8.5
인쇄용지	6.7	0.4	-6.4	-10.1	-2.0	2.3	2.7	2.8	-2.2	1.3	2.7
산업용지	20.2	22.9	19.0	16.5	18.2	16.0	18.2	18.2	19.6	17.7	18.2
특수지	3.6	2.4	-1.5	-8.3	-2.8	2.3	2.9	2.9	-1.0	1.3	2.8
기타	-9.5	44.4	325.0	-7.9	-24.4	-24.3	-24.0	-23.6	-9.8	-24.0	-23.9
RPM	7.1	10.6	3.7	-1.2	4.0	6.1	7.6	7.5	5.0	6.3	7.4
NPM	6.2	10.0	2.9	-1.5	3.0	4.8	6.0	5.9	4.3	4.9	5.8
성장성 (% YoY)											
매출액	-3.3	-4.7	-18.3	-10.7	-3.1	-1.4	4.7	11.3	-9.4	2.9	6.6
영업이익	114.3	62.7	-46.7	적전	-52.0	-25.4	104.6	흑전	-3.4	27.7	21.2
세전이익	152.8	208.0	-33.5	적전	-45.8	-43.0	116.5	흑전	38.5	30.0	25.2
순이익	188.9	939.1	-30.7	적전	-52.3	-52.5	119.3	흑전	126.1	17.1	25.3
주요가정											
GDP성장률 (실질, YoY)	1.4	-2.7	-1.5	-1.5	0.7	4.7	3.8	3.2	-1.1	3.1	2.3
민간소비 (YoY)	-4.8	-4.1	-4.0	-3.0	5.0	3.0	3.0	4.0	-4.0	3.8	2.2
원/달러 (평균환율)	1,195.0	1,220.0	1,188.0	1,118.0	1,115.0	1,110.0	1,095.0	1,080.0	1,180.3	1,180.3	1,093.8
원/달러 (기말환율)	1,219.0	1,199.0	1,165.0	1,089.0	1,110.0	1,100.0	1,090.0	1,080.0	1,089.0	1,080.0	1,070.0

자료 : 한솔제지, 현대차증권

(단위:십억원)

포괄손익계산서	2019	2020	2021F	2022F	2023F
매출액	1,640	1,483	1,528	1,629	1,716
증가율 (%)	-5.7	-9.6	3.0	6.6	5.3
매출원가	1,372	1,220	1,242	1,339	1,428
매출원가율 (%)	83.7	82.3	81.3	82.2	83.2
매출총이익	268	263	286	290	289
매출이익률 (%)	16.3	17.7	18.7	17.8	16.8
증가율 (%)	-6.9	-1.9	8.7	1.4	-0.3
판매관리비	175	173	171	151	143
판매비율 (%)	10.7	11.7	11.2	9.3	8.3
EBITDA	177	180	203	227	233
EBITDA 이익률 (%)	10.8	12.1	13.3	13.9	13.6
증가율 (%)	-11.9	1.7	12.8	11.8	2.6
영업이익	93	90	115	139	146
영업이익률 (%)	5.7	6.1	7.5	8.5	8.5
증가율 (%)	-23.1	-3.2	27.8	20.9	5.0
영업외손익	-39	-16	-20	-19	-18
금융수익	4	10	0	1	1
금융비용	31	26	17	17	16
기타영업외손익	-12	-0	-3	-3	-3
종속/관계기업관련손익	0	0	1	0	0
세전계속사업이익	53	74	96	120	128
세전계속사업이익률	3.2	5.0	6.3	7.4	7.5
증가율 (%)	-7.0	39.6	29.7	25.0	6.7
법인세비용	25	9	21	26	27
계속사업이익	29	65	76	95	101
중단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익	29	65	76	95	101
당기순이익률 (%)	1.8	4.4	5.0	5.8	5.9
증가율 (%)	-25.6	124.1	16.9	25.0	6.3
지배주주지분 순이익	29	65	76	95	101
비지배주주지분 순이익	0	0	0	0	0
기타포괄이익	2	-3	0	0	0
총포괄이익	30	62	76	95	101

(단위:십억원)

현금흐름표	2019	2020	2021F	2022F	2023F
영업활동으로인한현금흐름	175	120	124	139	180
당기순이익	29	65	76	95	101
유형자산 상각비	83	87	87	87	87
무형자산 상각비	1	2	1	1	1
외환손익	2	-0	0	0	0
운전자본의 감소(증가)	26	-42	-41	-44	-9
기타	34	8	1	0	0
투자활동으로인한현금흐름	-47	-84	-85	-85	-85
투자자산의 감소(증가)	16	-20	0	0	0
유형자산의 감소	3	0	0	0	0
유형자산의 증가(CAPEX)	-47	-65	-84	-84	-84
기타	-19	1	-1	-1	-1
재무활동으로인한현금흐름	-117	-28	-16	-69	-69
차입금의 증가(감소)	58	-27	0	0	0
사채의 증가(감소)	-56	81	0	-40	-50
자본의 증가	0	0	0	0	0
배당금	-14	-14	-17	-19	-19
기타	-105	-68	1	-10	0
기타현금흐름	0	0	0	0	0
현금의증가(감소)	11	8	23	-15	26
기초현금	2	13	21	44	29
기말현금	13	21	44	29	55

