

Company Update

Analyst 김장원

02) 6915-5661

jwkim@ibks.com

매수 (유지)

목표주가 6,800원

현재가 (3/16) 3,235원

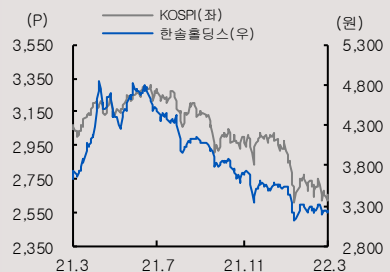
KOSPI (3/16)	2,659.23pt
시가총액	136십억원
발행주식수	42,009천주
액면가	1,000원
52주 최고가	4,850원
최저가	3,115원
60일 일평균거래대금	0십억원
외국인 지분율	12.4%
배당수익률 (2021F)	3.4%

주주구성
조동길 외 6 인 30.28%

주가상승	1M	6M	12M
상대기준	2%	-7%	2%
절대기준	0%	-21%	-11%

	현재	직전	변동
투자의견	매수	매수	-
목표주가	6,800	6,800	-
EPS(21)	534	683	▼
EPS(22)	633	762	▼

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)

기저효과가 작용하는 2022년

주력 계열사가 부진했던 2021년

연결 매출과 영업이익이 전년대비 증가한 것은 연결종속대상 패이퍼텍과 PNS가 판가인상으로 실적이 개선됐기 때문이다. 다만 하반기에 원가 부담이 커져 상반기의 상승세를 이어가지 못한 점은 아쉽다. 연결 재무제표에 지분법손익으로 반영되는 제지와 테크닉스는 원자재 가격과 물류비 상승으로 실적이 저조했다. 반면 로지스틱스는 4분기가 상여금 지급으로 전년동기수준의 이익을 기록함에도 연간 실적이 크게 개선되었고, 홈테크도 보드사업의 호조로 수익성이 개선되었다.

양적 변화의 효과

한솔로지스틱스가 실적이 크게 개선된 것은 운임 상승과 물류량 증가라는 외적 변수가 분명 작용을 했지만, 육송 업체 인수와 배터리 물류사업 등 외연을 확장하지 않았다면 성장 폭이 이렇게 크지 않았을 것이다. 이런 변화가 다른 계열사에도 필요하다. 제지사업은 규모의 경제가 필요하고, 테크닉스는 신규 사업 아이템을 추가할 필요가 있다. 최근 테크닉스가 반도체 및 디스플레이 장비업체 아이원스에 투자한 것은 사업 다변화의 좋은 기회가 될 수 있을 것으로 본다. 골판지 원지를 생산하는 패이퍼텍이 기존 제품만으로는 성장과 수익 개선에 한계가 있어 원지 외에 골판지를 구성하는 다른 제품을 생산하는 라인업까지 갖춘다면 골판지 완제품 업체로서 성장과 수익구조 개선에 큰 도움이 될 것 같다.

주력 계열사의 영향력

2021년 가장 눈에 띄는 계열사는 물류 업황 호조, M&A 효과와 법적 승소로 일회성이익까지 있었던 로지스틱스다. 그럼에도 지주는 실적이 부진했던 제지와 테크닉스 주가와 같은 궤적을 그렸다. 두 계열사가 부진의 원인을 연초부터 완전히 해소한다고 보기 어렵지만 점차 좋아져 지난해보다는 개선될 것으로 전망하고 있다. 주력 계열사가 좋아지면 지주도 좋아질 것이다. 기존 투자의견과 목표주가를 유지한다.

