

## 한솔홀딩스 004150

## 3Q23 Review 및 주주환원 정책

## 한솔제지, 한솔 테크닉스 및 한솔 아이원스 등을 보유한 순수 지주회사

주요 자회사 한솔제지, 한솔 PNS, 한솔 홈테크 등이 제지 및 관련 분야와 한솔 테크닉스와 손자회사 한솔 아이원스 등의 IT 반도체 관련 자회사 등을 보유한 순수 지주회사다. 이 중 핵심인 한솔제지와 한솔 테크닉스는 지분법 대상이다. 주 수입원과 그 비중은 1) 브랜드 로열티 51% (자회사 매출의 0.28%), 2) 자회사 경영 자문료 33%, 3) 배당 수익 15.4%이다.

최대주주 조동길 회장과 장남 조성민 부사장의 지분율은 각각 17.2%, 3%이다. 그 외 한솔문화재단과 방계인 한솔케미칼의 지분율이 각각 7.93%, 4.3%이다.

## 매년 FCF의 30~40%를 주주 환원 재원으로 활용

동사는 배당 가능 이익 범위 내 연간 Free Cash Flow의 30~40%를 주주환원 재원으로 활용한다. 아직까지는 현금 배당에 머물고 있으나 주주환원 정책은 자사주 매입/소각도 포함한다고 밝혔다. 따라서 향후 자사주 매입/ 소각도 검토될 수 있다고 판단된다. 특히 현금 배당의 경우 이익 잉여금으로 전입된 자본 준비금을 재원으로 하고 있어 개인은 배당 소득에 미포함되어 비과세 혜택이 부여되는 장점이 있다. 올해 주당 120~130원의 배당 지급이 예상되며 배당 수익률 기준 4.3%이다. 특히 잉여 현금 흐름이 매년 증가 추세에 있어 향후 배당과 더불어 자사주 매입 소각도 기대해볼 만하다.

## 3Q23 실적은 다소 부진했으나 제지와 IT 부문 긍정적 시그널 확인

3분기 연결 매출액은 1,063억원 (-9% YoY), 영업이익 12억원 (OPM 1.1%)크게 부진했다. 매출과 영업이익의 부진은 한솔페이퍼텍, PNS의 판매량 감소와 판가 하락 및 판관비 증가에 기인한다. 지분법 손익은 한솔 제지는 -55억원 YoY인 반면 한솔테크닉스는 +28억원 YoY으로 양호했다.

24년은 회복이 예상되는데 1) 제지 펄프가 하락과 판매가 상승에 따른 스프레드 개선, 2) 테크닉스는 삼성전자의 파워보드 이원화에 따른 수혜, 3) 손자회사 한솔 아이원스의 글로벌 Top tier 신규 고객 확보 가능성 등이 기대된다.

## Financial Data

| (십억원)        | 2020  | 2021  | 2022  | 2023F | 2024F |
|--------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 매출액          | 359   | 414   | 467   | 474   | 497   |
| 영업이익         | 12    | 18    | 19    | 20    | 21    |
| 영업이익률(%)     | 3.5   | 4.4   | 4.1   | 4.1   | 4.2   |
| 세전이익         | 43    | 29    | 58    | 42    | 45    |
| 지배주주지분순이익    | 71    | 22    | 48    | 35    | 37    |
| EPS(원)       | 1,695 | 514   | 1,144 | 842   | 884   |
| 증감률(%)       | 216.4 | -69.7 | 122.6 | -26.4 | 5.0   |
| ROE(%)       | 15.2  | 4.2   | 8.8   | 6.1   | 6.0   |
| PER(배)       | 2.2   | 6.9   | 2.9   | 3.3   | 3.1   |
| PBR(배)       | 0.3   | 0.3   | 0.2   | 0.2   | 0.2   |
| EV/EBITDA(배) | 4.8   | 4.1   | 2.3   | 0.4   | -0.6  |

자료: 한솔홀딩스, DS투자증권 리서치센터, KIFRS 연결기준

김수현 지주회사·미드스몰캡·비상장  
02-709-2650  
seankim@ds-sec.co.kr

2023.11.30

## 매수(신규)

|             |        |
|-------------|--------|
| 목표주가(신규)    | 3,600원 |
| 현재주가(11/29) | 2,765원 |
| 상승여력        | 30.2%  |

