

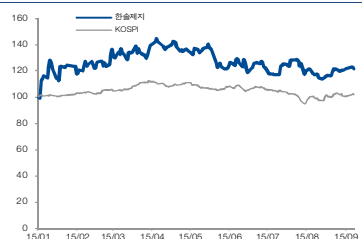
적극적인 성장전략, 주가 재평가

현재주가 (10/6)	20,550원		
상승여력	26.5%		
시가총액	3,398억원		
발행주식수	16,537천주		
자본금/액면가	83십억원/5,000원		
52주 최고가/최저가	24,400원/16,650원		
일평균 거래대금 (60일)	18억원		
외국인지분율	9.25%		
주요주주	한솔홀딩스 외 7인 25.11%		
주가상승률	1M	3M	6M
절대주가(%)	3.5	-5.8	-8.7
상대주가(%)	0.7	0.8	-6.0

※ K-IFRS 개별 기준

(단위: 원)	EPS(15F)	EPS(16F)	T/P
Before	-	-	-
After	2,111	2,725	27,000
Consensus	2,480	3,090	29,000
Cons. 차이	-14.9%	-11.8%	-6.9%

최근 12개월 주가수익률



자료: WiseFn, HMC투자증권

1) 투자포인트 및 결론

- 투자자의견 매수와 목표주가 26,000원을 제시하며 커버리지 개시함
- 제지업계 전반의 구조조정 효과와 지종별 스프레드 확대, 환율상승 효과 등으로 향후 영업실적의 턴어라운드 추세 지속될 전망
- 유럽과 중국 등에서 특수지 분야로의 적극적인 인수합병과 신제품 개발 등을 통해 향후 해외시장 확대가 가시화될 전망

2) 주요이슈 및 실적전망

- 지난해 4분기부터 실적 턴어라운드를 시작한 영업실적은 올해 상반기에도 양호한 흐름을 지속했음. 이는 지종별 스프레드(제품가격-원재료가격) 확대와 유가하락에 따른 에너지관련 비용 절감효과 때문. 특히, 인쇄용지의 경우 공급과잉에 따른 재고 증가로 지난 2010년 이후 판매단가 인하가 지속되어 왔으나, 업계 전반적인 생산량 감소와 특수지로 설비전환 효과로 인해 과거 대비 공급과잉은 크게 완화됨. 이에 따라 지난해 4분기 판가 인상 성공하며 인쇄용지부문 영업이익률이 5.1%(직전 4분기 연속 영업적자 시현)로 회복됨
- 하반기에도 견고한 실적 개선 추세는 지속될 전망. 전체 매출액 중 수출비중이 51.2%로 원화약세에 따른 긍정적 효과와 과거 대비 업계 전반적인 공급과잉 완화로 펄프가격 상승에도 불구하고 가격 전가가 용이해진 점이 수익성 개선에 긍정적으로 작용할 것
- 향후 인쇄용지와 산업용지의 경우 저성장은 불가피하지만 특수지로의 사업역량 강화를 통해 전체 외형성장을 견인할 전망
- 올해 연간 매출액과 영업이익은 전년비 각각 1.9%, 49.0% 증가해 그동안의 감익추세에서 벗어날 전망. 내년에는 매출액과 영업이익이 각각 4.5%, 12.7% 증가해 견조한 실적 개선 추세 지속될 것. 영업이익률은 지난해 4.1%에서 올해 6.0%, 내년에는 6.4%로 호전될 전망

3) 주가전망 및 Valuation

- 실적 개선에도 불구하고, 외국인들의 지속적인 순매도로 주가는 시장수익률을 하회함
- 매력적인 valuation 수준과 향후 지속적인 실적 개선 추세를 감안하면 저점 매수 가능한 국면. 향후 배당성향을 20%로 가정하면 2015년과 2016년 배당수익률은 각각 1.9%, 2.9% 수준으로 예상

요약 실적 및 Valuation

구분	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EBITDA (십억원)	EPS (원)	증감율 (%)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	배당수익률 (%)
2013	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
2014	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
2015F	1,340	80	35	137	2,111	N/A	9.7	1.0	8.6	9.9	1.9
2016F	1,400	90	45	146	2,725	29.1	7.5	0.9	7.8	12.2	2.9
2017F	1,500	105	57	160	3,457	26.8	5.9	0.8	6.9	13.9	3.9