(단위:십억원,배)	2019	2020	2021F	2022F	2023F
매출액	346	359	414	464	485
영업이익	15	12	18	22	24
세전이익	20	43	29	36	43
지배주주순이익	25	71	22	27	32
EPS(원)	536	1,626	534	633	755
증가율(%)	-164.8	203.5	-67.2	18.6	19.2
영업이익률(%)	4.3	3.3	4.3	4.7	4.9
순이익률(%)	7.5	20.3	5.8	6.3	7.0
ROE(%)	6.0	15.2	4.4	5.0	5.7
PER	7.3	2.3	6.6	5.1	4.3
PBR	0.4	0.3	0.3	0.2	0.2
EV/EBITDA	6.7	5.7	4.3	2.7	2.2

자료: Company data, IBK투자증권 예상

2021년 실적 Review

한솔홀딩스는 계열회사의 매출 상승에 따른 상표사용수익과 배당금 유입이 늘어 별도 매출과 영업이익이 전년대비 11.4%, 20.9% 증가했다. 그럼에도 순이익이 63.5% 감소한 것은 직전년도에 비유동자산처분이익이 두차례 있었기 때문이다. 연결종속대상 페이퍼텍과 PNS의 실적 개선으로 연결 매출과 영업이익이 15.0%, 47.2% 증가했다. 그러나 순이익은 지분법대상 일부기업의 수익부진과 직전년도 순이익에 계열사 매각으로 중단영업순이익이 반영되어 낙폭이 컸었다.

연결자회사: 수익구조 및 M&A로 실적 개선

페이퍼텍은 하반기들어 고지가격이 원가부담을 가중시킬 만큼 상승하고 사업장 시정 명령 관련 복구충당비용이 발생했음에도 판가 상승의 영향이 커 2020년대비 수익이 개선되었다. PNS도 지류 판가 인상과 하반기에 진행된 기업 두군데 M&A 효과가 4분기에 나타나면서 실적이 좋아졌다.

지분법자회사: 제지와 전자 부진, 물류와 보드 호조

제지는 제품 수요 회복과 판가 인상으로 매출이 증가했음에도 펄프가격과 물류비 상승으로 수익성이 하락했다. 테크닉스는 역대 최고 매출을 기록했으나, 파워보드 부문의 원자재 수급 차질에 따른 원재료비 상승과 물류비 증가로 4분기 적자폭이 커지면서 연간 실적이 적자로 전환되었다. 그러나 로지스틱스는 취급 물류량 증가와 M&A 효과 그리고 운임 상승으로 매출이 크게 늘어 수익성도 개선되었다. 더구나 2분기에 법적 소송에서 승소하여 관련 이익 144억원 반영되어 이익 증가폭이 더 커졌다. 홈데코는 주력제품(보드와 마루)의 판매 호조로 수익성이 크게 개선되었는데, MDF 판가가 전년동기대비 28% 상승하였다.

표 1. 2021년 실적

(억원, %)

