

한솔홀딩스 (004150.KS)

리스크 Down, 밸류에이션 Up

한솔홀딩스 연결 대차대조표 상 지속적인 부담요인이었던 자회사 한솔개발은 HDC현대산업개발로 최대주주 변경. 8월 발표될 태림포장 인수 건이 주목되며 한솔제지가 인수할 경우 한솔홀딩스 수혜 예상

재무적 부담이었던 한솔개발 리스크 감소, 태림포장 인수 기대감은 상승

골프장 오크밸리를 보유한 한솔개발은 6월 21일자로 최대주주 변경을 수반하는 신주발행 공시. 이에 한솔개발의 최대주주는 HDC현대산업개발로 변경되며 한솔홀딩스 연결에서 제외될 것. HDC현대산업개발은 자금력 및 디벨로퍼 역량을 갖춰 효율적으로 오크밸리 부지를 개발, 개선할 전망. 이에 잔여 한솔개발 44.5% 지분으로부터 지분법 이익의 개선이 예상됨

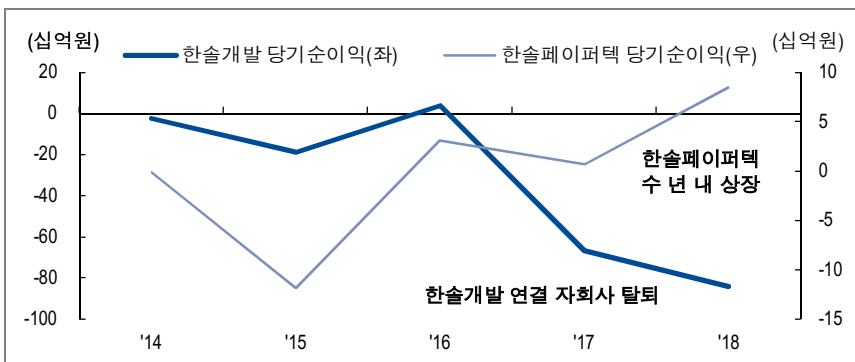
현재 태림포장 인수 건은 숏리스트 5곳으로 압축되었고 이 중 한솔제지와 사닝페이퍼의 인수 가능성이 높은 것으로 파악. 한솔제지는 차입과 FI를 통한 인수를 준비 중이며 한솔제지에 대한 한솔홀딩스의 지분율(30.4%)을 감안하면 증가 가능성 낮아 동사 입장에서 자금 부담 리스크는 낮다고 판단

태림포장 인수에 대한 불확실성이 있으나 한솔홀딩스에 미치는 긍정적 영향을 고려할 시점. 먼저 1조800억원에 달하는 태림포장그룹의 매출액에서 0.28%(현 한솔그룹 브랜드 로열티율)의 추가 로열티 인식이 가능. 또한 한솔PNS, 한솔로지스틱스 등 자회사 외형 성장과 기업 가치 증가가 예상됨

현재의 NAV 할인율은 이와 같은 한솔그룹의 변화가 반영되지 않은 수준

한솔개발의 연결 자회사 탈퇴로 재무구조 및 손익 개선 효과 예상(17년 669억원, 18년 837억원의 당기순손실 기록). 반면 주력 자회사 한솔제지는 산업용지 호조세가 유지되고 원재료 가격 하락하며 우호적 환경 지속. 이에 한솔홀딩스의 연결 실적(지배주주순이익 기준)은 6년 만에 흑자전환 예상. 한솔개발 리스크 사라지고 태림포장 인수 가능성이 높아져 기업 가치 상승 요인 발생. 동사의 NAV 추가 상승 및 할인율(57%) 또한 감소 전망

부담요인이던 한솔개발은 연결 자회사 탈퇴. 히든밸류 한솔페이퍼텍은 건조한 이익 시현



자료: 한솔개발, 한솔페이퍼텍, NH투자증권 리서치본부

Not Rated

현재가 ('19/07/03)

5,060원

업종	기타금융업
KOSPI / KOSDAQ	2,096.02 / 693.04
시가총액(보통주)	238.7십억원
발행주식수(보통주)	47.2백만주
52주 최고가 ('18/09/14)	5,643원
최저가 ('18/10/29)	3,898원
평균거래대금(60일)	526백만원
배당수익률(2019E)	0.00%
외국인지분율	10.4%
주요주주	
조동길 외 4인	20.4%

