

Company Update

Analyst 김장원

02) 6915-5661
jwkim@ibks.com

매수 (유지)

목표주가	5,600원
현재가 (12/22)	3,555원

KOSPI (12/22)	2,733.68pt
시가총액	149십억원
발행주식수	42,009천주
액면가	1,000원
52주 최고가	3,995원
최저가	2,150원
60일 일평균거래대금	1십억원
외국인 지분율	11.2%
배당수익률 (2020F)	2.7%

주주구성	
조동길 외 6 인	30.28%

주가상승	1M	6M	12M
상대기준	-4%	-12%	-28%
절대기준	3%	14%	-11%

	현재	직전	변동
투자의견	매수	매수	-
목표주가	5,600	5,000	▲
EPS(20)	799	875	▼
EPS(21)	584	721	▼

한솔홀딩스 주가추이



본 조식분석자료는 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)

심도 있는 변화가 가치 상승으로 연결

계열사 변화

한솔홀딩스는 지주로 전환한 이후 지배구조에 적지 않은 변화가 있었다. 연결 종속 기업이 변화 대상으로 아트원제지, 한솔신택, 한솔개발에 이어 한솔이엠이도 금년에 종속기업에서 제외되었다. 아트원제지와 한솔이엠이는 한솔제지로 편입됐고, 한솔신택과 한솔개발은 매각하였다. 사명이 HDC리조트로 변경된 개발 지분을 45% 갖고 있는 것은 매수자의 요구사항으로 경영권은 완전히 넘긴 관계기업투자 형태로 있다. 종속기업으로 남아있는 페이퍼텍은 골판지를 생산하는 업체로 제품 라인업과 생산규모 면에서 성장과 수익에 한계가 있어 중장기적으로는 구조조정이 필요하다고 판단된다. 지금까지는 수익성이 낮거나 불안정한 기업을 대상으로 수익성 개선의 목적인 큰 구조조정이었다면 앞으로는 성장이 주 목적인 변화가 있을 전망이다

성장동력이 될 변화를 기대

수익성 제고를 위한 지주의 계열사 변화와 함께 한솔제지가 태림포장을 인수하려 했던 것은 성장성을 위한 결정이었다. 비록 M&A 가격이 적정가격을 벗어났다고 판단해 포기했지만, 성장에 대한 필요성과 의지를 보여줘 다음 성장 계획에 대한 기대감을 갖기 충분했었다. 그러나 아쉽게도 아직까지 큰 변화는 없다. 그렇다고 변화 자체가 없는 것은 아니다. 로지스틱스가 작은 물류회사를 인수하였고, 제지가 제품 라인을 수익성이 좋은 특수지로 전환하고, 테크닉스가 저수익사업을 정리하는 자체 수익성 개선을 위한 변화가 있었다. 이렇게 자체 경쟁력이 높아진 만큼 사업 추가는 성장성 측면에서 시너지 효과가 클 것으로 예상되어 향후 변화를 기대하고 있다.

변화의 의사결정은 주주가치 제고에도 도움

한솔홀딩스가 계열사 지분 매각으로 갖게 된 700억원 가까운 현금음은 자체사업의 투자자금 혹은 성장여력이 높은 계열사의 지분 추가 확보 자금으로 사용할 가능성이 있고, 이는 주주가치에 도움이 된다. 매수 의견과 목표주가 5,600원을 제시한다.

(단위:십억원,배)	2018	2019	2020F	2021F	2022F
매출액	602	542	501	365	386
영업이익	25	12	7	7	9
세전이익	7	15	40	35	39
지배주주순이익	-39	25	35	25	28
EPS(원)	-826	536	799	584	666
증가율(%)	-29.0	-164.8	49.2	-27.0	14.1
영업이익률(%)	4.2	2.2	1.4	1.9	2.3
순이익률(%)	-6.8	4.8	7.4	7.7	8.3
ROE(%)	-8.9	6.0	7.7	5.1	5.6
PER	-5.9	7.3	4.4	6.1	5.3
PBR	0.6	0.4	0.3	0.3	0.3
EV/EBITDA	6.5	7.5	8.6	6.9	5.8

자료: Company data, IBK투자증권 예상

3분기 지주 별도는 배당금
유입으로 전분기대비 개선

연결 실적은 제지 부진,
전자와 물류는 호조

상표사용료와 경영자문, 배당금으로 구성된 지주 별도 수익은 제지가 반기 배당금을
지난해와 동일하게 주당 200원을 지급함에 따라 전년동기대비 비슷한 수준을 기록했
고, 전분기보다는 배당금 15억원 유입으로 개선되었다.

