

한솔제지

NR

213500 기업분석 |

목표주가	-	현재주가(11/06)	12,900원	Up/Downside	-
------	---	-------------	---------	-------------	---

2020. 11. 09

NDR 후기: "한솔신소재"를 향하여

News

어쩔 수 없었던 코로나19 수요 충격: 3분기 별도 매출액 3,381억원(-18.3%YoY), 별도 영업이익 155억원(-46.7%YoY)으로 부진한 실적을 기록했다. 평가 방어를 위해 인쇄용지와 특수지 부분휴동을 단행했음에도 2분기 대비 인쇄용지 약 7%, 특수지 약 5%의 평가하락이 이뤄진 영향이다. 10월 들어 인쇄용지는 미 대선 및 성수기 도래로 정상 수준의 가동률을 회복한 상태이다. 반면 특수지는 유럽 국가들의 봉쇄 조치 영향으로 여전히 수요가 부진하다. 20% 내외의 영업이익률을 시현 중인 산업용지가 버텨주고 있지만, 3분기 대비 4분기 실적 개선 폭은 크지 않을 전망이다.

Comment

진득하게 계속 좋아진다: 손익계산서와 재무상태표를 모두 봐야 한솔제지의 진면목을 알 수 있다. 지난 3년 간 2천억원을 넘나드는 EBITDA를 창출하면서 300%를 상회했던 부채비율을 150% 내외로 끌어내렸다. 무리한 투자를 자양하고 차입금 상황과 배당성향 유지에 집중했기 때문이다. 이제 성장성 확보를 위해 비교적 큰 규모의 투자도 감당할 수 있는 기초체력이 확보됐다.

Action

제지를 넘어 신소재 기업으로: 플라스틱 복합포장재를 대체하는 친환경 포장재 프로테고, 높은 강도와 탄성력을 갖는 펄프 유래 나노 신소재 나노셀룰로스 사업에 공을 들이고 있다. 프로테고는 소재 개발과 국내 특허 출원을 완료하고 판매채널을 확보 중이다. 2천억원 규모의 국내 파우치 시장에서 600억원 내외의 매출액을 창출하는 것이 목표이다. 나노셀룰로스는 화장품, 도료, 자동차 부품 등에 적용이 가능하며, 잠재 고객들을 대상으로 제안 영업을 진행하고 있다.

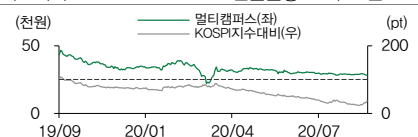
Investment Fundamentals (IFRS연결)

(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	8,410/16,400원
KOSDAQ /KOSPI	837/2,417pt
시가총액	3,070억원
60일-평균거래량	207,489
외국인지분율	15.6%
60일-외국인지분율변동추이	+0.8%p
주요주주	한솔홀딩스 외 2인 30.6%



주가상승률

	1M	3M	12M
절대기준	-9.8	-7.2	-12.5
상대기준	-11.7	-10.0	-22.4

3분기 실적이 부진했던 이유는 무엇인가?

산업용지는 상반기의 좋은 분위기를 이어갔지만 인쇄용지와 특수지 수요가 부진했다. 판가를 유지하기 위해 부분 휴동을 단행했는데 가격을 방어하지 못했다. 인쇄용지 판가는 약 7%, 특수지 판가는 약 5% 하락했다. 3분기 인쇄용지와 특수지 평균 가동률은 80% 수준이었다. 4분기는 미국 대선이 있고 달러, 다이어리, 교과서 입찰 물량 등이 붙는 성수기라 가동률이 정상 수준으로 올라왔다. 다만 판가가 회복 될 지는 좀더 지켜봐야 한다. 산업용지는 완전가동 상태가 유지되고 있다. 판가가 2% 정도 빠졌지만, 수요가 약해진 게 아니라 원/달러 환율이 하락한 영향이다. 지난해 말 신풍제지 가동중단 이후 공급과 수요가 모두 좋다. 3분기 고지 가격은 장마와 중국 홍수 영향으로 다소 반등했지만 10월 중순에 발생한 D사 화재 영향으로 다시 안정되는 추세다.

올해와 내년 실적 가이던스는?

2020년은 1,200억원 이상의 영업이익 달성이 어려울 것으로 보인다. 당초 산업용지에서 1,000억원 이상, 인쇄용지와 특수지에서 200억원 이상의 영업이익을 기대했지만 인쇄용지와 특수지 상황이 생각 보다 좋지 않았다. 4분기는 뚜렷한 판가 개선이 없다면 3분기와 비슷하거나 약간 나은 영업이익(150억~200억원)을 시현할 것 같다. 코로나19 상황이 개선되면 내년 1분기부터 본격적으로 실적이 개선 될 것이다. 2021년 실적도 인쇄용지와 특수지 수요가 가장 큰 변수이다. 매출액은 1.6조원대 회복을 예상한다. 인쇄용지와 특수지 수요가 개선될 경우 올해 이상의 영업이익을 창출할 수 있다. 올해 기말 배당금은 전년과 비슷한 수준(400원 내외, 중간배당 200원 기 지급)으로 예상한다. 부채비율은 올해 말 150% 아래로 내려가고 내년에는 125%를 하회해 신용등급 상향 트리거를 달성할 전망이다.

