2009년 10월 16일

# 한솔제지 (004150)

**BUY**

## 이제 그만 소외시키자

### v 저평가 된 제지산업

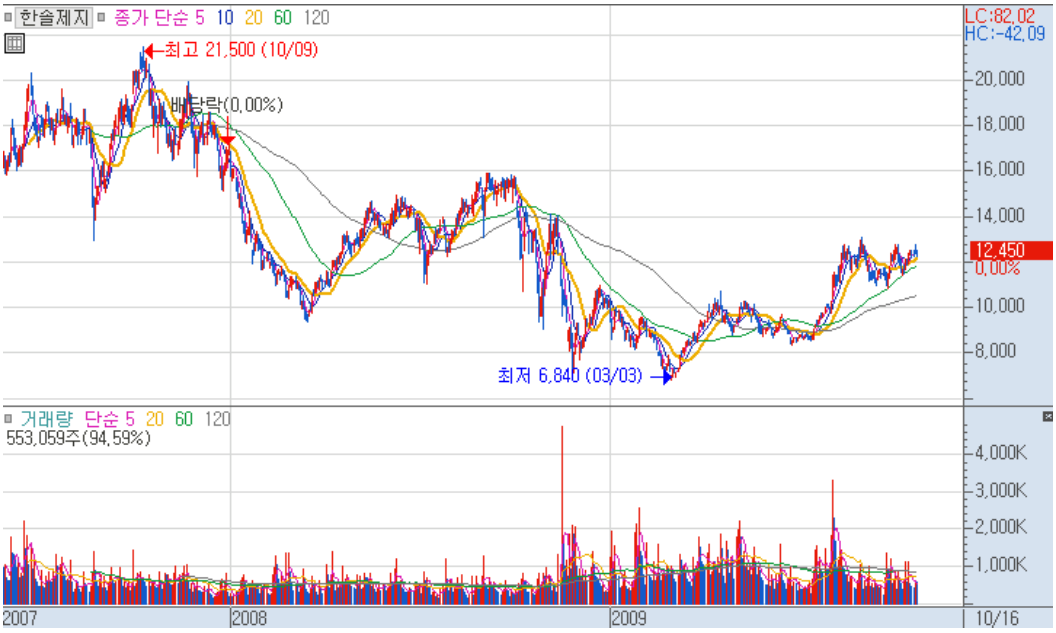
공급과잉에 따라 업체들의 순이익이 줄면서 투자기피 산업이 된 제지산업, 그러나 산업 구조조정을 거쳐 과점화가 자리잡고 공급완화가 진행되면서 업체들의 이익이 상승곡선을 그리고 있다. 이젠 관심을 갖고 봐야 한다.

### v 구조조정의 최대 수혜주, 한솔제지

제지업계에서 독보적인 입지를 가지고 있는 한솔제지, 과점화 구조조정의 최대 수혜 업체이자 일시적인 위험회피회계 적용으로 영업 실적이 가려져 시장으로부터 소외 받고 있다.

### v 자회사 실적 턴어라운드

자회사 실적 난조로 극심한 지분법손실에 시달리던 한솔제지는 올해 2분기부터 인수회사 아트원제지를 비롯한 자회사들의 흑자전환으로 당기순이익 턴어라운드에 성공하였다.




적정주가:
14,642원
현재주가:
12,450원 (10/16 기준)
상승여력: 18%

| | |
|---|---|
| 시가총액 | 5,431억원 |
| ROE | 1.87% |
| ROA | 0.65% |
| 영업이익률 | 9.18% |
| 배당수익률 | N/A |
| P/E Ratio | 193.23 |
| P/B Ratio | 1.05 |

주요주주:
이인희 외 5인 (17.11%)
국민연금관리공단 (8.49%)
한솔제지 자사주 (7.70%)
한국투자신탁운용 (6.48%)

외국인지분율: 14.06%

SMIC 리서치 4팀
팀장 박종진
팀원 김승현
윤상은
이영웅

# 1. 산업

● **제지산업은 저평가되어 있다.**

다른 소재업에 비해 매우 소외 받고 있는 제지업. ROE 등 각종 투자지표상으로는 매력이 없어 보인다. 그러나 이는 2008년까지의 일로, 2009년에 접어들면서 상황은 반전되고 있다. 우선 업계 구조조정이 자리를 잡았고, 이로 인해 고질적 문제점인 공급과잉이 해소, 주요업체들의 실적이 턴어라운드 되는 시점에다가, 상반기 하락한 원자재를 하반기 이익창출에 소모하면서 호황 국면에 접어들 것으로 예측한다. 현재 전반적으로 저평가되어 있는 제지산업에 대해 알아보자.

