

2013. 04. 18

Analysts

이상원 02) 3777-8097
sangwon.lee@kbsec.co.kr

강선아 02) 3777-8182
sakang@kbsec.co.kr

한솔CSN (009180)

탐방 코멘트

투자 의견 **Not Rated**

목표주가 **N/A**

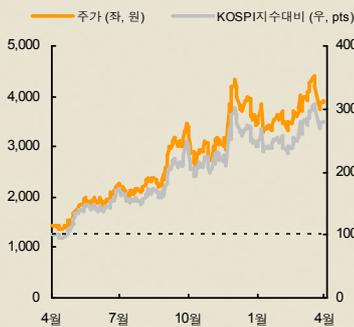
Upside / Downside (%)	n/a
현재가 (4/17, 원)	4,070
Consensus target price (원)	n/a
Difference from consensus (%)	n/a

Forecast earnings & valuation

Fiscal year ending	2009	2010	2011	2012E
매출액 (십억원)	297	360	357	390
영업이익 (십억원)	3.8	6.0	7.4	10.2
순이익 (십억원)	15.9	(1.6)	4.7	7.9
EPS (원)	331	(34)	97	165
증감률 (%)	416.7	적전	흑전	69.7
PER (X)	4.4	n/a	15.5	24.7
EV/EBITDA (X)	6.7	8.4	5.1	10.9
PBR (X)	0.8	1.2	0.8	1.7
ROE (%)	18.7	(1.7)	4.9	7.8

Performance

(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	1.5	18.0	26.0	183.6
KOSPI대비 상대수익률	4.7	20.5	27.6	186.7



Trading Data

시가총액 (십억원)	195
유통주식수 (백만주)	41
Free Float (%)	84.7
52주 최고/최저 (원)	4,400 / 1,350
거래대금 (3M, 십억원)	6
외국인 소유지분율 (%)	3.7
주요주주 지분율 (%)	한솔이엠이(주)외 2인 15.3

자료: Fnguide, KB투자증권

한솔그룹의 다크호스 (Dark horse)

주가흐름은 4월초 52주 신고가를 형성한 후, 지주회사 전환에 대한 우려로 인해 조정국면에 있다. 그러나 KB투자증권은 1) 오히려 지주회사 전환에 따라 최소 31.8% 투자수익률이 보장되며, 2) 4,084원이라는 반대매수청구권 가격선으로 인해 주가의 하방경직성 확보되고, 3) NAV대비 할인율 53.0%의 저평가로 인해 현재 매력적인 구간이라는 판단이다. 여기에 추가적으로 사업부문에서 향후 해외사업 성장 중심으로 올해 매출액 5,000억원 (+15.0% YoY), 영업이익 150억원 (+25.0% YoY) 달성이 기대되며, 투자매력도는 더욱 높아질 것으로 판단한다.

Point1) 한솔CSN 보유시, 지주회사 전환으로 인해 최소 31.8% 수익률 가능

한솔그룹은 한솔제지와 한솔CSN을 지주회사인 한솔홀딩스와 사업회사인 한솔제지, 한솔CSN으로 인적분할, 합병한다. 분할 비율은 0.52:0.48로써 현재 한솔CSN을 보유한다면, 분할 후 31.8%의 수익률이 가능하다. 예를 들어, 한솔CSN 100주를 보유 시, 1) 52주 배정되는 신설 사업회사는 EPS의 변화가 없는 가운데 현 17.8X 적정배수로 회귀하고, 2) 9주 배정되는 지주회사는 20% 할인율을 가정해도 전체 투자액은 31.8% 수익률을 가질 수 있다. (표2 참고)

Point2,3) 반대매수청구권으로 인한 주가의 하방경직성 확보 & Valuation 매력

합병 관련하여 반대매수청구권 가격은 4,084원이며, 합산액이 200억원을 초과할 경우 효력이 상실된다. 그러나 52주 신고가를 형성한 상황에서 이 가격선은 오히려 주가의 하방경직성 확보로 이어질 것으로 판단된다. 또한 보유자회사 가치 747억원과 자체사업가치 2,200억원 (2013년 순이익 110억원, 적정배수 20X)으로 인해 현재 NAV대비 할인율 53.0%를 기록하고 있다. 이는 사업지주회사의 평균 할인율이 20~30%임을 감안하면 과도한 저평가 구간이다.

