

Company Update

Analyst 김장원

02) 6915-5661

jwkim@ibks.com

매수 (유지)

목표주가 5,000원

현재가 (9/2) 3,490원

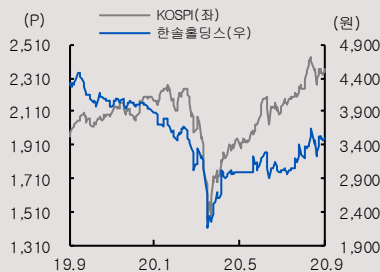
KOSPI (9/2)	2,364.37pt
시가총액	147십억원
발행주식수	42,009천주
액면가	1,000원
52주 최고가	4,480원
최저가	2,150원
60일 일평균거래대금	1십억원
외국인 지분율	10.0%
배당수익률 (2020F)	3.0%

주주구성
조동길 외 6 인 30.28%

	1M	6M	12M
주가상승			
상대기준	2%	-5%	-33%
절대기준	7%	12%	-20%

	현재	직전	변동
투자이건	매수	매수	-
목표주가	5,000	4,400	▲
EPS(20)	875	747	▲
EPS(21)	721	692	▲

한솔홀딩스 주가추이



본 조사분석자료는 당사 리서치본부에서 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)

변화의 중요성과 필요성

수익성이 개선된 2Q20

별도기준 매출과 영업이익은 오크밸리 경영권 매각에 따른 상표사용수익 감소로 전년동기대비 감소했으나, 순이익은 영업외손익의 수익 개선으로 전년수준을 상회하였다. 연결기준 매출은 전년동기대비 2.8% 감소했지만, 영업이익은 32.1% 증가했고, 순이익은 흑자 전환했다. 연결 종속기업 페이퍼텍, PNS, 이엠이가 매출은 줄었지만, 수익성이 개선되어 영업이익이 증가했고, 순이익은 연결 종속기업의 실적 개선과 함께 지분법대상기업 제지, 테크닉스, 로지스틱스, 홈데코 등의 실적 개선이 더해져서 개선되었다.

성장 동력의 중요성

제품 수요 둔화와 주주 감소 그리고 평가 하락으로 매출이 지장을 받는 상황에서 원가절감 등 비용절감 노력으로 수익성이 개선되었다. 평가가 하락한 페이퍼텍·수주가 감소해 왔던 이엠이, 매출 감소에도 수익성이 좋은 산업용지 비중이 늘어난 제지와 주력사업을 강화한 홈데코가 그렸고, 테크닉스는 주력사업의 성장으로 매출과 이익이 모두 늘었으며, 로지스틱스도 주주 물량 증가로 매출과 이익이 늘어나는 개선 효과를 거뒀다. 주목할 점은 로지스틱스가 크지는 않더라도 물류회사 M&A로 고객사가 증가해 주주물량이 늘었다는 점으로 이는 규모의 경제 효과로 테크닉스가 현재 추진하고 있는 사업 확장 계획도 이런 이유로 주목하고 있다.

변화에 긍정적인 의미 부여

재무구조 변환으로 내년부터 배당을 재개할 수 있어 연간 FCF의 30~40% 배당정책을 고려할 때 주당 100원이 예상되며, 주주총회 이후 자사주 매입 가능성까지 기대할 수 있을 전망이다. 계열사의 수익성 개선은 지속성이 높은 구조적인 변화이고, 매출 구조 변화에 의한 수익 개선은 성장 기대감을 높게 만든다. 계열사의 상승 여력이 높은 가운데 목표주가를 5,000원으로 상향하고 매수 의견을 유지한다.

(단위:십억원,배)	2018	2019	2020F	2021F	2022F
매출액	602	542	513	530	557
영업이익	25	12	12	13	14
세전이익	7	15	45	38	42
지배주주순이익	-39	25	38	30	34
EPS(원)	-826	536	875	721	805
증가율(%)	-29.0	-164.8	63.3	-17.5	11.6
영업이익률(%)	4.2	2.2	2.3	2.5	2.5
순이익률(%)	-6.8	4.8	7.6	5.8	6.3
ROE(%)	-8.9	6.0	8.4	6.2	6.5
PER	-5.9	7.3	4.0	4.8	4.3
PBR	0.6	0.4	0.3	0.3	0.3
EV/EBITDA	6.5	7.5	6.9	5.6	4.4

자료: Company data, IBK투자증권 예상

2분기 별도 매출액과 영업이익이 전년동기대비 6.4%, 3.9% 감소했으나, 순이익은 비슷한 수준을 기록했다. 1분기에는 배당금이 유입되는 시기로 비교 자체가 어렵고, 더구나 비유동자산매각차익까지 포함되어 비교가 무의미해졌다.

