



대림제지(017650)

펄프, 종이제품

골판지업계의 봄? 찬란한 슬픔의 봄!

HOLD

Valuation

Target Price: 3,613

Price: 2,880

Margin of Safety: 25%

MktCap.(100mn): 259

ROE: 17.32%

Op.Magin: 6.44%

PER: 4.72

PBR: 0.82

Dividend Yield: 0%

Major Sh.Holder:

권오달 (22.87%)

Foreign Shr.: 1.19%

52weeks Beta: 0.44

52weeks High/Low:

2,975/1,020

Research 2 팀

이한수, 권혁성, 황윤희

김근영, 구분일

◆ 시장은 봄을 노래하는 뼈꾸기

시장에 존재하는 많은 보고서들은 2000년대 초반부터 긴 불황을 거치며 시장에 살아 남은 기업들에 대해 칭찬일색이다. 그들은 ① 판가의 상승과 원가의 하락, ② 새로운 수요의 창출, ③ 업계 전체적인 구조조정 등을 근거로 골판지 업계의 봄을 노래하고 있다.

◆ SMIC Research 2팀은 뼈꾸기 사냥꾼

그러나 실상을 들여다보면 그렇지 않다는 것이 Research 2팀의 판단이다. ① 골판지 업계는 경기변동을 심하게 타는 업종인데, 현재 호경기로 접어드는 국면인지 확실하지 않으며, ② 골판지의 원재료인 고지가격이 상승했고, 이것을 판가의 상승으로 소비자에게 전가시키기에는 다른 포장재와 비교하여 이미 비싼 가격이 문제된다. 또한 ③ 산업 구조조정을 거쳤다고는 하나 그것이 경쟁의 완화를 의미하지는 않고, ④ 실질적으로 새로운 수요의 창출에 대해서 회의적으로 판단하고 있다.

◆ 우리의 의견

따라서 대림제지에 대해 정량적으로 Valuation을 수행한 결과 25%의 안전마진이 확보되었음에도 불구하고 우리는 정성적인 판단을 가미해 대림제지에 대해 시장에 팽배한 BUY 의견 대신 HOLD라고 의견을 제시한다.



1. Why We select ‘대림제지’

그 동안 장기 침체상태에 있던 골판지업계의 전체적인 업황이 좋아질 것이라는 정보를 이용하여 우리는 이번주 ‘턴어라운드 주식’이라는 주제에 맞추어 골판지 업계를 스크리닝하였다.

종목명	PER	종목명	PER	종목명	PER
신성피앤씨	323.68	무림페이퍼	14.10	삼정펄프	6.55
성창기업	127.73	동일제지	10.05	무림SP	5.33
크린앤사이	32.43	페이퍼코리아	9.81	대림제지	4.72
수출포장	31.76	삼보판지	8.88	대양제지	4.47
삼릉물산	18.97	태림포장	7.41	아세아페이퍼텍	3.93
대영포장	16.25	신대양제지	6.72	선창산업	2.93
아세아제지	16.11	영풍제지	6.57	한국팩키지	2.45

종목명	EPS 증가율	종목명	EPS 증가율
대림제지	102.76%	동일제지	-5.96%
삼보판지	90.90%	신성피앤씨	-16.11%
삼정펄프	61.64%	삼릉물산	-38.63%
페이퍼코리아	53.91%	무림페이퍼	-39.54%
선창산업	48.78%	크린앤사이	-42.26%
태림포장	33.93%	수출포장	-48.94%
영풍제지	24.23%	한국팩키지	-56.41%
무림SP	19.01%		

우리는 PER이 낮으면서 EPS증가율이 높은 기업을 찾기로 하고 거래소에 상장, 코스닥에 등록된 목재, 제지 관련 36개 업체들을 모두 찾아보았다. 우리는 스크리닝 과정에서 21개 기업만이 2006년 흑자의 EPS를 기록하여 PER 값이 존재하며, 3년 연속 EPS가 흑자로 나타나는 기업은 15개만이 존재함을 알 수 있었다. 우리는 이러한 결과를 골판지 업황이 그동안 전체적으로 좋지 않았다고 해석하였다.

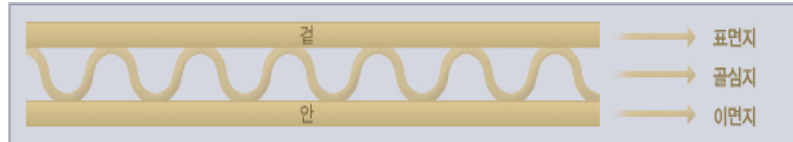
이렇게 구한 자료를 바탕으로 EPS 증가율이 가장 높고, PER이 낮은 편인 대림제지를 이번주 리서치 대상기업으로 선정하였다.