* K-IFRS 개별 기준

(단위:십억원)

재무상태표	2019	2020	2021F	2022F	2023F
유동자산	496	496	578	613	657
현금성자산	13	21	44	29	55
단기투자자산	4	6	6	6	6
매출채권	214	210	239	259	269
채고자산	247	248	277	308	316
기타유동자산	19	11	11	11	11
비유동자산	1,150	1,163	1,159	1,156	1,153
유형자산	1,066	1,039	1,036	1,033	1,030
무형자산	9	14	14	13	13
투자자산	24	44	44	44	44
기타비유동자산	51	66	65	66	66
기타금융업자산	0	0	0	0	0
자산총계	1,646	1,659	1,737	1,769	1,811
유동부채	653	560	574	568	575
단기차입금	135	92	92	82	82
매입채무	127	92	105	108	115
유동성장기부채	214	203	203	203	203
기타유동부채	177	173	174	175	175
비유동부채	398	457	461	424	376
사채	240	320	320	280	230
장기차입금	121	85	85	85	85
장기금융부채	4	12	12	12	12
기타비유동부채	33	40	44	47	49
기타금융업부채	0	0	0	0	0
부채총계	1,051	1,016	1,035	992	952
지배주주지분	595	642	701	777	859
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	115	163	222	298	379
비지배주주지분	0	0	0	0	0
자본총계	595	642	701	777	859

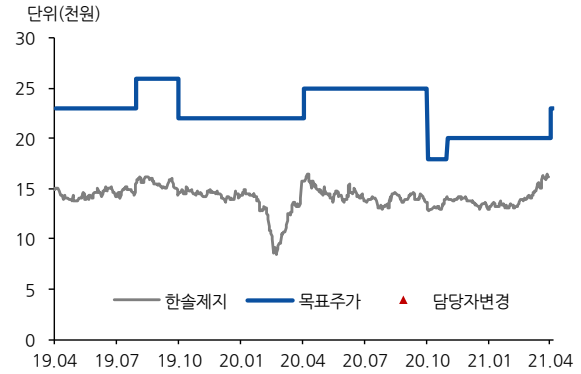
(단위:원, 배, %)

주요투자지표	2019	2020	2021F	2022F	2023F
EPS(당기순이익 기준)	1,200	2,713	3,178	3,982	4,240
EPS(지배순이익 기준)	1,200	2,713	3,178	3,982	4,240
BPS(자본총계 기준)	24,989	26,990	29,469	32,651	36,091
BPS(지배지분 기준)	24,989	26,990	29,469	32,651	36,091
DPS	600	600	700	800	800
P/E(당기순이익 기준)	12.0	5.1	4.9	3.9	3.7
P/E(지배순이익 기준)	12.0	5.1	4.9	3.9	3.7
P/B(자본총계 기준)	0.6	0.5	0.5	0.5	0.4
P/B(지배지분 기준)	0.6	0.5	0.5	0.5	0.4
EV/EBITDA(Reported)	5.9	5.7	5.1	4.4	4.0
배당수익률	4.2	5.1	5.1	5.1	5.1
성장성 (%)					
EPS(당기순이익 기준)	-27.0	126.1	17.1	25.3	6.5
EPS(지배순이익 기준)	-27.0	126.1	17.1	25.3	6.5
수익성 (%)					
ROE(당기순이익 기준)	4.9	10.4	11.3	12.8	12.3
ROE(지배순이익 기준)	4.9	10.4	11.3	12.8	12.3
ROA	1.7	3.9	4.5	5.4	5.6
안정성 (%)					
부채비율	176.7	158.2	147.6	127.6	110.8
순차입금비용	117.6	107.8	95.6	81.8	65.2
이자보상배율	3.8	4.8	6.8	8.3	9.4

▶ 투자 의견 및 목표주가 추이

일 자	투자 의견	목표주가	과리율(%)	
			평균	최고/최저
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	-30.14	-17.75
2021.05.03	BUY	23,000		

▶ 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 (2020.04.01~2021.03.31)

투자등급	건수	비율(%)
매수	144건	88.3%
보유	19건	11.7%
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.