주가상승률	3개월	6개월	12개월
절대수익률 (%)	10.2	5.7	17.2
상대수익률 (%p)	15.9	0.5	27.1

	2018	2019E	2020F	2021F
매출액	698.7	630.2	651.7	677.7
증감률	1.7	-9.8	3.4	4.0
영업이익	38.1	28.4	34.9	39.2
증감률	48.8	-25.5	22.9	12.2
영업이익률	5.5	4.5	5.4	5.8
(지배지분)순이익	-39.0	22.1	41.2	45.5
EPS	-826	469	872	963
증감률	적지	흑전	85.8	10.4
PER	N/A	10.8	5.8	5.3
PBR	0.6	0.7	0.6	0.6
EV/EBITDA	5.1	8.0	5.7	4.2
ROE	-8.9	5.9	11.2	11.1
부채비율	211.9	52.7	48.5	45.0
순차입금	39.1	-28.7	-63.0	-99.5

단위: 십억원, %, 원, 배

주: EPS, PER, PBR, ROE는 지배지분 기준

자료: NH투자증권 리서치본부 전망



Analyst 백준기

02)768-7541, jack.baek@nhqv.com

RA 장재호

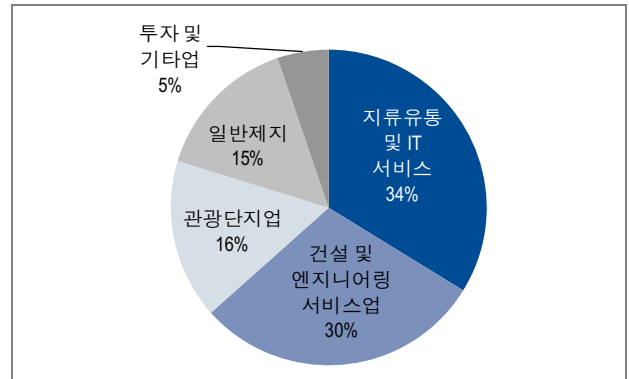
02)768-7083, jangjaeho@nhqv.com

기업개요

- 1965년 설립된 새한제지공업주식회사에서 시작한 한솔그룹의 순수 지주회사
- 2014년 한솔제지 인적분할 후 존속한 투자부문과 2015년 한솔로지스틱스 투자부문 흡수합병을 통해 현 지주회사 구축
- 한솔홀딩스의 종속회사는 한솔피엔에스(지류유통 및 IT서비스), 한솔이엠이/한솔신텍(건설 및 엔지니어링 서비스업), 한솔페이퍼텍(제지업) 등이 있으며, 한솔개발(관광단지업)은 19년 6월 21일 최대주주 변경되며 종속회사에서 제외될 예정
- 최대주주는 조동길 회장으로 8.95%, 특수관계인 포함 20.4% 지분 보유. 자사주 11.1% 확보 중

제품 및 매출비중

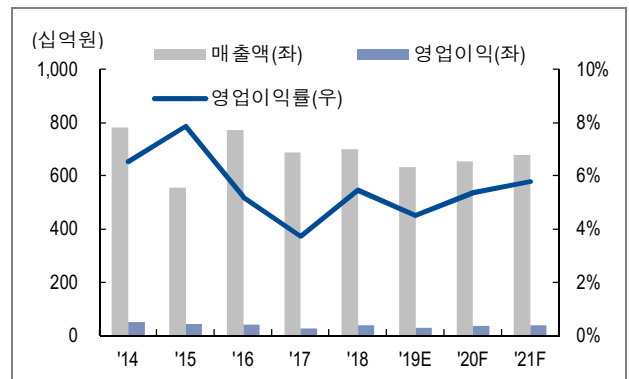
- 2019년 1분기 기준 사업 부문별 매출액 비중은 지류유통 및 IT서비스업 33.8%, 건설 및 엔지니어링 서비스업 29.6%, 관광단지업 16.3%, 일반제지 15.0%, 투자 및 기타업 5.3%
- 한솔페이퍼텍, 한솔이엠이 제외한 대부분 기업 상장되어 있음