II. 대림제지의 Business Model

1. 골판지사업에 대해서

가. 제품의 이해

골판지는 우리가 실생활에서 흔히 접할 수 있는 각 종이 상자를 말한다. 골판지 회사는 크게 원지회사와 판지회사 그리고 지합사로 구분할 수 있다. 골판지는 표면지와 이면지, 골심지로 이루어져 있는데, 원지사인 **대림제지는 이 중 이면지와 골심지를 생산하고 있다.**



표면지는 상자 겉표면을 말하는데, 상품명 또는 상품제조원 등이 인쇄되기 때문에 골심지와 이면지에 비해 제품 가격이 2배 정도 비싸고, 제조원가도 골심지와 이면지에 비해 비싸다. 골심지는 상자 겉표면과 상자 안쪽 면 사이에 들어가는 지중을 말하며, 원재료는 국산 고지가 100%이다. 이면지는 상자 안쪽 면을 구성하는 지중으로 인쇄가 되지 않기 때문에, 표면지와 달리 펄프가 투입되지 않으며 골심지와 마찬가지로 **국산고지 100%가 원재료**이다.

나. 제품의 판매

원지사가 표면지, 이면지, 골심지를 만들어서 판지사에 넘기면 판지사가 이를 압축하여 골판지를 만들고 지합사가 이 골판지를 이용하여 상자를 만드는 형태의 산업구조이다. 현재 국내 골판지 업계는 아세아제지 그룹, 신대양제지 그룹, 태림포장 그룹, 삼보판지 그룹의 4개 대형사 중심으로 수직통합되었으며 각 골판지 그룹들은 골판지 원지에서 판지까지 일괄 생산할 수 있는 체계를 갖추었다.

대림제지는 삼보판지 계열로 원지사인 대림제지와 판지사인 삼보판지가 수직통합되어 있는 상황으로 **대림제지의 매출처는 상대적으로 안정적**이라고 볼 수 있다.

다. 골판지 업계의 업황

2000년대 초반 골판지 업계는 골판지 수요가 공급의 90%를 하회하는 초과공급 상태가 오랫동안 지속되었다. 이로 인해 골판지의 가격이 하락하였고, 또한 원재료인 국산 고지 가격의 상승으로 매출원가의 비중이 높아져 원지사 뿐 아니라 판지사의 이익률이 낮아졌다. 따라서 많은 한계기업이 도산하는 원인이 되었다.

그러나 최근에는 시장에서 퇴출된 한계기업들을 기존의 업자들이 인수하면서 자연스럽게 **산업 구조조정**으로 연결되어 남아있는 기업들은 과점체제를 구축하면서 향후 안정적인 이익을 보일 것이라고 예상된다. 다음은 재편된 골판지 업계의 현재 상황이다.

순 위	계열/구분	골판지원지社	골판지社	지합社
1	아세아 계열	아세아제지, 아세아페이퍼텍	제일산업, 유진판지, 에이팩	
2	태림포장 계열	동일제지, 월산	태림포장, 월산, 태성산업	천여개의
3	신대양제지계열	신대양제지, 대양제지	대영포장, 광신평자, 신대한판지	중소기업
4	삼보판지 계열	대림제지, 고려제지	삼보판지	난립
5	한국수출포장	한국수출포장	'골판지 상자'부문을 사업부로 편입	

또한 몇 년간 지속되었던 초과공급이 해소되어 골판지 재고율도 하락하고 있으며, 골판지의 원료인 원지가격이 하락하여 영업이익률이 호전되기 시작했다.

이 외에도 골판지 업계에 긍정적인 환경변화로는 i) 경기에 순행하는 골판지 업계의 특성상 경기가 호전될 것이라는 통계자료 ii) 온라인 쇼핑을 통한 구매의 증가, 무와 배추의 포장에 골판지를 사용하도록 한 시행령의 발령 등이 있다.

