Company Note
2018. 08. 23
CONVICTION CALL

한솔제지(213500)

BUY / TP 31,000원

유통/상사/교육제지 Analyst 박종렬 02) 3787-2099 jrpark@hmcib.com
Jr. Analyst 최진성 02) 3787-2559 jschoi@hmcib.com

조정 받을 때 비중확대 하자

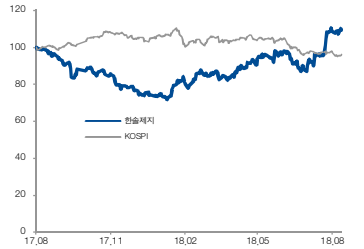
현재주가 (8/22)	20,500원
상승여력	51.2%
시가총액	488십억원
발행주식수	23,801천주
자본금/액면가	119십억원/5,000원
52주 최고가/최저가	20,900원/13,550원
일평균 거래대금 (60일)	3십억원
외국인지분율	18.67%
주요주주	한솔홀딩스 외 2인 30.61%

주가상승률	1M	3M	6M
절대주가(%)	14.4	14.4	31.9
상대주가(%p)	15.4	24.3	41.2

※ K-IFRS 별도 기준

(단위: 원)	EPS(18F)	EPS(19F)	T/P
Before	3,706	4,761	31,000
After	3,718	5,254	31,000
Consensus	3,697	4,747	31,000
Cons. 차이	0.6%	10.7%	0.0%

최근 12개월 주가수익률



자료: WiseFn, 현대차증권

1) 투자포인트 및 결론

- 실적+valuation+배당 3박자 모두를 갖춘 몇 안 되는 종목 중 하나. 올해 연간 영업이익 증가율 전년비 135.7%, 12개월 Forward P/E, P/B 각각 4.5배, 0.7배, 배당수익률 3.4%
- 기존 BUY의견과 목표주가 31,000원을 유지하며, 컨빅션콜 지속함. 목표주가는 올해 수익예상 기준 P/E 8.3배 수준

2) 주요이슈 및 실적전망

- 3분기 별도기준 매출액 4,719억원 (YoY 20.5%), 영업이익 391억원 (YoY 198.5%)으로 전분기에 이어 양호한 실적이 가능할 전망. 동사의 실적 모멘텀은 지난해 4분기를 저점으로 빠르게 호전되고 있음. 펄프가격 강세에도 불구하고, 제품 포트폴리오의 다각화(인쇄용지 40%, 산업용지 30%, 특수지 30%)와 우수한 시장지배력으로 원가 상승분을 제품판가에 전가가 가능한 구조이기 때문임.
- 2016년 4분기 이후 국제펄프가격의 지속적인 상승세가 지속되고 있지만, 인쇄용지와 산업용지, 특수지 등 전부문의 제품 판가 인상이 순조롭게 진행되면서 양호한 실적을 견인하고 있음. 동 추세는 올해 하반기에도 지속돼 양호한 실적 모멘텀은 더욱 강화될 전망임.
- 다만, 3분기가 계절적 비수기인만큼 전분기에 비해 수익성이 다소 약화되겠지만, 성수기인 4분기에는 재차 수익성 강화가 이뤄질 것. 양호한 실적 모멘텀을 감안해 내년 연간 수익예상을 상향 조정함. 올해 연간 수익예상은 기존 전망치를 유지하나, 내년 영업이익을 기존 전망치 대비 8.7% 상향함. 올해 연간 매출액과 영업이익은 전년비 각각 17.6%, 135.7% 증가한 1조 8,111억원과 1,486억원으로 미세 조정함.
- 신탄진 감열지 투자(485억원)는 일단락됐고, 올해 8월 시운전을 거친 후 9월부터 본격 생산 예정임. 감열지 생산능력은 기존 186천톤에서 319천톤으로 세계 1위로 부상함. 경쟁업체들로는 Oji Paper(287천톤), Koehler(250천톤), Appvion(185천톤)임. 신탄진 감열지 생산은 글로벌 수요 확대를 지켜보면서 단계적으로 늘려 나갈 것이고, 2020년에는 100천톤 추가 생산에 매출액 2,000억원, 영업이익 300억원의 증익이 가능할 전망