Plus α) 해외사업 성장 중심으로 매출증대 및 수익성 상승 효과 기대

매출액은 2009년 3,076억원에서 작년 4,347억원으로 CAGR 12.2% 증가했는데, 특히 해외부문은 111억원에서 446억원으로 CAGR 59% 성장했다. 이는 1) 주요 Target산업에 집중 및 서비스차별화 전략, 2) 삼성그룹의 해외물량 증대 때문이다. 영업이익률 역시 고수익성인 해외매출 증가로 1.8%에서 4.0%로 높아졌다. 2013년 역시 매출액 5,000억원에서 해외부문은 700억원 57.0% YoY 성장이 기대되며, 이는 매출증대 및 수익성 상승으로 이어질 전망이다.

올해 이미 삼성 SDI의 중국 물류서비스 220억원 수주 달성

최근 삼성SDI의 중국 통합물류서비스 수행사로 선정됐는데, 향후 천진 및 상해 권역의 조달, 판매물류 등 물류서비스 전 영역을 운영하게 되며 물류비는 연간 220억원 규모이다. 이를 통해 한솔CSN의 중국 물류경험과 글로벌 역량이 인정되었다는 판단이며, 향후 중국 내륙운송 영역에서 경쟁력을 확보하게 된 점은 긍정적이다. 향후에도 현재 4개국 6개 법인에서 2015년 8개국 10개 법인 확장을 통해 해외사업의 지속적인 성장이 기대된다.

한솔그룹의 다크호스 (Dark horse)가 될 전망

최근 주가흐름은 4월초 52주 신고가를 형성한 후, 지주회사 전환에 대한 우려로 조정국면에 있다. 그러나 상기 언급한 1) 지주회사 전환에 따른 보장된 수익률 및 주가의 하방경직성 확보, 2) 밸류에이션 매력, 3) 향후 기대되는 사업 성장성을 감안하면 현재 매력적인 구간이라는 판단이다.

표 1. 한솔CSN 분할 이후 적정주가 추정

	분할전	분할후 (현재 적정배수 적용)	분할 후 (적정배수 적용)
순이익 (십억원)	11	11	11
주식수 (주)	47,983,752	23,042,110	23,042,110
EPS (원)	229	477	477
현재 PER (X)	17.75	8.53	8.53
목표 PER (X)		17.75	20.00
현재, 추정 시가총액 (원)	195,293,870,640	93,781,387,700	93,781,387,700
적정 시가총액 (원)		195,293,870,640	220,000,000,000
적정주가 (원)		8,476	9,548
상승여력 (%)		108.2	134.6

자료: Fnguide, KB투자증권, 주: 순이익은 2013년도 KB투자증권 추정치, 전일 증가 기준

표 2. 한솔CSN 보유시 분할 이후 수익률 예시

기존 보유내역			
	보유수 (주)	현재가 (원)	총 투자액
한솔CSN	100	4,070	407,000
분할 후 보유내역 (Case I)			
	보유수 (주)	추정 주가 (원)	총 투자액
사업회사	52	8,476	440,727
한솔홀딩스 (가칭)	9	13,300	119,700
소계			560,427
수익률			37.7%
분할 후 보유내역 (Case II)			
	보유수 (주)	추정 주가 (원)	총 투자액
사업회사	52	8,476	440,727
한솔홀딩스 20% 할인율 적용	9	10,640	95,760
소계			536,487
수익률			31.8%

자료: Fnguide, KB투자증권, 주: 한솔CSN 100주 보유 가정 시 수익률 추정, 전일 증가 기준

표 3. NAV대비 할인율

(단위: 백만원)	지분율	장부가	시가총액	적정가치
한솔제지	8.07%	32,121	580,200	46,822
한솔케미칼	3.19%	8,618	301,000	9,602
한솔라이팅	29.36%	15,667		15,667
기타		2,696		2,696
소계		59,102		74,787
		순이익	적정배수	
자체사업		11,000	20	220,000
순현금				2,779
NAV				415,300
현재시총				195,300
NAV대비 할인율 (%)				53.0