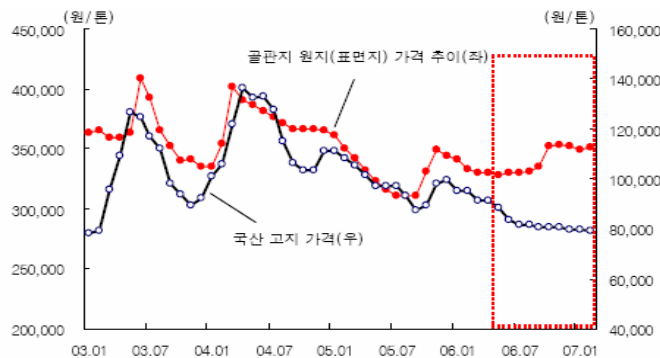
III. 시장 Vs SMIC Research 2팀

1. 시장에서 보는 대림제지
 - 가. 골판지 가격 인상

2006년 상반기부터 시작된 골판지 업계의 구조조정이 2006년 하반기에 5대 계열의 수직 계열화로 완료되면서 그 동안 '공급과잉'으로 출혈경쟁을 하던 치열한 경쟁이 완화되었다. 이를 통해 그 동안 공공연하게 이루어지던 골판지사의 'Discount Price' 납품 구조에서 벗어나 판매가격 인상이라는 인센티브를 갖게 되었다. 골판지 업계에서는 이제 **공급량의 조정과 원지가격의 상승**이 점차적으로 나타나고 있다.

아래 표에서 볼 수 있듯이 골판지 원지의 가격은 2004년에서 2005년까지 하락 추세를 보이다가 2005년 말에 상승, 그리고 구조조정이 있었던 2006년부터는 지속적인 상승 추세를 보이고 있다.

골판지 가격추이와 고지가격

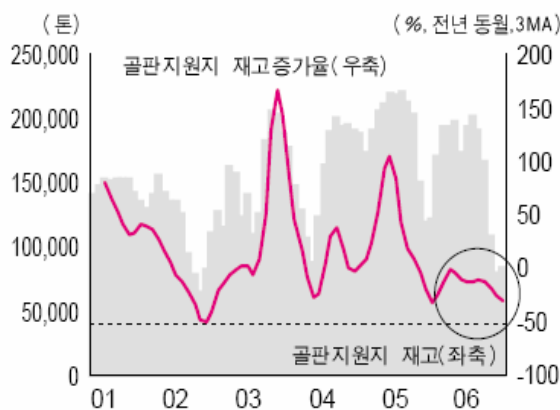


출처: 한국제지공업 연합회, 동양종합금융권 리서치센터

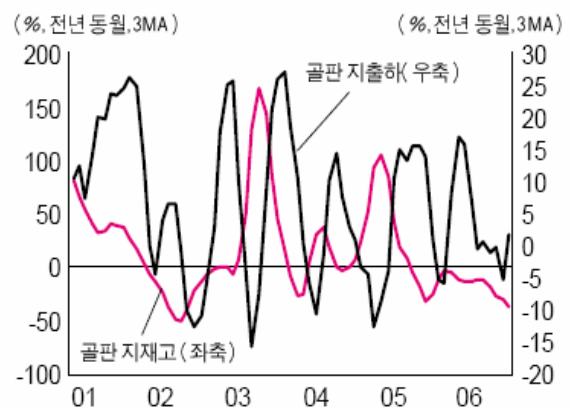
나. 재고량 감소

골판지 업계의 가장 큰 문젯거리였던 골판지의 공급과잉과 이에 따른 판매가 하락은 구조 조정 후의 재고량의 감소추이를 통해 해결되어 가고 있음을 볼 수 있다.(아래 그래프 참조) 2006년 말 골판지 재고량이 역사상 최저점과 비슷한 수준으로 낮아져 있기 때문에, 2007년 이후 골판지 생산량은 증가할 것으로 판단된다.

골판지 원지 재고 및 재고 증가율



골판지 원지 출하 재고 증가율 추이



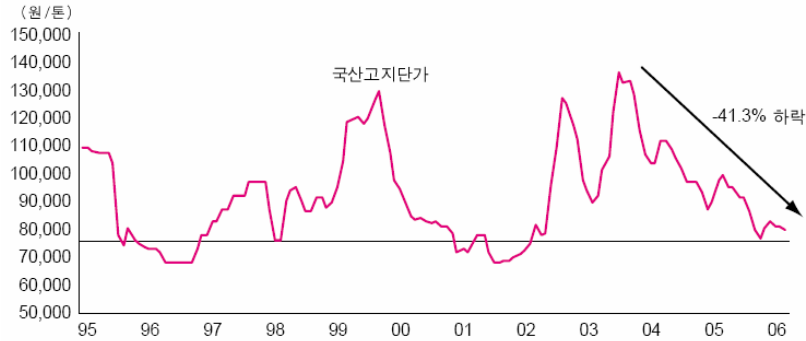
출처: 한국제지공업 연합회, 동양종합금융권 리서치센터

다. 원가의 지속적 하락

원자재 가격의 하락추세도 호재다. 골판지 원재료의 70% 이상, 매출원가의 51~53%를 차지하는 **고지가격의 하락은 수익성 개선**으로 이어지게 된다. 아래의 그래프에서 볼 수 있듯이 고지 가격은 2004년 초에 최고점(14만원)에 이른 뒤 꾸준히 하락하고 있다. 2007년 초 국산 고지 가격은 톤당 8만원 수준인데 이는 2004년에 비교할 때 58.3% 정도의 가격으로 역사상 최저 가격과 비슷하며, 영업이익률은 크게 상승하고 있다. 국산 고지 가격이 연간 9% 하락하면 원지사의 영업이익률은 5.4%pt 상승한다는 분석도 있다.¹

