

## 주가재평가 가능성은 충분하다

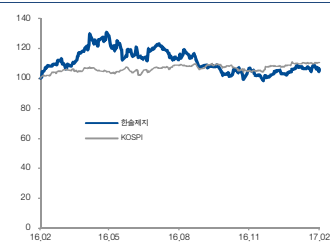
현재주가 (2/17)	20,400원
상승여력	56.9%
시가총액	411십억원
발행주식수	20,137천주
자본금/액면가	101십억원/5,000원
52주 최고가/최저가	25,030원/18,800원
일평균 거래대금 (60일)	1십억원
외국인지분율	14.48%
주요주주	한솔홀딩스 외 3인 27.17%
주가상승률	1M 3M 6M
절대주가(%)	-1.2 -0.2 -7.7
상대주가(%)	-1.6 -5.0 -9.3

※ K-IFRS 개별 기준

(단위: 원)	EPS(16F)	EPS(17F)	T/P
Before	3,603	4,047	37,000
After	1,993	4,228	32,000
Consensus	3,738	3,670	33,000
Cons. 차이	-46.7%	15.2%	-3.0%

주) 유상증자 반영

### 최근 12개월 주가수익률



자료: WiseFn, HMC투자증권

### 1) 투자포인트 및 결론

- 올해 연간 실적은 '상저하고' 전망. 상반기까지는 지난해 높은 기고효과로 인해 다소 부진한 것이나, 하반기에는 합병효과와 펄프가격 하락에 따른 마진 스프레드 확대 등으로 수익성 제고될 전망
- 한솔아트원제지 합병(3/1)에 따른 희석(dilution)을 감안해 목표주가를 32,000원으로 하향하나, 기존 BUY의견을 유지함

### 2) 주요이슈 및 실적전망

- 지난해 4분기 영업실적은 당초 전망치를 하회했지만 양호한 실적으로 평가. 별도기준 매출액 3,414억원 (YoY -1.7%), 영업이익 193억원 (YoY 21.9%)으로 실적 턴어라운드 추세 지속. 영업이익이 당초 예상치 (317억원)를 하회한 것은 140억원의 성과급이 지급됐기 때문이고, 이를 감안하면 양호한 실적 턴어라운드 추세가 지속된 것임. 한편, 세전이익이 일회성 손실로 인해 당초 예상치를 크게 하회함. 기말환율 상승에 따른 외환부문손실(외환차손과 외화환산손실, 109억원)과 유형자산손상차손(154억원, 남원사업소 티백생산설비 가동중단에 따른 기계장치 감액), 종속기업투자주식손상차손(57억원, HD주식 평가 감액) 등 때문이었음
- 올해 1분기 별도기준 매출액 3,616억원 (YoY 2.1%), 영업이익 312억원 (YoY -7.7%)으로 전년동기에 비해 다소 부진한 실적을 기록할 전망. 연간 매출액과 영업이익은 전년비 각각 15.8%, 12.9% 증가한 1조 5,613억원과 1,315억원을 기록할 전망. 비록 올해 상반기까지는 지난해 기고효과로 인해 실적 모멘텀이 다소 부진할 것이지만, 하반기부터는 실적 개선 추세 강화될 것. 아트원제지 합병으로 2분기부터 외형 증가 효과가 있고, 올해 상반기 중 국제펄프가격의 하락 요인을 감안하면 2분기 이후 수익성 제고가 가능할 전망. APP(아시아 펄프 & 페이퍼) 자회사인 인도네시아 OKI(펄프 생산능력 연산 280만톤, 전세계 생산물량 대비 10% 수준)의 신규 물량 출회에 따른 수급 불균형으로 올해 상반기 중 국제펄프가격의 약세를 나타낼 전망

### 3) 주가전망 및 Valuation

- 한솔아트원제지 합병에 따른 희석(dilution) 효과(자본금 1,007억원→1,190억원, 18.2%) 불가피하나, 합병에 따른 이익 증대 효과가 더 클 것으로 전망되는 바, 우려보다는 기대가 더 큰 상황임
- 견고한 실적 모멘텀과 높은 valuation 매력, 배당주(배당수익률 3.9%)로서의 매력 등을 감안하면 향후 주가재평가 가능성은 충분

