

한솔제지

NR

213500 기업분석 |

목표주가	-	현재주가(04/06)	11,100원	Up/Downside	-
------	---	-------------	---------	-------------	---

2020. 04. 07

보여줄게, 완전히 달라진 나

News

기대에 못 미친 4Q19, 그러나 미래를 봐야 한다: 4Q19 별도 기준 매출액 4,369억원(-8.4%YoY), 영업이익 232억원(+18.4%)을 시현했다. 전년동기비 수익성이 개선됐으나, 당초 실적 가이던스였던 200억원 후반대의 영업이익에는 미치지 못했다. 산업용지와 특수지의 판가하락 폭이 예상보다 컸던 영향이다. 지배주주순이익은 97억원(흑전)을 기록했는데, 유럽 감열지 판매법인 관련 손상처리, 유휴 부동산 매각에 따른 법인세 비용 증가로 영업이익과의 괴리가 다소 커졌다.

Comment

분기 300억원대 영업이익 창출 기반 마련: 코로나-19로 인한 실물경기 위축에도 동사 영업환경은 크게 나빠지지 않았다. 올해 초 인쇄용지와 특수지에 대해 8~10%의 가격인상을 선언했고, 현재 3~4%의 인상분이 수용된 것으로 보인다. 전사 원가의 약 30%를 차지하는 펄프 가격은 2월 이후 안정세를 유지하고 있으며, 원재료 레깅 효과로 상반기까지 투입원가 하락이 기대된다. 산업용지는 신공제지 설비 섀다운과 국내 폐지 가격 하향안정화로 좋은 업황이 이어지고 있다. 특수지는 주요 수출 지역인 유럽의 락다운 확산에 따른 수요 둔화가 우려되나, 택배 물류 증가에 따른 라벨지 수요 증가로 어느 정도 매출액 상쇄가 가능할 전망이다.

Action

올해는 확실히 달라진 모습을 보여준다: 몇 차례 투자 실패와 실적 가이던스 미스로 인해 동사에 대한 투자자들의 신뢰가 강하지 않다. 그러나 부채비율, 잉여현금흐름 등의 숫자를 보면 기업 체질이 완전히 달라졌다는 점을 알 수 있다. 이제는 믿고 동행할 수 있는 기업이 됐다.

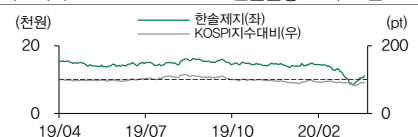
Investment Fundamentals (IFRS연결)

(단위: 십억원 원 배 %)

	2015	2016	2017	2018	2019
FYE Dec					
매출액	1,512	1,531	1,601	1,977	1,913
(증가율)	NA	1.3	4.6	23.5	-3.2
영업이익	75	122	64	121	105
(증가율)	NA	62.7	-47.5	89.1	-13.2
지배주주순이익	24	43	42	41	40
EPS	1,406	2,325	1,812	1,715	1,682
PER (H/L)	17.0/10.4	10.8/8.0	11.7/7.5	12.9/7.8	11.4/8.1
PBR (H/L)	1.2/0.7	1.2/0.9	1.0/0.6	0.9/0.6	0.8/0.5
EV/EBITDA (H/L)	9.1/8.2	6.1/5.3	9.4/8.4	6.6/5.7	6.0/5.5
영업이익률	5.0	8.0	4.0	6.1	5.5
ROE	7.2	11.1	8.8	7.5	6.9

Stock Data

52주 최저/최고	8,410/16,200원
KOSDAQ /KOSPI	597/1,792pt
시가총액	2,642억원
60일-평균거래량	111,354
외국인지분율	14.9%
60일-외국인지분율변동추이	+0.6%p
주요주주	한솔홀딩스 외 3인 30.6%



