

Company Update

Analyst 김 장 원

02) 6915-5661  
jwkim@ibks.com

매수 (유지)

목표주가	7,100원
현재가 (5/15)	4,485원

KOSPI (5/15)	2,092.78pt
시가총액	208십억원
발행주식수	47,184천주
액면가	5,000원
52주 최고가	5,643원
최저가	3,898원
60일 일평균거래대금	0십억원
외국인 지분율	10.1%
배당수익률 (2019F)	2.2%

주주구성	
조동길 외 4 인	20.40%

주가상승률	1M	6M	12M
상대기준	3%	4%	4%
절대기준	-4%	5%	-12%

	현재	직전	변동
투자 의견	매수	매수	-
목표주가	7,100	7,100	-
EPS(19)	575	229	▲
EPS(20)	669	395	▲

한솔홀딩스 주가추이



본 조사분석자료는 당사 리서치센터에서 신뢰할 만한 자료 및 정보를 바탕으로 작성한 것이나 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으며, 과거의 자료를 기초로 한 투자참고 자료로서 향후 주가 움직임은 과거의 패턴과 다를 수 있습니다. 고객께서는 자신의 판단과 책임 하에 종목 선택이나 투자시기에 대해 최종 결정하시기 바라며, 본 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

# 한솔홀딩스 (004150)

## 반등 가능성 확인

### 기대 이상의 실적을 기록한 19.1Q

연결 대상 종속기업이 한솔페이퍼텍, 한솔개발, 한솔PNS, 한솔이엠이로 지난해보다 좋은 실적을 기록했다. 수익 기여도가 큰 한솔페이퍼텍과 한솔이엠이의 실적이 개선되었기 때문에 특히 한솔이엠이는 지난해 30억원대의 영업적자에서 15억원의 흑자를 시현했다. 한솔제지, 한솔테크닉스, 한솔로지스틱 등은 지분법손익 대상 계열사로 지분법이익도 지난해보다 많았는데, 한솔제지가 지난해와 거의 유사한 수준이었고, 무엇보다 한솔테크닉스의 수익 개선이 눈에 띈다.

### 지난해를 기점으로 수익구조 개선 확인

지난해 4분기 일회성 비용으로 대규모 손실을 기록했던 한솔테크닉스가 전방산업의 업황이 좋았다고 볼 수 없는 금년 1분기에 매출이 지난해 네개 분기보다 많았고, 수익성도 개선되었다. 지난해 있었던 비수익자산의 정리가 수익구조 개선에 한 몫을 한 듯하다. 2년연속 발생했던 한솔개발의 유형자산 손상차손을 연초에 발생 여부를 예상하는 것은 빠른 감이 없지 않으나, 지주의 한솔개발 장부가액이 크게 줄어든 상황에서 가능성은 낮다고 보며 더구나 매각을 추진하고 있어 성사 여부에 따라 부담이 완전히 사라질 수도 있다. 플랜트 기자재를 생산하는 한솔이엠이는 수주잔고의 감소로 2018년 수익이 감소했었으나, 2019년 신규 수주가 발생하는 등 매출 여건이 나아져 지난해보다는 개선될 전망이다.

### 투자심리 회복

지난해 4분기 주요 계열사가 대규모 손실을 기록했고, 배당도 지급하지 못하는 등 투자심리가 훼손되었었다. 주주총회에서 주주제안까지 받았던 한솔홀딩스는 주주가치 제고를 위해 적극 노력한다는 방침아래 안정적인 실적 흐름은 투자심리가 회복되는데 큰 도움이 될 전망이다. 투자의견 매수와 목표주가 7,100원을 유지한다.

(단위:십억원,배)	2017	2018	2019F	2020F	2021F
매출액	687	699	741	773	792
영업이익	26	38	51	55	57
세전이익	-63	-16	34	41	46
지배주주손익	-55	-39	27	31	35
EPS(원)	-1,184	-841	575	669	760
증가율(%)	적지	적지	흑전	16.4	13.6
영업이익률(%)	3.7	5.5	6.8	7.1	7.2
순이익률(%)	-12.6	-5.9	3.8	4.2	4.7
ROE(%)	-11.1	-8.9	6.3	6.9	7.4
PER	-3.9	-5.9	7.8	6.7	5.9
PBR	0.5	0.6	0.5	0.4	0.4
EV/EBITDA	7.3	5.1	3.8	3.3	2.9

자료: Company data, IBK투자증권 예상

## 실적 분석

### 지주 실적

지주 별도기준 매출이 전년대비 8.1% 증가했다. 상표사용수익이 35.4억원으로 전년동기대비 7.8% 증가했고, 경영자문수익이 22억원으로 21.3% 늘었다. 순이익의 전년동기대비 감소폭이 큰 것은 지난해 법인세 환급이 있었기 때문이다.