¹ 김미연, 동양종합금융 2007. 2. 7. 산업분석

국산고지 단가추이



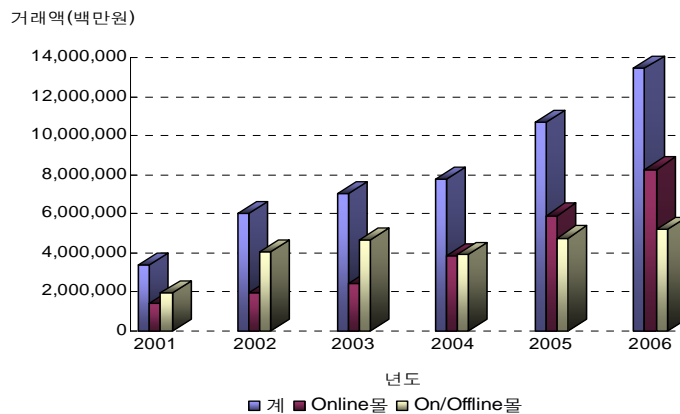
출처: 한국제지공업 연합회, 동양종합금융권 리서치센터

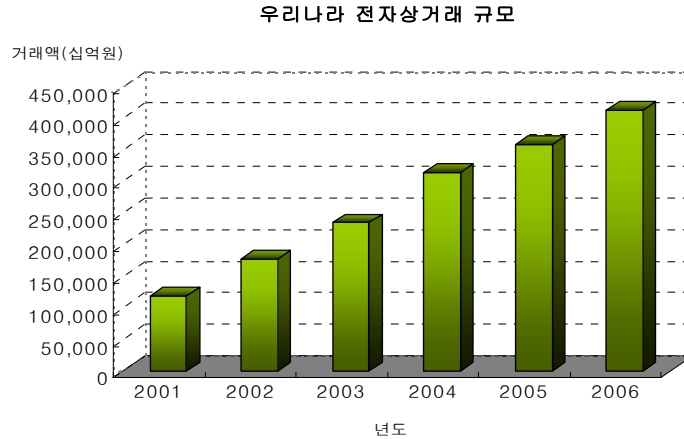
라. 신 성장동력

① 온라인 쇼핑물 시장과 홈쇼핑 시장의 확대

온라인 쇼핑물 시장과 홈쇼핑시장이 꾸준히 성장하고 있다. 국내 전자상거래 시장의 규모는 2005년 358조 4,500 억원에서 2006년 413조 5,840 억원으로 전년에 비하여 15.4%가 신장되었다. 이는 지난 2002년 177조 8,100 억원의 2.3배에 이르는 규모로 전자상거래가 갈수록 활성화 되고 규모가 크게 늘어나고 있음을 보여준다. 온라인 쇼핑물이나 홈쇼핑 시장이 커지면서 전자상거래 규모도 같이 커지며 이들 물건의 포장재로 골판지의 수요량이 증가될 것이며 지속적인 성장이 예상된다.

온라인 시장의 성장 추이





출처: 2006. 4/4분기 및 연간 전자상거래 통계조사 결과, 2007. 3. 통계청

② 농수산물의 박스포장

농림부에서는 2007년 1월부터 전국 공영도매시장(32개소)에서 배추와 무를 그물망이나 상자에 포장해야 거래를 할 수 있다는 농수산물 포장의무화를 전면 시행하였다. 배추와 무의 70% 정도가 도매시장으로 출하되고 있으며 2005년도 농산물의 포장화율은 배추가 10%, 무가 39.9%이다. 한국 제지공업연합회에서 추산하는 농산물 포장사업 시장규모는 2500~3000 억원 수준이며 2007년 포장의무화가 전면 확대 실시됨에 따라 골판지에 대한 신규 수요가 10%정도 증가할 것으로 추정하고 있다. 또한 포장의무화가 시행됨에 따라 사용하게 될 포장재 값은 다음과 같은 비율로 정부가 지원을 해 주고 있는데 구체적인 내용은 다음과 같다.

