

## 한솔제지(213500/KS)

# 유상증자 부담은 실적호전으로 상쇄 가능

**매수(유지)**

**T.P 30,000 원(유지)**

### Analyst

김기영

buyngogo@sk.com

02-3773-8893

### Company Data

|       |          |
|-------|----------|
| 자본금   | 827 억원   |
| 발행주식수 | 1,654 만주 |
| 자사주   | 0 만주     |
| 액면가   | 5,000 원  |
| 시가총액  | 3,919 억원 |

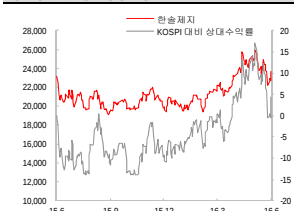
### 주요주주

|           |        |
|-----------|--------|
| 한솔홀딩스(외6) | 28.20% |
| KB자산운용    | 20.28% |
| 외국인지분률    | 12.30% |
| 배당수익률     | 2.10%  |

### Stock Data

|              |            |
|--------------|------------|
| 주가(16/06/13) | 23,700 원   |
| KOSPI        | 2017.63 pt |
| 52주 Beta     | 0.66       |
| 52주 최고가      | 25,950 원   |
| 52주 최저가      | 19,100 원   |
| 60일 평균 거래대금  | 26 억원      |

### 주가 및 상대수익률



| 주가상승률 | 절대주가  | 상대주가  |
|-------|-------|-------|
| 1개월   | -4.1% | -5.7% |
| 6개월   | 18.8% | 14.9% |
| 12개월  | 2.6%  | 4.3%  |

5월 펄프가격은 톤당 585 달러로 전월대비 20 달러 상승했으나 여전히 마진스프레드를 확대할 수 있는 매력도 높은 수준이다. 이를 반영해 2분기 영업이익은 357 억원으로 120.1% 증가할 전망이다. 인쇄용지업계의 노후화된 설비 폐쇄를 통해 진행되고 있는 구조조정도 안정적인 이익률을 유지할 수 있는 모멘텀이다. 펄프가격 안정과 함께 원화환율이 달러당 1,100 원대에서 유지되고 있어 수출채산성 개선에 긍정적인 것으로 판단된다.

### 낮은 펄프가격의 축복

5월말 기준 국제펄프가격이 톤당 585 달러로 전월에 비해 20 달러 인상되었지만 최근 11년래 월별가격중 저가기준으로 21% 해당하는 매력적인 가격대이다. 5월 펄프 가격보다 낮은 연평균 펄프가격은 2005년의 톤당 539 달러와 2009년의 톤당 548 달러이며, 한솔제지는 해당 년도에 각각 776 억원과 431 억원의 인쇄용지부문 영업이익을 기록해 11년간의 평균 영업이익 374 억원보다 107%, 15% 높은 수준을 달성했다. 이러한 낮은 펄프가격으로 인해 영업이익은 1분기 338 억원(+53.1%, yoy)에 이어 2분기에는 357 억원(120.1%, yoy)을 기록할 전망이다. 2분기 낮은 매출증가율(+6.9%, yoy)에도 불구하고 영업이익 개선폭이 큰 것은 전체 제조원가중 28%('15년 기준)를 차지하는 펄프가격 안정세가 지속되고 있고, 11.2%의 비중을 차지하는 고지가격 또한 낮은 수준이 유지되고 있기 때문이다. 또한 단기 유가상승에도 불구하고 에너지(비중 12%)와 부재료(비중 14.7%) 부담이 낮은 수준을 유지하고 있는 점도 주요한 모멘텀이다.