연결 실적은 한솔페이퍼텍 · 한솔PNS · 한솔이엠이가 종속기업이고, 한솔제지 · 한솔테크닉스 · 한솔로지스틱스 · 한솔홈데코 · 한솔인티큐브 등은 지분법손익으로 반영되는데, 2분기 연결 실적은 매출은 감소한 반면 수익성은 개선된 모습이다.

판가하락으로 매출이 하락한 페이퍼텍은 원가절감 노력으로 수익성이 개선되었고, 이엠이도 마찬가지로 원가절감과 운용 효율화로 적자폭을 줄였다. PNS는 산업용지 비중 확대로 수익성이 개선되었는데, 한솔제지가 인쇄용지 수요 감소로 매출이 감소함에도 산업용지 덕분에 수익성이 개선된 것과 일맥상통한다. 한솔테크닉스는 파워보드의 성장으로 매출과 수익 모두 좋았다.

표 1. 한솔홀딩스 2Q20 실적

(억원, %)

		2Q20			2Q19	1Q20
			YoY	QoQ		
별도	매출액	49	-6.4	-44.3	52	88
	영업이익	19	-3.9	-62.7	20	51
	순이익	15	+1.1	-87.3	15	118
연결	매출액	1,211	-2.7	-8.8	1,245	1,328
	영업이익	37	+32.1	+60.8	28	23
	순이익	131	흑전	-13.8	-14	152

자료: IR 자료, 사업보고서

표 2. 주요 계열사 2Q20 실적

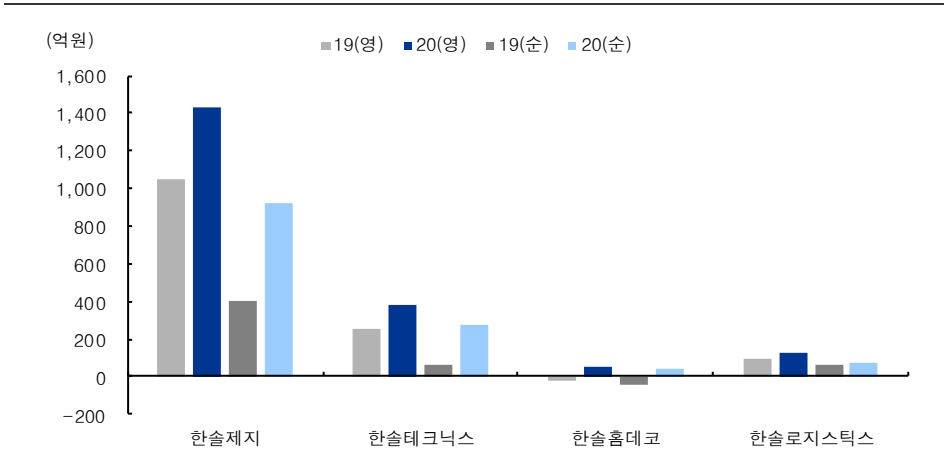
(억원, %)

		2Q20			2Q19	1Q20
			YoY	QoQ		
페이퍼텍	매출	238	-2.8	-4.4	245	249
	영업이익	15	+66.7	+87.5	9	8
	순이익	11	+57.1	+120.0	7	5
PNS	매출	548	+6.6	-13.8	514	636
	영업이익	6	+100.0	0.0	3	6
	순이익	6	+20.0	-14.3	5	7
이엠이	매출	411	-14.2	-4.0	479	428
	영업이익	-2	적축	적축	-3	-9
	순이익	-0	적축	적축	-3	-20
제지	매출	3,580	-4.7	-10.4	3,757	3,997
	영업이익	355	+62.8	-12.1	218	404
	순이익	359	+925.7	+45.3	35	247
테크닉스	매출	2,891	+23.6	+21.7	2,339	2,376
	영업이익	114	+39.0	+5.5	82	108
	순이익	75	+15.4	-33.0	65	112
로지스틱스	매출	1,209	+9.3	+1.3	1,106	1,193
	영업이익	38	+31.0	+35.7	29	28
	순이익	20	+42.8	+11.1	14	18
홈데코	매출	683	0.0	+4.7	683	652
	영업이익	22	+450.0	+175.0	4	8
	순이익	43	흑전	흑전	-1	-3

주: 별도 재무제표 기준 자료: IR 자료, 사업보고서

한솔페이퍼텍이 정기 보수가 하반기에 있을 예정이고, 국내 코로나 바이러스의 확산세를 감안했을 때 한솔홀딩스의 하반기 영업이익은 상반기 수준에 조금 미달할 것으로 예상된다. 코로나 바이러스의 확산세는 지분법대상 계열사에도 영향을 미치지만, 상반기에 보여줬던 실적 추세를 감안했을 때 개선 여지가 높아 보인다.

