

Company Update

Analyst 김장원

02) 6915-5661
jwkim@ibks.com

매수 (유지)

목표주가	6,800원
현재가 (5/26)	4,395원

KOSPI (5/26)	3,168.43pt
시가총액	185십억원
발행주식수	42,009천주
액면가	1,000원
52주 최고가	4,850원
최저가	2,915원
60일 일평균거래대금	2십억원
외국인 지분율	13.9%
배당수익률 (2021F)	2.8%

주주구성	
조동길 외 6 인	30.28%

주가상승	1M	6M	12M
상대기준	-6%	7%	-9%
절대기준	-7%	29%	41%

	현재	직전	변동
투자 의견	매수	매수	-
목표주가	6,800	6,800	-
EPS(21)	701	613	▲
EPS(22)	777	665	▲

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)

모자란 부분이 채워질 변화들

관찰은 실적 1Q21

별도 매출과 영업이익이 전년동기대비 11.4%, 17.6% 증가했음에도 순이익이 감소한 것은 지난해 1분기에 비업무용 유형자산 처분이익이 있었기 때문으로 일회성이익은 배당 재원에 포함하지 않음으로 개입치 않아도 된다. 그리고 연결 실적도 매출과 영업이익이 5.3%, 103.1% 증가했는데, 연결종속기업 페이퍼텍과 PNS가 크게 개선되었기 때문이다. 그럼에도 좋다는 표현 대신 괜찮았다고 한 것은 주력 계열사의 실적으로 구성된 지분법이익이 줄어 순이익이 감소했기 때문이다.

미흡했던 계열사 실적이 2분기이후 복원

실적이 좋았던 페이퍼텍은 2분기에 공장 정기대보수로 1분기보다 안 좋을 것으로 예상하나, 골판지 수요 증가와 판가 상승세로 공장 가동이 정상화되는 하반기에는 다시 개선되고, 지류를 유통하는 PNS도 골판지를 비롯한 산업용지 수요 증가로 1분기 실적 흐름이 유지될 전망이다. 제지는 2분기에 공장 증설로 산업용지 생산규모를 70만톤에서 75만톤으로 확대하여 하반기에는 증설 물량 효과와 1분기 부진의 원인이었던 원가부담을 판가에 전가하여 수익성이 개선될 전망이다. 테크닉스는 매출 증가에 기여도가 컸던 LCM이 수익에서는 그렇지 않았는데, 하반기에는 수익분기점을 넘어 수익성이 개선될 전망이다. 1분기에 주력 계열사 중 실적이 가장 좋았던 로지스틱스는 국내외 물동량 증가와 원가 절감 등 경영 효율화로 실적 개선세가 이어지는 가운데 2분기는 전주페이퍼와의 소송에서 최종 승소하여 100억원대의 승소 금액이 반영되는 일회성 효과도 있을 예정이다.

내재가치 대비 저평가

직전 보고서 작성 시점보다 상장계열사 가치는 하락했으나, 순현금 보유액이 220억 원이상 늘어 500억원에 달함에 지주 순자산가치는 오히려 상승했다. 개선될 계열사 실적과 안정적인 주주환원 정책으로 매수 의견을 유지한다.

(단위:십억원,배)	2019	2020	2021F	2022F	2023F
매출액	346	359	383	398	415
영업이익	15	12	22	24	25
세전이익	20	43	39	44	50
지배주주순이익	25	71	29	33	37
EPS(원)	536	1,626	701	777	874
증가율(%)	-164.8	203.5	-56.9	10.9	12.5
영업이익률(%)	4.3	3.3	5.7	6.0	6.0
순이익률(%)	7.5	20.3	8.4	8.8	9.4
ROE(%)	6.0	15.2	5.7	6.0	6.4
PER	7.3	2.3	6.1	5.5	4.9
PBR	0.4	0.3	0.3	0.3	0.3
EV/EBITDA	6.7	5.7	4.2	3.4	2.6

자료: Company data, IBK투자증권 예상

1Q21 실적 Review

별도 매출과 영업이익은 전년동기대비 11.4%, 17.6% 증가했지만, 순이익은 지난해 유형자산처분이익으로 53.4% 감소했다. 매출에서 배당수익은 43억원으로 계열사의 배당금 증액으로 26.5% 증가했다.

연결 매출은 970억원으로 전년동기대비 5.3% 증가에 그쳤지만, 영업이익은 종속기업 페이퍼텍과 PNS 실적 개선으로 103.1% 증가한 65억원을 기록했다. 그러나 순이익은 지분법대상 제지와 테크닉스의 수익 부진과 지난해 비업무용 유형자산 처분이익 발생 등으로 54.6% 감소했다.