### 인쇄용지 구조조정의 시작

관계사인 한솔아트원제지의 오산공장이 생산성 하락으로 생산중단을 발표했다. '15년 매출액 3,655 억원 대비 29.5%의 비중이며, 한솔제지로 생산 이전을 통해 대응하게 될 예정이다. 펄프가격과 유가하락에도 불구하고 범용 인쇄용지 수요량 감소에 따른 부담이 커지면서 한솔그룹뿐 아니라 경쟁사 노후 설비의 시장탈락이 이어질 전망이다. 이는 인쇄용지 공급부담 감소로 작용해 이익률 안정에 일조할 전망이다.

### 투자의견 매수, 목표주가 30,000 원 유지

투자의견 매수를 유지하며, 목표주가는 유상증자(신주 360 만주, +21.7%)에 따른 주당가치 희석요인 발생에도 불구하고 '16년 영업이익 전망치를 28.8% 상향한 점을 반영해 3 만원을 유지한다.

### 영업실적 및 투자지표

| 구분        | 단위 | 2013 | 2014 | 2015   | 2016E  | 2017E  | 2018E  |
|-----------|----|------|------|--------|--------|--------|--------|
| 매출액       | 억원 | 0    | 0    | 13,496 | 14,203 | 15,035 | 15,485 |
| yoy       | %  |      |      | 0.0    | 5.2    | 5.9    | 3.0    |
| 영업이익      | 억원 | 0    | 0    | 752    | 1,381  | 1,408  | 1,463  |
| yoy       | %  |      |      | 0.0    | 83.7   | 2.0    | 3.9    |
| EBITDA    | 억원 | 0    | 0    | 1,317  | 1,969  | 1,981  | 2,026  |
| 세전이익      | 억원 | 0    | 0    | 364    | 1,035  | 1,066  | 1,127  |
| 순이익(지배주주) | 억원 | 0    | 0    | 257    | 787    | 808    | 854    |
| 영업이익률%    | %  |      |      | 5.6    | 9.7    | 9.4    | 9.5    |
| EBITDA%   | %  |      |      | 9.8    | 13.9   | 13.2   | 13.1   |
| 순이익률      | %  |      |      | 1.9    | 5.5    | 5.4    | 5.5    |
| EPS       | 원  |      |      | 1,552  | 4,756  | 4,888  | 5,166  |
| PER       | 배  |      |      | 13.3   | 5.0    | 4.9    | 4.6    |
| PBR       | 배  |      |      | 1.0    | 0.8    | 0.7    | 0.6    |
| EV/EBITDA | 배  |      |      | 8.6    | 5.4    | 5.0    | 4.4    |
| ROE       | %  |      |      | 7.5    | 19.1   | 15.6   | 14.5   |
| 순차입금      | 억원 | 0    | 0    | 7,880  | 6,586  | 5,933  | 4,953  |
| 부채비율      | %  |      |      | 295.7  | 214.2  | 189.0  | 168.2  |

## 한솔제지 2 분기 Preview

(단위: %, 억원)

|       | 2Q15A | 3Q15A | 4Q15A | 1Q16A | 2Q16E(a) | Y-Y   | Q-Q  | 컨센서스(b) | 차이(a/b) |
|-------|-------|-------|-------|-------|----------|-------|------|---------|---------|
| 매출액   | 3,240 | 3,367 | 3,474 | 3,543 | 3,465    | 6.9   | -2.2 | 3,502   | -1.0    |
| 영업이익  | 162   | 210   | 158   | 338   | 357      | 120.1 | 5.5  | 324     | 10.0    |
| 세전이익  | 65    | 24    | 128   | 270   | 262      | 306.3 | -3.0 | 226     | 16.3    |
| 순이익   | 52    | 11    | 81    | 207   | 199      | 283.1 | -4.1 | 180     | 10.3    |
| 영업이익률 | 5.0   | 6.2   | 4.6   | 9.6   | 10.3     | 5.3   | 0.7  | 9.3     | 1.0     |
| 세전이익률 | 2.0   | 0.7   | 3.7   | 7.6   | 7.6      | 5.6   | -0.1 | 6.4     | 1.1     |
| 순이익률  | 1.6   | 0.3   | 2.3   | 5.9   | 5.7      | 4.1   | -0.1 | 5.2     | 0.6     |