지주의 연결 대상 중속기업은 한솔개발, 한솔PNS, 한솔페이퍼텍, 한솔이엠으로 연결 매출액은 1,675억원으로 전년동기대비 9.5% 증가했고, 영업이익은 109억원으로 전년동기대비 142.2% 증가했으며, 순이익은 81억원으로 전년동기대비 440.0% 증가했다.

한솔개발은 매출이 늘었지만, 적자규모가 늘었고, 한솔PNS는 매출과 수익 모두 감소했다. 그렇지만 한솔페이퍼텍과 한솔이엠이는 매출이 각각 72%, 8% 늘었고, 두 회사 모두 적자에서 흑자로 전환했다.

표 1. 2019년 1분기 한솔홀딩스의 별도 및 연결 실적

(억원, %)

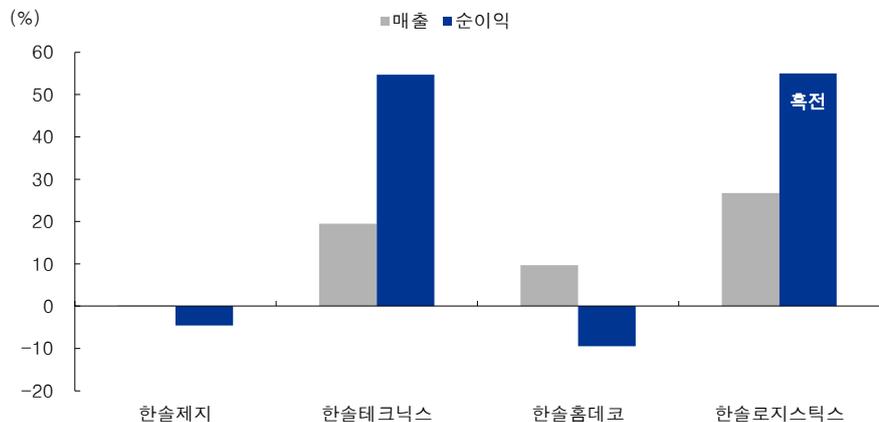
	별도			연결		
	19.1Q	18.1Q	YoY	19.1Q	18.1Q	YoY
매출액	93	86	8.1	1,675	1,530	9.5
영업이익	52	53	-1.9	109	45	142.2
순이익	46	64	-28.1	81	15	440.0

자료: 사업보고서, IBK투자증권

### 지분법 대상 자회사 실적

연결실적에서 관계기업 및 공동기업투자관련 손익이 46억원으로 전년동기대비 14.3% 증가했다. 한솔제지, 한솔테크닉스, 한솔홈데코, 한솔인티큐브, 한솔로지스틱스 등이 해당기업으로 이중에서 기여도가 가장 큰 한솔제지는 매출이 지난해와 비슷하고, 이익은 규모면에서 지난해와 비슷한 수준이다. 한솔테크닉스는 매출과 순이익이 전년동기대비 19.5%, 54.7% 증가했다.

그림 1. 연결 지분법대상 계열사의 매출과 순이익의 전년동기대비 증감률



주: 한솔로지스틱스는 전년동기대비 흑자 전환. 자료: 사업보고서, IBK투자증권

## 실적 전망

2019년 1분기 한솔홀딩스의 연결 매출, 영업이익, 순이익은 당사 추정치대비 +5.1%, +60.3%, +80.0%를 기록했다. 수익에서 격차가 컸던 것은 주력 계열사의 실적 개선과 사업부 구조조정의 효과를 간과한 이유라고 보여진다.

한솔페이퍼텍과 한솔제지는 골판지와 인쇄용지, 특수지를 생산하는 제지사업자이고, 지류를 유통하는 한솔PNS도 제지업종으로 분류할 수 있는데, 비교적 안정적인 수익이 유지될 수 있을 전망이다. 1분기에 보여준 한솔테크닉스의 실적은 전망을 하는데 있어 유의미한 수치라고 생각한다.

1분기 실적이 예상을 크게 상회한 점과 향후 전망을 고려해서 지주의 연간 실적 전망을 다음과 같이 상향 조정한다.