주요 계열사 실적

골판지를 생산하는 페이퍼텍은 판가 상승으로 실적이 크게 개선되었고, PNS는 산업용지의 수요 증가와 원가 개선으로 수익성이 좋아졌다. 반면 제지는 코로나19의 영향이 가중되면서 인쇄용지와 특수지 수익성이 떨어져 영업이익률이 지난해 1분기의 절반 수준으로 하락했다. 실적 감소세가 눈에 띄는 테크닉스는 파워보드 판매량 증가에도 불구하고 원자재 가격 상승으로 수익성이 크게 낮아졌다. 작년 4월 한솔티씨에스를 인수하여 사세를 확장한 로지스틱스는 매출이 30% 가까이 늘어 영업이익과 순이익이 전년동기대비 각각 89.3%, 105.5% 증가했다. 외형 증가에 따른 개선 효과뿐만 아니라 원가절감과 운용효율화로 수익성이 좋아졌다.

표 1. 한솔홀딩스 1Q21 실적

(억원, %)

	별도		연결	
		YoY		YoY
매출액	97	11.4	970	5.3
영업이익	60	17.6	65	103.1
순이익	55	-53.4	69	-54.6

자료: IR 자료, 사업보고서

표 2. 주요 계열사 1Q21 실적

(억원, %)

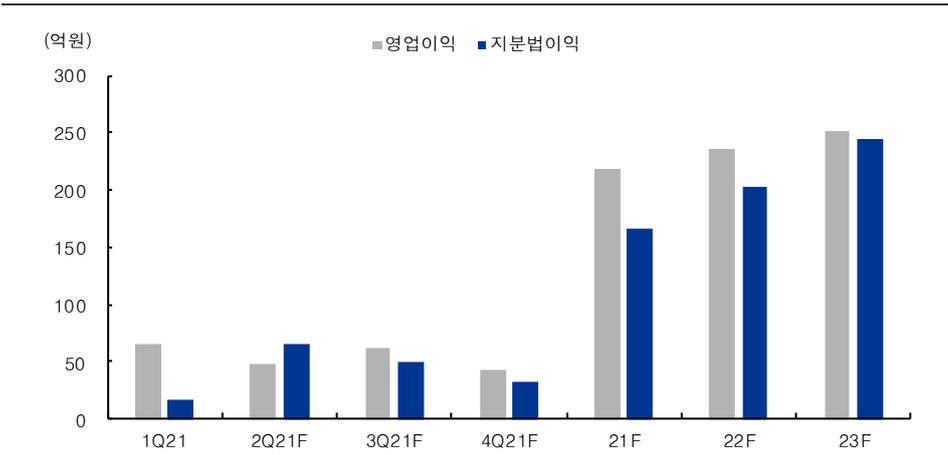
		1Q21			1Q20	4Q20
			YoY	QoQ		
페이퍼텍 (종속)	매출	306	22.9	2.3	249	299
	영업이익	36	350.0	63.6	8	22
	순이익	29	480.0	123.1	5	13
PNS (종속)	매출	629	-1.1	-4.4	636	658
	영업이익	12	100.0	33.3	6	9
	순이익	10	42.8	4,233.3	7	1
제지 (지분법)	매출	3,874	-3.1	26.7	3,997	3,870
	영업이익	194	-52.0	흑전	404	-16
	순이익	118	-52.2	흑전	247	-57
테크닉스 (지분법)	매출	3,062	28.9	0.2	2,376	3,057
	영업이익	23	-78.7	흑전	108	-45
	순이익	33	-70.5	26.9	112	26
로지스틱스 (지분법)	매출	1,546	29.6	8.4	1,193	1,426
	영업이익	53	89.3	194.4	28	18
	순이익	37	105.5	236.4	18	11
흙데코 (지분법)	매출	575	-11.8	-7.4	652	621
	영업이익	17	112.5	112.5	8	8
	순이익	19	흑전	흑전	-3	-14