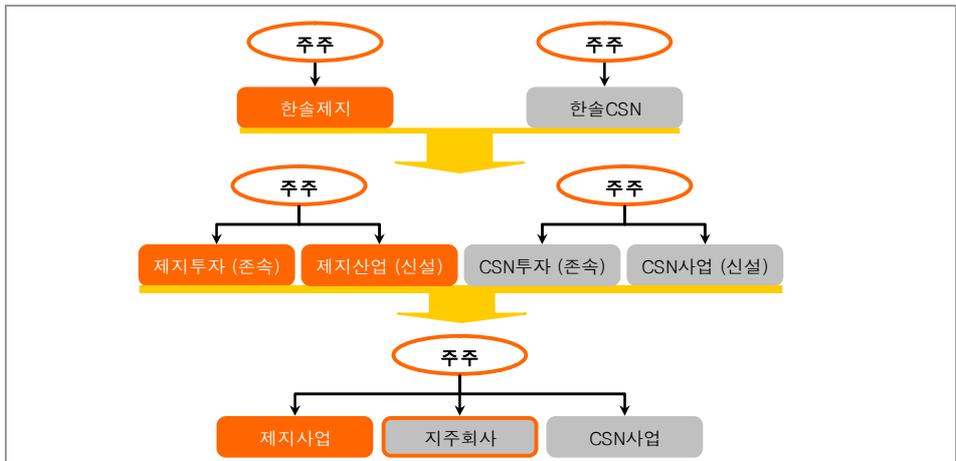
자료: KB투자증권, 주: 전일 증가 기준

그림 1. 분할·합병 비율 및 과정



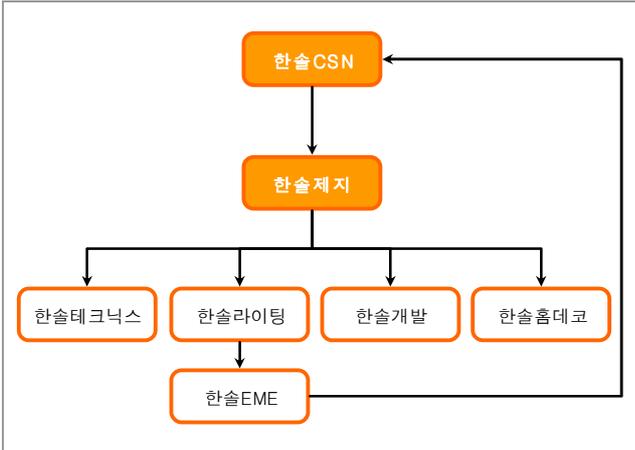
자료: 한솔제지, 한솔CSN, KB투자증권

그림 2. 지배구조 전환과정



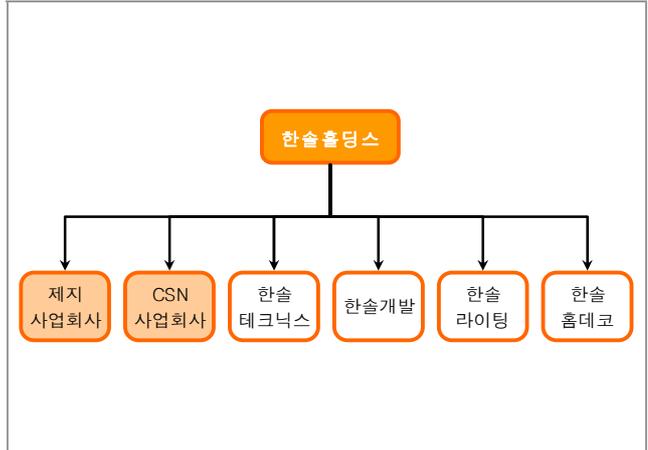
자료: 한솔제지, 한솔CSN, KB투자증권

그림 3. 현재 지배구조



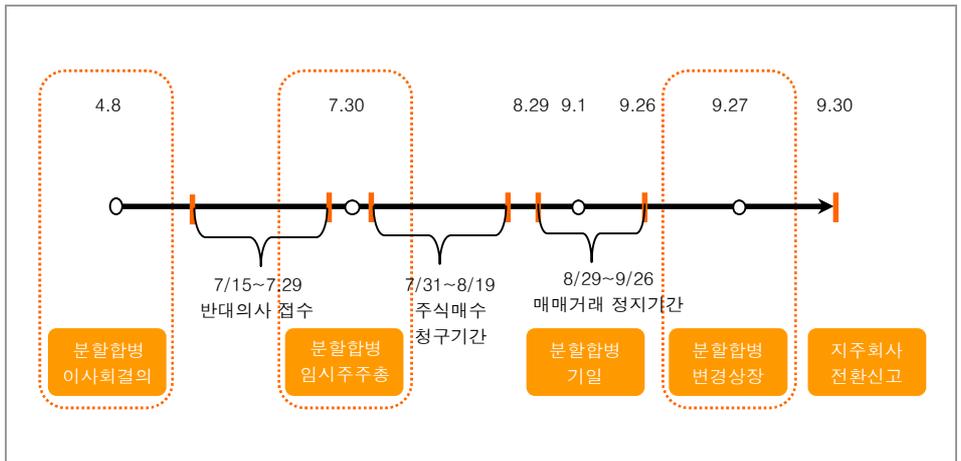
자료: 한솔CSN, KB투자증권

그림 4. 지주회사 전환 이후 지배구조



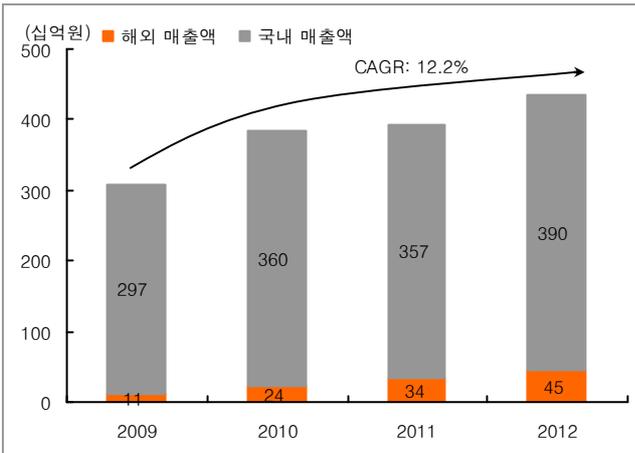
자료: 한솔CSN, KB투자증권

그림 5. 한솔CSN의 분할 및 합병을 통한 지주회사 전환 일정



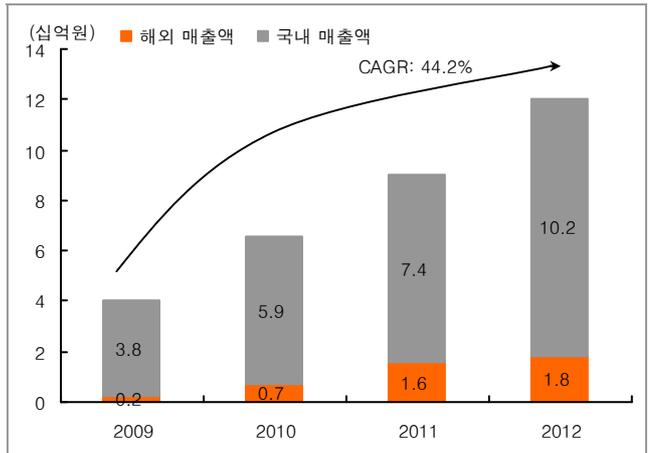
자료: 한솔제지, 한솔CSN, KB투자증권

그림 6. 매출액 추이



자료: 한솔CSN, KB투자증권

그림 7. 영업이익 추이



자료: 한솔CSN, KB투자증권

손익계산서	[십억원]				
	2007	2008	2009	2010	2011
매출액	270.7	295.2	296.5	359.8	357.1
증감률 (YoY %)	7.7	9.0	0.5	21.3	(0.8)
매출원가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
판매 및 일반관리비	15.0	18.0	22.3	23.8	25.6
기타	12.9	16.0	18.5	17.7	18.2