## Stock Data

|            |           |
|------------|-----------|
| KOSPI      | 2,519.8pt |
| 시가총액(보통주)  | 116십억원    |
| 발행주식수      | 42,009천주  |
| 액면가        | 1,000원    |
| 자본금        | 42십억원     |
| 60일 평균거래량  | 38천주      |
| 60일 평균거래대금 | 104백만원    |
| 외국인 지분율    | 10.1%     |
| 52주 최고가    | 3,565원    |
| 52주 최저가    | 2,605원    |
| 주요주주       |           |
| 조동길(위 7인)  | 32.5%     |
| 김진만(위 1인)  | 0.0%      |

## 주가추이 및 상대강도

| (%) | 절대수익률 | 상대수익률 |
|-----|-------|-------|
| 1M  | 4.3   | -5.1  |
| 3M  | -3.3  | -2.1  |
| 6M  | -11.2 | -9.7  |

## 주가차트

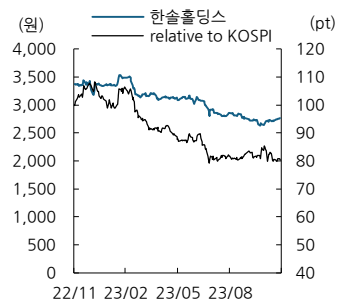


표1 한솔홀딩스 실적 추이 및 전망

| (십억원, %)    | 1Q22         | 2Q22         | 3Q22         | 4Q22         | 1Q23         | 2Q23         | 3Q23         | 2022         | 2023F        | 2024F        |
|-------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| <b>매출액</b>  | <b>114.1</b> | <b>117.4</b> | <b>116.8</b> | <b>118.9</b> | <b>108.0</b> | <b>101.0</b> | <b>106.3</b> | <b>467.2</b> | <b>473.6</b> | <b>497.3</b> |
| YoY         | 17.6         | 24.9         | 21.5         | -5.9         | -5.3         | -14.0        | -9.0         | 13.0         | 1.4          | 5.0          |
| 한솔홀딩스       | 11.2         | 7.0          | 8.0          | 8.2          | 11.9         | 6.7          | 7.8          | 34.4         | 35.1         | 36.8         |
| 한솔 PNS      | 74.3         | 76.2         | 77.4         | 86.4         | 78.6         | 69.7         | 71.5         | 314.3        | 320.0        | 336.0        |
| 한솔페이퍼텍      | 34.3         | 36.1         | 34.2         | 25.8         | 23.6         | 25.5         | 29.6         | 130.4        | 130.4        | 136.9        |
| 연결조정 등      | -5.7         | -1.9         | -2.8         | -1.5         | -6.1         | -0.9         | -2.6         | -11.9        | -11.9        | -12.5        |
| <b>영업이익</b> | <b>4.8</b>   | <b>7.9</b>   | <b>5.3</b>   | <b>1.1</b>   | <b>1.1</b>   | <b>2.4</b>   | <b>1.2</b>   | <b>19.1</b>  | <b>19.6</b>  | <b>20.7</b>  |
| 영업이익률       | 4.2          | 6.7          | 4.5          | 0.9          | 1.0          | 2.4          | 1.1          | 4.1          | 4.1          | 4.2          |
| 한솔홀딩스       | 6.8          | 3.4          | 4.5          | 1.6          | 8.1          | 2.5          | 3.4          | 16.3         | 16.6         | 17.5         |
| 한솔 PNS      | 0.8          | 1.1          | 0.9          | -0.1         | -0.4         | -0.8         | -0.6         | 2.7          | 2.8          | 3.1          |
| 한솔페이퍼텍      | 1.0          | 3.4          | 1.4          | -0.4         | -1.7         | 0.7          | -0.3         | 5.4          | 5.4          | 5.7          |
| 연결조정 등      | -3.8         | 0.0          | -1.5         | 0.0          | -4.9         | 0.0          | -1.3         | -5.3         | -5.3         | -5.6         |
| <b>순이익</b>  | <b>7.0</b>   | <b>20.9</b>  | <b>15.1</b>  | <b>5.8</b>   | <b>-1.9</b>  | <b>7.2</b>   | <b>10.5</b>  | <b>48.8</b>  | <b>36.0</b>  | <b>37.8</b>  |
| 순이익률        | 6.1          | 17.8         | 12.9         | 4.9          | -1.8         | 7.1          | 9.9          | 10.4         | 7.6          | 7.6          |
| 한솔홀딩스       | 5.0          | 2.7          | 3.8          | 2.4          | 7.8          | 2.3          | 3.5          | 13.9         | 14.3         | 15.0         |
| 한솔 PNS      | 1.0          | 0.9          | 0.6          | -0.5         | -0.4         | -1.1         | -0.3         | 2.0          | 2.0          | 2.1          |
| 한솔페이퍼텍      | 0.7          | 3.3          | 0.8          | -0.1         | -1.3         | 0.5          | -0.4         | 4.7          | 4.7          | 4.9          |
| 연결조정 등      | 0.3          | 14.0         | 9.9          | 4.0          | -8.0         | 5.5          | 7.8          | 28.2         | 15.0         | 15.8         |