* K-IFRS 개별 기준

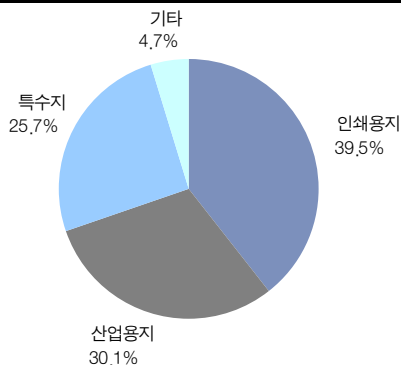
적극적인 M&A와 특수지 라인업 강화를 통한 글로벌 제지기업으로 도약

한솔제지는 2015년 1월 1일 한솔홀딩스에서 인적 분할된 종합제지 업체이다. 인쇄용지, 산업용지, 특수지 등 지종별로 다양한 포트폴리오를 구축하고 있다. 전체 생산능력은 142만톤 규모로 가동률은 95%를 상회하고 있다. 지종별 시장점유율은 2012년 기준 인쇄용지 22.8%, 산업용지 36.5% 수준이다. 한솔제지(신설회사)는 기존 제지사업부문을 영위하고 한솔홀딩스(존속회사)는 기타 자회사의 지분을 보유하게 됐다. 한솔제지는 인적 분할로 계열사 자금 지원 등의 리스크가 해소됐다. 지난해 한솔개발 800억원, 한솔아트원제지 290억원 등 총 1,200억원이 계열사에 지원된 바 있다.

한솔제지는 최근 기업설명회를 통해 하이테크 종이소재 사업 추진과 글로벌 시장 확대를 통해 2020년까지 매출액 2조원에 영업이익 1,600억원을 목표로 한다고 밝힌 바 있다. 최근 3년간 유럽 자회사 인수를 통해 확보한 라벨과 감열지 경쟁력을 바탕으로 필름과 태백 라벨까지 영역을 확장시켜 나갈 계획이다. 특히, 내년에는 중국을 비롯한 아시아 시장을 공략하기 위해 중국의 라벨 가공 및 유통전문기업을 인수할 방침이다. 지난 2013년 유럽 감열지 가공업체 1위인 덴마크의 샤데스(Shades)사를, 지난해에는 네덜란드 라벨 가공업체 1위 텔롤(Telrol)사를 인수하면서 유럽시장 진출에 교두보를 확보했다. 최근에는 유럽에서 2위인 감열지 가공 및 유통업체인 알앤에스(R+S)사를 인수하면서 유럽시장에서 생산과 판매거점을 다각화했다.

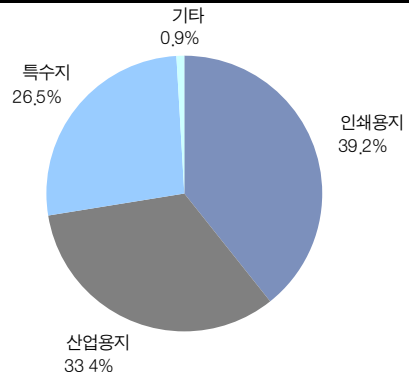
한솔제지는 신제품 개발은 물론 적극적인 인수합병을 통해 하이테크 종이 소재 사업에 집중하면서 2020년까지 특수지 분야에 특화된 글로벌 제지기업으로 도약할 방침이다. 이와 관련 동사는 최근 세계 최초로 나일론 섬유용 전사용지를 개발했고, 전기 절연소재인 아라미드지, 고부가가치 상품인 인테리어 용지 등 신소재 개발을 통해 특수지 라인업을 강화했다.