영업이익	2.0	2.0	3.8	6.0	7.4
증감률 (YoY %)	(66.1)	(0.5)	85.2	59.8	22.7
EBITDA	7.8	6.9	10.1	12.6	13.7
증감률 (YoY %)	(37.2)	(12.1)	47.3	24.8	8.4
이자수익	0.5	2.8	11.2	(5.6)	(1.1)
이자비용	0.7	0.1	0.1	(0.2)	0.3
지분법손익	0.0	1.6	(0.0)	0.0	0.2
기타	0.0	1.1	6.5	(4.9)	0.0
세전계속사업손익	(0.3)	0.0	4.6	(0.5)	(1.6)
증감률 (YoY %)	2.5	4.8	14.9	0.4	6.3
법인세비용	흑전	90.7	209.1	(97.1)	1366.2
당기순이익	1.5	1.8	(0.9)	2.1	1.7
증감률 (YoY %)	1.1	3.1	15.9	(1.6)	4.7
순손익의 귀속	흑전	184.6	416.7	적전	흑전
지배주주					
비지배주주	5.5	6.1	7.5	6.6	7.2
이익률 (%)	0.8	0.7	1.3	1.7	2.1
영업이익률	2.9	2.3	3.4	3.5	3.8
EBITDA마진	0.9	1.6	5.0	0.1	1.8
세전이익률	0.4	1.0	5.4	(0.5)	1.3
순이익률	3.0	4.6	2.4	4.6	4.9

현금흐름표	[십억원]				
	2007	2008	2009	2010	2011
영업현금	2.6	(0.3)	10.3	9.6	18.8
당기순이익	1.1	3.1	15.9	(1.6)	4.7
자산상각비	5.8	4.8	6.4	6.6	6.3
기타비현금성손익	1.5	0.4	(9.8)	6.3	3.2