주가상승률

	1M	3M	12M
절대기준	-14.9	-20.4	-28.2
상대기준	-3.2	-4.3	-11.4

지난 4분기의 아쉬움은 뒤로 하고 미래를 바라본다

4Q19 별도기준 매출액 4,369억원(-8.4%), 영업이익 232억원(+18.5%)을 기록했다. 당초 270억~280억원대 영업이익을 기대했으나, 산업용지와 특수지의 판가 하락 폭이 예상보다 커 수익성이 다소 약화됐다. 2019년 별도기준 매출액은 1.64조원(-5.7%), 영업이익은 930억원(-23.2%)로 전년비 다소 부진했다. 지난해 4월 장항공장 사고로 인한 공장가동 일시중단, 인쇄용지와 특수지의 판가하락 등에 따른 영향이다. 인쇄용지는 지난 1년 동안 펄프 가격이 약 40% 하락했지만 판가하락 폭이 예상보다 컸고 고가 원재료 투입 영향으로 스프레드 개선 폭이 작았다. 특수지는 2018년 감열염료 가격 급등에 따른 가수요 발생으로 재고조정이 이뤄지며 판가가 하락했다.

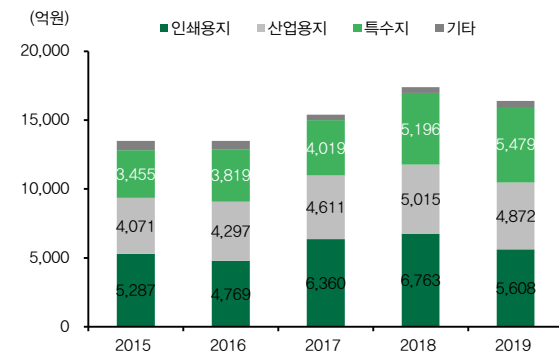
판가 인상과 원재료 가격 안정화 효과

올해 1분기는 코로나-19로 인한 실물경기 위축에도 불구하고 전분기에 비해 개선된 실적을 시현할 전망이다. 동사는 연초 인쇄용지와 특수지에 대해 8~10%의 가격인상을 선언했으며, 3~4% 정도가 시장에 수용될 것으로 기대하고 있다. 인상 가격이 연말까지 유지되면 인쇄용지와 특수지에서 각각 150억원 이상의 매출액 증가가 가능하다. 매출원가의 약 30%를 차지하는 펄프 가격은 지난해 약 40% 하락한 후 올 초부터 안정세를 보이고 있다. 동사는 현재 약 3개월치의 펄프 재고를 보유 중이며, 기 주문한 펄프가 도착하기까지 약 5개월이 소요된다. 따라서 향후 펄프 가격이 현 시세를 유지하기만 하더라도 2분기 중반까지는 투입원가가 하락해 스프레드 개선 효과를 보게 된다.

신용제지 뭉개기 가져가기 위한 산업용지 투자

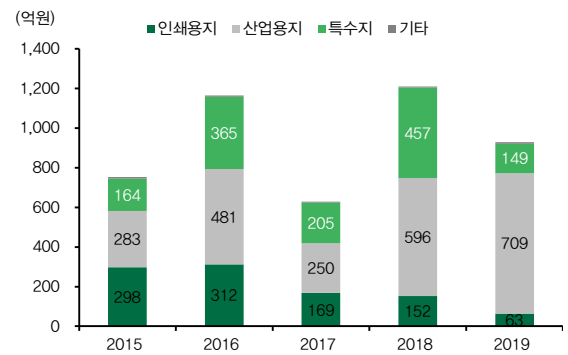
포장재로 사용되는 산업용지(백판지)는 초호황이 지속되고 있다. 국내 시장점유율 약 11%를 차지했던 신용제지가 올해 공장 가동을 중단하면서 국내 백판지 시장은 동사(약 37%)와 깨끗한나라(약 26%), 한창제지(약 13%), 세하(약 13%)의 4사 체제로 전환됐다. 동사는 지난 2월 323억원을 들여 대전공장 증속 투자를 단행하기로 결정했다. 16만톤 규모의 신용제지 물량 공백을 흡수함과 동시에, 세하 인수를 통해 백판지 시장에 진출한 한국제지를 견제하기 위함이다. 백판지 핵심 원재료인 폐지는 정책당국의 시장 안정화 대책에도 불구하고 가격하락 흐름이 지속 중이다. 중국을 필두로 한 아시아 주요 폐지 수입국들이 자국 재활용률 향상을 위해 폐지 수입제한을 더욱 강화하고 있어 향후 반등 여지도 크지 않은 상황이다.