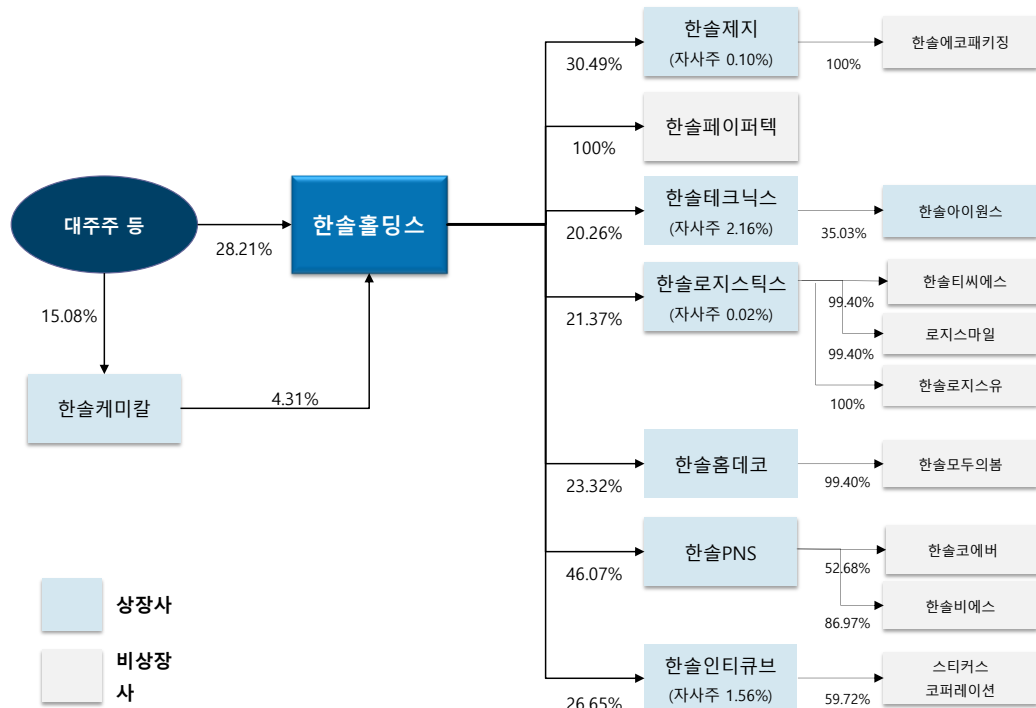
자료: 한솔홀딩스, DS투자증권 리서치센터 추정

표2 한솔홀딩스 목표주가 산정방식

| (십억원)            | 지분율        | 시가총액          | 적정가치         | 비고             |
|------------------|------------|---------------|--------------|----------------|
| <b>상장 자회사</b>    |            |               | <b>34</b>    | <b>할인율 80%</b> |
| 한솔제지             | 30.5%      | 249           | 76           |                |
| 한솔테크닉스           | 20.3%      | 209           | 42           |                |
| 한솔홀데코            | 23.3%      | 71            | 17           |                |
| 한솔로지스틱스          | 21.4%      | 71            | 15           |                |
| 한솔피엔에스           | 46.1%      | 26            | 12           |                |
| 한솔인티큐브           | 26.7%      | 25            | 7            |                |
|                  | <b>지분율</b> | <b>장부가</b>    | <b>적정가치</b>  |                |
| <b>비상장사</b>      |            |               | <b>46</b>    |                |
| 한솔페이퍼텍           | 100%       | 31            | 31           |                |
| HDC리조트 (구 오크밸리)  | 44.9%      | 32.8          | 15           |                |
|                  | <b>순이익</b> | <b>적용 멀티플</b> | <b>적정가치</b>  |                |
| <b>브랜드 로열티 등</b> | <b>14</b>  | <b>5</b>      | <b>71.6</b>  |                |
| NAV 합계           |            |               | 151          |                |
| 유통주식 수 (주)       |            |               | 42,008,576   |                |
| <b>목표주가</b>      |            |               | <b>3,600</b> |                |
| <b>현재주가</b>      |            |               | 2,765        |                |
| <b>상승여력</b>      |            |               | 30.2%        |                |