그림 1. 주요 계열사의 연간 영업이익과 순이익 비교



자료: 사업보고서, IBK투자증권

연초대비 한솔홀딩스의 시가총액이 많이 빠진 것은 자사주 소각 때문으로 소각 기준으로 환산시 하락률은 10%다. 계열사의 주가는 실적 개선을 반영 못하고 있다고 판단하며, 반영이 상대적으로 많이 된 로지스틱스도 실적대비 낮은 수준이라고 판단해 계열사의 현재가치를 반영한 목표주가는 5,000원으로 기존대비 13.6% 상향한다.

표 3. 한솔홀딩스를 비롯한 주요 상장 계열사의 주가와 가치 비교

	한솔홀딩스	한솔제지	한솔테크닉스	한솔홈데코	한솔로지스틱스
시가총액	1,462	3,189	2,822	878	626
연초대비	-20.0	-6.3	-4.6	-1.4	+48.1
영업이익 증가율	-1.2	+36.5	+49.2	흑전	+31.7
수익대비 시가총액(1)	7.3	3.3	11.2	-	4.4
수익대비 시가총액(2)	3.8	2.2	7.4	17.7	5.0

주: 수익대비 시가총액에서 한솔홀딩스는 지배주주순이익을 기준, 나머지 기업은 영업이익 기준, 수익대비 시가총액(1)은 2019년 수익과 그해 연말 주가 기준, 수익대비 시가총액(2)은 2020년 8월말 기준 자료: Quantwise, IBK투자증권

표 4. Valuation

(단위: 억원, 백만주, 원)

구분	기업가치	비고
투자자산가치	2,767	관계기업과 종속기업 가치 합산
관계기업	1,949	상장된 주요 계열사 시가총액(제지, 테크닉스, 로지스틱스, PNS, 홈데코)
제지	944	시가총액
테크닉스	548	시가총액
종속기업	818	페이퍼텍, 이엠이, HDC리조트 장부가액
순차입금	-250	2020년 2분기 별도 재무제표 기준
주식수	42	보통주
주당가치	5,127	할인율 관계기업 30%, 종속기업 50% 적용

자료: 사업보고서, IBK투자증권

한솔홀딩스 (004150)

포괄손익계산서

(십억원)	2018	2019	2020F	2021F	2022F
매출액	602	542	513	530	557
증가율(%)	-12.3	-10.0	-5.3	3.3	5.2
매출원가	523	481	461	476	501
매출총이익	79	60	52	53	56
매출총이익률 (%)	13.1	11.1	10.1	10.0	10.1
판매비	54	49	40	40	42
판매비율(%)	9.0	9.0	7.8	7.5	7.5
영업이익	25	12	12	13	14
증가율(%)	-1.0	-53.5	-1.2	10.8	10.8
영업이익률(%)	4.2	2.2	2.3	2.5	2.5
순금융손익	-1	-2	-4	-3	-3
이자손익	-4	-4	-5	-4	-3
기타	3	2	1	1	0
기타영업외손익	-26	-7	7	-3	-3
종속/관계기업손익	9	12	30	31	33
세전이익	7	15	45	38	42
법인세	-3	7	6	7	8
법인세율	-42.9	46.7	13.3	18.4	19.0
계속사업이익	9	8	39	31	35
중단사업손익	-51	18	0	0	0
당기순이익	-41	26	39	31	35
증가율(%)	-52.2	-163.4	49.0	-20.9	11.6
당기순이익률 (%)	-6.8	4.8	7.6	5.8	6.3
지배주주당기순이익	-39	25	38	30	34
기타포괄이익	-2	3	2	0	0
총포괄이익	-44	29	41	31	35
EBITDA	45	28	24	27	29
증가율(%)	-13.8	-38.2	-13.2	8.7	10.0
EBITDA마진율(%)	7.5	5.2	4.7	5.1	5.2

