

Company Update

Analyst 김장원

02) 6915-5661

jwkim@ibks.com

매수 (유지)

목표주가 6,000원

현재가 (12/24) 3,930원

KOSPI (12/24)	2,190.08pt
시가총액	185십억원
발행주식수	47,184천주
액면가	5,000원
52주 최고가	5,290원
최저가	3,785원
60일 일평균거래대금	0십억원
외국인 지분율	10.0%
배당수익률 (2019F)	2.5%

주주구성	
조동길 외 6 인	21.82%
0	0.00%

주가상승	1M	6M	12M
상대기준	-5%	-22%	-25%
절대기준	-1%	-20%	-20%

	현재	직전	변동
투자 의견	매수	매수	-
목표주가	6,000	7,100	▼
EPS(19)	944	575	▲
EPS(20)	556	669	▼

한솔홀딩스 주가추이



본 조서분석자료는 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)

저평가를 해소할 모멘텀은 변화

미완의 변화

한솔개발(오크밸리리조트)은 한솔그룹이 자산주로 분류되는 배경이지만, 개발과 수익 창출이 쉽지 않은 비용 부담으로 결국 2019년 HDC현대산업개발에 매각되었다. 하지만 매각 방식이 제 3자매정방식의 유상증자로 여전히 지분의 절반가량을 갖는 완전한 매각이 아닌 형태이지만, 주주로서의 역할을 염려할 필요는 없을 듯 하고, 1대 주주가 부동산 디벨로퍼로서의 능력을 갖고 있어 지분 가치가 상승할 가능성이 더 높다는 판단이다. 비용 부담이 큰 자산을 매각한 후 곧 바로 추진했던 태림포장 인수는 인수가격이 맞지 않아 포기하고 말았다.

사업 포트폴리오 재편이 변화의 완성

제지 사업은 한솔그룹의 근간으로 인쇄용지, 산업용지, 특수지, 골판지를 생산하고 있다. 그동안 지류 생산시설 재편으로 부가가치가 높은 용지 생산비중을 늘려왔는데, 생산시설을 확충해 규모의 경제를 확보하지 않으면 안되는 용지도 있다. 이를 위해 골판지 업체(태림포장)를 인수하려 했던 것으로 인수가 무산되어 계열사 폐업 퍼펙트는 아쉬움이 남게 되었고, 지류 유통을 하는 PNS도 시너지효과 기대가 무산되었다. 페이퍼텍은 고지 가격 하락으로 수익성이 낮아졌고, 이엠이는 수주 감소로 실적 전망이 밝지 않은 상황에서 성장성을 위해 사업에 새로운 변화가 필요한데, 성공 가능성이 높은 방법은 주력 사업에 집중하는 전략이 좋을 듯하다.

저평가는 변화로 해소 가능

밸류에이션의 적용 지표를 바꿨다. 연결 종속기업의 장부가액에 적용하지 않던 할인율을 적용했다. 리스크 해소는 주가의 하방경직성을 보강해주는 이벤트이지 주가 상승을 견인한다고 보기 어렵다. 사업 재편이 필요해 보이고, 주력사업을 강화하는 것이 시너지 측면에서 효과적일 것으로 예상되어 변화가 중도에 멈추지 말고 계속 진행한다면 주가의 저평가도 긍정적인 투자포인트로 작용할 가능성이 충분해 보인다.

(단위:십억원,배)	2017	2018	2019F	2020F	2021F
매출액	687	699	543	540	533
영업이익	26	38	19	17	19
세전이익	-63	-16	41	35	38
지배주주순이익	-55	-39	45	26	29
EPS(원)	-1,164	-826	944	556	608
증가율(%)	1,509.7	-29.0	-214.3	-41.1	9.3
영업이익률(%)	3.8	5.4	3.5	3.1	3.6
순이익률(%)	-12.7	-5.9	8.5	5.2	5.6
ROE(%)	-11.1	-8.9	10.3	5.6	5.9
PER	-3.9	-5.9	4.2	7.1	6.5
PBR	0.5	0.6	0.4	0.4	0.4
EV/EBITDA	7.3	5.1	7.4	7.6	6.5