운전자본증감	(5.8)	(8.6)	(2.1)	(1.6)	4.7
매출채권감소 (증가)	(18.1)	(3.8)	(4.3)	(11.3)	6.3
재고자산감소 (증가)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
매입채무증가 (감소)	7.1	(3.3)	10.6	1.8	3.8
기타	5.2	(1.4)	(8.4)	7.9	(5.4)
투자현금	(17.6)	(7.5)	(2.9)	(13.8)	(4.3)
단기투자자산감소 (증가)	0.6	1.1	0.0	0.0	2.3
장기투자증권감소 (증가)	(4.9)	(1.1)	(0.4)	(9.0)	(2.5)
설비투자	(6.3)	(3.0)	(2.7)	(4.8)	(3.8)
유무형자산감소 (증가)	(7.0)	(4.5)	0.2	0.4	(0.2)
재무현금	(1.4)	5.7	(6.3)	22.8	(12.8)
차입금증가 (감소)	0.0	6.7	(5.6)	23.8	(11.8)
자본증가 (감소)	(1.4)	(1.0)	(0.7)	(1.0)	(1.0)
배당금지급	1.4	1.0	0.7	1.0	1.0
현금 증감	(16.4)	(2.1)	1.1	18.7	1.7
총현금흐름 (Gross CF)	8.4	8.3	12.4	11.3	14.1
(-) 운전자본증가 (감소)	6.4	7.3	(1.2)	3.8	(4.4)
(-) 설비투자	6.3	3.0	2.7	4.8	3.8
(+) 자산매각	(7.0)	(4.5)	0.2	0.4	(0.2)
Free Cash Flow	(11.4)	(6.5)	11.2	3.1	14.6
(-) 기타투자	4.9	1.1	0.4	9.0	2.5
잉여현금	(16.3)	(7.7)	10.8	(5.9)	12.0