단위:원

	그물망	골판지	플라스틱상자	PE대
포장재기준가격 / 망,상자	130	800	480	190
지원비율 (포장가격대비)	90%	60%	80%	90%
평균단가	117	480	384	171
지불해야 되는 가격	13	320	96	19

정부의 포장재 지원금액은 사업 시작 후 2년간('07~'08)은 동일수준, '09년부터 매년 10~20%씩 지원비율을 하향조정 할 계획이다. 물론 이러한 상황에서 골판지 수요가 어느 정도 늘어날지 예측을 할 수 없지만 생산자표시와 품질 표시 같은 표기사항들이 의무화되면서 장기적으로 호재로 작용 할 것으로 판단된다.

2. SMIC Research 2팀이 보는 대림제지

가. 확실하지 못한 경기 호전

최근 연일 종합주가지수와 코스닥 지수가 최고치를 경신하고, 소비자 체감 경기가 좋아졌다는 통계가 나오고 있다. 또한 경기 변동에 크게 영향을 받는 골판지 업계의 특성상 경기가 좋아지면 업황이 좋아질 것은 쉽게 예상할 수 있다.

그러나 현재의 경제 여건을 쉽사리 낙관할 수는 없다. 시장의 풍부한 유동성은 한국은행으로 하여금 **금리인상 압력**을 높이고 있고, 집값하락과 금리 인상으로 인한 부동산 시장의 경색은 **가계발 금융위기의 가능성**을 더욱 높이고 있다. 또한 세계 전체적으로도 **자산가격에 거품이 형성되기 시작했다**는 위기설이 흘러 나오고 있고, 한국 또한 여기서 자유로울 수는 없다. **엔화약세와 원화강세로 인한 수출 둔화도 경기를 제약하는 요인** 중 하나이다.

결국 현재의 상황은 금융측면에서 살펴본 경기는 좋아지고 있는 데 반하여 실물경기가 그에 따라가지 못하는 것으로 해석할 수 있다. 금융과 실물을 경제라는 수레의 두 바퀴로 생각한다면 현재 한국의 수레는 한쪽 바퀴가 다른 바퀴에 비해 과도하게 작은 것으로 이러한 수레는 비스듬히 달릴 수 밖에 없고, 그런 수레는 오래 달리지 못해 방향을 잘못 들고 쓰러질 것이다.

나. 치열한 경쟁상황

난립하고 있던 업체가 구조조정을 통해 5개의 계열(아세아계열, 태림포장계열, 신대양제지계열, 삼보판지계열, 수출포장계열)로 정리되었음은 주지의 사실이다. 따라서 과점체제를 형성하였는데, 이것이 경쟁의 완화를 의미하지는 않는다. 대림제지 입장에서는 과거 많은 업체들이 난립한 상황에 비추어봐도 그다지 긍정적으로 받아들일 수 없다. 과거에는 생산성이 좋지 못한 한계기업들이 시장에 많이 존재한 것이었으므로, 어차피 경쟁상대로 인식하지는 않았을 것이기 때문이다. 이러한 판단은 대림제지의 시장점유율을 분석함으로써 더욱 명확해진다. **대림제지의 시장점유율은 2002년 7.1%에서 구조조정이 마무리단계에 접어든 2006년 5.2%로 감소한다.**² 물론 상위 5개 업체는 현재의 초과공급을 해결하기 위해서 컨소시엄을 구성해 다른 기업의 공장을 인수해 폐쇄시키는 등의 노력을 하고 있다. 그러나 그렇다고 해서 '그들 만의 리그'에서 벌어지고 있는 경쟁열기가 식을 것이라고 생각할 수는 없다.

다. 원지의 가격 상승

2006년 국내 골판지 업계의 수익률이 크게 좋아진 데는 골판지의 원자재인 고지가격의 인하가 큰 역할을 했다. 그리고 이러한 원자재 가격의 안정화가 시장이 골판지 업체를 긍정적으로 바라보게 했던 중요한 이유 중 하나였다. 그러나 **한동안 안정세를 보이던 중요한 원**

² 2006년 대림제지 사업보고서

자재인 국산고지 가격이 최근 다시 급등하기 시작하였다. 조사한 바에 따르면 국내산 고지(KOCC) 가격은 지난해 말 t당 8만원 수준에서 올 들어 20% 이상 급등한 10만원 대에 육박했다.

대림제지의 경우 국산 고지를 원료로 100% 사용하고 있으며, 고지의 공급선을 다변화할 계획이 현재는 없다. 해외의 고지가격도 역시 많이 올랐기 때문에 수입을 한들 매출원가 하락을 꾀할 수 없기 때문이다. 또한 회사 입장에서 헷징을 하지도 않기 때문에 **고지가격이 상승하면 상승폭을 대림제지가 모두 떠안아야 하는 상황**이다.