### 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 (%)
2014	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
2015	1,350	75	26	132	1,498	N/A	13.3	1.0	8.6	7.5	2.5
2016F	1,349	116	37	176	1,993	33.0	9.9	0.9	6.0	9.4	3.6
2017F	1,561	131	85	191	4,228	112.2	4.8	0.8	5.3	17.7	3.9
2018F	1,678	137	95	196	3,979	-5.9	5.1	0.8	4.7	16.8	4.4

〈표1〉 한솔제지 2016년 4분기 실적 (개별기준)

(단위: 십억원, %)

구분	분기실적			증감		당사 전망치		Consensus	
	4Q15	3Q16	4Q16P	(YoY)	(QoQ)	4Q16P	Diff.	4Q16P	Diff.
매출액	347	321	341	-1.7%	6.4%	369	-7.5%	356	-4.0%
영업이익	16	26	19	21.9%	-24.9%	32	-42.2%	28	-33.8%
세전이익	13	26	-21	-261.1%	-180.3%	21	-199.0%	23	-190.0%
순이익	8	19	-17	-306.6%	-186.5%	16	-205.8%	15	-210.2%

자료: 한솔제지, HMC투자증권

〈표2〉 한솔제지 연간 실적 추정 변경 내역 (개별기준)

(단위: 십억원, %)

구분	변경 후		변경 전		변동률	
	2016F	2017F	2016F	2017F	2016F	2017F
매출액	1,349	1,561	1,376	1,475	-2.0%	5.9%
영업이익	116	131	129	125	-9.8%	5.2%
세전이익	51	112	93	107	-44.8%	4.7%
순이익	37	85	69	81	-47.0%	5.1%

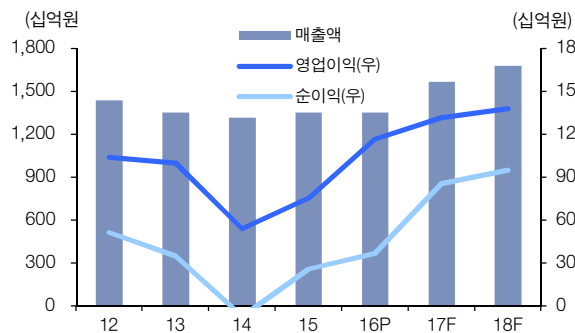
자료: 한솔제지, HMC투자증권

〈표3〉 적정주주가치 산출 근거

(십억원, 천주, 원, %)	2016	2017F	2018F	12M Forward	비고
1. 사업가치	1,199	1,299	1,332	1,283	
EBITDA	176	191	196		
EV/EBITDA	6.8	6.8	6.8		글로벌 Peer 그룹 평균(8.5배) 대비 20% 할인율
2. 투자자산가치	47	47	47	47	순자산가치의 25%할인율 적용
1) 관계기업지분투자	46	46	46		
2) 장기매도가능금융자산	1	1	1		
3. 기업가치 (=1+2)	1,246	1,346	1,379	1,329	
4. 순차입금	657	595	517	605	
5. 적정주주가치 (=3-4)	589	751	862	724	
발행주식수 (천주)	20,137	23,800	23,800	23,800	
적정주가 (원)	29,264	31,566	36,211	32,341	
현재주가 (원)	20,400	20,400	20,400	20,400	
상승여력 (%)	43.5%	54.7%	77.5%	58.5%	