3) 주가전망 및 Valuation

- 기대 이상의 양호한 2분기 실적 발표 후 외국인의 강한 순매수와 함께 동사의 주가는 단기간(7/31~8/8)에 16.3% 상승률을 보였음. 그 이후 기간조정을 보이고 있으나, 향후 구조적인 실적 호전 추세와 함께 주가재평가는 지속 가능할 전망

요약 실적 및 Valuation

구분	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EBITDA (십억원)	EPS (원)	증감율 (%)	P/E (배)	P/B (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	배당수익률 (%)
2016	1,349	116	37	176	1,994	33.1	9.9	0.9	5.8	9.4	3.6
2017	1,539	63	49	140	2,102	5.4	6.7	0.6	8.4	10.0	4.3
2018F	1,811	149	88	228	3,718	76.8	5.5	0.8	5.8	15.5	3.4
2019F	2,026	186	125	262	5,254	41.3	3.9	0.7	4.6	19.0	3.4
2020F	2,156	202	142	275	5,982	13.9	3.4	0.6	3.9	18.4	3.4

* K-IFRS 별도 기준

현대차증권

〈표1〉 한솔제지 2018년 3분기 실적 전망 (별도 기준)

(단위: 십억원, %)

구분	분기실적			증감		Consensus	
	3Q18F	3Q17	2Q18P	(YoY)	(QoQ)	3Q18F	대비
매출액	472	392	427	20.5%	10.5%	482	-2.1%
영업이익	39	13	44	198.5%	-11.4%	37	5.4%
세전이익	35	5	29	650.1%	20.7%	27	29.6%
순이익	26	3	22	825.8%	18.2%	20	30.0%

자료 : 한솔제지, 현대차증권

〈표2〉 한솔제지 연간 실적 추정 변경 내역 (별도 기준)

(단위: 십억원, %)

구분	변경 후		변경 전		변동률	
	2018F	2019F	2018F	2019F	2018F	2019F
매출액	1,811	2,026	1,811	2,026	0.0%	0.0%
영업이익	149	186	148	171	0.4%	8.7%
세전이익	118	165	117	149	0.6%	10.4%
지배주주순이익	88	125	88	113	0.6%	10.7%

자료 : 한솔제지, 현대차증권

〈표3〉 적정주주가치 산출 근거

(십억원, 천주, 원, %)	2018F	2019F	12M Forward	비고
1. 사업가치	1,414	1,624	1,537	
EBITDA	228	262		
EV/EBITDA	6.2	6.2		최근 3년간 low 평균 (7.3배) 대비 15% 할인율 적용
2. 투자자산가치	39	39	39	순자산가액의 25%할인율 적용
1) 관계기업지분투자	35	35		
2) 장기매도가능금융자산	3	3		
3. 기업가치 (=1+2)	1,453	1,663	1,575	
4. 순차입금	837	725	772	
5. 적정주주가치 (=3-4)	616	938	804	
발행주식수 (천주)	23,801	23,801	23,801	
적정주가 (원)	25,877	39,412	33,772	
현재주가 (원)	20,500	20,500	20,500	
상승여력 (%)	26.2%	92.3%	64.7%	

자료 : 현대차증권

박종렬 수석연구위원 02)3787-2099 / jrpark@hmcib.com
최진성 연구원 02)3787-2559 / jschoi@hmcib.com

〈표4〉 한솔제지 분기별 및 연간 실적 전망 (별도 기준)