〈그림1〉 한솔제지 개별기준 부문별 매출액 비중



자료 : 한솔제지, HMC투자증권

〈그림2〉 한솔제지 개별기준 부문별 영업이익 비중



자료 : 한솔제지, HMC투자증권

현금창출능력 감안하면 향후 재무구조 빠르게 개선될 전망

가치합산방식(SOTP)에 따른 한솔제지의 적정주주가치는 4,360억원이고, 주당가치는 26,000원으로 평가한다. 이는 1) 사업가치 1조 1,948억원(EV/EBITDA multiple 8.3배 적용), 2) 투자자산가치 407억원(순자산가액의 25% 할인율 적용)에다 3) 순차입금 7,995억원을 차감한 것이다. 한편, 목표주가 26,000원은 2015년과 2016년 수익예상 기준 PER은 각각 12.3배, 9.5배에 해당한다. 동사는 올해 연말 기준 순차입금 8,264억원과 부채비율 299.5%로 재무 안정성이 다소 떨어지

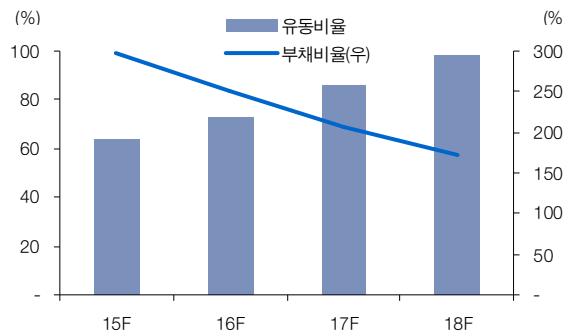
는 편이다. 그렇지만 향후 3년간 연평균 EBITDA 1,480억원대로 추정되고, 유무형자산 투자 500억원 내외 그리고 배당금 100억원대를 감안하면 연간 최소 700~800억원 수준의 차입금 축소가 가능할 전망이다. 이에 따라 부채비율은 점진적으로 하향 안정화되어 2019년에는 162.8%까지 축소될 것이다. 과거 한솔홀딩스의 2010년 이후 평균 배당성향은 34%를 상회한 바 있다. 한솔제지의 배당성향을 20%로 가정하면 2015년과 2016년 배당수익률은 각각 1.9%, 2.9%로 예상된다.

〈표1〉 적정주가가치 산출 근거

(십억원, 천주, 원, %)	15F	16F	17F	12M Forward	비고
1. 사업가치	1,135	1,215	1,324	1,195	
EBITDA	137	146	160		
EV/EBITDA	8.3	8.3	8.3		글로벌 Peer 그룹 평균 대비 10% 할인율
2. 투자자산가치	41	41	41	41	순자산가치의 25%할인율 적용
1) 관계기업지분투자	40	40	40		
2) 장기매도가능금융자산	1	1	1		
3. 기업가치 (=1+2)	1,176	1,255	1,365	1,236	
4. 순차입금	826	791	750	800	
5. 적정주가가치 (=3-4)	349	465	615	436	
발행주식수	16,537	16,537	16,537	16,537	
적정주가 (원)	21,131	28,111	37,167	26,366	
현재주가 (원)	20,550	20,550	20,550	20,550	
상승여력 (%)	2.8%	36.8%	80.9%	28.3%	