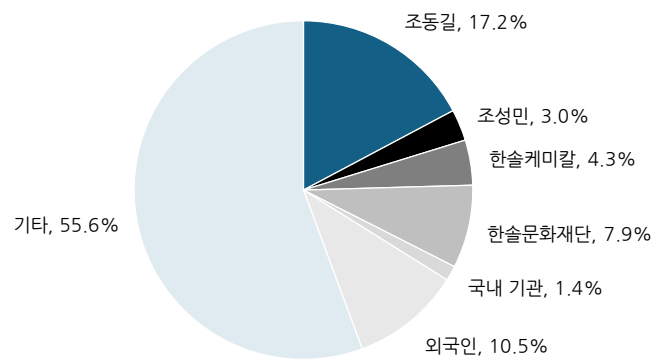
자료: 한솔홀딩스, DS투자증권 리서치센터 추정

그림1 한솔홀딩스 지배구조도



자료: 한솔홀딩스, DS투자증권 리서치센터

그림2 한솔홀딩스 지분 구조



자료: Dart, DS투자증권 리서치센터

## [한솔홀딩스 004150]

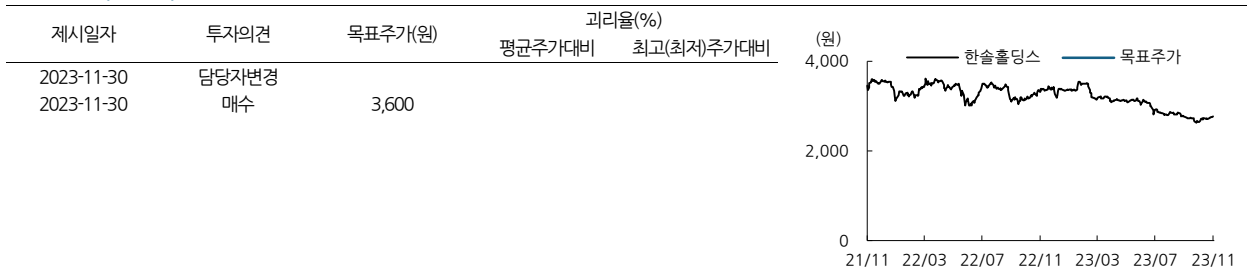
| 재무상태표       |      |      |      |       |       | 손익계산서         |      |      |      |       |       |
|-------------|------|------|------|-------|-------|---------------|------|------|------|-------|-------|
|             | 2020 | 2021 | 2022 | 2023F | 2024F |               | 2020 | 2021 | 2022 | 2023F | 2024F |
| 유동자산        | 167  | 165  | 201  | 232   | 272   | 매출액           | 359  | 414  | 467  | 474   | 497   |
| 현금 및 현금성자산  | 45   | 40   | 90   | 124   | 158   | 매출원가          | 317  | 362  | 407  | 413   | 433   |
| 매출채권 및 기타채권 | 71   | 82   | 85   | 85    | 89    | 매출총이익         | 42   | 52   | 60   | 61    | 64    |
| 재고자산        | 7    | 12   | 18   | 15    | 16    | 판매비 및 관리비     | 30   | 33   | 41   | 41    | 43    |
| 기타          | 43   | 31   | 8    | 8     | 8     | 영업이익          | 12   | 18   | 19   | 20    | 21    |
| 비유동자산       | 460  | 488  | 522  | 510   | 506   | (EBITDA)      | 24   | 27   | 29   | 31    | 36    |
| 관계기업투자등     | 363  | 369  | 404  | 384   | 327   | 금융손익          | -1   | 0    | 1    | -1    | -1    |
| 유형자산        | 66   | 69   | 65   | 61    | 58    | 이자비용          | 1    | 1    | 1    | 1     | 1     |
| 무형자산        | 7    | 16   | 18   | 30    | 84    | 관계기업등 투자손익    | 22   | 8    | 37   | 38    | 38    |
| 자산총계        | 627  | 654  | 723  | 742   | 778   | 기타영업외손익       | 9    | 3    | 0    | -15   | -14   |
| 유동부채        | 93   | 88   | 111  | 99    | 103   | 세전계속사업이익      | 43   | 29   | 58   | 42    | 45    |
| 매입채무 및 기타채무 | 69   | 60   | 85   | 73    | 77    | 계속사업법인세비용     | -14  | 6    | 9    | 6     | 7     |
| 단기금융부채      | 20   | 17   | 15   | 15    | 15    | 계속사업이익        | 57   | 24   | 49   | 36    | 38    |
| 기타유동부채      | 3    | 11   | 11   | 11    | 11    | 중단사업이익        | 16   | 0    | 0    | 0     | 0     |
| 비유동부채       | 8    | 16   | 15   | 15    | 15    | 당기순이익         | 73   | 24   | 49   | 36    | 38    |
| 장기금융부채      | 6    | 13   | 11   | 11    | 11    | 지배주주          | 71   | 22   | 48   | 35    | 37    |
| 기타비유동부채     | 2    | 3    | 4    | 4     | 4     | 총포괄이익         | 80   | 11   | 51   | 36    | 38    |
| 부채총계        | 101  | 104  | 126  | 115   | 118   | 매출총이익률 (%)    | 11.7 | 12.5 | 12.8 | 12.9  | 12.9  |
| 지배주주지분      | 503  | 521  | 568  | 598   | 630   | 영업이익률 (%)     | 3.5  | 4.4  | 4.1  | 4.1   | 4.2   |
| 자본금         | 42   | 42   | 42   | 42    | 42    | EBITDA마진률 (%) | 6.6  | 6.5  | 6.1  | 6.4   | 7.2   |
| 자본잉여금       | 303  | 63   | 63   | 63    | 63    | 당기순이익률 (%)    | 20.2 | 5.7  | 10.5 | 7.6   | 7.6   |
| 이익잉여금       | 149  | 415  | 461  | 491   | 523   | ROA (%)       | 11.0 | 3.4  | 7.0  | 4.8   | 4.9   |
| 비지배주주지분(연결) | 24   | 29   | 29   | 29    | 29    | ROE (%)       | 15.2 | 4.2  | 8.8  | 6.1   | 6.0   |
| 자본총계        | 526  | 549  | 597  | 628   | 659   | ROIC (%)      | 7.9  | 11.2 | 12.3 | 12.7  | 10.6  |