(십억원, %)	2017				2018F				2017	2018F	2019F
	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2QP	3QF	4QF			
매출액	347	398	392	403	419	427	472	493	1,539	1,811	2,026
인쇄용지	130	166	158	183	175	172	180	220	636	747	837
산업용지	112	116	119	114	122	124	135	133	461	513	561
특수지	97	104	106	96	109	123	148	129	403	509	586
기타	10	12	8	11	12	9	9	11	41	41	41
매출총이익	60	78	63	55	61	82	87	94	256	325	407
영업이익	18	29	13	3	23	44	39	42	63	149	186
인쇄용지	4	9	5	0	2	9	6	9	17	27	37
산업용지	8	11	4	3	11	18	16	18	25	63	75
특수지	6	9	5	1	9	16	16	15	21	57	73
기타	0	0	0	0	1	0	0	0	1	2	1
세전이익	47	15	5	-6	16	29	35	36	61	116	165
순이익	43	11	3	-8	12	22	26	28	49	88	125
수익성 (%)											
GPM	17.3	19.6	16.1	13.6	14.7	19.3	18.5	19.2	16.6	18.0	20.1
OPM	5.1	7.4	3.3	0.7	5.6	10.2	8.3	8.6	4.1	8.2	9.2
인쇄용지	3.0	5.3	3.0	-0.2	1.4	5.4	3.5	4.0	2.7	3.6	4.4
산업용지	6.8	9.7	2.9	2.3	9.3	14.6	12.0	13.3	5.4	12.3	13.4
특수지	6.4	8.7	4.4	0.5	8.2	13.1	11.0	12.0	5.1	11.2	12.4
기타	0.0	1.7	2.4	1.9	6.6	3.2	3.3	3.4	1.5	4.3	3.6
RPM	13.6	3.9	1.2	-1.5	3.8	6.8	7.4	7.4	4.0	6.4	8.1
NPM	12.3	2.7	0.7	-1.9	2.9	5.2	5.6	5.6	3.2	4.9	6.2
성장성 (%, YoY)											
매출액	-2.1	19.9	22.1	17.9	20.7	7.4	20.5	22.4	14.1	17.6	11.9
영업이익	-47.8	-21.8	-49.1	-84.9	32.7	48.9	198.5	1,349.6	-45.8	135.7	25.1
세전이익	74.2	-20.1	-82.0	적지	-66.2	89.7	650.1	흑전	19.3	89.8	41.4
순이익	106.6	-18.2	-85.3	적지	-71.7	105.6	825.8	흑전	33.3	81.5	41.3
주요가정											
GDP성장률 (실질, YoY)	2.4	2.6	2.9	3.1	2.4	2.7	2.8	2.8	3.1	2.9	2.9
민간소비 (YoY)	2.5	1.9	2.2	2.3	2.2	2.7	2.4	2.3	2.6	3.6	4.6
원/달러 (평균환율)	1,155.0	1,130.0	1,127.0	1,107.3	1,072.3	1,079.9	1,115.0	1,115.0	1,123.0	1,096.0	1,115.0
원/달러 (기말환율)	1,118.5	1,144.1	1,145.4	1,067.4	1,063.5	1,114.5	1,115.0	1,115.0	1,067.4	1,115.0	1,115.0

주 : 2017년 1분기 일회성 이익 (기타수익249억원)으로 인해 올해 1분기 세전이익은 영업이익 급증에도 불구하고 전년동기비 63.5% 감소함.
자료 : 한솔제지, 현대차증권

(단위: 십억원)

포괄손익계산서	2016	2017	2018F	2019F	2020F
매출액	1,349	1,539	1,811	2,026	2,156
증가율 (%)	-0.1	14.2	17.6	11.9	6.4
매출원가	1,056	1,284	1,486	1,619	1,711
매출원가율 (%)	78.3	83.4	82.0	79.9	79.4
매출총이익	292	256	325	407	445
매출이익률 (%)	21.7	16.6	18.0	20.1	20.6
증가율 (%)	16.8	-12.5	27.2	25.2	9.2
판매관리비	176	193	177	221	243
판관비율 (%)	13.1	12.5	9.8	10.9	11.3
EBITDA	176	140	228	262	275
EBITDA 이익률 (%)	13.1	9.1	12.6	12.9	12.7
증가율 (%)	34.0	-20.5	62.5	14.8	4.9
영업이익	116	63	149	186	202
영업이익률 (%)	8.6	4.1	8.2	9.2	9.4
증가율 (%)	54.8	-45.8	135.7	25.1	8.7
영업외손익	-65	3	-29	-21	-15
금융수익	11	22	6	8	10
금융비용	36	31	32	28	25
기타영업외손익	-40	13	-4	-1	1
종속/관계기업관련손익	0	0	-2	0	0
세전계속사업이익	51	66	118	165	187
세전계속사업이익률	3.8	4.3	6.5	8.1	8.7
증가율 (%)	41.2	28.2	78.7	39.8	13.9
법인세비용	15	13	28	39	45
계속사업이익	37	53	90	125	142
중단사업이익	0	-5	-1	0	0
당기순이익	37	49	88	125	142
당기순이익률 (%)	2.7	3.2	4.9	6.2	6.6
증가율 (%)	42.5	33.3	81.5	41.3	13.9
지배주주지분 순이익	37	49	88	125	142
비지배주주지분 순이익	0	0	0	0	0
기타포괄이익	-2	0	0	0	0
총포괄이익	34	49	88	125	142