자료: 한솔제지, SK 증권 추정

## 한솔제지 실적추정 변경

(단위: %, 억원)

|        | 신규추정(a) |        | 기존추정(b) |        | 차이(a/b) |       |
|--------|---------|--------|---------|--------|---------|-------|
|        | 2016E   | 2017E  | 2016E   | 2017E  | 2016E   | 2017E |
| 매출액    | 14,203  | 15,035 | 14,235  | 15,035 | -0.2    | 0.0   |
| 영업이익   | 1,381   | 1,408  | 1,142   | 1,183  | 21.0    | 19.1  |
| 영업이익률  | 9.7     | 9.4    | 8.0     | 7.9    | 1.7     | 1.5   |
| 세전이익   | 1,035   | 1,066  | 804     | 866    | 28.8    | 23.1  |
| 세전이익률  | 7.3     | 7.1    | 5.6     | 5.8    | 1.6     | 1.3   |
| 순이익    | 787     | 808    | 609     | 656    | 29.1    | 23.1  |
| 순이익률   | 5.5     | 5.4    | 4.3     | 4.4    | 1.3     | 1.0   |
| EPS(원) | 4,756   | 4,888  | 3,683   | 3,970  | 29.1    | 23.1  |

자료: 한솔제지, SK 증권 추정

## 한솔제지 분기별 영업실적 전망

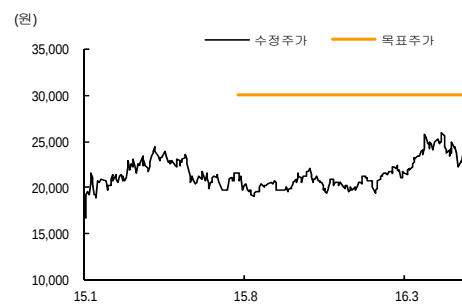
(단위: %, 억원)

|      | 2015  |       |       |       | 2016  |       |         |       | 2017  |       |       |       |
|------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|---------|-------|-------|-------|-------|-------|
|      | 1Q    | 2Q    | 3Q    | 4Q    | 1Q    | 2QE   | 3QE     | 4QE   | 1QE   | 2QE   | 3QE   | 4QE   |
| 매출액  | 3,415 | 3,240 | 3,367 | 3,474 | 3,543 | 3,465 | 3,475   | 3,720 | 3,750 | 3,700 | 3,630 | 3,955 |
| 영업이익 | 221   | 162   | 210   | 158   | 338   | 357   | 348     | 339   | 349   | 359   | 345   | 356   |
| 세전이익 | 146   | 65    | 24    | 128   | 270   | 262   | 253     | 249   | 261   | 265   | 263   | 278   |
| 순이익  | 113   | 52    | 11    | 81    | 207   | 199   | 192     | 189   | 198   | 201   | 199   | 211   |
| %    |       |       |       |       |       |       |         |       |       |       |       |       |
| 매출액  | NA    | NA    | NA    | NA    | 3.7   | 6.9   | 3.2     | 7.1   | 5.8   | 6.8   | 4.5   | 6.3   |
| 영업이익 | NA    | NA    | NA    | NA    | 53.1  | 120.1 | 65.2    | 113.8 | 3.1   | 0.6   | -0.8  | 5.1   |
| 세전이익 | NA    | NA    | NA    | NA    | 84.6  | 306.3 | 933.6   | 93.8  | -3.6  | 1.0   | 3.9   | 11.7  |
| 순이익  | NA    | NA    | NA    | NA    | 84.3  | 283.1 | 1,660.1 | 132.1 | -4.7  | 1.0   | 3.9   | 11.7  |