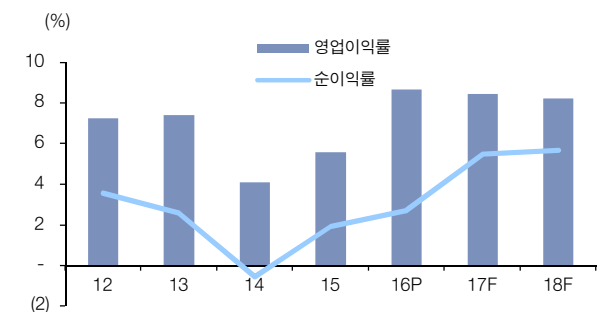
자료: HMC투자증권

〈그림1〉 2012년 이후 최대의 영업이익 시현 중



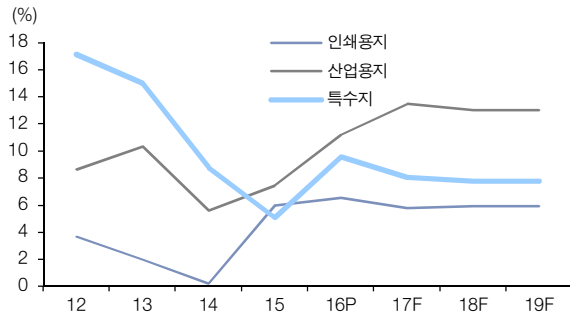
자료: 한솔제지, HMC투자증권

〈그림2〉 수익성 호전 추세 지속



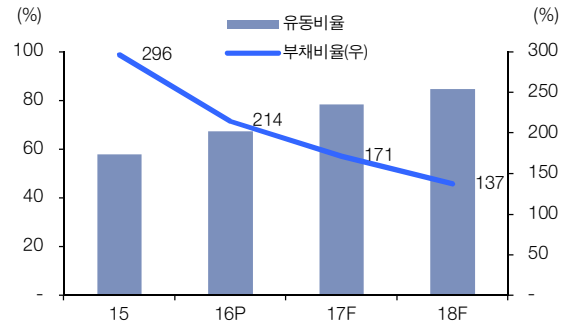
자료: 한솔제지, HMC투자증권

〈그림3〉 지종별 영업이익률 추이 및 전망



자료 : 한솔제지, HMC투자증권

〈그림4〉 빠르게 개선되는 재무구조



자료 : 한솔제지, HMC투자증권

〈표4〉 한솔제지 분기별 및 연간 실적 전망 (개별기준)

(십억원, %)	2016P				2017F				2015	2016P	2017F
	1Q	2Q	3Q	4QP	1QF	2QF	3QF	4QF			
매출액	354	332	321	342	362	395	391	414	1,350	1,349	1,561
인쇄용지	130	116	111	121	126	171	171	181	531	478	649
산업용지	104	102	108	116	116	109	114	121	408	431	461
특수지	103	98	89	92	101	99	94	98	345	382	392
기타	18	15	12	13	18	16	12	13	64	58	59
매출총이익	77	78	67	70	80	95	83	87	250	292	344
영업이익	34	38	26	19	31	32	33	35	75	116	131
인쇄용지	11	11	5	4	7	9	10	11	32	31	37
산업용지	10	14	14	10	16	15	15	16	30	48	62
특수지	12	13	6	5	8	8	7	8	17	37	32
기타	0	0	0	0	0	0	0	0	1	1	1
세전이익	27	19	26	-21	26	28	33	25	36	51	112
순이익	21	13	19	-17	20	22	25	19	26	37	85
수익성 (%)											
GPM	21.7	23.6	20.8	20.6	22.0	24.0	21.2	20.9	18.5	21.7	22.0
OPM	9.6	11.3	8.0	5.7	8.6	8.2	8.4	8.5	5.6	8.6	8.4
인쇄용지	8.5	9.3	4.7	3.4	5.5	5.4	6.0	6.1	6.0	6.5	5.8
산업용지	9.9	13.4	13.1	8.5	13.7	13.6	13.2	13.3	7.4	11.2	13.4
특수지	11.9	13.1	6.9	5.6	8.2	8.1	7.9	8.0	5.0	9.5	8.0
기타	1.1	1.3	0.8	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.1	1.1	1.0
RPM	7.6	5.8	8.0	-6.1	7.2	7.2	8.3	6.1	2.7	3.8	7.2
NPM	5.9	4.0	6.1	-4.9	5.5	5.5	6.3	4.6	1.9	2.7	5.5
성장성 (% YoY)											
매출액	3.8	2.4	-4.7	-1.6	2.1	19.0	21.8	21.1	2.7	-0.1	15.8
영업이익	53.1	131.6	22.2	22.0	-7.7	-14.0	27.7	81.7	39.7	54.8	12.9
세전이익	84.6	199.0	953.4	-261.6	-4.1	46.9	26.1	-221.5	613.7	41.1	118.1
순이익	84.3	155.2	1,683.2	-307.4	-4.9	62.7	27.2	-213.7	흑전	42.4	133.0
주요기정											
GDP성장률 (실질, YoY)	2.8	3.3	2.7	2.3	2.6	2.4	2.5	2.9	2.6	2.7	2.6
민간소비 (YoY)	2.2	1.2	1.3	1.7	2.5	1.9	2.2	2.3	2.2	1.6	2.6
원/달러 (평균환율)	1,201.0	1,163.0	1,120.0	1,158.4	1,170.0	1,160.0	1,130.0	1,140.0	1,132.0	1,160.6	1,150.0
원/달러 (기말환율)	1,143.0	1,152.0	1,101.0	1,205.8	1,170.0	1,150.0	1,110.0	1,130.0	1,172.5	1,205.8	1,130.0