(단위: 십억원)

재무상태표	2016	2017	2018F	2019F	2020F
유동자산	338	485	699	756	843
현금성자산	2	6	105	118	172
단기투자자산	3	7	7	7	7
매출채권	188	223	298	322	339
재고자산	133	218	259	279	294
기타유동자산	11	31	30	30	30
비유동자산	966	1,180	1,145	1,110	1,068
유형자산	902	1,110	1,075	1,040	1,009
무형자산	5	10	8	7	6
투자자산	59	61	61	61	52
기타비유동자산	0	0	1	1	1
기타금융업자산	0	0	0	0	0
자산총계	1,303	1,666	1,845	1,865	1,910
유동부채	587	843	866	776	694
단기차입금	129	413	345	295	235
매입채무	98	120	130	140	148
유동성장기부채	246	185	254	204	174
기타유동부채	114	125	136	136	136
비유동부채	281	284	375	377	379
사채	220	243	273	273	273
장기차입금	30	20	78	78	78
장기금융부채 (리스포함)	0	0	0	0	0
기타비유동부채	31	21	25	27	28
기타금융업부채	0	0	0	0	0
부채총계	869	1,127	1,241	1,153	1,073
지배주주지분	435	539	604	712	838
자본금	101	119	119	119	119
자본잉여금	261	318	318	318	318
자본조정 등	0	0	0	0	0
기타포괄이익누계액	22	22	21	21	21
이익잉여금	51	81	146	255	380
비지배주주지분	0	0	0	0	0
자본총계	435	539	604	712	838

(단위: 십억원)

현금흐름표	2016	2017	2018F	2019F	2020F
영업활동으로인한현금흐름	150	85	69	172	192
당기순이익	37	49	88	125	142
유형자산 상각비	60	76	78	75	71
무형자산 상각비	0	1	1	1	1
외환손익	4	-6	3	2	0
운전자본의 감소(증가)	7	-19	-111	-32	-24
기타	42	-16	9	0	0
투자활동으로인한현금흐름	-38	-33	-45	-42	-31
투자자산의 감소(증가)	4	-1	0	0	9
유형자산의 감소	1	0	0	0	0
유형자산의 증가(CAPEX)	-39	-65	-45	-40	-40
기타	-4	32	0	-2	0
재무활동으로인한현금흐름	-111	-48	76	-117	-107
장기차입금의 증가(감소)	-72	274	-10	-50	-60
사채의증가(감소)	-138	23	30	0	0
자본의 증가	68	75	0	0	0
배당금	-8	-19	-14	-17	-17
기타	39	-401	71	-50	-30
기타현금흐름	0	0	0	0	0
현금의증가(감소)	1	4	99	13	54
기초현금	1	2	6	105	118
기말현금	2	6	105	118	172

(단위: 원,배,%)

주요투자지표	2016	2017	2018F	2019F	2020F
EPS(당기순이익 기준)	1,994	2,102	3,718	5,254	5,982
EPS(지배순이익 기준)	1,994	2,102	3,718	5,254	5,982
BPS(자본총계 기준)	21,585	22,644	25,358	29,913	35,195
BPS(지배지분 기준)	21,585	22,644	25,358	29,913	35,195
DPS	700	600	700	700	700
P/E(당기순이익 기준)	9.9	6.7	5.5	3.9	3.4
P/E(지배순이익 기준)	9.9	6.7	5.5	3.9	3.4
P/B(자본총계 기준)	0.9	0.6	0.8	0.7	0.6
P/B(지배지분 기준)	0.9	0.6	0.8	0.7	0.6
EV/EBITDA(Reported)	5.8	8.4	5.8	4.6	3.9
배당수익률	3.6	4.3	3.4	3.4	3.4
성장성 (%)					
EPS(당기순이익 기준)	33.1	5.4	76.8	41.3	13.9
EPS(지배순이익 기준)	33.1	5.4	76.8	41.3	13.9
수익성 (%)					
ROE(당기순이익 기준)	9.4	10.0	15.5	19.0	18.4
ROE(지배순이익 기준)	9.4	10.0	15.5	19.0	18.4
ROA	2.8	3.3	5.0	6.7	7.5
안정성 (%)					
부채비율	199.9	209.0	205.6	162.0	128.0
순차입금비율	142.6	157.4	138.7	101.8	69.3
이자보상배율	4.9	2.4	5.4	6.7	8.1