자료: Fnguide, KB투자증권

대차대조표	[십억원]				
	2007	2008	2009	2010	2011
자산총계	124.7	122.7	146.7	174.7	174.5
유동자산	57.2	55.5	61.3	90.0	90.9
현금성자산	5.8	2.7	3.8	22.5	21.9
매출채권	47.5	50.2	54.3	65.5	66.0
재고자산	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타	3.9	2.6	3.2	2.0	3.0
비유동자산	67.5	67.2	85.4	84.7	83.5
투자자산	44.8	40.0	62.1	63.6	62.2
유형자산	11.7	11.9	11.2	11.9	11.6
무형자산	11.1	15.3	12.1	9.2	9.8
부채총계	48.4	50.1	49.5	80.4	78.0
유동부채	45.5	46.2	46.5	56.7	57.5
매입채무	35.7	31.6	42.1	43.7	47.5
유동성이자부채	0.0	6.7	1.1	5.0	0.0
기타	9.7	7.9	3.3	8.0	10.1
비유동부채	3.0	3.9	3.0	23.7	20.5
비유동이자부채	0.0	0.0	0.0	19.9	19.9
기타	3.0	3.9	3.0	3.8	0.5
자본총계	76.3	72.6	97.2	94.3	96.5
자본금	24.6	24.6	24.6	24.6	24.6
자본잉여금	38.3	38.3	38.3	38.3	38.3
이익잉여금	10.7	13.1	28.3	25.7	29.8
자본조정	2.7	(3.5)	6.0	5.7	3.7
지배주주지분	(5.8)	4.0	(2.7)	2.4	(2.0)
순차입금	0.0	6.7	1.1	24.9	19.9
이자지급성부채	28,365	29,270	33,131	33,131	33,131

주요투자지표	[십억원]				
	2007	2008	2009	2010	2011
Multiples (X, %, 원)					
PER	98.3	12.8	4.4	n/a	15.5
PBR	1.6	0.7	0.8	1.2	0.8
PSR	0.4	0.1	0.2	0.3	0.2
EV/ EBITDA	12.6	6.3	6.7	8.4	5.1
배당수익률	0.9	1.8	1.4	0.9	1.3
EPS	22	64	331	(34)	97
BPS	1,361	1,193	1,773	1,773	1,806
SPS	5,549	6,151	6,180	7,499	7,442
DPS	20	15	20	20	20
수익성지표 (%)					
ROA	0.9	2.5	11.8	(1.0)	2.7
ROE	1.4	4.1	18.7	(1.7)	4.9
ROIC	3.2	3.4	6.6	(58.9)	13.5
안정성지표 (% , X)					
부채비율	63.4	69.0	50.9	85.3	80.8
순차입비율	n/a	5.5	n/a	2.6	n/a
유동비율	125.9	120.2	131.7	158.7	158.0
이자보상배율	n/a	n/a	n/a	27.2	n/a
활동성지표 (회)					
총자산회전율	2.3	2.4	2.2	2.2	2.0
매출채권회전율	7.0	6.0	5.7	6.0	5.4
재고자산회전율	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
자산/자본구조 (%)					
투하자본	39.3	50.7	37.4	31.1	33.0
차입금	0.0	8.4	1.1	20.9	17.1

주: EPS는 완전회석 EPS

Compliance Notice

2013년 04월 18일 현재 당사는 상기회사와 특별한 이해관계가 없으며, 동 자료의 조사분석 담당자는 해당회사의 유가증권을 보유하고 있지 않습니다. 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다. 본 자료는 기관 투자자에게 사전 배포된 사실이 없습니다. 본 자료는 과거의 자료를 기초로 한 투자참고 자료로서 향후 주가 움직임은 과거의 패턴과 다를 수 있습니다.

투자등급 및 적용기준

구분	투자등급	적용기준 (향후 1년 기준)
업종(Sector)	OVERWEIGHT (비중확대)	시장대비 7% 이상 상승 예상
	NEUTRAL (중립)	시장대비 -7%~7% 수익률 예상
	UNDERWEIGHT (비중축소)	시장대비 7% 이상 하락 예상
기업(Report)	BUY (매수)	추정 적정주가 15% 이상 상승 예상
	HOLD (보유)	추정 적정주가 -15%~15% 수익률 예상
	SELL (매도)	추정 적정주가 15% 이상 하락 예상

본 저작물은 KB투자증권(주)가 저작권을 보유하고 있으며, KB투자증권(주)의 고객에게만 배포됩니다. 저작권자의 허락 없이는 이를 무단전제, 재배포 또는 판매할 수 없습니다.