| 현금흐름표       |      |      |      |       |       | 주요투자지표       |        |        |        |        |        |
|-------------|------|------|------|-------|-------|--------------|--------|--------|--------|--------|--------|
|             | 2020 | 2021 | 2022 | 2023F | 2024F |              | 2020   | 2021   | 2022   | 2023F  | 2024F  |
| 영업활동 현금흐름   | 9    | 11   | 43   | -1    | 11    | 투자지표 (x)     |        |        |        |        |        |
| 당기순이익(손실)   | 73   | 24   | 49   | 36    | 38    | P/E          | 2.2    | 6.9    | 2.9    | 3.3    | 3.1    |
| 비현금수익비용가감   | -48  | 11   | -17  | -28   | -26   | P/B          | 0.3    | 0.3    | 0.2    | 0.2    | 0.2    |
| 유형자산감가상각비   | 9    | 7    | 8    | 8     | 8     | P/S          | 0.4    | 0.4    | 0.3    | 0.2    | 0.2    |
| 무형자산상각비     | 2    | 1    | 1    | 3     | 7     | EV/EBITDA    | 4.8    | 4.1    | 2.3    | 0.4    | -0.6   |
| 기타현금수익비용    | -59  | 2    | -27  | -116  | -117  | P/CF         | 6.3    | 4.4    | 4.3    | 15.4   | 9.5    |
| 영업활동 자산부채변동 | -15  | -27  | 11   | -8    | -1    | 배당수익률 (%)    | 3.3    | 3.4    | 3.7    | 4.7    | 5.1    |
| 매출채권 감소(증가) | 10   | -10  | -2   | 0     | -4    | 성장성 (%)      |        |        |        |        |        |
| 재고자산 감소(증가) | 2    | -5   | -5   | 3     | -1    | 매출액          | 3.8    | 15.1   | 13.0   | 1.4    | 5.0    |
| 매입채무 증가(감소) | -27  | -8   | 23   | -11   | 4     | 영업이익         | -15.8  | 47.5   | 3.9    | 2.4    | 5.7    |
| 기타자산 부채변동   | 0    | -4   | -4   | 0     | 0     | 세전이익         | 116.2  | -31.6  | 96.8   | -26.4  | 5.0    |
| 투자활동 현금     | 2    | -1   | 18   | 39    | 29    | 당기순이익        | 176.4  | -67.5  | 107.3  | -26.4  | 5.0    |
| 유형자산처분(취득)  | -5   | -3   | -3   | -4    | -5    | EPS          | 216.4  | -69.7  | 122.6  | -26.4  | 5.0    |
| 무형자산 감소(증가) | -1   | -1   | -2   | -15   | -62   | 안정성 (%)      |        |        |        |        |        |
| 투자자산 감소(증가) | -4   | 12   | 22   | 59    | 96    | 부채비율         | 19.1   | 19.0   | 21.1   | 18.3   | 18.0   |
| 기타투자활동      | 11   | -9   | 1    | 0     | 0     | 유동비율         | 180.2  | 187.0  | 181.6  | 233.1  | 263.2  |
| 재무활동 현금     | 0    | -16  | -11  | -5    | -5    | 순차입금/자기자본(x) | -7.8   | -7.1   | -11.8  | -16.6  | -21.1  |
| 차입금의 증가(감소) | 0    | -10  | -6   | 0     | 0     | 영업이익/금융비용(x) | 12.9   | 19.4   | 16.7   | 31.9   | 33.7   |
| 자본의 증가(감소)  | 0    | -5   | -5   | -5    | -5    | 총차입금 (십억원)   | 26     | 31     | 26     | 26     | 26     |
| 배당금의 지급     | 0    | 5    | 5    | 5     | 5     | 순차입금 (십억원)   | -41    | -39    | -71    | -104   | -139   |
| 기타재무활동      | 0    | 0    | 0    | 0     | 0     | 주당지표(원)      |        |        |        |        |        |
| 현금의 증가      | 11   | -5   | 50   | 34    | 35    | EPS          | 1,695  | 514    | 1,144  | 842    | 884    |
| 기초현금        | 34   | 45   | 40   | 90    | 124   | BPS          | 11,972 | 12,394 | 13,522 | 14,244 | 14,997 |
| 기말현금        | 45   | 40   | 90   | 124   | 158   | SPS          | 8,557  | 9,847  | 11,122 | 11,274 | 11,837 |
| NOPLAT      | 9    | 15   | 16   | 17    | 18    | CFPS         | 585    | 815    | 753    | 180    | 292    |
| FCF         | 11   | 6    | 61   | 39    | 40    | DPS          | 120    | 120    | 120    | 130    | 140    |