주 : 2015년 1월 1일 한솔홀딩스에서 인적 분할

자료 : 한솔제지, HMC투자증권

(단위: 십억원)

포괄손익계산서	2014	2015	2016F	2017F	2018F
매출액	N/A	1,350	1,349	1,561	1,678
증가율 (%)	N/A	N/A	-0.1	15.8	7.5
매출원가	N/A	1,099	1,056	1,217	1,301
매출원가율 (%)	N/A	81.5	78.3	78.0	77.5
매출총이익	N/A	250	292	344	378
매출이익률 (%)	N/A	18.5	21.7	22.0	22.5
증가율 (%)	N/A	N/A	16.8	17.6	9.8
판매관리비	N/A	175	176	213	240
판매비율 (%)	N/A	13.0	13.1	13.6	14.3
EBITDA	N/A	132	176	191	196
EBITDA 이익률 (%)	N/A	9.8	13.1	12.2	11.7
증가율 (%)	N/A	N/A	33.9	8.3	2.5
영업이익	N/A	75	116	131	137
영업이익률 (%)	N/A	5.6	8.6	8.4	8.2
증가율 (%)	N/A	N/A	54.8	12.9	4.5
영업외손익	N/A	-39	-65	-19	-13
금융수익	N/A	6	22	11	9
금융비용	N/A	42	-13	-10	19
기타영업외손익	N/A	-3	-100	-41	-3
종속/관계기업관련손익	N/A	0	0	0	0
세전계속사업이익	N/A	36	51	112	125
세전계속사업이익률	N/A	2.7	3.8	7.2	7.4
증가율 (%)	N/A	N/A	41.1	118.1	11.2
법인세비용	N/A	11	15	27	30
계속사업이익	N/A	26	37	85	95
중단사업이익	N/A	0	0	0	0
당기순이익	N/A	26	37	85	95
당기순이익률 (%)	N/A	1.9	2.7	5.5	5.6
증가율 (%)	N/A	N/A	42.4	133.0	11.2
지배주주지분 순이익	N/A	26	37	85	95
비지배주주지분 순이익	N/A	0	0	0	0
기타포괄이익	N/A	21	0	0	0
총포괄이익	N/A	47	36	85	95

(단위: 십억원)

현금흐름표	2014	2015	2016F	2017F	2018F
영업활동으로인한현금흐름	N/A	103	109	100	135
당기순이익	N/A	26	37	85	95
유형자산 상각비	N/A	56	60	60	58
무형자산 상각비	N/A	0	0	0	0
외환손익	N/A	2	2	-3	-7
운전자본의 감소(증가)	N/A	-5	-10	-42	-11
기타	N/A	24	21	0	0
투자활동으로인한현금흐름	N/A	-67	-44	-42	-38
투자자산의 감소(증가)	N/A	-64	0	0	0
유형자산의 감소	N/A	0	0	0	0
유형자산의 증가(CAPEX)	N/A	-59	-39	-45	-45
기타	N/A	55	-5	3	7
재무활동으로인한현금흐름	N/A	-47	-7	-56	-99
장기차입금의 증가(감소)	N/A	233	-9	-10	-30
사채의증가(감소)	N/A	358	-34	-50	-50
자본의 증가	N/A	294	68	18	0
배당금	N/A	0	-8	-14	-19
기타	N/A	-932	-24	0	0
기타현금흐름	N/A	0	0	0	0
현금의증가(감소)	N/A	-11	58	2	-2
기초현금	N/A	12	1	59	61
기말현금	N/A	1	59	61	59

K-IFRS 개별 기준

(단위: 십억원)