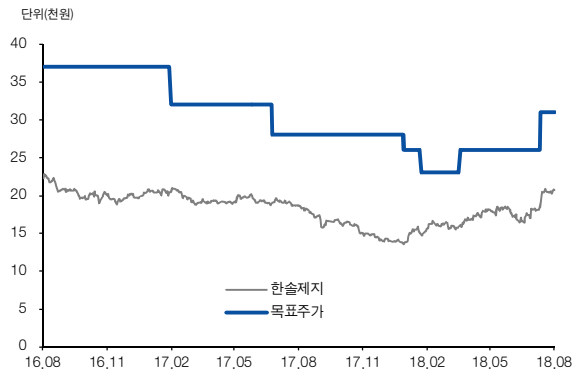
** K-IFRS 별도기준*

박종렬 수석연구위원 02)3787-2099 / jrpark@hmcib.com
최진성 연구원 02)3787-2559 / jschoi@hmcib.com

▶ 투자의견 및 목표주가 추이

일 자	투자의견	목표주가	괴리율(%)	
			평균	최고/최저
17/02/20	BUY	32,000	-38.0	-34.4
17/04/03	BUY	32,000	-38.8	-34.4
17/04/27	BUY	32,000	-39.3	-34.4
17/07/14	BUY	28,000	-31.2	-30.0
17/08/01	BUY	28,000	-34.7	-30.0
17/09/27	BUY	28,000	-36.8	-30.0
17/11/07	BUY	28,000	-41.3	-30.0
18/01/18	BUY	26,000	-42.3	-38.8
18/02/12	BUY	23,000	-30.8	-27.8
18/04/09	BUY	26,000	-35.1	-31.9
18/05/10	BUY	26,000	-33.1	-28.7
18/07/11	BUY	26,000	-32.8	-28.7
18/08/01	BUY	31,000	-33.9	-32.6
18/08/23	BUY	31,000	-	-

▶ 최근 2년간 한솔제지 주가 및 목표주가



▶ Compliance Note

- 조사분석 담당자는 해당종목과 재산적 이해관계가 없습니다.
- 동 자료는 기관투자가 또는 제3자에게 사전제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료에 언급된 종목의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료에 언급된 종목의 유가증권(DR, CB, IPO, 시장조성) 발행과 관련하여 지난 6개월간 주간사로 참여하지 않았습니다.
- 이 자료에 게재된 내용들은 자료작성자 박종렬의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

▶ 투자의견 분류

▶ 업종 투자의견 분류 현대차증권의 업종투자의견은 3등급으로 구분되며 향후 6개월간 업종 펀더멘털과 업종주가의 전망을 의미함.
- OVERWEIGHT : 업종 펀더멘털의 개선과 함께 업종주가의 상승 기대
- NEUTRAL : 업종 펀더멘털상의 유의미한 변화가 예상되지 않음
- UNDERWEIGHT : 업종 펀더멘털의 악화와 함께 업종주가의 하락 기대

▶ 현대차증권의 종목투자의견은 3등급으로 구분되며 향후 6개월간 추천기준일 종가대비 추천종목의 예상 상대수익률을 의미함.
- BUY : 추천일 종가대비 초과수익률 +15%P 이상
- MARKETPERFORM(M.PERFORM) : 추천일 종가대비 초과수익률 -15%~+15%P 이내
- SELL : 추천일 종가대비 초과수익률 -15%P 이하

▶ 투자등급 통계 (2017.07.01~2018.06.30)

투자등급	건수	비율(%)
매수	142건	89.87%
보유	16건	10.13%
매도	0건	0%

- 본 조사자료는 투자자들에게 도움이 될 만한 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 당사의 사전 동의 없이 무단복제 및 배포할 수 없습니다.
- 본 자료에 수록된 내용은 당사가 신뢰할 만한 자료 및 정보로 얻어진 것이나, 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다.
- 본 자료는 어떠한 경우에도 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.