도표 1. 한솔제지 별도기준 부문별 매출액 추이



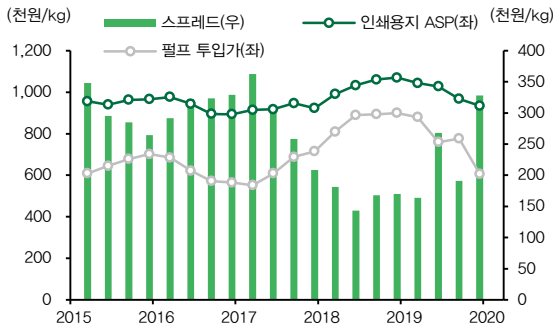
자료: 한솔제지 DB 금융투자

도표 2. 한솔제지 별도기준 부문별 영업이익 추이



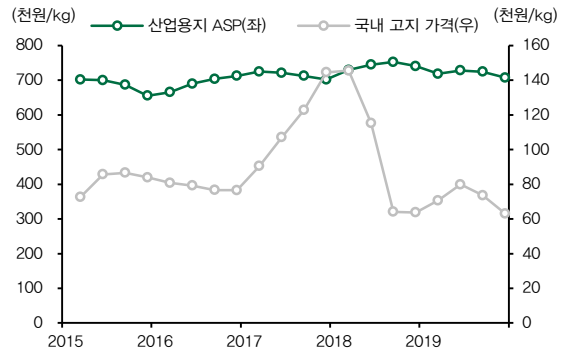
자료: 한솔제지 DB 금융투자

도표 3. 인쇄용지 판가·원가 추이



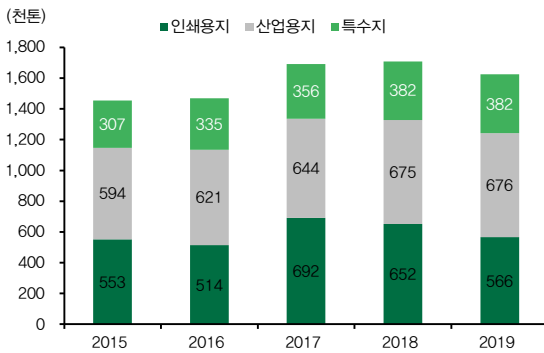
자료: 한솔제지 DB 금융투자

도표 4. 산업용지 판가·원가 추이



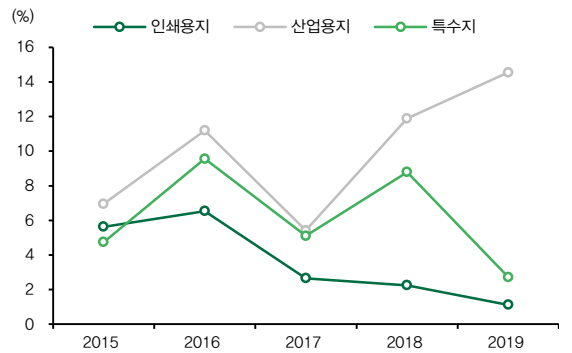
자료: 한솔제지 DB 금융투자

도표 5. 한솔제지 지종별 판매량 추이



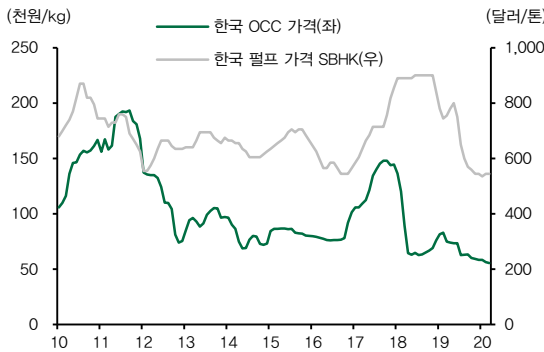
자료: 한솔제지 DB 금융투자

도표 6. 한솔제지 지종별 영업이익률 추이



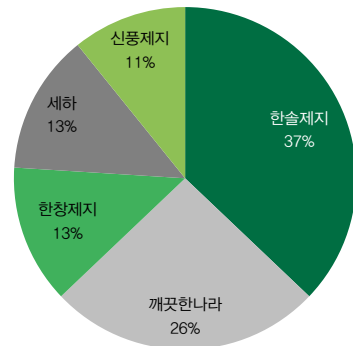
자료: 한솔제지 DB 금융투자

도표 7. 주요 제지 원재료 가격 추이



자료: 산업통상자원부, DB 금융투자

도표 8. 국내 산업용지 시장 점유율 현황



자료: 업계자료, DB 금융투자

믿을 만한 기업으로 변모 중

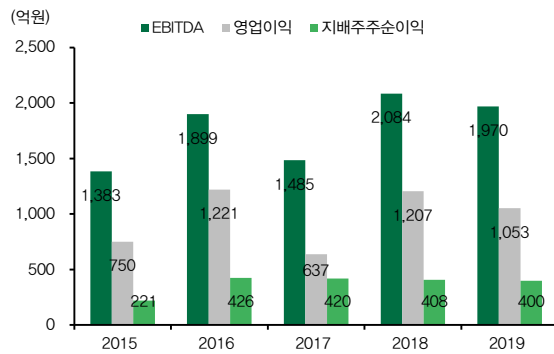
지난 3년간
체질 개선을
이뤄냈다