재무상태표	2014	2015	2016F	2017F	2018F
유동자산	N/A	334	382	449	464
현금성자산	N/A	1	59	61	59
단기투자자산	N/A	3	2	2	2
매출채권	N/A	181	182	221	231
재고자산	N/A	138	124	150	157
기타유동자산	N/A	11	14	14	14
비유동자산	N/A	1,014	990	975	962
유형자산	N/A	944	919	904	891
무형자산	N/A	5	5	5	5
투자자산	N/A	64	64	64	64
기타비유동자산	N/A	3	3	3	3
기타금융업자산	N/A	0	0	0	0
자산총계	N/A	1,349	1,371	1,424	1,426
유동부채	N/A	580	569	574	548
단기차입금	N/A	196	220	210	180
매입채무	N/A	77	71	86	90
유동성장기부채	N/A	202	171	171	171
기타유동부채	N/A	105	107	107	107
비유동부채	N/A	428	365	324	276
사채	N/A	358	324	274	224
장기차입금	N/A	36	3	3	3
장기금융부채 (리스포함)	N/A	0	0	0	0
기타비유동부채	N/A	34	38	46	48
기타금융업부채	N/A	0	0	0	0
부채총계	N/A	1,008	934	898	824
지배주주지분	N/A	341	437	526	602
자본금	N/A	83	101	119	119
자본잉여금	N/A	212	261	261	261
자본조정 등	N/A	0	0	0	0
기타포괄이익누계액	N/A	22	22	22	22
이익잉여금	N/A	25	53	124	200
비지배주주지분	N/A	0	0	0	0
자본총계	N/A	341	437	526	602

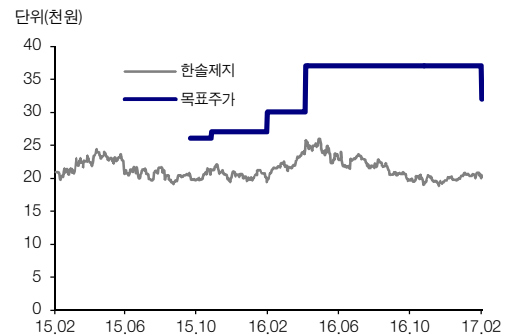
(단위: 원배, %)

주요투자지표	2014	2015	2016F	2017F	2018F
EPS(당기순이익 기준)	N/A	1,498	1,993	4,228	3,979
EPS(지배순이익 기준)	N/A	1,498	1,993	4,228	3,979
BPS(자본총계 기준)	N/A	19,845	21,696	26,134	25,291
BPS(지배지분 기준)	N/A	19,845	21,696	26,134	25,291
DPS	0	500	700	800	900
P/E(당기순이익 기준)	N/A	13.8	9.9	4.8	5.1
P/E(지배순이익 기준)	N/A	13.3	9.9	4.8	5.1
P/B(자본총계 기준)	N/A	1.0	0.9	0.8	0.8
P/B(지배지분 기준)	N/A	1.0	0.9	0.8	0.8
EV/EBITDA(Reported)	N/A	8.6	6.0	5.3	4.7
배당수익률	N/A	2.5	3.6	3.9	4.4
성장성 (%)					
EPS(당기순이익 기준)	N/A	N/A	33.0	112.2	-5.9
EPS(지배순이익 기준)	N/A	N/A	33.0	112.2	-5.9
수익성 (%)					
ROE(당기순이익 기준)	N/A	7.5	9.4	17.7	16.8
ROE(지배순이익 기준)	N/A	7.5	9.4	17.7	16.8
ROA	N/A	1.9	2.7	6.1	6.6
안정성 (%)					
부채비율	N/A	295.7	213.9	170.6	136.9
순차입금비율	N/A	231.2	150.4	113.0	85.9
이자보상배율	N/A	2.8	4.8	6.1	7.0

## ▶ 투자이견 및 목표주가 추이

일자	투자이견	목표주가	일자	투자이견	목표주가
15/10/07	BUY	26,000	16/10/27	BUY	37,000
15/11/12	BUY	27,000	16/11/03	BUY	37,000
16/01/13	BUY	27,000	16/11/29	BUY	37,000
16/02/16	BUY	30,000	16/12/20	BUY	37,000
16/04/21	BUY	37,000	17/02/20	BUY	32,000
16/04/29	BUY	37,000			
16/05/24	BUY	37,000			
16/06/07	BUY	37,000			
16/07/21	BUY	37,000			
16/07/28	BUY	37,000			
16/08/23	BUY	37,000			
16/09/30	BUY	37,000			

## ▶ 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 기재된 내용들은 자료작성자 박종렬의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

## ▶ 투자이견 분류

- ▶ HMC투자증권의 종목투자이견은 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 (2016.01.01~2016.12.31)

투자등급	건수	비율(%)
매수	142건	87.7%
보유	19건	11.7%
매도	1건	0.6%

- 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.