원자재 가격은 어떻게 전망하고 있나?

고지 가격은 상승 요인이 별로 없다. D사 화재 복구 작업이 6개월 이상 소요될 것으로 예상되고, 내년 중국 고지 수입이 전면 중단될 예정이다. 현재 가격이 이미 낮은 수준이어서 추가 가격 하락 폭이 클 것으로 예상하지는 않지만, 그렇다고 올라갈 것 같지도 않다. 펄프 가격은 하향 안정화된 상태다. 최대 구매자인 중국 업체들의 입김이 강해져서 펄프 공급자들이 가격을 좌지우지할 수 있는 상황이 아니다. 다만 최근 하락 요인이 종이 수요 감소에 있기 때문에 펄프 가격 하락이 긍정적이라고 볼 수는 없다. 산업용지는 판가가 고지 가격에 크게 연동하지 않지만, 인쇄용지와 특수지 판가는 펄프 가격에 매우 민감하다. 인쇄용지와 특수지 판가가 펄프 가격에 동행하고, 보통 펄프 재고를 2~3개월치 갖고 가기 때문에 펄프 가격이 완만하게 반등하면 인쇄용지와 특수지 수익성도 개선된다.

산업용지 증속 투자 일정은? 업계 증설 움직임은 어떠한가?

올해와 내년 300억원을 들여 포머 개조를 진행하고 있다. 내년 4분기 시운전에 들어간다. 현재 당사 산업용지 생산능력이 약 70만 톤인데, 2021년에는 약 75만 톤까지 늘어난다. 지난해 말 가동 중단한 신평제지 18만톤 규모 설비는 최근 H사에서 매입했는데, 설비 이전과 개조에 상당한 시간과 비용이 소요될 것으로 보고 있다. 다른 경쟁사들의 증설 움직임은 아직 포착되지 않는다.

EU와 미국의 감열지 반덤핑 조사에 따른 영향은?

EU는 반덤핑 판정이 최종 확정된 상태인데 당사는 현재 EU 지역 수출을 중단한 상태여서 큰 영향은 없다. 미국은 최근 로컬 기업들이 반덤핑 제소를 해서 조사개시 결정을 기다리고 있다(11월 6일 미국 상무부의 조사개시 결정이 내려졌음). 당사의 경우 한국 가격과 미국 수출 가격의 차이가 별로 없어 타격을 크게 받을 것 같지는 않다. 우리 외에도 독일, 일본, 스페인 등도 반덤핑 제소를 받은 상태이기 때문에 상황에 따라서는 당사의 상대적인 가격 경쟁력이 높아질 수도 있다.

인쇄용지와 감열지 스윙생산 체제 운영 계획은?

신탄진 공장을 인쇄용지와 감열지 스윙생산 체제로 운영 중이다. 감열지는 32만 톤까지 생산이 가능 한데 지금은 약 25만 톤만 쓰고 있다. 장기적으로 인쇄용지 생산량은 줄이고 감열지 생산량을 늘려갈 계획이다. 글로벌 감열지 시장은 당사 외에 퀴러(독일), 오지(일본), 엠비온(미국), 미쓰비시(일본) 등이 분점하고 있는데, 경쟁사들의 경우 설비가 노후해 당사에 비해 원가 경쟁력이 떨어진다. 감열지 수요는 여전히 좋게 본다. 폐이퍼리스 전환에 대한 우려가 많지만 남미, 동남아 등 개발도상국은 신용카드 영수증 용지로 아직 감압지를 쓰고 있어 대체 수요를 기대할 수 있다. 택배용 라벨지는 여전히 성장 잠재력이 크다. 신용카드용 감열지는 연 1~2%, 택배용 라벨지는 연 4~5% 성장이 이뤄지고 있다.

신사업 진행 상황 및 투자계획은?

프로테고는 플라스틱 복합 포장재를 대체하는 제품이다. 수분 코팅을 적용해 자연 상태에서 생분해가 이뤄진다. 마스크팩, 건조식품, 커피 원두 등의 포장재로 사용할 수 있다. 국내 잠재시장 규모는 약 2천억원으로 추정되는데, 당사는 600억원 정도의 신규매출을 기대하고 있다. 나노셀룰로스는 펄프에서 유래한 신소재인데, 경량/고탄성 특성을 지니고 있어 자동차, 화장품, 도료, 식품 등을 비롯해 다양한 산업에 적용이 가능하다. 현재 제안영업을 진행 중인데, 코로나19로 애로사항이 있다. 한편으로 지난 3년 동안은 대규모 투자를 자제하고 차입금을 줄이는데 집중했다. 우선순위는 여전히 차입금을 줄이는 것이지만 이제는 좋은 투자 기회가 나오면 잡을 수 있는 여력이 생긴 상태이다.