주: 2019년 1분기 연결재무제표 기준
자료: 한솔홀딩스, NH투자증권 리서치본부

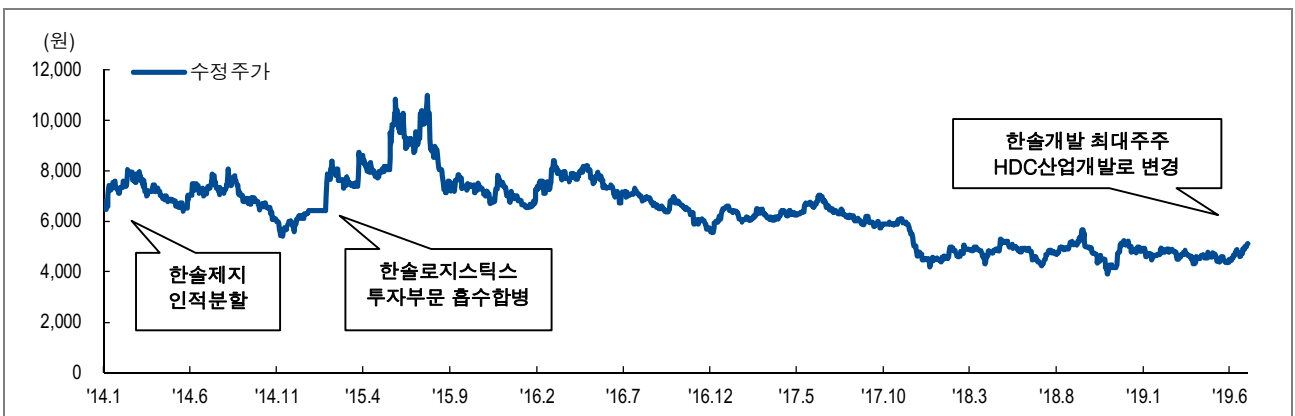
영업 실적 추이

- 2019년 매출액 6,302억원(-9.8% y-y), 영업이익 284억원(-25.5% y-y)으로 전년 대비 감소할 전망이다. 이는 한솔개발 자회사 제외 효과
- 2019년 지배주주순이익은 한솔제지 및 한솔페이퍼텍 호조와 더불어 한솔개발 손익 영향 감소로 6년 만에 흑자 전환 예상



자료: NH투자증권 리서치본부 전망

과거 주가 추이 및 주요 이벤트



자료: DataGuide, NH투자증권 리서치본부

부담은 가고 기대가 오다

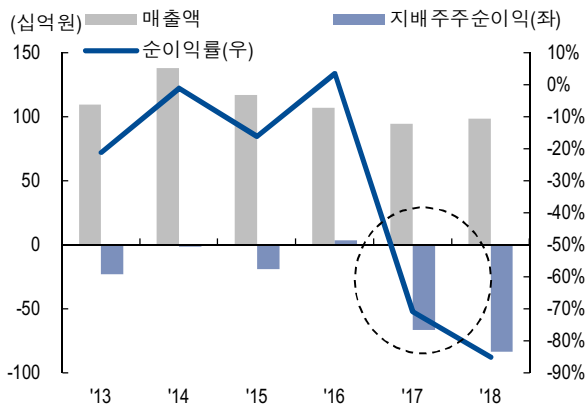
한솔개발 연결자회사 제외로 재무구조 크게 개선될 전망

한솔홀딩스의 자회사 한솔개발(기존 지분을 91.43%)은 6월 21일자로 최대주주 변경을 공시했다. HDC현대산업개발이 제3자 배정 유상증자 참여를 통해 최대주주에 등극할 예정이다. 증자 참여 금액은 HDC현대산업개발 580억원, 한솔홀딩스 100억원이며 향후 HDC현대산업개발이 49.6% 지분을 소유하고 이사회를 주도할 예정이다. 이에 앞으로 한솔홀딩스의 연결 자회사에서 한솔개발은 앞으로 제외된다.

한솔개발은 2018년 기준 부채비율이 1,463%에 달해 한솔홀딩스의 연결 대차대조표 상 큰 부담 요인이었다. 특히 한솔개발이 보유한 오크밸리의 주요사업은 프라이빗 골프장 운영으로 회원권의 만기상환규모(부채)가 연 1,000억원 안팎의 규모로 발생했다. 또한 만기가 지난 회원권도 2,000억원 이상으로 한솔홀딩스 연결 기준 큰 부채 부담요인이었다. 한솔개발이 연결에서 제외됨에 따라 한솔홀딩스의 부채비율(연결 기준)은 2018년 말 211.9%에서 2019년 말 51.6%로 크게 감소할 전망이다.