또한 이러한 고지가격의 상승은 단기간에 해결되기가 어려울 것이라고 판단하고 있다. 이러한 **고지가격의 상승이 업계 전반의 구조적인 원인에 기인하기 때문**이다. 해외의 고지가격 상승은 미국, 캐나다의 펄프생산업체들이 설비 구조조정을 단행하면서 생산량이 크게 줄었고, 날로 번창하고 있는 중국 제지 산업이 전세계 펄프와 고지를 빨아들이고 있다.

대림제지에게 있어 이러한 상황을 타개할 방법은 제품가격 인상 밖에는 없어 보인다. 그러나 회사측에 문의한 결과, 제품가격의 인상을 계획하고는 있으나, 언제 어느 정도로 인상할지 구체적인 계획은 존재하지 않았다. 또한 제품가격을 인상할 경우 다른 포장재와 경쟁하고 있는 상황에서 가격의 상승폭보다 더욱 큰 수요의 감소가 예상되어 오히려 매출이 줄어 들 것이라고 판단된다.

라. 신성장 동력의 허구성

온라인 쇼핑몰에서 소비자들이 구매하는 물건은 저렴하고 가벼운 물건들이 주를 이룬다. 그러나 물건을 배송하는 데 필요한 포장재 중 골판지는 비싼 편에 속한다. 따라서 영세한 업체가 난립하고 있는 온라인 쇼핑몰 사업환경에서 사업자들이 원가를 절감하기 위한 노력을 할 것은 자명한 일이다. 이 때 쇼핑몰 업자들이 원가를 줄일 수 있는 방법은 싸게 배송을 하는 방법을 택하는 것이고, 실제로 쇼핑몰에서 주문을 해보면, 저렴한 물건들은 대개 비닐백이나 완충비닐에 담겨 오는 것을 확인할 수 있다. 따라서 **온라인 쇼핑몰의 증가, 구매액의 증가가 골판지 수요에 크게 영향을 주지 않을 것으로 판단**할 수 있다.

또한 2007년 1월 무와 배추를 출하하는 방법을 규제하는 시행령이 시행되었고, 골판지도 포장재에 하나로 포함되어 있다. 이로 인해 시장에서는 골판지의 수요가 증가하고 이로 인해 대림제지의 매출이 증가할 것이라고 판단하고 있다.

그러나 포장형태에 있어서 산지 수확 작업 시 도매시장에서 다듬지 않고 판매할 수 있도록 선별하여 출하자가 적정 포장재를 선택하여 포장하도록 되어있기 때문에 과연 포장재로 골판지가 얼마나 선호될지는 의문이다. **포장재 중 골판지 가격이 가장 비싼데다가 정부 지원 비율은 가장 낮기(60%)** 때문에 농민이 체감하는 골판지 포장은 비용이 그물망에 비해 24배 정도 비싸다. 실제로 작년에 포장의무화 예비시행을 하였을 때에도 배추와 무 포장재로 그물망이 대부분 쓰인 것으로 보아 골판지의 수요가 크게 증가할 것으로 쉽사리 예상하기는 어렵다.

IV. Valuation

대림제지는 2005년에 삼보판지와 함께 고려제지를 인수하였는데³ 골판지원지 업계에서 고려제지가 대림제지보다 규모가 더 크기 때문에 이를 고려하기 위하여, 고려제지의 지분가치를 따로 계산한 후 이를 대림제지의 영업가치에 더하는 방법으로 DCF 가치평가를 하였다. 여기서 골판지업계의 과거 영업이익 증감이 컸기 때문에 FCF를 계산하기 위한 투자현금흐름을 매출액 대비 비율로 Normalizing하여 계산하였다.