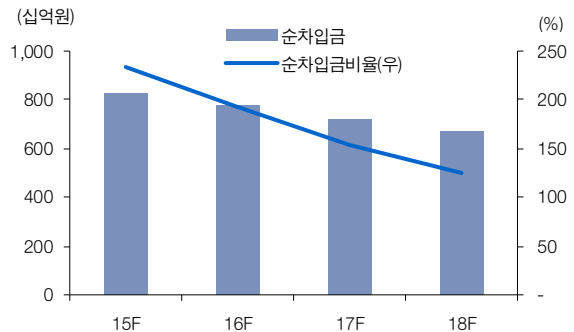
자료: HMC투자증권

〈그림3〉 향후 개선될 재무구조, 유동비율과 부채비율



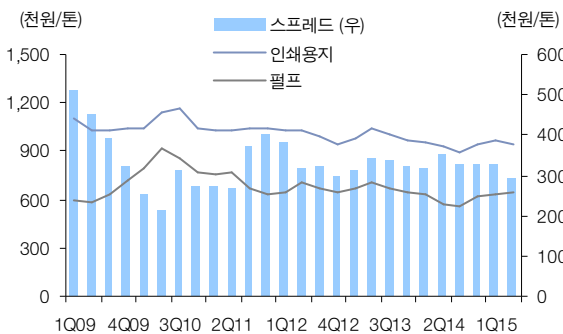
자료: 한솔제지, HMC투자증권

〈그림4〉 지속적으로 축소 가능한 순차입금



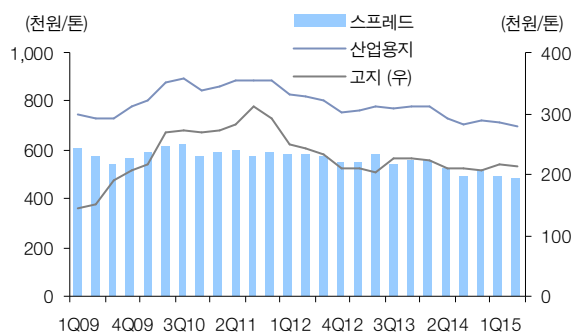
자료: 한솔제지, HMC투자증권

〈그림5〉 인쇄용지 스프레드 추이



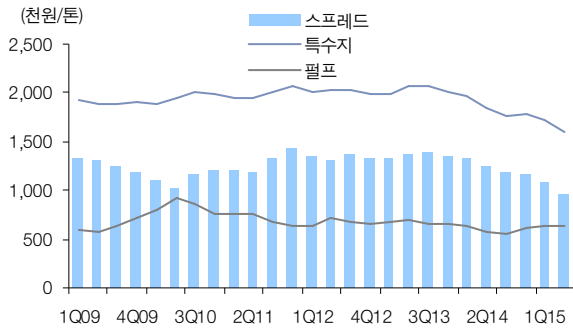
자료: 한솔제지, HMC투자증권

〈그림6〉 산업용지 스프레드 추이



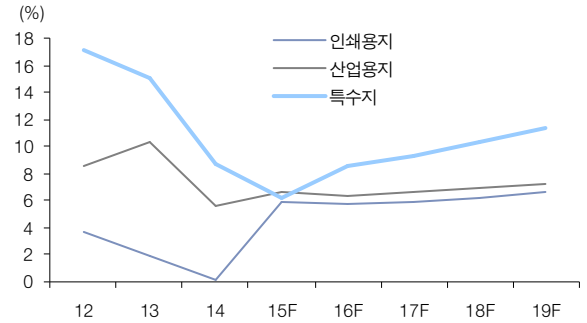
자료: 한솔제지, HMC투자증권

〈그림7〉 특수지 스프레드 추이



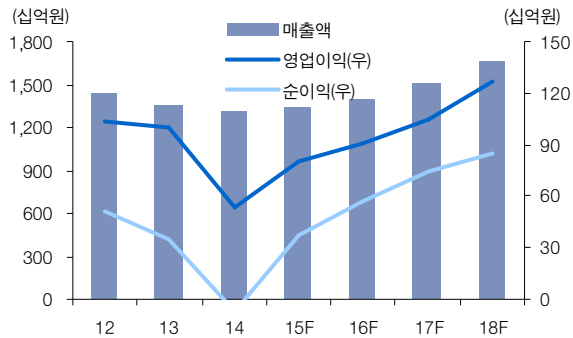
자료 : 한솔제지, HMC투자증권

〈그림8〉 지종별 영업이익률 추이 및 전망



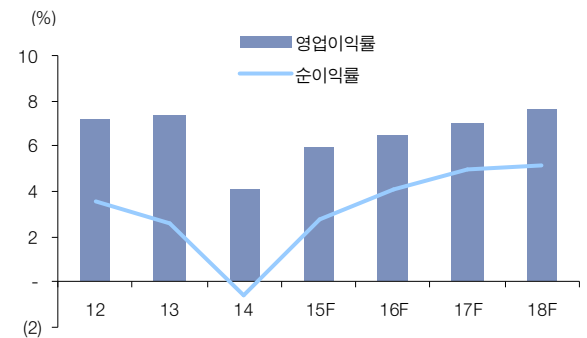
자료 : 한솔제지, HMC투자증권

〈그림9〉 지난해를 저점으로 실적 모멘텀 회복



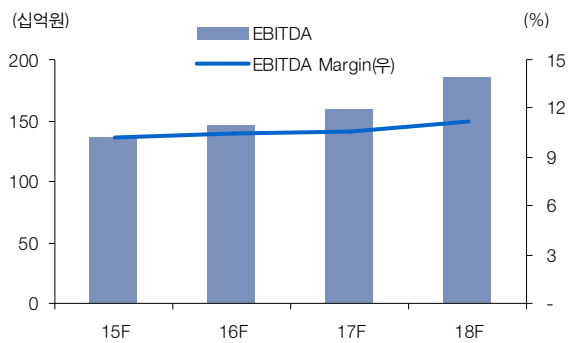
자료 : 한솔제지, HMC투자증권

〈그림10〉 수익성 개선 추세 지속



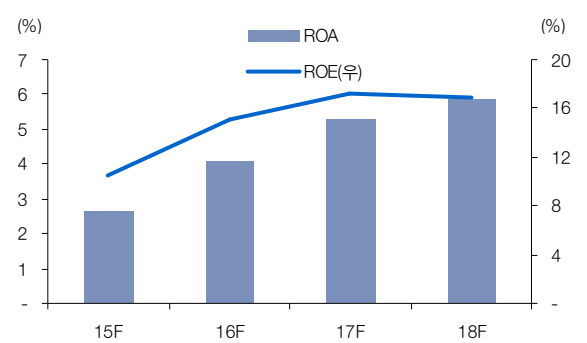
자료 : 한솔제지, HMC투자증권

〈그림11〉 EBITDA, EBITDA Margin 전망



자료 : 한솔제지, HMC투자증권

〈그림12〉 ROA, ROE 전망



자료 : 한솔제지, HMC투자증권

〈표2〉 한솔제지 분기별 및 연간 실적 전망 (개별기준)

(십억원 %)	2015F				2016F				2014	2015F	2016F
	1Q	2Q	3QF	4QF	1QF	2QF	3QF	4QF			
매출액	341.5	324.0	328.2	346.4	339.8	344.7	344.1	371.7	1,314.5	1,340.1	1,400.2
인쇄용지	130.9	138.2	129.2	131.5	136.7	148.2	132.8	136.7	500.5	529.9	554.4
산업용지	101.8	101.5	102.3	97.5	96.4	96.4	99.8	100.2	432.8	403.2	392.8
특수지	90.2	69.9	84.7	99.2	87.9	85.5	99.2	116.4	327.2	344.0	389.0