투자지표

(12월 결산)	2018	2019	2020F	2021F	2022F
주당지표(원)					
EPS	-826	536	875	721	805
BPS	8,668	9,195	11,317	11,939	12,656
DPS	0	0	100	100	100
밸류에이션(배)					
PER	-5.9	7.3	4.0	4.8	4.3
PBR	0.6	0.4	0.3	0.3	0.3
EV/EBITDA	6.5	7.5	6.9	5.6	4.4
성장성지표(%)					
매출증가율	-12.3	-10.0	-5.3	3.3	5.2
EPS증가율	-29.0	-164.8	63.3	-17.5	11.6
수익성지표(%)					
배당수익률	0.0	0.0	3.0	3.0	3.0
ROE	-8.9	6.0	8.4	6.2	6.5
ROA	-2.8	2.6	5.7	4.4	4.7
ROIC	-7.7	9.3	43.4	30.3	31.8
안정성지표(%)					
부채비율(%)	211.9	46.1	40.0	36.7	34.9
순차입금 비율(%)	9.3	0.4	-0.2	-4.0	-7.9
이자보상배율(배)	5.0	2.5	2.2	2.6	3.2
활동성지표(배)					
매출채권회전율	4.0	5.3	5.5	5.6	5.7
재고자산회전율	32.0	45.6	48.2	47.0	47.5
총자산회전율	0.4	0.5	0.8	0.7	0.8

*주당지표 및 밸류에이션은 지배주주순익 및 지배주주지분 기준

재무상태표

(십억원)	2018	2019	2020F	2021F	2022F
유동자산	254	210	213	228	256
현금및현금성자산	64	34	45	57	79
유가증권	10	7	8	8	8
매출채권	113	93	93	95	99
재고자산	14	10	11	11	12
비유동자산	1,094	456	485	490	495
유형자산	766	69	74	77	79
무형자산	10	12	11	13	13
투자자산	300	355	377	378	379
자산총계	1,347	666	698	718	750
유동부채	557	178	152	145	147
매입채무및기타채무	103	101	79	81	83
단기차입금	44	18	19	19	19
유동성장기부채	41	15	9	0	0
비유동부채	358	32	47	47	48
사채	0	0	0	0	0
장기차입금	29	6	18	18	18
부채총계	915	210	199	193	194
지배주주지분	409	434	475	502	532
자본금	232	236	42	42	42
자본잉여금	248	244	303	303	303
자본조정등	-135	-135	6	6	6
기타포괄이익누계액	-1	0	-2	-2	-2
이익잉여금	65	89	127	153	183
비지배주주지분	23	22	23	24	24
자본총계	432	456	498	525	556
비이자부채	801	166	147	150	151
총차입금	114	44	52	43	43
순차입금	40	2	-1	-21	-44

현금흐름표

(십억원)	2018	2019	2020F	2021F	2022F
영업활동 현금흐름	-4	35	8	15	16
당기순이익	-41	26	39	31	35
비현금성 비용 및 수익	88	17	-15	-11	-13
유형자산감가상각비	17	15	11	12	14
무형자산상각비	3	1	1	1	1
운전자본변동	-51	-5	-14	0	-3
매출채권등의 감소	13	11	6	-2	-4
재고자산의 감소	4	2	-1	0	-1
매입채무등의 증가	-18	4	-28	2	1
기타 영업현금흐름	0	-3	-2	-5	-3
투자활동 현금흐름	50	-26	-13	-20	-21
유형자산의 증가(CAPEX)	-14	-13	-13	-15	-16
유형자산의 감소	1	5	0	0	0
무형자산의 감소(증가)	-1	-2	-1	-3	-2
투자자산의 감소(증가)	36	-25	-4	-1	-1
기타	28	9	5	-1	-2
재무활동 현금흐름	-36	-39	15	16	27
차입금의 증가(감소)	17	1	23	0	0
자본의 증가	0	0	0	1	1
기타	-53	-40	-8	15	26
기타 및 조정	1	0	1	1	0
현금의 증가	11	-30	11	12	22
기초현금	53	64	34	45	57
기말현금	64	34	45	57	79

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)

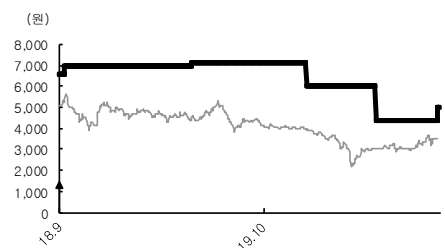
종목 투자의견 (절대수익률 기준)			
적극매수 40% ~	매수 15% ~	중립 -15% ~ 15%	매도 ~ -15%
업종 투자의견 (상대수익률 기준)			
바중확대 +10% ~	중립 -10% ~ +10%	비중축소 ~ -10%	

투자등급 통계 (2019.07.01~2020.06.30)

투자등급 구분	건수	비율(%)
매수	133	86.9
중립	20	13.1
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
	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	-41.45	-35.82					
	2019.12.24	매수	6,000	-46.09	-34.17					
	2020.05.06	매수	4,400	-27.80	-17.39					
	2020.09.03	매수	5,000							