2015년 기업분할 이후 2~3년간 한솔제지가 보여준 모습은 그리 미덥지 못했던 것이 사실이다. 그러나 우리는 2018년을 기점으로 동사가 비로소 올바른 방향으로 움직이기 시작했다는 점에 주목한다. 2018년 신탄진 공장 인쇄용지 생산라인을 감열지 생산라인으로 전환해 만성적인 공급과잉 상태인 인쇄용지의 매출 의존도를 낮췄고, 2019년 별다른 시너지 효과를 보지 못했던 유럽 감열지 판매법인들의 가치를 덜어냈으며, 올해 들어서는 장기호황을 누리고 있는 산업용지 생산능력을 적시에 확충하는 결정을 내렸다. 지난 2월 한솔 덴마크와 R+S Group 매각을 통해 무거웠던 몸집을 가볍게 하는데 성공했다는 점도 주목할 부분이다.

영업이익보다
순이익 증가
폭이 더 클 것

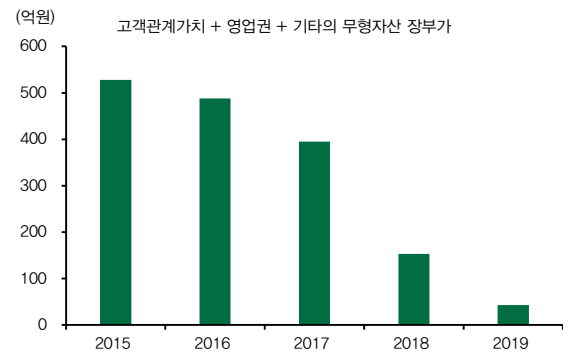
2020년 회사측 실적 가이드는 별도기준 매출액 1,72조원, 영업이익 1,000억~1,700억원이다. 원재료 가격 하향 안정화, 산업용지 경쟁완화, 우호적인 환율 환경 등을 감안할 때, 우리는 올해 동사가 별도기준 1,200억원 이상의 영업이익을 시현할 가능성이 높다고 판단한다. 아울러 차입금 감소와 유형자산/대여금 손상요인 제거로 지배주주순이익은 영업이익보다 더 큰 폭으로 증가할 것이다. 지배주주순이익 700억원을 가정할 때 2020년 예상 P/E는 3.8배에 불과하다. 이는 10% 이상의 ROE와 5% 이상의 배당수익률을 시현 가능한 기업에 걸맞은 밸류에이션이라고 보기 어렵다.