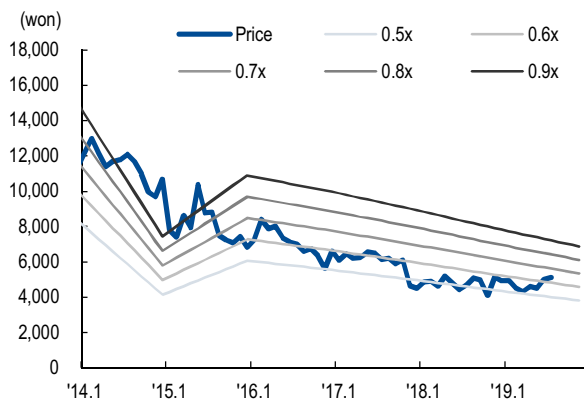
향후 한솔홀딩스가 지분법 대상으로 인식할 한솔개발 입장에서는 최대주주가 HDC현대산업개발로 인수되면서 위 회원권 만기상환 리스크가 낮아질 수 있다. 그리고 700억원의 자기자본 확보로 부지 효율화 작업을 통한 손익 개선이 예상된다. HDC현대산업개발의 디벨로퍼 역량이 기대되는 측면이다.

그림1. 연결 실적에 큰 부담이었던 한솔개발 자회사 탈퇴



자료: 한솔개발, NH투자증권 리서치본부

그림2. 재무구조 리스크와 적자 구조 지속으로 PBR 0.6배 거래



자료: Wisefn, NH투자증권 리서치본부

태림포장을 한솔제지가 인수할 경우 한솔홀딩스가 가장 수혜를 볼 전망

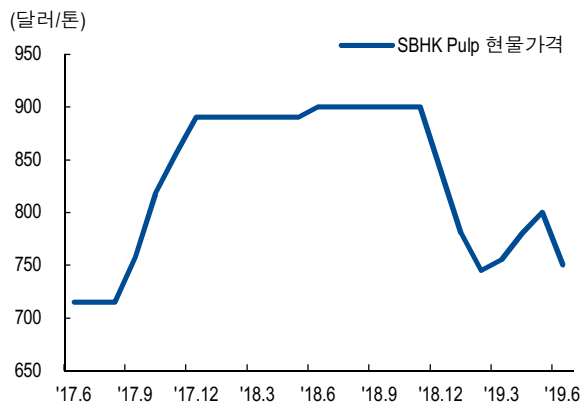
한솔홀딩스는 현재 한솔그룹 계열사로부터 브랜드 로열티(매출액의 0.28%)와 자문 수수료 및 배당금을 수취하고 있다. 이 중 한솔제지가 연결 매출액 1.8조원(2018년 기준)으로 가장 비중이 높다. 태림포장 및 태림페이퍼의 총 매출액은 1.08조원(2018년 기준)으로 인수 후 한솔그룹 편입 시 30억원의 브랜드 로열티 외에도 자문 수수료 등 기타 수익이 증가할 전망이다. 이를 NAV에 포함할 경우 현재 시가총액 대비 약 20%의 상승 효과가 발생한다.

여기에 자회사인 한솔로지스틱스의 물류 사업 외형 성장도 기대된다. 태림포장 인수 시 한솔로지스틱스의 매출은 약 890억원 증가할 전망이다(한솔제지와 한솔로지스틱스간 2018년 거래 물량으로 추산할 경우). 그리고 동일 방식으로 추산할 경우 IT자회사인 한솔PNS의 매출 또한 약 1,070억원 증가할 것으로 예상된다. 자회사 가치 상승뿐만 아니라 이와 연계된 한솔홀딩스의 브랜드 로열티 또한 증가할 것이다.

한솔제지는 우호적 업황 지속

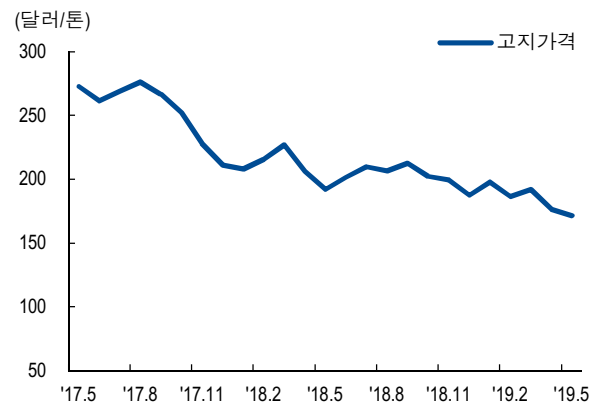
연결 자회사에 포함되지는 않으나 지분법 대상 주요 자회사인 한솔제지의 업황 호조가 지속되고 있다. 원재료 가격인 펄프, 고지 가격은 하향 안정화되는 가운데 산업용지에서는 독보적인 시장 점유율을 보유해 마진율이 높다. 주요 원재료인 펄프 가격의 추이(2019년 6월 기준 전년 대비 약 30% 하락)를 감안하면 하반기로 가면 수익이 증가할 전망이다. 이는 올해 한솔홀딩스의 6년 만의 흑자 전환을 가능하게 하는 요인이 될 것이다.