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

실적 전망

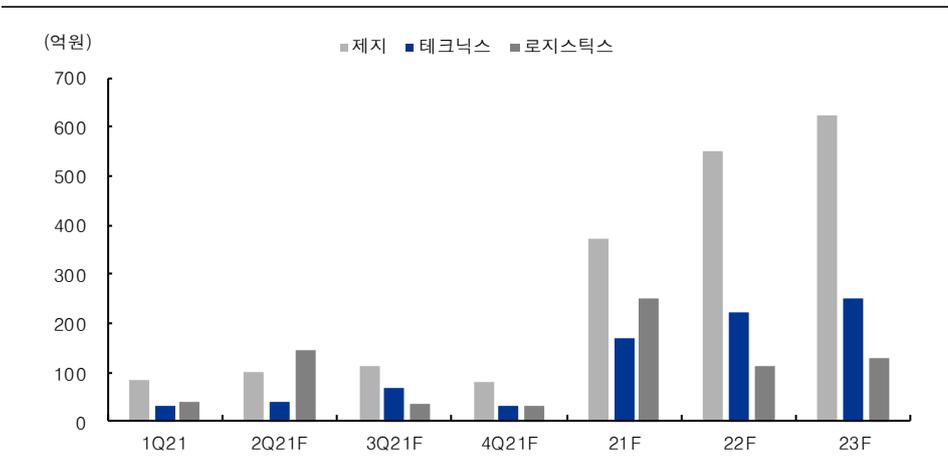
2분기에는 페이퍼텍과 한솔제지가 공장 정기대보수와 산업용지 증설 공사로 제품 생산에 차질이 있을 것으로 예상되나, 3분기에는 가동 정상화로 실적이 개선될 전망이다. 1분기보다 수익성이 개선될 테크닉스는 LCM사업이 하반기부터 손익분기점을 넘을 것으로 예상돼 개선 속도가 빨라질 전망이다. M&A와 업황 개선으로 실적 전망이 안정적인 로지스틱스는 전주페이퍼와의 소송 승소 금액이 2분기에 반영될 예정이다.

그림 1. 자주 영업이익과 지분법이익



주: 영업이익은 페이퍼텍과 PNS 실적, 연결 기준 자료: 회사측 자료, IBK투자증권

그림 2. 지분법손익 대상 중 일부 계열사 실적



자료: 회사측 자료, IBK투자증권

표 3. Valuation

(단위: 억원, 백만주, 원)

구분	기업가치	비고
투자자산가치	3,367	상장기업과 비상장기업 가치 합산
상장기업	2,487	상장된 주요 계열사 시가총액(제지, 테크닉스, 로지스틱스, PNS, 홈데코)
비상장기업	880	페이퍼텍 552억원(EBITDA multiple 5x), HDC리조트 328억원(장부가액)
순차입금	-490	2021년 1분기 별도 재무제표 기준
주식수	42	보통주
주당가치	7,062	상표사용료 가치 포함. 상장기업과 비상장기업에 할인율 30% 적용

자료: 사업보고서, IBK투자증권

한솔홀딩스 (004150)

포괄손익계산서

(십억원)	2019	2020	2021F	2022F	2023F
매출액	346	359	383	398	415
증가율(%)	-42.5	3.8	6.5	4.1	4.2
매출원가	301	317	329	342	356
매출총이익	45	42	54	57	59
매출총이익률 (%)	13.0	11.7	14.1	14.3	14.2
판매비	31	30	32	33	34
판매비율(%)	9.0	8.4	8.4	8.3	8.2
영업이익	15	12	22	24	25
증가율(%)	-41.6	-15.8	75.0	8.6	6.1
영업이익률(%)	4.3	3.3	5.7	6.0	6.0
순금융손익	0	0	0	0	0
이자손익	-1	0	0	0	0
기타	1	0	0	0	0
기타영업외손익	-7	9	1	1	1
중속/관계기업손익	12	22	17	20	24
세전이익	20	43	39	44	50
법인세	4	-14	7	9	10
법인세율	20.0	-32.6	17.9	20.5	20.0
계속사업이익	16	57	32	35	39
중단사업손익	10	16	0	0	0
당기순이익	26	73	32	35	39
증가율(%)	-163.4	176.4	-56.2	10.2	12.5
당기순이익률 (%)	7.5	20.3	8.4	8.8	9.4
지배주주당기순이익	25	71	29	33	37
기타포괄이익	3	-3	1	0	0
총포괄이익	29	69	33	35	39
EBITDA	31	24	33	36	38
증가율(%)	-31.6	-24.2	41.4	9.1	5.4
EBITDA마진율(%)	9.0	6.7	8.6	9.0	9.2