기타	18.5	14.4	12.1	18.1	18.7	14.6	12.3	18.3	54.0	63.0	64.0
매출총이익	64.8	61.1	62.0	65.5	65.8	66.3	66.4	71.9	219.5	253.4	270.4
영업이익	22.1	16.2	20.3	21.5	21.1	21.8	22.6	24.8	53.8	80.1	90.3
인쇄용지	9.4	7.6	7.1	7.3	7.7	8.4	7.6	7.9	0.9	31.4	31.6
산업용지	7.1	7.4	6.2	6.0	6.0	6.0	6.3	6.4	24.2	26.7	24.7
특수지	5.5	1.0	6.8	8.0	7.2	7.2	8.5	10.2	28.6	21.3	33.1
기타	0.1	0.2	0.2	0.3	0.3	0.2	0.2	0.3	0.1	0.7	0.9
세전이익	14.6	6.5	10.4	13.2	12.8	13.6	14.6	16.8	5.1	44.7	57.8
순이익	11.3	5.2	8.1	10.3	10.0	10.6	11.4	13.1	-7.5	34.8	45.1
수익성 (%)											
GPM	19.0	18.9	18.9	18.9	19.4	19.2	19.3	19.4	16.7	18.9	19.3
OPM	6.5	5.0	6.2	6.2	6.2	6.3	6.6	6.7	4.1	6.0	6.4
RPM	4.3	2.0	3.2	3.8	3.8	4.0	4.2	4.5	0.4	3.3	4.1
NPM	3.3	1.6	2.5	3.0	2.9	3.1	3.3	3.5	-0.6	2.6	3.2
성장성 (% YoY)											
매출액	2.6	-0.6	3.9	1.9	-0.5	6.4	4.8	7.3	-2.6	1.9	4.5
영업이익	57.9	11.0	203.1	16.3	-4.5	34.4	11.2	15.2	-46.0	49.0	12.7
세전이익					-12.5	110.9	40.1	27.5	-89.1	775.8	29.4
순이익	181.3	-54.9	흑전	흑전	-11.1	104.7	40.1	27.5	적전	흑전	29.4
주요가정											
GDP성장률 (실질, YoY)	2.5	2.2	3.0	3.1	2.4	3.5	3.0	3.0	3.3	2.7	3.0
민간소비 (YoY)	1.5	1.7	1.5	2.1	1.4	5.6	0.0	2.3	1.8	1.7	2.3
원/달러 (평균환율)	1,100	1,097	1,168	1,145	1,130	1,120	1,110	1,100	1,053	1,128	1,115