그림3. 펄프가격 하락으로 한솔제지 2019년 실적 호조 예상



자료: 산업통상자원부, NH투자증권 리서치본부

그림4. 고지가격 또한 하향 안정화되면서 양호한 마진을 기대



자료: KITA, NH투자증권 리서치본부

NAV 할인율과 페이퍼텍이 히든밸류

한솔홀딩스의 지주회사로서의 매력은 한솔페이퍼텍의 고성장에 있다. 한솔페이퍼텍은 골판지 원지를 생산하는 기업으로 2018년 매출액 1,020억원, 영업이익 98억원을 기록했다. 최근 골판지 업황 호조와 더불어 원가율 감소에 따른 이익 효과가 극대화되고 있다. 한솔페이퍼텍은 현재 홀딩스의 99.94% 자회사이며 연결 이익 기여도가 지속적으로 증가하고 있고 향후 수 년 내 상장이 기대되어 지주사 히든밸류로서의 역할이 가능할 전망이다.

표1. 현재 57.2%의 NAV 대비 할인율. 재무구조 개선과 태림포장 인수 기대감은 반영되지 않은 수준

(단위: 십억원)		연간수익	영업가치	
지주사업	로열티 및 자문 수수료 등	13	142	
		기업가치	지분율	지분가치
비상장	한솔페이퍼텍	98.0	99.9%	97.9
	한솔개발	73.7	44.5%	32.8
	한솔EME	21.2	98.3%	20.8
	합계			151.6
		시가총액	지분율	지분가치
상장	한솔제지	358.2	30.5%	109.2
	한솔테크닉스	215.1	20.0%	43.1
	한솔홈데코	113.2	23.3%	26.4
	한솔로지스틱스	39.8	21.4%	8.5
	한솔PNS	36.6	46.1%	16.9
	한솔인티큐브	40.9	22.2%	9.1
	합계			213.2
현금				45.5
차입금				21.0
자사주				26.2
Total NAV				557.6
현재 시가총액				238.7
NAV 대비 할인율				57.2%

자료: 한솔홀딩스, NH투자증권 리서치본부

종목 투자등급(Stock Ratings) 및 투자등급 분포 고지

1. 투자등급(Ratings): 목표주가 제시일 현재가 기준으로 향후 12개월간 종목의 목표수익률에 따라

- Buy : 15% 초과
- Hold : -15% ~ 15%
- Sell : -15% 미만

2. 당사의 한국 내 상장기업에 대한 투자의견 분포는 다음과 같습니다. (2019년 6월 28일 기준)

- 투자의견 분포

Buy	Hold	Sell
77.7%	22.3%	0.0%

- 당사의 개별 기업에 대한 투자의견은 변경되는 주기가 정해져 있지 않습니다. 당사는 투자의견 비율을 주간 단위로 집계하여 기재하고 있으니 참조하시기 바랍니다.

Compliance Notice

- 당사는 자료 작성일 현재 “한솔홀딩스”의 발행주식 등을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배우자는 자료 작성일 현재 동 자료상에 언급된 기업들의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.
- 본 자료는 당사 공식 Coverage 기업의 자료가 아니며, 정보제공을 목적으로 투자자에게 제공하는 참고자료입니다. 따라서 당사의 공식 투자의견, 목표주가는 제시하지 않습니다.

고지 사항

본 조사분석자료에 수록된 내용은 당사 리서치본부의 금융투자분석사가 신뢰할 만한 자료 및 정보를 바탕으로 최선을 다해 분석한 결과이나 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 투자자의 투자판단을 위해 작성된 것이며 어떠한 경우에도 주식 등 금융투자상품 투자의 결과에 대한 법적 책임소재를 판단하기 위한 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료는 당사의 저작물로서 모든 지적 재산권은 당사에 귀속되며 당사의 동의 없이 복제, 배포, 전송, 변형, 대여할 수 없습니다.