투자지표

(12월 결산)	2019	2020	2021F	2022F	2023F
주당지표(원)					
EPS	536	1,626	701	777	874
BPS	9,195	11,972	12,579	13,236	13,990
DPS	0	120	120	120	120
밸류에이션(배)					
PER	7.3	2.3	6.1	5.5	4.9
PBR	0.4	0.3	0.3	0.3	0.3
EV/EBITDA	6.7	5.7	4.2	3.4	2.6
성장성지표(%)					
매출증가율	-42.5	3.8	6.5	4.1	4.2
EPS증가율	-164.8	203.5	-56.9	10.9	12.5
수익성지표(%)					
배당수익률	0.0	3.3	2.8	2.8	2.8
ROE	6.0	15.2	5.7	6.0	6.4
ROA	2.6	11.2	4.9	5.2	5.5
ROIC	9.3	91.6	40.1	41.3	43.1
안정성지표(%)					
부채비율(%)	46.1	19.1	19.7	18.7	18.0
순차입금 비율(%)	0.4	-8.6	-11.6	-14.6	-17.9
이자보상배율(배)	10.6	12.9	28.3	28.7	30.5
활동성지표(배)					
매출채권회전율	3.4	4.4	5.4	5.6	5.5
재고자산회전율	29.2	41.1	44.5	39.3	37.7
총자산회전율	0.3	0.6	0.6	0.6	0.6

*주당지표 및 밸류에이션은 지배주주순이익 및 지배주주지분 기준

재무상태표

(십억원)	2019	2020	2021F	2022F	2023F
유동자산	210	167	192	217	249
현금및현금성자산	34	45	69	89	113
유가증권	7	20	21	22	23
매출채권	93	71	70	73	78
재고자산	10	7	10	10	12
비유동자산	456	460	471	476	481
유형자산	69	66	71	73	75
무형자산	12	7	6	8	9
투자자산	355	364	364	364	365
자산총계	666	627	663	693	730
유동부채	178	93	94	95	97
매입채무및기타채무	101	56	55	55	58
단기차입금	18	15	13	13	13
유동성장기부채	15	1	2	2	2
비유동부채	32	8	15	15	15
사채	0	0	0	0	0
장기차입금	6	2	1	1	1
부채총계	210	101	109	109	112
지배주주지분	434	503	528	556	588
자본금	236	42	42	42	42
자본잉여금	263	303	63	63	63
자본조정등	-154	2	2	2	2
기타포괄이익누계액	0	7	8	8	8
이익잉여금	89	149	413	441	473
비지배주주지분	22	24	26	28	31
자본총계	456	526	554	584	619
비이자부채	166	80	83	83	86
총차입금	44	21	26	26	26
순차입금	2	-45	-64	-85	-111

현금흐름표

(십억원)	2019	2020	2021F	2022F	2023F
영업활동 현금흐름	35	9	28	24	24
당기순이익	26	73	32	35	39
비현금성 비용 및 수익	17	-48	-3	-8	-12
유형자산감가상각비	15	9	11	12	12
무형자산상각비	1	2	1	1	1
운전자본변동	-5	-15	-1	-3	-4
매출채권등의 감소	10	0	5	-3	-5
재고자산의 감소	2	2	-3	-1	-1
매입채무등의 증가	4	-24	-1	0	3
기타 영업현금흐름	-3	-1	0	0	1
투자활동 현금흐름	-26	2	-16	-20	-20
유형자산의 증가(CAPEX)	-13	-5	-15	-14	-14
유형자산의 감소	5	0	0	0	0
무형자산의 감소(증가)	-2	-1	0	-3	-2
투자자산의 감소(증가)	-26	-26	0	0	-1
기타	10	34	-1	-3	-3
재무활동 현금흐름	-39	0	12	16	19
차입금의 증가(감소)	1	29	-1	0	0
자본의 증가	0	0	0	1	1
기타	-40	-29	13	15	18
기타 및 조정	0	0	0	0	1
현금의 증가	-30	11	24	20	24
기초현금	64	34	45	69	89
기말현금	34	45	69	89	113

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								
해당 사항 없음												

투자 의견 안내 (투자기간 12개월)

종목 투자 의견 (절대 수익률 기준)			
적극매수 40% ~	매수 15% ~	중립 -15% ~ 15%	매도 ~ -15%
업종 투자 의견 (상대 수익률 기준)			
비중확대 +10% ~	중립 -10% ~ +10%	비중축소 ~ -10%	

투자등급 통계 (2020.04.01~2021.03.31)

투자등급 구분	건수	비율(%)
매수	140	95.2
중립	7	4.8
매도	0	0

최근 2년간 주가 그래프 및 목표주가(대상 시점 1년) 변동 추이

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