표 2. 연간 실적 전망 변경

(억원, %)

	2019년			2020년		
	변경후	변경전	변동률	변경후	변경전	변동률
매출액	7,413	7,234	2.5	7,726	7,429	4.0
영업이익	508	385	31.9	545	409	33.2
순이익	279	113	146.9	327	194	68.5

자료: 사업보고서, IBK투자증권

## 투자의견

1분기 기대이상의 실적을 반영해 연간 실적을 상향 조정함에 따라 한솔홀딩스에 대한 투자심리는 개선될 전망이다. 양호한 실적 흐름은 주주총회를 통해 주주가 원하는 의사를 충분히 숙지한 회사측의 주주환원 정책에 힘을 보태줄 것이다. 한솔개발의 매각이 구체화되어 가는 듯한 변화는 주가에 긍정적이라고 생각한다. 투자의견 매수와 목표주가 7,100원을 유지한다.

표 3. Valuation

(단위: 억원, 백만주, 원)

구분	기업가치	비고
투자자산가치	3,006	
관계기업	1,852	주식이 상장된 주요 계열사의 시가총액 기준(한솔제지, 한솔테크닉스 등)
종속기업	1,154	페이퍼텍은 2018년 EPS에 PER 8배 적용. 나머지 기업은 장부가액 기준
브랜드사용료	128	2018년 연간 수취액 기준
순차입금	-245	2019년 1분기 별도 재무제표 기준
주식수	42	보통주에서 자사주 제외
주당가치	7,078	상장된 관계기업에 할인율 25% 적용

자료: 사업보고서, IBK투자증권

포괄손익계산서

(십억원)	2017	2018	2019F	2020F	2021F
매출액	687	699	741	773	792
증가율(%)	-11.1	1.7	6.1	4.2	2.5
매출원가	606	598	625	652	667
매출총이익	80	100	116	121	125
매출총이익률 (%)	11.7	14.4	15.7	15.7	15.7
판매비	55	62	65	66	67
판매비율(%)	8.0	8.9	8.8	8.6	8.5
영업이익	26	38	51	55	57
증가율(%)	-36.1	48.8	33.2	7.4	5.3
영업이익률(%)	3.7	5.5	6.8	7.1	7.2
순금융손익	-22	-27	-27	-26	-26
이자손익	-22	-27	-23	-22	-22
기타	0	0	-3	-4	-4
기타영업외손익	-87	-36	-11	-10	-10
중속/관계기업손익	20	9	21	23	25
세전이익	-63	-16	34	41	46
법인세	-16	23	6	8	9
법인세율	25.3	-145.6	18.3	20.0	20.0
계속사업이익	-47	-39	28	33	37
중단사업손익	-40	-2	0	0	0
당기순이익	-87	-41	28	33	37
증가율(%)	적지	적지	흑전	17.0	13.6
당기순이익률 (%)	-12.6	-5.9	3.8	4.2	4.7
지배주주당기순이익	-55	-39	27	31	35
기타포괄이익	-2	-2	0	0	0
총포괄이익	-88	-44	28	33	37
EBITDA	53	58	69	72	75
증가율(%)	-38.1	10.3	18.1	5.3	4.0
EBITDA마진율(%)	7.7	8.3	9.3	9.4	9.5

투자지표

(12월 결산)	2017	2018	2019F	2020F	2021F
주당지표(원)					
EPS	-1,184	-841	575	669	760
BPS	10,073	8,822	9,397	9,978	10,649
DPS	50	0	100	100	100
밸류에이션(배)					
PER	-3.9	-5.9	7.8	6.7	5.9
PBR	0.5	0.6	0.5	0.4	0.4
EV/EBITDA	7.3	5.1	3.8	3.3	2.9
성장성지표(%)					
매출증가율	-11.1	1.7	6.1	4.2	2.5
EPS증가율	적지	적지	흑전	16.4	13.6
수익성지표(%)					
배당수익률	1.1	0.0	2.2	2.2	2.2
ROE	-11.1	-8.9	6.3	6.9	7.4
ROA	-4.8	-2.8	2.1	2.4	2.6
ROIC	-13.5	-7.7	5.8	6.7	7.6
안정성지표(%)					
부채비율(%)	211.5	211.9	199.1	186.9	172.9
순차입금 비율(%)	21.9	9.2	6.0	1.1	-3.6
이자보상배율(배)	1.1	1.3	2.1	2.3	2.5
활동성지표(배)					
매출채권회전율	4.1	4.7	6.7	7.2	7.4
재고자산회전율	30.2	37.1	48.0	44.5	45.9
총자산회전율	0.4	0.5	0.5	0.6	0.6