자료: 한솔제지, SK 증권 추정

## 투자의견변경

| 일시         | 투자의견 | 목표주가    |
|------------|------|---------|
| 2016.06.14 | 매수   | 30,000원 |
| 2016.04.04 | 매수   | 30,000원 |
| 2015.11.04 | 매수   | 30,000원 |
| 2015.09.02 | 매수   | 30,000원 |
| 2015.08.17 | 매수   | 30,000원 |



## Compliance Notice

- 작성자(김기영)는 본 조사분석자료에 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 신의성실하게 작성되었음을 확인합니다.
- 본 보고서에 언급된 종목의 경우 당사 조사분석담당자는 본인의 담당종목을 보유하고 있지 않습니다.
- 본 보고서는 기관투자가 또는 제 3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.
- 종목별 투자의견은 다음과 같습니다.
- 투자판단 4 단계 (6개월 기준) 25%이상 → 적극매수 / 10%~25% → 매수 / -10%~+10% → 중립 / -10%미만 → 매도

## SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2016 년 6 월 14 일 기준)

|    |        |    |       |    |    |
|----|--------|----|-------|----|----|
| 매수 | 96.05% | 중립 | 3.95% | 매도 | 0% |
|----|--------|----|-------|----|----|

## 대차대조표

| 월 결산(억원)       | 2014 | 2015   | 2016E  | 2017E  | 2018E  |
|----------------|------|--------|--------|--------|--------|
| <b>유동자산</b>    | 0    | 3,344  | 5,180  | 6,155  | 7,154  |
| 현금및현금성자산       | 0    | 10     | 1,562  | 2,177  | 3,057  |
| 매출채권및기타채권      | 0    | 1,858  | 2,031  | 2,225  | 2,292  |
| 재고자산           | 0    | 1,378  | 1,491  | 1,654  | 1,703  |
| <b>비유동자산</b>   | 0    | 10,144 | 9,958  | 9,831  | 9,677  |
| 장기금융자산         | 0    | 25     | 32     | 32     | 32     |
| 유형자산           | 0    | 9,435  | 9,207  | 9,020  | 8,807  |
| 무형자산           | 0    | 46     | 46     | 46     | 46     |
| <b>자산총계</b>    | 0    | 13,488 | 15,138 | 15,986 | 16,831 |
| <b>유동부채</b>    | 0    | 5,801  | 5,573  | 5,554  | 5,556  |
| 단기금융부채         | 0    | 3,982  | 3,872  | 3,814  | 3,764  |
| 매입채무 및 기타채무    | 0    | 1,512  | 1,378  | 1,398  | 1,440  |
| 단기충당부채         | 0    | 0      | 0      | 0      | 0      |
| <b>비유동부채</b>   | 0    | 4,279  | 4,747  | 4,900  | 4,999  |
| 장기금융부채         | 0    | 3,940  | 4,300  | 4,320  | 4,270  |
| 장기매입채무 및 기타채무  | 0    | 27     | 2      | 2      | 2      |
| 장기충당부채         | 0    | 6      | 7      | 7      | 7      |
| <b>부채총계</b>    | 0    | 10,080 | 10,320 | 10,454 | 10,556 |
| <b>지배주주지분</b>  | 0    | 3,409  | 4,818  | 5,532  | 6,275  |
| 자본금            | 0    | 827    | 1,007  | 1,007  | 1,007  |
| 자본잉여금          | 0    | 2,115  | 2,635  | 2,635  | 2,635  |
| 기타자본구성요소       | 0    | -1     | -1     | -1     | -1     |
| 자기주식           | 0    | -1     | -1     | -1     | -1     |
| 이익잉여금          | 0    | 249    | 952    | 1,661  | 2,400  |
| 비지배주주지분        | 0    | 0      | 0      | 0      | 0      |
| <b>자본총계</b>    | 0    | 3,409  | 4,818  | 5,532  | 6,275  |
| <b>부채외자본총계</b> | 0    | 13,488 | 15,138 | 15,986 | 16,831 |