자료: Company data, IBK투자증권 예상

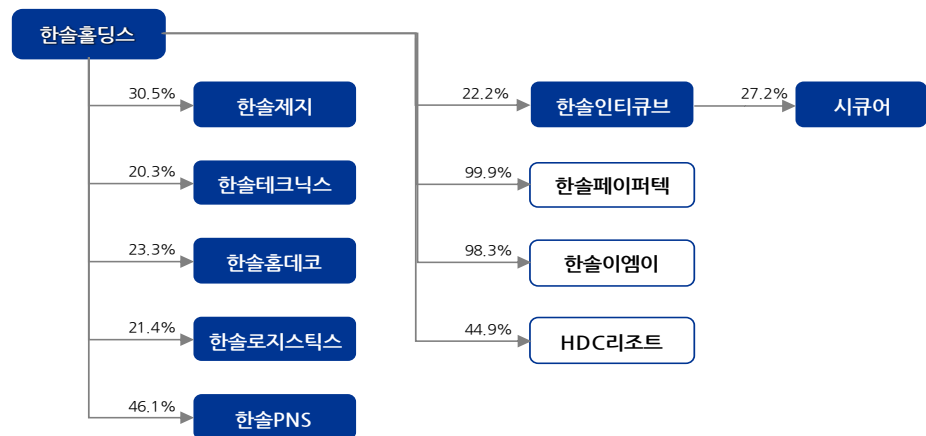
지배구조

변화 자체에 의미를 부여

한솔개발이 그룹의 종속 계열에서 빠졌다. 지분율이 91%였으나, HDC산업개발이 제 3 지배정방식의 유상증자에 참여하여 최대주주가 HDC산업개발로 바뀌었다. 그래서 당초 추진했던 완전 매각에서 부분 매각으로 전환되어 한솔홀딩스가 45%의 지분을 가진 투자관계기업으로 남게 되었다.

현금 유입이 없는 매각이라 지주 입장에서 아쉬운 생각이 없지 않지만, 재무 부담을 덜게 되었고, 부동산 디벨로퍼로서 경험이 많은 업체가 인수함으로써 개발 가치를 기대할 수 있어서 남아 있는 지분 가치가 장부가를 하회하지는 않을 전망이다.

그림 1. 계열구도



자료: 사업보고서, IBK투자증권

주력 사업에 역량 집중

자산주 타이틀을 벗자마자 제지사업을 강화하기 위해 골판지 업체 태림포장 인수를 추진했었으나, 인수 가격이 너무 높다고 판단해 포기했다. 합리적 선택이었다고 판단한다. 그렇지만 성장동력이 필요하기에 계속해서 변화를 추진할 필요가 있다. 매출 규모나 전후방산업과 관련기업과의 관계를 고려했을 때 제지와 IT가 유력한데 제지는 자체성장외에는 답이 없어 IT 사업에 관심이 간다.

표 1. 계열사와 주요 사업

(억원)

종목명	사업구조		실적		종속여부	상장여부
	업종	주요 제품	매출	순이익		
한솔 제지	제지	인쇄용지, 특수지	17,390	391	지분법	상장
한솔페이퍼텍	제지	골판지	1,028	84	종속	비상장
한솔PNS	지류 유통	지류 대부분 취급	2,484	36	종속	상장
한솔홈데코	건자재	보드/마루	2,969	117	지분법	상장
한솔로지스틱스	물류		4,342	15	지분법	상장
한솔테크닉스	IT	가전부품/IT제조	8,419	-199	지분법	상장
한솔이엠이	기계	플랜트, 운영	2,460	15	종속	비상장

주: 실적은 2018년 연간 기준. 자료: IR 자료, 사업보고서, IBK투자증권

성장성이 둔화되는 비상장 계열사

매년 순적자를 기록해서 지주회사 연결실적에 적잖은 부담을 주었던 한솔개발이 연결 실적에서 제외됨으로써 지주 실적은 안정적인 모습을 보일 것 같다. 다만 2019년의 영업상황을 감안한 2020년 연결실적은 다소 걱정이 된다. 상장 계열사중에서 한솔PNS를 제외한 대부분 상장 계열사는 지분법손익을 지주 실적에 반영되어 세전이익에 영향을 미치는 반면 매출과 영업이익은 한솔PNS를 포함한 비상장 계열사인데, 비상장계열사의 전망이 밝아 보이지 않는다.

고지가 원재료인 한솔페이퍼텍은 2019년 고지 가격이 하락함에 따라 판매가격도 하락하여 지난해보다 수익성이 낮아졌다. 금년 3분기 누적 영업이익이 29억원으로 전년 대비 64% 감소했고, 순이익도 77% 감소했다. 고지 가격은 상승할 만한 이유가 보이지 않아 현재 가격대를 유지한다고 가정할 때 수익성 제고가 쉽지 않아 보인다. 플랜트 기자재를 생산하는 이엠이는 수주잔고가 3분기 말 기준 1,229억원으로 매 분기 감소하고 있어 현재까지는 과거 수주를 기반으로 수익이 어느 정도 유지하고 있으나, 향후 전망은 다소 불투명해 보인다.