도표 9. 한솔제지 연결기준 이익 지표



자료: 한솔제지 DB 금융투자

도표 10. 한솔제지 무형자산 상각 추이



자료: 한솔제지 DB 금융투자

도표 11. 한솔제지 주요 영업/재무지표

(단위: 억원)

	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	2016	2017	2018	2019
연결 매출액	4,371	4,825	4,804	5,765	4,380	4,493	4,802	5,451	15,305	16,014	19,766	19,126
(%YoY)	10.4	9.1	6.0	86.0	0.2	-6.9	0.0	-5.4	1.2	4.6	23.4	-3.2
별도 매출액	4,188	4,273	4,159	4,769	4,135	3,757	4,138	4,370	13,486	15,394	17,389	15,959
- 인쇄용지	1,754	1,715	1,443	1,851	1,524	1,223	1,355	1,505	4,769	6,360	6,763	5,608
- 산업용지	1,218	1,236	1,272	1,289	1,121	1,231	1,261	1,259	4,297	4,611	5,015	4,872
- 특수지	1,094	1,228	1,357	1,518	1,374	1,183	1,437	1,485	3,819	4,019	5,196	5,479
- 기타	122	94	87	111	116	120	85	121	601	404	415	441
매출원가	3,725	3,805	3,883	4,803	3,651	3,694	3,916	4,450	11,882	13,254	16,216	15,711
매출총이익	646	1,021	921	962	729	799	886	1,001	3,423	2,760	3,550	3,415
(%매출총이익률)	14.8	21.2	19.2	16.7	16.6	17.8	18.4	18.4	22.4	17.2	18.0	17.9
판매비외관리비	432	595	580	736	518	558	584	701	2,202	2,123	2,344	2,362
연결 영업이익	214	425	341	227	211	241	301	300	1,221	637	1,207	1,053
(%YoY)	8.5	53.6	126.3	1,760.1	-1.2	-43.4	-11.5	32.3	62.7	-47.9	89.5	-12.7
(%영업이익률)	4.9	8.8	7.1	3.9	4.8	5.4	6.3	5.5	8.0	4.0	6.1	5.5
별도 영업이익	234	436	341	196	189	218	291	232	1,164	629	1,209	929
- 인쇄용지	24	92	27	8	27	-10	17	30	312	169	152	63
- 산업용지	113	181	185	117	95	185	231	198	481	250	596	709
- 특수지	90	161	131	74	63	40	43	3	365	205	457	149
- 기타	7	2	-2	-3	4	3	0	1	6	5	4	8
지중별 판매량(천톤)	400	390	371	420	368	347	389	421	1,470	1,692	1,709	1,624
- 인쇄용지	177	166	136	173	146	119	140	161	514	692	652	566
- 산업용지	167	166	169	174	156	169	174	178	621	644	675	676
- 특수지	56	58	66	73	66	59	75	82	335	356	382	382
지중별 ASP(천원)	1,047	1,096	1,121	1,135	1,124	1,083	1,064	1,038	917	910	1,017	983
- 인쇄용지	991	1,033	1,061	1,070	1,044	1,028	968	935	928	919	1,037	991
- 산업용지	729	745	753	741	719	728	725	707	692	716	743	721
- 특수지	1,954	2,117	2,056	2,079	2,082	2,005	1,916	1,811	1,140	1,129	1,360	1,434
영업외손익	-64	-150	-95	-303	-79	-103	-105	-89	-637	-51	-612	-376
- 이자손익	1	-71	-68	-136	-64	-66	-62	-61	-255	-272	-274	-253
- 외환손익	40	-73	14	-47	-12	-36	-39	41	-90	182	-67	-47
세전이익	150	275	246	-76	132	137	196	211	584	586	594	677
법인세	40	66	43	37	27	90	49	110	158	140	178	277
중단사업손익	-7	6	0	-6	4	0	0	-4	0	-26	-8	0
지배주주순이익	103	215	202	-120	109	48	147	97	426	420	408	400
EBITDA	436	645	557	445	443	465	527	536	1,899	1,485	2,084	1,970
CAPEX	149	263	218	182	135	78	170	121	500	704	812	503
순차입금	9,207	9,028	8,787	8,451	8,512	8,294	8,313	7,296	6,812	8,901	8,451	7,296
매출채권	2,993	2,837	2,650	2,633	2,742	2,741	2,636	2,452	2,070	2,489	2,633	2,452
재고자산	2,746	3,000	3,625	3,225	3,197	3,276	3,149	2,997	1,944	2,599	3,225	2,997
매입채무	2,419	2,542	3,089	2,705	2,871	2,848	2,461	2,846	1,928	2,350	2,705	2,846
순운전자본	3,104	3,099	3,023	2,823	3,620	2,970	3,154	2,263	1,709	2,661	2,823	2,263