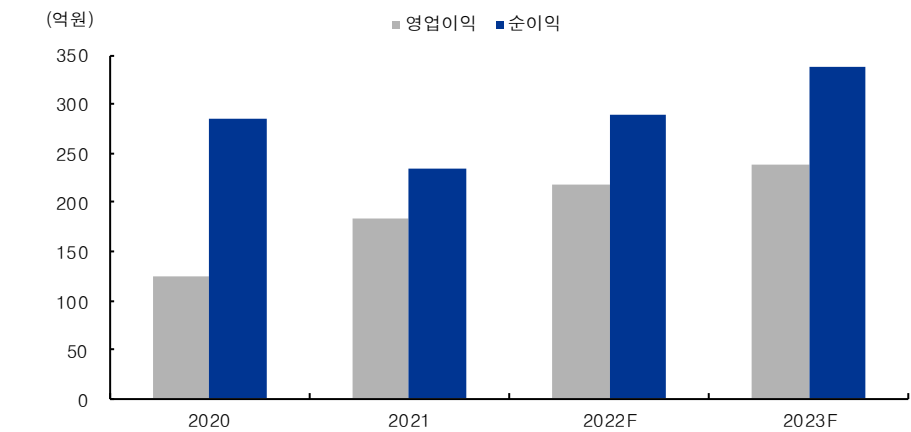
			21.4Q			연간		
				YoY	QoQ		YoY	
지주	홀딩스	별도	매출	67	9.8	-9.4	293	11.4
			영업이익	13	18.2	-67.5	133	20.9
			순이익	29	-85.6	-9.4	132	-63.5
		연결	매출	1,264	26.5	31.5	4,136	15.0
			영업이익	41	-2.4	13.9	184	47.2
			순이익	26	-93.1	-42.2	235	-67.6
종속	페이퍼텍	매출	391	30.8	17.1	1,348	34.5	
		영업이익	6	-72.7	500.0	61	154.2	
		순이익	23	76.9	흑전	45	400.0	
	PNS	매출	826	25.5	40.2	2,631	7.5	
		영업이익	21	133.3	133.3	46	17.9	
		순이익	19	1,800.0	137.5	35	16.7	
지분법	제지	매출	5,250	36.7	16.6	18,342	21.5	
		영업이익	126	869.1	40.4	607	-35.8	
		순이익	-51	적지	적전	137	-76.9	
	테크닉스	매출	4,422	44.6	13.0	14,906	24.7	
		영업이익	-77	적지	적지	-43	적전	
		순이익	-91	적전	적지	-93	적전	
	로지스틱스	매출	2,363	65.7	29.4	7,470	46.6	
		영업이익	18	0.0	-77.5	303	131.3	
		순이익	-15	적전	적전	235	170.1	
	홈데코	매출	720	15.9	6.0	2,632	3.9	
		영업이익	2	-75.0	-91.7	86	196.6	
		순이익	-28	적지	적전	55	816.7	

자료: Quantiwise, 사업보고서, IBK투자증권

2022년 실적 개선

원가부담의 원인이었던 펄프와 고지 가격이 완만한 모습을 보이는 가운데 원가 상승분을 판매가격에 반영함으로써 제지사업의 수익성이 개선될 전망이다. IT는 4분기가 항상 재고 이슈가 있어 수요가 감소하는 경향이 있어 테크닉스의 실적 부진이 4분기까지 이어졌지만, 2022년에는 판가인상과 비용 효율화로 수익성이 개선될 전망이다. 지난해 말 반도체와 디스플레이용 장비 부품의 정밀 가공 및 세정 업체에 투자를 결정한 것은 사업 다각화에 의한 실적 증가 요인으로서 기대가 된다. 로지스틱스는 물류회사 인수와 배터리 물류사업 강화 등으로 실적 개선 효과가 금년에도 지속될 전망이다. 지난해 수익이 크게 개선된 홈데코는 보드 부문의 호조로 양호한 실적 흐름이 금년에도 지속될 것으로 예상된다.

그림 1. 한솔홀딩스 연결 영업이익과 순이익



주: 순이익에는 지분법이익(제지, 테크닉스, 로지스틱스, 홈데코) 손익 포함 자료: 사업보고서, IR자료, IBK투자증권

계열사의 기업가치 개선이
지주 주가를 부양하는 힘

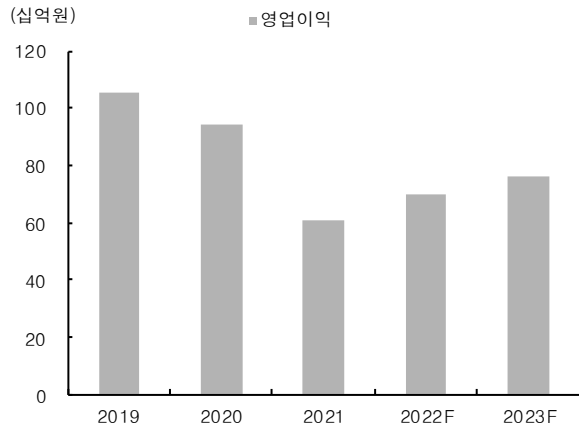
2022년 가장 큰 투자포인트는 지난해 부진했던 주력 계열사의 회복 여부로 제지와 테크닉스는 수익구조 변화 노력과 영업환경 개선으로 실적이 개선될 전망이다. 지난해 실적이 좋았던 로지스틱스는 좋은 흐름이 유지될 전망이다. 금년 시작이 지난해 부진에서 시작하는 기저효과가 커 주가의 수준이 부담스럽지 않으나, 연초 원자재 가격과 어수선한 국제 정세를 감안할 때 개선의 기대감이 가시화되는 시점을 2분기 내지 하반기로 늦출 필요성이 있다. 그렇다고 지금 주가가 하방 압력을 받을 만큼의 수준이 아니니 영향은 없을 것 같다.