## 현금흐름표

| 월 결산(억원)            | 2014 | 2015   | 2016E | 2017E | 2018E |
|---------------------|------|--------|-------|-------|-------|
| <b>영업활동현금흐름</b>     | 0    | 1,398  | 1,358 | 1,402 | 1,687 |
| 당기순이익(손실)           | 0    | 257    | 787   | 808   | 854   |
| 비현금성항목등             | 0    | 1,084  | 1,164 | 1,172 | 1,172 |
| 유형자산감가상각비           | 0    | 565    | 587   | 572   | 563   |
| 무형자산감가상각비           | 0    | 0      | 0     | 0     | 0     |
| 기타                  | 0    | 128    | 46    | 31    | 21    |
| 운전자본감소(증가)          | 0    | 60     | -404  | -321  | -66   |
| 매출채권및기타채권의 감소(증가)   | 0    | 41     | -174  | -194  | -67   |
| 재고자산감소(증가)          | 0    | 4      | -115  | -163  | -50   |
| 매입채무 및 기타채무의 증가(감소) | 0    | 51     | -54   | 21    | 42    |
| 기타                  | 0    | -37    | -60   | 15    | 8     |
| 법인세납부               | 0    | -2     | -189  | -258  | -273  |
| <b>투자활동현금흐름</b>     | 0    | -620   | -429  | -430  | -395  |
| 금융자산감소(증가)          | 0    | 27     | -13   | 0     | 0     |
| 유형자산감소(증가)          | 0    | -584   | -379  | -385  | -350  |
| 무형자산감소(증가)          | 0    | 8      | 0     | 0     | 0     |
| 기타                  | 0    | -71    | -37   | -45   | -45   |
| <b>재무활동현금흐름</b>     | 0    | -887   | 623   | -357  | -412  |
| 단기금융부채증가(감소)        | 0    | -2,798 | -498  | -58   | -50   |
| 장기금융부채증가(감소)        | 0    | 2,178  | 677   | 20    | -50   |
| 자본의증가(감소)           | 0    | -1     | 700   | 0     | 0     |
| 배당금의 지급             | 0    | 0      | -83   | -99   | -116  |
| 기타                  | 0    | -266   | -256  | -220  | -196  |
| <b>현금의 증가(감소)</b>   | 0    | -111   | 1,552 | 615   | 880   |
| 기초현금                | 0    | 121    | 10    | 1,562 | 2,177 |
| 기말현금                | 0    | 10     | 1,562 | 2,177 | 3,057 |
| FCF                 | 0    | -935   | 864   | 934   | 1,256 |

자료 : 한솔제지, SK증권 추정

## 손익계산서

| 월 결산(억원)              | 2014 | 2015   | 2016E  | 2017E  | 2018E  |
|-----------------------|------|--------|--------|--------|--------|
| <b>매출액</b>            | 0    | 13,496 | 14,203 | 15,035 | 15,485 |
| <b>매출원가</b>           | 0    | 10,993 | 11,078 | 11,784 | 12,140 |
| <b>매출총이익</b>          | 0    | 2,503  | 3,125  | 3,251  | 3,345  |
| 매출총이익률 (%)            |      | 18.6   | 22.0   | 21.6   | 21.6   |
| <b>판매비와관리비</b>        | 0    | 1,751  | 1,743  | 1,842  | 1,882  |
| 영업이익                  | 0    | 752    | 1,381  | 1,408  | 1,463  |
| 영업이익률 (%)             |      | 5.6    | 9.7    | 9.4    | 9.5    |
| 비영업손익                 | 0    | -388   | -347   | -342   | -336   |
| <b>순금융비용</b>          | 0    | 265    | 245    | 206    | 182    |
| 외환관련손익                | 0    | -92    | -80    | -105   | -133   |
| <b>관계기업투자등 관련손익</b>   | 0    | 0      | 0      | 0      | 0      |
| 세전계속사업이익              | 0    | 364    | 1,035  | 1,066  | 1,127  |
| 세전계속사업이익률 (%)         |      | 2.7    | 7.3    | 7.1    | 7.3    |
| 계속사업법인세               | 0    | 107    | 248    | 258    | 273    |
| <b>계속사업이익</b>         | 0    | 257    | 787    | 808    | 854    |
| 중단사업이익                | 0    | 0      | 0      | 0      | 0      |
| *법인세효과                | 0    | 0      | 0      | 0      | 0      |
| 당기순이익                 | 0    | 257    | 787    | 808    | 854    |
| <b>순이익률 (%)</b>       |      | 1.9    | 5.5    | 5.4    | 5.5    |
| 지배주주                  | 0    | 257    | 787    | 808    | 854    |
| <b>지배주주귀속 순이익률(%)</b> |      | 1.9    | 5.54   | 5.38   | 5.52   |
| 비지배주주                 | 0    | 0      | 0      | 0      | 0      |
| <b>총포괄이익</b>          | 0    | 468    | 792    | 813    | 859    |
| 지배주주                  | 0    | 468    | 792    | 813    | 859    |
| 비지배주주                 | 0    | 0      | 0      | 0      | 0      |
| EBITDA                | 0    | 1,317  | 1,969  | 1,981  | 2,026  |