주 : 2015년 1월 1일 한솔홀딩스에서 인적 분할

자료 : 한솔제지, HMC투자증권

(단위: 십억원)

포괄손익계산서	2013	2014	2015F	2016F	2017F
매출액	N/A	N/A	1,340	1,400	1,500
증가율 (%)	N/A	N/A	N/A	4.5	7.1
매출원가	N/A	N/A	1,087	1,130	1,203
매출원가율 (%)	N/A	N/A	81.1	80.7	80.2
매출총이익	N/A	N/A	253	270	297
매출이익률 (%)	N/A	N/A	18.9	19.3	19.8
증가율 (%)	N/A	N/A	N/A	6.7	9.8
판매관리비	N/A	N/A	173	180	192
판매비율 (%)	N/A	N/A	12.9	12.9	12.8
EBITDA	N/A	N/A	137	146	160
EBITDA 이익률 (%)	N/A	N/A	10.2	10.5	10.6
증가율 (%)	N/A	N/A	N/A	7.0	9.0
영업이익	N/A	N/A	80	90	105
영업이익률 (%)	N/A	N/A	6.0	6.4	7.0
증가율 (%)	N/A	N/A	N/A	12.7	15.9
영업외손익	N/A	N/A	-35	-33	-31
금융수익	N/A	N/A	4	1	1
금융비용	N/A	N/A	32	26	24
기타영업외손익	N/A	N/A	-8	-8	-8
종속/관계기업관련손익	N/A	N/A	0	0	0
세전계속사업이익	N/A	N/A	45	58	73
세전계속사업이익률	N/A	N/A	3.3	4.1	4.9
증가율 (%)	N/A	N/A	N/A	29.4	26.8
법인세비용	N/A	N/A	10	13	16
계속사업이익	N/A	N/A	35	45	57
중단사업이익	N/A	N/A	0	0	0
당기순이익	N/A	N/A	35	45	57
당기순이익률 (%)	N/A	N/A	2.6	3.2	3.8
증가율 (%)	N/A	N/A	N/A	29.4	26.8
지배주주지분 순이익	N/A	N/A	35	45	57
비지배주주지분 순이익	N/A	N/A	0	0	0
기타포괄이익	N/A	N/A	22	0	0
총포괄이익	N/A	N/A	57	45	57

(단위: 십억원)

현금흐름표	2013	2014	2015F	2016F	2017F
영업활동으로인한현금흐름	N/A	N/A	48	82	90
당기순이익	N/A	N/A	35	45	57
유형자산 상각비	N/A	N/A	57	56	55
무형자산 상각비	N/A	N/A	0	0	0
외환손익	N/A	N/A	1	0	0
운전자본의 감소(증가)	N/A	N/A	-60	-19	-22
기타	N/A	N/A	16	0	0
투자활동으로인한현금흐름	N/A	N/A	-48	-40	-40
투자자산의 감소(증가)	N/A	N/A	-59	0	0
유형자산의 감소	N/A	N/A	0	0	0
유형자산의 증가(CAPEX)	N/A	N/A	-49	-40	-40
기타	N/A	N/A	59	0	0
재무활동으로인한현금흐름	N/A	N/A	-4	-47	-50
장기차입금의 증가(감소)	N/A	N/A	282	-20	-20
사채의증가(감소)	N/A	N/A	357	0	0
자본의 증가	N/A	N/A	294	0	0
배당금	N/A	N/A	0	-7	-10
기타	N/A	N/A	-937	-20	-20
기타현금흐름	N/A	N/A	0	0	0
현금의증가(감소)	N/A	N/A	-4	-4	0
기초현금	N/A	N/A	12	9	4
기말현금	N/A	N/A	9	4	5

K-IFRS 개별 기준

(단위: 십억원)