상장 계열사이며 지분법손익 대상 계열사의 실적은 괜찮을 전망이다. 원자재가격 하락으로 판가 하락의 고충을 같이 겪고 있는 한솔제지는 산업용지가 호조세를 유지할 것으로 예상되는 가운데 원가 부담이 낮아져 수익성이 개선될 전망이다. 이미 좋은 실적을 기록하고 있는 한솔테크닉스는 고객사의 프리미엄급 TV 증가와 전자제품 전분야에 걸친 생산성 효율화 작업이 한솔테크닉스에 유리하게 작용할 가능성이 높다.

내재가치대비 낮은 주가

직전 기업가치에서 상장기업임에도 연결 종속기업이어서 관계기업에 포함시키지 않았던 한솔PNS를 관계기업으로 재 분류했고, 사업 구조조정에 의한 효과를 고려해 장부가액을 기준한 종속기업에 할인율을 적용하지 않았으나, 사업 추가가 불투명해짐에 따라 할인율을 적용했다. 그럼에도 현 주가가 산출된 기업가치보다 매우 낮은 수준이고, 내년엔 배당이 재개된다는 점과 주력 사업을 강화해야 한다는 점을 인지하고 있기에 매수 의견을 유지한다.

표 2. Valuation

(단위: 억원, 백만주, 원)

구분	기업가치		비고
	최근	직전	
투자자산가치	2,947	3,006	
관계기업	2,100	1,852	상장된 주요 계열사 시가총액(제지, 테크닉스, 로지스틱스, PNS 등)
종속기업	847	1,154	페이퍼텍, 이엠이, HDC리조트 장부가액, HDC리조트 지분율 44.9%
브랜드사용료	128	128	2018년 연간 수취액 기준
순차입금	-110	-245	2019년 3분기 별도 재무제표 기준
주식수	42	42	보통주에서 자사주 제외
주당가치	5,920	7,078	할인율 관계기업에 25%, 직전에 적용하지 않았던 종속기업에 20~30% 적용

자료: 사업보고서, IBK투자증권

한솔홀딩스 (004150)

포괄손익계산서

(십억원)	2017	2018	2019F	2020F	2021F
매출액	687	699	543	540	533
증가율(%)	-11.0	1.7	-22.3	-0.6	-1.3
매출원가	606	598	474	470	463
매출총이익	80	100	70	70	70
매출총이익률 (%)	11.6	14.3	12.9	13.0	13.1
판매비	55	62	51	52	52
판매비율(%)	8.0	8.9	9.4	9.6	9.8
영업이익	26	38	19	17	19
증가율(%)	-35.0	46.2	-50.0	-10.5	11.8
영업이익률(%)	3.8	5.4	3.5	3.1	3.6
순금융손익	-22	-27	0	0	0
이자손익	-22	-27	-3	-2	-1
기타	0	0	3	2	1
기타영업외손익	-87	-36	6	0	0
종속/관계기업손익	20	9	16	17	19
세전이익	-63	-16	41	35	38
법인세	-16	23	2	7	8
법인세율	25.4	-143.8	4.9	20.0	21.1
계속사업이익	-47	-39	38	28	30
중단사업손익	-40	-2	8	0	0
당기순이익	-87	-41	46	28	30
증가율(%)	1,142.9	-52.9	-212.2	-39.1	7.1
당기순이익률 (%)	-12.7	-5.9	8.5	5.2	5.6
지배주주당기순이익	-55	-39	45	26	29
기타포괄이익	-2	-2	3	0	0
총포괄이익	-88	-44	49	28	30
EBITDA	53	58	27	25	26
증가율(%)	-37.6	9.4	-53.4	-7.4	4.0
EBITDA마진율(%)	7.7	8.3	5.0	4.6	4.9

투자지표

(12월 결산)	2017	2018	2019F	2020F	2021F
주당지표(원)					
EPS	-1,164	-826	944	556	608
BPS	9,897	8,668	9,622	10,089	10,608
DPS	49	0	100	100	100
밸류에이션(배)					
PER	-3.9	-5.9	4.2	7.1	6.5
PBR	0.5	0.6	0.4	0.4	0.4
EV/EBITDA	7.3	5.1	7.4	7.6	6.5
성장성지표(%)					
매출증가율	-11.1	1.7	-22.2	-0.7	-1.2
EPS증가율	1,509.7	-29.0	-214.3	-41.1	9.3
수익성지표(%)					
배당수익률	1.1	0.0	2.5	2.5	2.5
ROE	-11.1	-8.9	10.3	5.6	5.9
ROA	-4.8	-2.8	4.5	3.9	4.2
ROIC	-13.5	-7.7	15.7	26.5	26.5
안정성지표(%)					
부채비율(%)	211.5	211.9	44.9	41.7	38.4
순차입금 비율(%)	22.0	9.3	-1.5	-4.6	-7.8
이자보상배율(배)	1.1	1.3	4.0	6.1	7.4
활동성지표(배)					
매출채권회전율	4.1	4.7	5.7	6.9	6.7
재고자산회전율	30.2	37.1	37.5	34.8	33.8
총자산회전율	0.4	0.5	0.5	0.8	0.7