자료: DB금융투자

대차대조표

	2015	2016	2017	2018	2019
12월 결산(십억원)					
유동자산	408	421	547	606	589
현금및현금성자산	9	9	13	7	27
매출채권및기타채권	190	207	249	263	245
재고자산	200	194	260	322	300
비유동자산	1,037	992	1,194	1,187	1,154
유형자산	974	934	1,142	1,164	1,083
무형자산	57	53	43	19	9
투자자산	3	4	8	4	4
자산총계	1,445	1,413	1,741	1,793	1,743
유동부채	636	670	900	798	722
매입채무및기타채무	192	219	261	302	317
단기차입금및단기차채	220	177	442	307	164
유동성장기부채	206	248	187	171	215
비유동부채	458	297	296	407	410
시채및장기차입금	421	259	270	373	366
부채총계	1,094	966	1,197	1,205	1,131
자본금	83	101	119	119	119
자본잉여금	212	261	318	318	318
이익잉여금	23	55	74	96	121
비지배주주지분	17	16	21	21	22
자본총계	352	447	544	588	612

손익계산서

	2015	2016	2017	2018	2019
12월 결산(십억원)					
매출액	1,512	1,531	1,601	1,977	1,913
매출원가	1,210	1,188	1,325	1,622	1,571
매출총이익	302	342	276	355	341
판관비	227	220	212	234	236
영업이익	75	122	64	121	105
EBITDA	138	190	148	208	197
영업외손익	-41	-63	-5	-61	-37
금융손익	-38	-28	-11	-33	-29
투자손익	0	0	0	0	0
기타영업외손익	-3	-35	6	-28	-8
세전이익	34	58	59	59	68
중단사업이익	0	0	-3	-1	0
당기순이익	22	43	42	41	40
지배주주지분순이익	24	43	42	41	40
비지배주주지분순이익	-2	0	0	0	0
총포괄이익	41	35	43	57	41
증감률(%YoY)					
매출액	NA	1.2	4.6	23.4	-3.2
영업이익	NA	62.7	-47.9	89.5	-12.7
EPS	NA	65.3	-22.1	-5.4	-1.9