표 2. 한솔홀딩스 밸류에이션

항목	가치	비고
투자자산	2,691	상장자회사 주가 하락으로 직전 발표시점대비 17% 하락
상장자회사	2,053	제지, 테크닉스, 로지스틱스, PNS, 홈데코 시가총액
비상장자회사	638	페이퍼텍과 HDC리조트 장부가액
순차입금	-560	2021년 별도 재무제표
순자산	3,371	할인을 미적용
주당가치	6,559	상장자회사에 30% 할인을 적용

주: SOTP 밸류에이션 자료: 사업보고서, IBK투자증권

그림 2. 한솔제지 영업이익



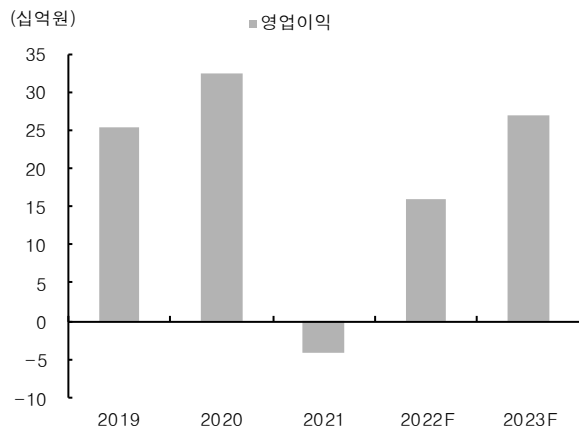
주: 연결기준 자료: 사업보고서, IBK투자증권

그림 3. 한솔제지 주가



자료: Quantiwise, IBK투자증권

그림 4. 한솔테크닉스 영업이익



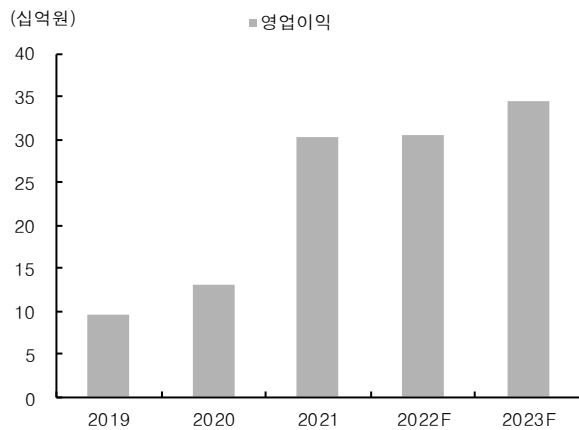
주: 연결기준 자료: 사업보고서, IBK투자증권

그림 5. 한솔테크닉스 주가



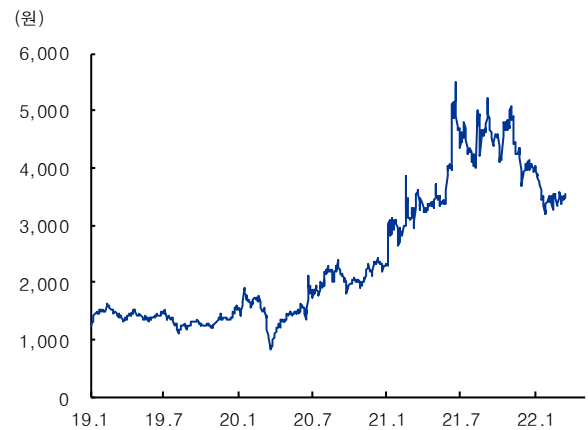
자료: Quantiwise, IBK투자증권

그림 6. 한솔로지스틱스 영업이익



주: 연결기준 2021년 법정 승소 이익 포함 자료: 사업보고서, IBK투자증권

그림 7. 한솔로지스틱스 주가



자료: Quantiwise, IBK투자증권

한솔홀딩스 (004150)

포괄손익계산서

(십억원)	2019	2020	2021F	2022F	2023F
매출액	346	359	414	464	485
증가율(%)	-42.5	3.8	15.1	12.1	4.7
매출원가	301	317	363	407	425
매출총이익	45	42	51	57	60
매출총이익률 (%)	13.0	11.7	12.3	12.3	12.4
판매비	31	30	32	35	36
판매비율(%)	9.0	8.4	7.7	7.5	7.4
영업이익	15	12	18	22	24
증가율(%)	-41.6	-15.8	47.4	18.5	9.4
영업이익률(%)	4.3	3.3	4.3	4.7	4.9
순금융손익	0	0	0	0	0
이자손익	-1	0	0	0	0
기타	1	0	0	0	0