*주당지표 및 밸류에이션은 지배주주순이익 및 지배주주지분 기준

재무상태표

(십억원)	2017	2018	2019F	2020F	2021F
유동자산	387	254	212	223	234
현금및현금성자산	53	64	55	65	76
유가증권	39	10	6	6	6
매출채권	185	113	78	79	79
재고자산	24	14	15	16	16
비유동자산	1,242	1,094	479	486	494
유형자산	853	766	75	83	91
무형자산	23	10	12	11	11
투자자산	330	300	364	364	364
자산총계	1,629	1,347	690	709	728
유동부채	704	557	173	171	169
매입채무및기타채무	176	103	95	95	94
단기차입금	59	44	21	21	21
유동성장기부채	72	41	19	18	17
비유동부채	402	358	41	37	33
사채	30	0	0	0	0
장기차입금	45	29	7	2	-4
부채총계	1,106	915	214	209	202
지배주주지분	467	409	454	476	501
자본금	232	232	236	236	236
자본잉여금	267	267	259	259	259
자본조정등	-149	-153	-147	-147	-147
기타포괄이익누계액	2	-1	0	0	0
이익잉여금	115	65	107	129	153
비지배주주지분	56	23	23	24	25
자본총계	523	432	477	500	526
비이자부채	899	801	160	162	162
총차입금	207	114	54	47	40
순차입금	115	40	-7	-23	-41

현금흐름표

(십억원)	2017	2018	2019F	2020F	2021F
영업활동 현금흐름	57	-4	43	16	18
당기순이익	-87	-41	46	28	30
비현금성 비용 및 수익	130	88	-15	-10	-11
유형자산감가상각비	23	17	7	6	6
무형자산상각비	5	3	2	2	1
운전자본변동	22	-51	14	0	0
매출채권등의 감소	-22	13	28	-1	0
재고자산의 감소	-3	4	-2	0	0
매입채무등의 증가	58	-18	-6	0	-1
기타 영업현금흐름	-8	0	-2	-2	-1
투자활동 현금흐름	-31	50	-38	-14	-15
유형자산의 증가(CAPEX)	-26	-14	-13	-14	-15
유형자산의 감소	2	1	0	0	0
무형자산의 감소(증가)	-1	-1	-2	-1	-2
투자자산의 감소(증가)	-2	65	-21	0	0
기타	-4	-1	-2	1	2
재무활동 현금흐름	-25	-36	-14	8	9
차입금의 증가(감소)	270	51	-4	-5	-6
자본의 증가	0	0	0	1	1
기타	-295	-87	-10	12	14
기타 및 조정	-1	1	0	0	-1
현금의 증가	0	11	-9	10	11
기초현금	53	53	64	55	65
기말현금	53	64	55	65	76

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.

동자료에 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								

해당 사항 없음

투자의견 안내 (투자기간 12개월)

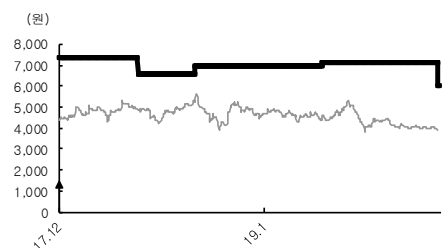
종목 투자의견 (절대수익률 기준)			
적극매수 40% ~	매수 15% ~	중립 -15% ~ 15%	매도 ~ -15%
업종 투자의견 (상대수익률 기준)			
바중확대 +10% ~	중립 -10% ~ +10%	비중축소 ~ -10%	

투자등급 통계 (2018.10.01~2019.09.30)

투자등급 구분	건수	비율(%)
매수	133	87.5
중립	19	12.5
매도	0	0

최근 2년간 주가 그래프 및 목표주가(대상 시점 1년) 변동 추이

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

한솔홀딩스	추천 일자	투자 의견	목표가 (원)	과리율(%)		추천 일자	투자 의견	목표가 (원)	과리율(%)	
				평균	최고/최저				평균	최고/최저
	2017.12.15	매수	7,373	-35.20	-28.40					
	2018.05.25	매수	6,587	-27.14	-18.96					
	2018.09.13	매수	6,980	-33.69	-19.15					
	2019.09.13	1년경과	6,980	-41.49	-35.82					
	2019.12.26	매수	6,000							