1. 고려제지 지분가치

영업이익률	14.03%	8.00%	9.00%	9.00%	9.00%	9.00%	9.00%
	2006/12	2007/12	2008/12	2009/12	2010/12	2011/12	2012/12
매출액성장률	8.00%	8.00%	2.00%	2.00%	2.00%	2.00%	2.00%
예상매출액	92,673,168	100,087,021	102,088,762	104,130,537	106,213,148	108,337,411	110,504,159
예상EBIT	13,003,425	8,006,962	9,187,989	9,371,748	9,559,183	9,750,367	9,945,374
EBIT(1-27.5%)	9,427,483	5,805,047	6,661,292	6,794,518	6,930,408	7,069,016	7,210,396
(+)유.무형자산 상각비	4,382,198	4,924,281	5,022,767	5,123,222	5,225,687	5,330,201	5,436,805
총 현금흐름	13,809,681	10,729,329	11,684,059	11,917,740	12,156,095	12,399,217	12,647,201
(-)운전자본의 증가	837,781	2,332,028	2,378,668	2,426,242	2,474,766	2,524,262	2,574,747
(-)설비투자	4,650,584	2,081,810	2,123,446	2,165,915	2,209,233	2,253,418	2,298,487
(-)연구개발투자	0	14,413	16,538	16,869	17,207	17,551	17,902
총 투자액	5,488,365	4,428,250	4,518,653	4,609,026	4,701,206	4,795,230	4,891,135
예상 FCFF	8,321,316	6,301,079	7,165,406	7,308,714	7,454,888	7,603,986	7,756,066
할인기간		1	2	3	4	5	6
현재가치		5,789,304	6,048,724	5,668,594	5,312,354	4,978,502	
WACC	8.84%						
영구성장률	2.00%						
Terminal Value	113,392,777						
현재가치의 합	27,797,478						
PV of TV	74,240,814						
현금 + 시장성유가증권	2,886,928						
비영업용자산	4,700						
Value of the Firm	104,929,919						
(-)Value of the Debt	52,715,814						
Value of the Equity	52,214,105						
발행주식수	9,954,495						
1주당 영업가치	5,245						
대림제지보유 지분율	40%						
1주당고려제지지분가치	2,098						

a. 매출액성장률 : 동종업계인 아세아제지, 신대양제지, 동일제지 등이 8~9%정도의 매출성장률을 예상하고 있는 것에 근거하여 고려제지의 2007년 매출성장률을 8%로 잡고, 향후 성장률은 물가인상률 수준인 2%로 가정하였다. 2007년에만 매출성장률을 높게 잡은 것은 2007년 1월부터 시행된 무/배추 포장화 사업으로 인하여 골판지 수요가 소폭 증가할 것으로 판단하였기 때문이다. 하지만 이에 대한 불확실성과⁴ 더불어 2008년 이후로 추가적인 성장이 가능할지는 판단하기 어렵기 때문에 이에 대한 성장성은 2007년 한 해 예측에만 한

³ 삼보판지 60%, 대림제지 40%, 삼보판지와 대림제지는 관계회사임.

⁴ 시행령에 따르면 그물망, 골판지, 플라스틱 중에 자유롭게 선택하여 포장을 할 수 있도록 하고 있다.

정하였다.

b. 영업이익률 : 최근 국산고지(원재료) 가격 인상에 따른 효과와 이에 따른 예상 가격인상 효과를 감안하여 2007년 영업이익률을 전기대비 6%할인하여 8%정도로 잡고⁵, 향후 이익률은 골판지업계 구조조정이 지속됨으로 인한 공급감소와 이에 따른 가격인상 여력을 반영하여 이에 1%를 가산한 9%로 가정하였다.

c. WACC : 고려제지는 비상장기업이므로 동종업계이면서 고려제지의 40%지분을 가지고 있는 대림제지의 WACC인 8.84%를 그대로 사용하기로 한다.

d. 대림제지 1주당 고려제지 지분가치 : 고려제지 1주당 가치인 5,245원에 지분율(40%)을 곱하여 대림제지 1주당 고려제지 지분가치를 2,098원으로 계산하였다.

2. 대림제지 영업가치

영업이익률	6.44%	1.00%	2.00%	2.00%	2.00%	2.00%	2.00%
	2006/12	2007/12	2008/12	2009/12	2010/12	2011/12	2012/12
매출액성장률	8.00%	8.00%	2.00%	2.00%	2.00%	2.00%	2.00%
예상매출액	42,210,555	45,587,399	46,499,147	47,429,130	48,377,713	49,345,267	50,332,173
예상EBIT	2,716,851	455,874	929,983	948,583	967,554	986,905	1,006,643
EBIT(1-27.5%)	1,969,717	330,509	674,238	687,722	701,477	715,506	729,817
(+)유, 무형자산 상각비	1,062,562	1,157,920	1,181,078	1,204,700	1,228,794	1,253,370	1,278,437
총현금흐름	3,032,279	1,488,429	1,855,316	1,892,422	1,930,271	1,968,876	2,008,254
(-)운전자본의 증가	33,505	442,198	451,042	460,063	469,264	478,649	488,222
(-)설비투자	(52,000)	437,639	446,392	455,320	464,426	473,715	483,189
(-)연구개발투자	0	0	0	0	0	0	0
총투자액	(18,495)	879,837	897,434	915,382	933,690	952,364	971,411
예상 FCFF	3,050,774	608,592	957,882	977,040	996,581	1,016,513	1,036,843
할인가간		1	2	3	4	5	6
현재가치		559,162	808,603	757,786	710,164	665,534	