재무상태표	2013	2014	2015F	2016F	2017F
유동자산	N/A	N/A	402	425	457
현금성자산	N/A	N/A	9	4	5
단기투자자산	N/A	N/A	1	1	1
매출채권	N/A	N/A	222	238	257
재고자산	N/A	N/A	153	164	177
기타유동자산	N/A	N/A	16	16	16
비유동자산	N/A	N/A	999	983	968
유형자산	N/A	N/A	936	920	905
무형자산	N/A	N/A	5	5	5
투자자산	N/A	N/A	59	59	59
기타비유동자산	N/A	N/A	0	0	0
기타금융업자산	N/A	N/A	0	0	0
자산총계	N/A	N/A	1,401	1,408	1,425
유동부채	N/A	N/A	631	598	565
단기차입금	N/A	N/A	252	232	212
매입채무	N/A	N/A	82	88	94
유동성장기부채	N/A	N/A	197	177	157
기타유동부채	N/A	N/A	101	102	102
비유동부채	N/A	N/A	419	421	424
사채	N/A	N/A	357	357	357
장기차입금	N/A	N/A	30	30	30
장기금융부채 (리스포함)	N/A	N/A	0	0	0
기타비유동부채	N/A	N/A	31	33	36
기타금융업부채	N/A	N/A	0	0	0
부채총계	N/A	N/A	1,050	1,019	989
지배주주지분	N/A	N/A	351	389	436
자본금	N/A	N/A	83	83	83
자본잉여금	N/A	N/A	212	212	212
자본조정 등	N/A	N/A	0	0	0
기타포괄이익누계액	N/A	N/A	22	22	22
이익잉여금	N/A	N/A	35	73	120
비지배주주지분	N/A	N/A	0	0	0
자본총계	N/A	N/A	351	389	436

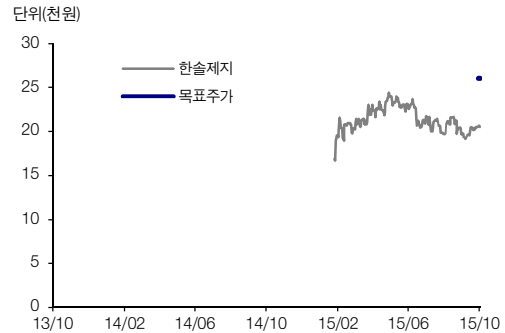
(단위: 원배.%)

주요투자지표	2013	2014	2015F	2016F	2017F
EPS(당기순이익 기준)	N/A	N/A	2,111	2,725	3,457
EPS(지배순이익 기준)	N/A	N/A	2,111	2,725	3,457
BPS(자본총계 기준)	N/A	N/A	21,204	23,529	26,386
BPS(지배지분 기준)	N/A	N/A	21,204	23,529	26,386
DPS	0	0	400	600	800
PER(당기순이익 기준)	N/A	N/A	9.7	7.5	5.9
PER(지배순이익 기준)	N/A	N/A	9.7	7.5	5.9
PBR(자본총계 기준)	N/A	N/A	1.0	0.9	0.8
PBR(지배지분 기준)	N/A	N/A	1.0	0.9	0.8
EV/EBITDA(Reported)	N/A	N/A	8.6	7.8	6.9
배당수익률	N/A	N/A	1.9	2.9	3.9
성장성 (%)					
EPS(당기순이익 기준)	N/A	N/A	N/A	29.1	26.8
EPS(지배순이익 기준)	N/A	N/A	N/A	29.1	26.8
수익성 (%)					
ROE(당기순이익 기준)	N/A	N/A	9.9	12.2	13.9
ROE(지배순이익 기준)	N/A	N/A	9.9	12.2	13.9
ROA	N/A	N/A	2.5	3.2	4.0
안정성 (%)					
부채비율	N/A	N/A	299.5	261.8	226.6
순차입금비율	N/A	N/A	235.7	203.2	171.9
이자보상배율	N/A	N/A	3.0	3.5	4.3

▶ 투자이견 및 목표주가 추이

일자	투자이견	목표주가	일자	투자이견	목표주가
15/10/07	BUY	26,000			

▶ 최근 2년간 한솔제지 주가 및 목표주가



▶ Compliance Note

- 조사분석 담당자는 해당종목과 재산적 이해관계가 없습니다.
- 동 자료는 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 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.

▶ 투자이견 분류

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

▶ 투자등급 통계 (2014.10.01~2015.09.30)

투자등급	건수	비율(%)
매수	112건	80.6%
보유	26건	18.7%
매도	1건	0.7%

- 본 조사항료는 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.