그러나 연결실적은 부진했다. 매출이 전년동기대비 3.8% 감소했고, 영업이익과 순이
익은 큰 폭으로 감소했다. 이렇게 된 가장 큰 배경은 연결대상 종속기업중에서 PNS를
제외한 페이퍼텍과 이엠이가 부진했고, 지분법대상 기업중에서 제지가 부진했기 때문
이다. 골판지를 생산하는 페이퍼텍은 제품가격 하락과 고지가격 상승이라는 이중고를
겪었으며, 인쇄용지와 특수지, 산업용지를 생산하는 제지도 수익성이 좋은 인쇄용지와
특수지의 수요 감소에 따른 가동률 하락으로 부진했다.

반면 테크닉스는 분기 역대 최고 영업이익을 기록했다. 그럼에도 순이익이 전년동기대
비와 전분기대비 낮은 것은 유형자산처분손실 66억원이 발생했기 때문이다. 물류업을
하는 로지스틱스는 수주 물량 증가와 운용 효율화로 성장과 수익 모두 개선되었다.

표 1. 한솔홀딩스 3Q20 실적

(억원, %)

		3Q20		3Q19	2Q20
		YoY	QoQ		
별도	매출액	65	3.2	32.6	49
	영업이익	29	-6.5	52.6	19
	순이익	26	44.4	73.3	15
연결	매출액	1,280	-3.8	1,331	1,211
	영업이익	4	-92.1	51	37
	순이익	62	-81.3	332	131

자료: IR 자료, 사업보고서

표 2. 주요 계열사 3Q20 실적

(억원, %)

		3Q20		3Q19	2Q20
		YoY	QoQ		
페이퍼텍 (종속)	매출	217	-4.8	228	238
	영업이익	-21	적전	3	15
	순이익	-20	적확	-1	11
PNS (종속)	매출	606	12.2	540	548
	영업이익	18	63.6	11	6
	순이익	15	15.4	13	6
이엠이 (종속)	매출	442	-21.4	562	411
	영업이익	-8	적전	20	-2
	순이익	-2	적전	22	-0
제지 (지분법)	매출	3,381	-18.3	4,138	3,580
	영업이익	155	-46.7	291	355
	순이익	97	-30.7	140	359
테크닉스 (지분법)	매출	3,624	33.4	2,716	2,891
	영업이익	147	22.5	120	114
	순이익	49	-34.7	75	75
로지스틱스 (지분법)	매출	1,269	4.7	1,212	1,209
	영업이익	46	64.3	28	38
	순이익	37	60.9	23	20
홈데코 (지분법)	매출	577	-4.8	606	683
	영업이익	-9	적축	-19	22
	순이익	-20	적축	-28	43

주: 이엠이, 테크닉스, 로지스틱스, 홈데코는 연결 나머지는 별도 재무제표 기준 자료: IR 자료, 사업보고서

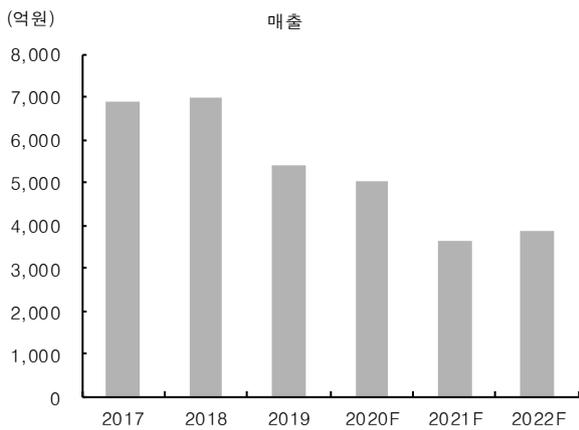
종속기업 구조조정으로
수익구조 안정적

연결 종속이었던 아트원제지, 선택, 개발에 이어 이엠이까지 종속기업에서 제외됨에 따라 연간 연결 매출은 3천억원대로 줄어들 전망이다. 그렇지만 종속기업의 구조조정은 수익의 안정성을 위협으로 이후 수익성은 개선되었다.