\*주당지표 및 밸류에이션은 지배주주순의 및 지배주주지분 기준

재무상태표

(십억원)	2017	2018	2019F	2020F	2021F
유동자산	387	254	264	282	297
현금및현금성자산	53	64	74	94	111
유가증권	39	10	10	10	10
매출채권	185	113	109	107	106
재고자산	24	14	17	17	17
비유동자산	1,242	1,094	1,112	1,120	1,126
유형자산	853	766	772	778	785
무형자산	23	10	8	7	6
투자자산	330	300	313	314	315
자산총계	1,629	1,347	1,375	1,401	1,423
유동부채	704	557	557	562	560
매입채무및기타채무	176	103	108	113	116
단기차입금	59	44	44	43	43
유동성장기부채	72	41	40	43	42
비유동부채	402	358	358	351	342
사채	30	0	0	0	0
장기차입금	45	29	28	23	17
부채총계	1,106	915	915	913	902
지배주주지분	467	409	436	463	494
자본금	232	232	232	232	232
자본잉여금	267	267	267	267	267
자본조정등	-149	-153	-153	-153	-153
기타포괄이익누계액	2	-1	-1	-1	-1
이익잉여금	115	65	91	118	149
비지배주주지분	56	23	24	26	28
자본총계	523	432	460	488	521
비이자부채	899	801	803	803	799
총차입금	207	114	112	110	102
순차입금	115	40	28	5	-19

현금흐름표

(십억원)	2017	2018	2019F	2020F	2021F
영업활동 현금흐름	57	-4	45	49	49
당기순이익	-87	-41	28	33	37
비현금성 비용 및 수익	130	88	35	31	29
유형자산감가상각비	23	17	16	16	17
무형자산상각비	5	3	2	1	1
운전자본변동	22	-51	6	7	4
매출채권등의 감소	-22	13	4	2	1
재고자산의 감소	-3	4	-4	0	0
매입채무등의 증가	58	-18	5	6	3
기타 영업현금흐름	-9	0	-23	-22	-22
투자활동 현금흐름	-31	50	-36	-25	-24
유형자산의 증가(CAPEX)	-26	-14	-22	-23	-24
유형자산의 감소	2	1	0	0	0
무형자산의 감소(증가)	-1	-1	0	0	0
투자자산의 감소(증가)	-2	65	-13	-1	-1
기타	-4	0	-1	-2	0
재무활동 현금흐름	-25	-36	1	-4	-8
차입금의 증가(감소)	270	51	-1	-5	-6
자본의 증가	0	0	0	0	0
기타	-295	-86	2	1	-2
기타 및 조정	-1	0	0	0	0
현금의 증가	0	11	10	20	17
기초현금	53	53	64	74	94
기말현금	53	64	74	94	111

**Compliance Notice**

동 자료에 게재된 내용들은 외부의 압력이나 부당한 간섭 없이 본인의 의견을 정확하게 반영하여 작성되었음을 확인합니다.  
 동 자료는 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.  
 동 자료는 조사분석자료 작성에 참여한 외부인(계열회사 및 그 임직원등)이 없습니다.  
 조사분석 담당자 및 배우자는 해당종목과 재산적 이해관계가 없습니다.  
 동 자료에 언급된 종목의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.  
 당사는 상기 명시한 사항 외 고지해야 하는 특별한 이해관계가 없습니다.

종목명	담당자	담당자(배우자) 보유여부			1%이상 보유여부	유가증권 발행관련	계열사 관계여부	공개매수 사무취급	IPO	회사채 지급보증	중대한 이해관계	M&A 관련
		수량	취득가	취득일								
해당사항없음												

투자익건 안내 (투자기간 12개월)

종목 투자익건 (절대수익률 기준)			
적극매수 40% ~	매수 15% ~	중립 -15% ~ 15%	매도 ~ -15%
업종 투자익건 (상대수익률 기준)			
비중확대 +10% ~	중립 -10% ~ +10%	비중축소 ~ -10%	

투자등급 통계 (2018.04.01~2019.03.31)

투자등급 구분	건수	비율(%)
매수	132	85.2
중립	23	14.8
매도	0	0.0

최근 2년간 주가 그래프 및 목표주가(대상 시점 1년) 변동 추이

(◆) 적극매수 (▲) 매수 (●) 중립 (■) 비중축소 (■) Not Rated / 담당자 변경