주: K-IFRS 회계기준 개정으로 기존의 기타영업수익/비용 항목은 제외됨

현금흐름표

	2015	2016	2017	2018	2019
12월 결산(십억원)					
영업활동현금흐름	115	154	105	124	199
당기순이익	22	43	42	41	40
현금유출이없는비용및수익	129	154	189	175	191
영업및무형자산상각비	63	68	85	88	92
영업관련자산부채변동	2	2	-6	-52	33
매출채권및기타채권의감소	23	-15	18	-16	19
재고자산의감소	8	7	-27	-63	23
매입채무및기타채무의증가	-9	25	0	-9	22
투자활동현금흐름	-71	-49	-29	-61	-47
CAPEX	65	49	70	81	48
투자자산의순증	-3	-2	-4	4	0
재무활동현금흐름	-53	-105	-71	-68	-133
시채및차입금의 증가	850	-160	213	-51	-95
자본금및자본잉여금의증가	294	60	61	-14	-14
배당금지급	-1	-8	-19	-14	-16
기타현금흐름	0	0	0	0	0
현금의증가	-10	0	4	-6	19
기초현금	18	9	9	13	7
기말현금	9	9	13	7	27

주요 투자지표

12월 결산원 % 배)	2015	2016	2017	2018	2019
주당이익(원)					
EPS	1,406	2,325	1,812	1,715	1,682
BPS	19,459	21,417	21,976	23,790	24,810
DPS	500	700	600	600	600
Multiple(배)					
P/E	14.1	8.5	7.7	9.7	8.6
P/B	1.0	0.9	0.6	0.7	0.6
EV/EBITDA	8.7	5.8	8.4	6.0	5.5
수익성(%)					
영업이익률	5.0	8.0	4.0	6.1	5.5
EBITDA마진	9.2	12.4	9.3	10.5	10.3
순이익률	1.5	2.8	2.6	2.1	2.1
ROE	6.3	10.7	8.5	7.2	6.7
ROA	1.5	3.0	2.7	2.3	2.3
ROIC	3.4	6.3	3.1	4.8	3.6
안정성및기타					
부채비율(%)	311.0	216.1	219.8	205.1	184.8
이자보상배율(배)	2.6	4.7	2.3	4.3	4.1
배당성향(배)	37.4	33.1	34.0	35.0	35.6

자료: 한솔제지 DB 금융투자 주: IFRS 연결기준

Compliance Notice

- 자료 발간일 현재 본 자료를 작성한 조사분석담당자와 그 배우자는 해당종목과 재산적 이해관계가 없습니다.
- 당사는 자료 발간일 현재 지난 1년간 위 조사분석자료에 언급한 종목들의 IPO 대표주관업무를 수행한 사실이 없습니다.
- 당사는 자료 발간일 현재 위 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 자료 발간일 현재 조사분석자료에 언급된 법인과 "독점규제 및 공정거래에 관한 법률" 제2조 제3호에 따른 계열회사의 관계에 있지 않습니다.
- 동 자료내용은 기관투자가 등 제 3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.
- 본 조사자료는 고객의 투자참고용으로 작성된 것이며, 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻어진 것이거나 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 어떠한 경우에도 고객의 증권투자결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사자료는 당사의 허락없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.
- 발행주식수 변동 시 목표주가와 괴리율은 수정주가를 기준으로 산출하였습니다.

1년간 투자이견 비율 (2020-04-02 기준) - 매수(87.3%) 중립(12.7%) 매도(0.0%)

■ 기업 투자이견은 향후 12개월간 당사 KOSPI 목표 대비 초과 상승을 기준으로

- Buy: 초과 상승률 10%p 이상
- Hold: 초과 상승률 -10~10%p
- Underperform: 초과 상승률 -10%p 미만

■ 업종 투자이견은 향후 12개월간 당사 KOSPI 목표 대비 초과 상승을 기준으로

- Overweight: 초과 상승률 10%p 이상
- Neutral: 초과 상승률 -10~10%p
- Underweight: 초과 상승률 -10%p 미만

한솔제지 현주가 및 목표주가 차트



최근 2년간 투자이견 및 목표주가 변경

일자	투자이견	목표주가	괴리율(%)		일자	투자이견	목표주가	괴리율(%)	
			평균	최고/최저				평균	최고/최저