도표 1. 한솔제지 주요 재무 지표

(단위: 억원)

	2015	2016	2017	2018	2019	3Q18 YTD	3Q19 YTD	3Q20 YTD
연결 매출액	15,117	15,305	16,014	19,766	19,126	14,001	12,379	11,258
(%YoY)		1.2	4.6	23.4	-3.2	8.4	-11.6	-9.1
별도 매출액	13,496	13,486	15,394	17,389	16,400	12,621	12,031	10,959
- 인쇄용지	5,287	4,769	6,360	6,763	5,608	4,912	4,102	3,451
- 산업용지	4,071	4,297	4,611	5,015	4,872	3,726	3,613	3,973
- 특수지	3,455	3,819	4,019	5,196	5,479	3,679	3,994	3,533
- 기타	683	601	404	415	441	303	321	248
매출원가	12,098	11,882	13,254	16,216	15,711	11,413	6,780	8,874
매출총이익	3,019	3,423	2,760	3,550	3,415	2,588	1,392	2,384
(%매출총이익률)	20.0	22.4	17.2	18.0	17.9	18.5	11.2	21.2
판매비외관리비	2,268	2,202	2,123	2,344	2,362	1,608	964	1,451
연결 영업이익	750	1,221	637	1,207	1,053	980	717	933
(%YoY)		62.7	-47.9	89.5	-12.7	56.9	-26.9	30.2
(%영업이익률)	5.0	8.0	4.0	6.1	5.5	7.0	5.8	8.3
별도 영업이익	752	1,164	629	1,209	929	1,011	698	914
- 인쇄용지	298	312	169	152	63	143	34	23
- 산업용지	283	481	250	596	709	479	511	820
- 특수지	164	365	205	457	149	382	146	57
- 기타	7	6	5	4	8	7	7	14
지종별 판매량	1,454	1,470	1,692	1,709	1,624	1,161	1,104	1,080
- 인쇄용지	553	514	692	652	566	479	405	360
- 산업용지	594	621	644	675	676	502	499	528
- 특수지	307	335	356	382	382	180	200	192
지종별 ASP	928	917	910	1,017	1,010	1,087	1,090	1,015
- 인쇄용지	956	928	919	1,037	991	1,025	1,013	959
- 산업용지	685	692	716	743	721	742	724	752
- 특수지	1,125	1,140	1,129	1,360	1,434	2,044	1,997	1,841
영업외손익	-407	-637	-51	-612	-376	-309	-284	-158
- 이자손익	-282	-255	-272	-274	-253	-139	-188	-145
- 외환손익	-90	-90	182	-67	-47	-20	-87	-27
세전이익	343	584	586	594	677	671	435	741
법인세	122	158	140	178	277	147	169	204
중단사업손익	0	0	-26	-8	0	-1	32	92
지배주주순이익	221	426	420	408	400	522	312	629
EBITDA	1,383	1,899	1,485	2,084	1,970	1,081	1,003	n/a
CAPEX	655	500	704	812	503	412	400	n/a
순차입금	8,411	6,812	8,901	8,451	7,297	8,787	8,313	n/a

자료: 한솔제지 DB금융투자

주: 분기 누적실적은 2019 회계년도 유럽 감열지 자회사 매각에 따른 중단사업 분류 반영

대차대조표

	2015	2016	2017	2018	2019
12월 결산실역원					
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
유동상장기부채	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 결산실역원					
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 적용으로 기존의 기타영업수익/비용 항목은 제외됨

현금흐름표

	2015	2016	2017	2018	2019
12월 결산실역원					
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
주당자료(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
ROC	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

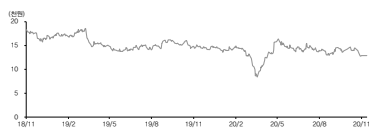
- 자료 발간일 현재 본 자료를 작성한 조사분석담당자와 그 배우자는 해당종목과 재산적 이해관계가 없습니다.
- 당사는 자료 발간일 현재 지난 1년간 위 조사분석자료에 언급된 종목들의 IPO 대표주관업무를 수행한 사실이 없습니다.
- 당사는 자료 발간일 현재 위 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 자료 발간일 현재 조사분석자료에 언급된 법인과 "독점규제 및 공정거래에 관한 법률" 제2조 제3호에 따른 계열회사의 관계에 있지 않습니다.
- 동 자료내용은 기관투자가 등 제 3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 이 자료에 기재된 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 (2020-06-30 기준) - 매수(84.5%) 중립(15.5%) 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