기타영업외손익	-7	9	1	1	1
종속/관계기업손익	12	22	10	13	18
세전이익	20	43	29	36	43
법인세	4	-14	6	7	9
법인세율	20.0	-32.6	20.7	19.4	20.9
계속사업이익	16	57	24	29	34
중단사업손익	10	16	0	0	0
당기순이익	26	73	24	29	34
증가율(%)	-163.4	176.4	-67.6	22.9	17.3
당기순이익률 (%)	7.5	20.3	5.8	6.3	7.0
지배주주당기순이익	25	71	22	27	32
기타포괄이익	3	-3	2	0	0
총포괄이익	29	69	26	29	34
EBITDA	31	24	28	34	37
증가율(%)	-31.6	-24.2	19.3	22.0	7.4
EBITDA마진율(%)	9.0	6.7	6.8	7.3	7.6

투자지표

(12월 결산)	2019	2020	2021F	2022F	2023F
주당지표(원)					
EPS	536	1,626	534	633	755
BPS	9,195	11,972	12,438	12,951	13,556
DPS	0	120	120	150	150
밸류에이션(배)					
PER	7.3	2.3	6.6	5.1	4.3
PBR	0.4	0.3	0.3	0.2	0.2
EV/EBITDA	6.7	5.7	4.3	2.7	2.2
성장성지표(%)					
매출증가율	-42.5	3.8	15.1	12.1	4.7
EPS증가율	-164.8	203.5	-67.2	18.6	19.2
수익성지표(%)					
배당수익률	0.0	3.3	3.4	4.5	4.5
ROE	6.0	15.2	4.4	5.0	5.7
ROA	2.6	11.2	3.7	4.4	4.9
ROIC	9.3	91.6	29.3	33.4	35.8
안정성지표(%)					
부채비율(%)	46.1	19.1	18.8	17.8	16.9
순차입금 비율(%)	0.4	-8.6	-9.8	-12.4	-14.3
이자보상배율(배)	10.6	12.9	19.9	29.8	33.3
활동성지표(배)					
매출채권회전율	3.4	4.4	6.4	8.0	8.0
재고자산회전율	29.2	41.1	41.4	35.2	32.8
총자산회전율	0.3	0.6	0.6	0.7	0.7