2021년 전자와 물류사업
기대

남은 종속기업은 페이퍼텍(골판지)과 PNS(지류유통)로 골판지는 3분기 부진에서 회복할 전망이고, 지류유통은 수요 증가로 꾸준할 전망이다. 다만 페이퍼텍은 규모의 경제를 확보하지 못해 수익 개선에는 구조적인 한계가 있다. 주력 계열사로 제지, 테크닉스, 로지스틱스 등을 꼽을 수 있으며 모두 지분법대상으로 지주 연결 세전이익에 반영되는데, 포장수요 증가로 산업용지가 계속 좋을 것으로 예상되는 반면 인쇄용지는 코로나19의 영향으로 어려움이 당분간 지속될 전망이다. 이에 2021년 제지 순이익은 올해보다 조금 못한 수준 정도로 전망했다. 테크닉스는 내년에도 좋을 전망이고, 로지스틱스도 물동량 증가로 수익 흐름이 안정적일 전망이다. 다만 2020년 지주에서 100억 원 정도 일회성이익이 있었기 때문에 순이익은 2021년 줄어들 전망이지만, 2022년에는 다시 늘어날 것으로 예상된다.

그림 1. 연결 매출 전망



자료: 사업보고서, 실적 발표 IR 자료, IBK투자증권

그림 2. 연결 순이익 전망



자료: 사업보고서, 실적 발표 IR 자료, IBK투자증권

주력 자회사의 가치와
지주의 주주환원을 감안해
목표주가 상향

상장 계열사의 주가 상승으로 지분가치가 올라 지주의 순자산가치가 상승해 적정가치가 5,647원이 됐다. 여기에는 이엠이 지분 매각금액 327억원은 반영하지 않았다. 주력 계열사 실적이 내년에도 좋을 것으로 예상되고, 2020년부터 배당을 재개하는 등 주주환원도 부각될 수 있어 목표주가를 5,600원으로 상향한다.

표 3. Valuation

(단위: 억 원, 백만 주, 원)

구분	기업가치	비고
투자자산가치	2,994	관계기업과 종속기업 가치 합산
상장기업	2,356	상장된 주요 계열사 시가총액(제지, 테크닉스, 로지스틱스, PNS, 홈데코)
비상장기업	638	페이퍼텍, HDC리조트 장부가액(이엠이는 한술제지에 편입되어 제외)
순차입금	-274	2020년 3분기 별도 재무제표 기준
주식수	42	보통주
주당가치	5,647	할인을 관계기업 30%, 종속기업 50% 적용

자료: 사업보고서, IBK투자증권

한솔홀딩스 (004150)

포괄손익계산서

(십억원)	2018	2019	2020F	2021F	2022F
매출액	602	542	501	365	386
증가율(%)	-12.3	-10.0	-7.5	-27.2	5.8
매출원가	523	481	454	328	347
매출총이익	79	60	47	37	39
매출총이익률 (%)	13.1	11.1	9.4	10.1	10.1
판매비	54	49	40	30	30
판매비율(%)	9.0	9.0	8.0	8.2	7.8
영업이익	25	12	7	7	9
증가율(%)	-1.0	-53.5	-41.0	6.9	24.0
영업이익률(%)	4.2	2.2	1.4	1.9	2.3
순금융손익	-1	-2	-4	-2	-1
이자손익	-4	-4	-4	-4	-3
기타	3	2	0	2	2
기타영업외손익	-26	-7	12	2	2
종속/관계기업손익	9	12	26	27	30
세전이익	7	15	40	35	39
법인세	-3	7	4	6	7
법인세율	-42.9	46.7	10.0	17.1	17.9
계속사업이익	9	8	37	28	32
중단사업손익	-51	18	0	0	0
당기순이익	-41	26	37	28	32
증가율(%)	-52.2	-163.4	39.9	-22.9	14.1
당기순이익률 (%)	-6.8	4.8	7.4	7.7	8.3
지배주주당기순이익	-39	25	35	25	28
기타포괄이익	-2	3	1	0	0
총포괄이익	-44	29	38	28	32
EBITDA	45	28	19	22	25
증가율(%)	-13.8	-38.2	-31.7	14.5	11.6
EBITDA마진율(%)	7.5	5.2	3.8	6.0	6.5