자료: 한솔홀딩스, DS투자증권 리서치센터 / 주: K-IFRS 연결기준

## 한솔홀딩스 (004150) 투자의견 및 목표주가 변동추이



## 투자의견 및 적용기준 (향후 12개월간 주가 등락 기준)

| 기업 |                             | 산업   |
|----|-----------------------------|------|
| 매수 | +10% 이상의 투자수익이 예상되는 경우      | 비중확대 |
| 중립 | -10% ~ +10% 이내의 등락이 예상되는 경우 | 중립   |
| 매도 | -10% 이하의 주가하락이 예상되는 경우      | 비중축소 |

업종별 투자의견은 해당업종 투자비중에 대한 의견

## 투자의견 비율

기준일 2023.09.30

| 매수     | 중립   | 매도   |
|--------|------|------|
| 100.0% | 0.0% | 0.0% |

## Compliance Notice

본 자료에 기재된 내용들은 작성자 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

본 자료는 고객의 증권투자를 돕기 위한 정보제공을 목적으로 제작되었습니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료 및 정보를 바탕으로 작성한 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 참고자료로만 활용하시기 바라며 유가증권 투자 시 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 본 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

본 자료는 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있으며 어떠한 경우에도 당사의 동의 없이 복제, 배포, 전송, 변형될 수 없습니다.

- 동 자료는 제공시점 현재 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 추천종목은 전일 기준 현재 당사에서 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료의 추천종목은 전일 기준 현재 당사의 조사분석 담당자 및 그 배우자 등 관련자가 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료의 추천종목에 해당하는 회사는 당사와 계열회사 관계에 있지 않습니다.