*주당지표 및 밸류에이션은 지배주주순이익 및 지배주주지분 기준

재무상태표

(십억원)	2019	2020	2021F	2022F	2023F
유동자산	210	167	154	173	194
현금및현금성자산	34	45	49	65	79
유가증권	7	20	28	28	29
매출채권	93	71	57	59	62
재고자산	10	7	13	14	16
비유동자산	456	460	498	502	508
유형자산	69	66	71	73	75
무형자산	12	7	14	15	16
투자자산	355	364	375	376	377
자산총계	666	627	652	675	701
유동부채	178	93	88	87	86
매입채무및기타채무	101	56	52	51	50
단기차입금	18	15	12	12	11
유동성장기부채	15	1	1	1	1
비유동부채	32	8	16	16	16
사채	0	0	0	0	0
장기차입금	6	2	2	2	2
부채총계	210	101	103	102	101
지배주주지분	434	503	523	544	569
자본금	236	42	42	42	42
자본잉여금	263	303	63	63	63
자본조정등	-154	2	2	2	2
기타포괄이익누계액	0	7	-2	-2	-2
이익잉여금	89	149	417	439	464
비지배주주지분	22	24	26	29	31
자본총계	456	526	549	573	600
비이자부채	166	80	80	80	79
총차입금	44	21	23	22	22
순차입금	2	-45	-54	-71	-86

현금흐름표

(십억원)	2019	2020	2021F	2022F	2023F
영업활동 현금흐름	35	9	36	24	21
당기순이익	26	73	24	29	34
비현금성 비용 및 수익	17	-48	6	-2	-6
유형자산감가상각비	15	9	9	11	12
무형자산상각비	1	2	1	1	1
운전자본변동	-5	-15	2	-3	-7
매출채권등의 감소	10	0	14	-1	-4
재고자산의 감소	2	2	-6	-1	-2
매입채무등의 증가	4	-24	-4	-1	-1
기타 영업현금흐름	-3	-1	4	0	0
투자활동 현금흐름	-26	2	-22	-17	-20
유형자산의 증가(CAPEX)	-13	-5	-10	-14	-14
유형자산의 감소	5	0	0	0	0
무형자산의 감소(증가)	-2	-1	0	-3	-2
투자자산의 감소(증가)	-26	-26	-8	-1	-1
기타	10	34	-4	1	-3
재무활동 현금흐름	-39	0	-11	9	12
차입금의 증가(감소)	1	29	-13	0	0
자본의 증가	0	0	0	1	1
기타	-40	-29	2	8	11
기타 및 조정	0	0	0	0	1
현금의 증가	-30	11	3	16	14
기초현금	64	34	45	49	65
기말현금	34	45	49	65	79

Compliance Notice

동 자료에 게재된 내용들은 외부의 압력이나 부당한 간섭없이 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

투자의견 안내 (투자기간 12개월)

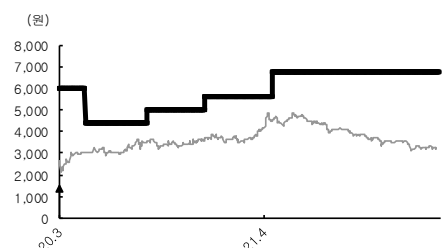
종목 투자의견 (절대수익률 기준)			
적극매수 40% ~	매수 15% ~	중립 -15% ~ 15%	매도 ~ -15%
업종 투자의견 (상대수익률 기준)			
비중확대 +10% ~	중립 -10% ~ +10%	비중축소 ~ -10%	

투자등급 통계 (2021.01.01~2021.12.31)

투자등급 구분	건수	비율(%)
매수	139	93.9
중립	9	6.1
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
	2019.12.24	매수	6,000	-46.09	-34.17					
	2020.05.06	매수	4,400	-27.72	-17.39					
	2020.09.03	매수	5,000	-30.61	-26.60					
	2020.12.23	매수	5,600	-31.35	-13.39					
	2021.05.03	매수	6,800	-41.97	-28.90					
	2022.03.16	매수	6,800							