## 주요투자지표

| 월 결산(억원)               | 2014 | 2015   | 2016E  | 2017E  | 2018E  |
|------------------------|------|--------|--------|--------|--------|
| <b>성장성 (%)</b>         |      |        |        |        |        |
| 매출액                    |      | 0.0    | 5.2    | 5.9    | 3.0    |
| 영업이익                   |      | 0.0    | 83.7   | 2.0    | 3.9    |
| 세전계속사업이익               |      | 0.0    | 184.3  | 3.1    | 5.7    |
| EBITDA                 |      | 0.0    | 49.5   | 0.6    | 2.3    |
| EPS(계속사업)              |      | 0.0    | 206.5  | 2.8    | 5.7    |
| <b>수익성 (%)</b>         |      |        |        |        |        |
| ROE                    |      | 7.5    | 19.1   | 15.6   | 14.5   |
| ROA                    |      | 1.9    | 5.5    | 5.2    | 5.2    |
| EBITDA마진               |      | 9.8    | 13.9   | 13.2   | 13.1   |
| <b>안정성 (%)</b>         |      |        |        |        |        |
| 유동비율                   |      | 57.7   | 93.0   | 110.8  | 128.8  |
| 부채비율                   |      | 295.7  | 214.2  | 189.0  | 168.2  |
| 순차입금/자기자본              |      | 231.2  | 136.7  | 107.3  | 78.9   |
| EBITDA/이자비용(배)         |      | 4.9    | 7.7    | 9.0    | 10.3   |
| <b>주당지표 (원)</b>        |      |        |        |        |        |
| EPS(계속사업)              |      | 1,552  | 4,756  | 4,888  | 5,166  |
| BPS                    |      | 20,613 | 29,133 | 33,452 | 37,947 |
| CFPS                   |      | 4,968  | 8,307  | 8,349  | 8,571  |
| 주당 현금배당금               | 0    | 500    | 600    | 700    | 800    |
| <b>Valuation지표 (배)</b> |      |        |        |        |        |
| PER(최고)                |      | 15.7   | 5.5    | 5.3    | 5.0    |
| PER(최저)                |      | 10.7   | 4.1    | 4.0    | 3.8    |
| PBR(최고)                |      | 1.2    | 0.9    | 0.8    | 0.7    |
| PBR(최저)                |      | 0.8    | 0.7    | 0.6    | 0.5    |
| PCR                    |      | 4.2    | 2.9    | 2.8    | 2.8    |
| EV/EBITDA(최고)          |      | 9.1    | 5.6    | 5.2    | 4.6    |
| EV/EBITDA(최저)          |      | 8.1    | 5.0    | 4.7    | 4.1    |