투자지표

(12월 결산)	2018	2019	2020F	2021F	2022F
주당지표(원)					
EPS	-826	536	799	584	666
BPS	8,668	9,195	11,216	11,700	12,266
DPS	0	0	100	100	100
밸류에이션(배)					
PER	-5.9	7.3	4.4	6.1	5.3
PBR	0.6	0.4	0.3	0.3	0.3
EV/EBITDA	6.5	7.5	8.6	6.9	5.8
성장성지표(%)					
매출증가율	-12.3	-10.0	-7.5	-27.2	5.8
EPS증가율	-29.0	-164.8	49.2	-27.0	14.1
수익성지표(%)					
배당수익률	0.0	0.0	2.7	2.7	2.7
ROE	-8.9	6.0	7.7	5.1	5.6
ROA	-2.8	2.6	5.4	4.1	4.6
ROIC	-7.7	9.3	42.2	29.2	30.4
안정성지표(%)					
부채비율(%)	211.9	46.1	38.4	34.0	31.2
순차입금 비율(%)	9.3	0.4	-1.6	-5.0	-7.3
이자보상배율(배)	5.0	2.5	1.4	1.8	2.5
활동성지표(배)					
매출채권회전율	4.0	5.3	5.8	4.5	4.6
재고자산회전율	32.0	45.6	51.6	39.5	41.0
총자산회전율	0.4	0.5	0.7	0.5	0.5

*주당지표 및 밸류에이션은 지배주주순이익 및 지배주주지분 기준

재무상태표

(십억원)	2018	2019	2020F	2021F	2022F
유동자산	254	210	205	218	237
현금및현금성자산	64	34	49	59	73
유가증권	10	7	8	8	8
매출채권	113	93	81	82	86
재고자산	14	10	9	9	10
비유동자산	1,094	456	480	478	481
유형자산	766	69	72	71	71
무형자산	10	12	11	12	12
투자자산	300	355	380	379	380
자산총계	1,347	666	685	696	719
유동부채	557	178	145	132	126
매입채무및기타채무	103	101	69	64	59
단기차입금	44	18	21	21	21
유동성장기부채	41	15	8	-1	-1
비유동부채	358	32	45	45	45
사채	0	0	0	0	0
장기차입금	29	6	16	16	16
부채총계	915	210	190	176	171
지배주주지분	409	434	471	492	515
자본금	232	236	42	42	42
자본잉여금	248	244	303	303	303
자본조정등	-135	-135	2	2	2
기타포괄이익누계액	-1	0	1	1	1
이익잉여금	65	89	123	144	168
비지배주주지분	23	22	24	28	32
자본총계	432	456	495	519	547
비이자부채	801	166	140	135	130
총차입금	114	44	50	41	41
순차입금	40	2	-8	-26	-40

현금흐름표

(십억원)	2018	2019	2020F	2021F	2022F
영업활동 현금흐름	-4	35	12	5	6
당기순이익	-41	26	37	28	32
비현금성 비용 및 수익	88	17	-13	-13	-15
유형자산감가상각비	17	15	11	13	14
무형자산상각비	3	1	1	2	1
운전자본변동	-51	-5	-12	-7	-9
매출채권등의 감소	13	11	13	-2	-3
재고자산의 감소	4	2	1	0	0
매입채무등의 증가	-18	4	-33	-5	-5
기타 영업현금흐름	0	-3	0	-3	-2
투자활동 현금흐름	50	-26	-2	-14	-20
유형자산의 증가(CAPEX)	-14	-13	-10	-12	-14
유형자산의 감소	1	5	0	0	0
무형자산의 감소(증가)	-1	-2	0	-3	-2
투자자산의 감소(증가)	36	-25	-4	0	-1
기타	28	9	12	1	-3
재무활동 현금흐름	-36	-39	5	18	29
차입금의 증가(감소)	17	1	21	0	0
자본의 증가	0	0	0	1	1
기타	-53	-40	-16	17	28
기타 및 조정	1	0	0	1	-1
현금의 증가	11	-30	15	10	14
기초현금	53	64	34	49	59
기말현금	64	34	49	59	73

Compliance Notice

동 자료에 게재된 내용들은 외부의 압력이나 부당한 간섭 없이 본인의 의견을 정확하게 반영하여 작성되었음을 확인합니다.
 동 자료는 기관투자가 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								
해당 사항 없음												

투자이건 안내 (투자기간 12개월)

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

투자등급 통계 (2019.10.01~2020.09.30)

투자등급 구분	건수	비율(%)
매수	139	89.7
중립	16	10.3
매도	0	0

최근 2년간 주가 그래프 및 목표주가(대상 시점 1년) 변동 추이

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