WACC	8.84%	자기자본비용	9.89%
영구성장률	2.00%	1년치일별베타	0.22680
Terminal Value	15,158,520	3년치월별베타	0.68803
		한국시장프리미엄	7.00%
		3년만기국채수익률	5.07%
		WACC	8.84%
		차입금가치(이자발생부채)	5,593,495
		주주지분가치(시가총액)	25,920,000
		한계조달금리	5.50%

현재가치의 합	3,501,248
PV of TV	9,924,626
현금 + 시장성유가증권	5,797,664
비영업용자산	15,963,149
(-)지분법적용투자주식(고려제지)	15,961,149
Value of the Firm	19,225,538
(-)Value of the Debt	5,593,495
Value of the Equity	13,632,043
발행주식수	9,000,000
1주당 영업가치	1,515
1주당고려제지지분가치	2,098
적정주가	3,613
현재주가	2,880
안전마진	25%

a. 매출액성장률: 고려제지 지분가치에서의 계산방법과 동일한 값을 적용하였다.

⁵ 국산고지가격 인상률 20%, 매출원가 중 고지 비중은 약 50%정도이고 이에 따른 이익률 감소는 8% 정도로 예상된다. 여기서 이미 전기에 7.5%수준의 가격인상이 단행되었기 때문에 추가적인 가격인상 수준은 2%정도로 제한될 것으로 가정하여 계산한 수치임.

- b. 영업이익률 : 고려제지 지분가치에서의 계산방법과 동일한 가정을 사용하여 2007년 예상 영업이익률을 1%, 향후 영업이익률을 2%로 가정하였다.
- c. 주식 베타 : 골판지업 자체가 국가 경제성장과도 연관이 있는데도 불구하고 1년치 월별 베타 값이 현저히 낮은 값을 보이고 있기 때문에, 이 대신에 3년치 월별 베타값인 0.68803을 적용하였다.
- d. WACC : 3년치 월별베타를 기본으로 CAPM을 이용하여 WACC를 8.84%로 계산하였다.
- e. 적정주가 : 대림제지의 1주당 영업가치인 1,515원에 고려제지 지분가치인 2,098원을 가산하여 적정주가를 3,613원으로 계산하였고, 이는 5월 11일 종가인 2,880원을 기준으로 약 25%의 안전마진을 가지고 있다.

V. Conclusion

물론 정량적인 분석인 Valuation 결과 현재 주가가 많이 올랐음에도 불구하고 25%의 안전마진이 확보된다는 결과가 도출되었다. 또한 시가총액이 청산가치보다 낮아 최악의 경우에도 손해는 보지 않는다는 결과를 얻을 수 있었다. 그러나 더 이상의 무엇인가를 찾을 수는 없었다. 가격 경쟁이 너무 치열한 업종이고, 대림제지 역시 **가격 외에는 다른 어떤 경쟁력도 존재하지 않는다**. 골판지 자체에 적용할 신기술이 없고, 대림제지도 그것을 알고 있기에 R&D에 전혀 투자를 하지 않는다. 대림제지 입장에서는 경기가 좋아질 것, 고지의 가격이 낮아질 것, 시장에 다른 기업들이 들어와서 초과공급 상태를 만들지 말 것 등을 **바라는 일밖에는 수익을 내기 위하여 할 수 있는 것이 없다**.

만약 업황이 나쁜 상황에서도 살아남아 이제부터 독점이라는 과실을 딸 수 있는 기업이라면 꾸준히 이익이 유지 혹은 증가될 수 있기에 기쁜 마음으로 투자할 수 있을 것이다. 그러나 우리가 분석한 대림제지는 그런 기업이 아니라고 판단된다. **기업 경영환경에 있어 수동적인 자세** 밖에는 취할 수 없고, **새로운 수요가 창출될 지도 선부르게 판단할 수 없으며, 현재의 시장점유율을 유지할 수 있을지도 의문이다**.

결국 기업 자체에 **'알수없음'의 리스크가 과도하다고** 판단되며, 25%의 안전마진으로는 이러한 리스크를 모두 감수하고 투자할 만큼의 수익을 제공할 수 없다는 것이 우리의 의견이다. 이미 왔다가 가버린 봄인지, 아직 봄이 오지 않은 것인지, 봄이 오긴 올 것인지 정확하게 알 수는 없지만, 분명한 점은 지금은 봄이 아니라는 것이다.

이 보고서는 서울대 투자연구회의 리서치 결과를 토대로 한 분석보고서이며 그 정확성과 완전성을 보증하지 않습니다. 서울대투자연구회에서는 본 보고서의 내용에 의거한 어떤 행위도 책임을 지지 않습니다.