## 1.1 특성

**기술집약적, 자본집약적 산업**

제지산업의 특성 중 하나는 생산의 절차와 공정이 복잡하고, 상응하는 생산설비 확보가 우선되기 때문에 (그림 1) 기술집약적, 자본집약적이라는 것이다. 제지산업의 설비규모는 다른 산업 군과 비교해서 상당히 큰 편이고, 막대한 초기 시설투자비용이 모든 경쟁참여자들에게 부과되어 신규업체의 진입장벽이 매우 높다.

**경기에 영향을 받고 GDP와 성장률이 연동됨**

제지산업이 생산하는 종이류는 문화재의 성격이 강해 경기의 영향을 받는다. 소득수준이 높아질수록 종이류의 수요도 같이 증가하기 때문에 시장의 GDP와 연동되는 산업이라고 볼 수 있다. (그림 2) 또한 제품의 부피와 운송비용이 커서 인도네시아나 중국처럼 펄프와 제지를 함께하는 일관화 업체가 아닌 이상 내수중심 시장을 형성한다. IT의 등장에도 불구하고 국내의 전반적인 총지류 수요는 2007년까지 상승을 보이다가 2008년 세계 금융위기 발 경기 상황이 악화됨에 따라 잠시 주춤, 2009년 상반기에 다시 상승세에 접어들었다. (그림 3)

**환율과 원자재값에 이익률 큰 영향 받음**

제지산업의 주 원재료는 펄프로 국내 유일의 펄프생산업체인 동해펄프를 제외하고는, 전체 소비량의 약 80%가 넘는 비중을 수입에 의존하고 있다. 제지업체들의 매출원가 중 펄프의 비중이 50% 이상이기 때문에 환율과 펄프수입가격 변동이 업체 이익률에 큰 영향을 끼친다.

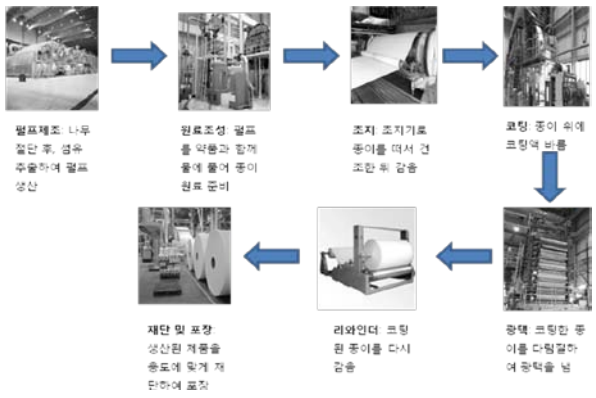
## 1.2 만성병; 공급과잉

**만성적 문제인 공급과잉은 제지업체의 특성에서 기인**

공급과잉은 제지업계의 고질적인 문제이다. 원인은 제지산업의 특성에서 찾을 수 있다. 앞서 언급한대로 종이 제조에는 요구되는 공정과 설비가 많다. 이러한 특징은 업체들로 하여금, 운영에 따른 고정비를 높여 수급 상황에 유연하게 대처할 수 없도록 한다. 예를 들어, 수급 상황이 호황일 때 막대한 자금을 들여 생산설비를 증축할 경우, 수급의 변화에 따라 공급과잉이 발생할 확률이 높으며, 만약 증축시의 투자비용이 회수되기 전 수급상황이 악화되면 재무상 안정적이지 못한 업체들은 보유 설비 고정비를 이겨내지 못하고 청산되거나 매각되는 일이 빈번하다. 인쇄용지 생산의 실례로 2006년 한국

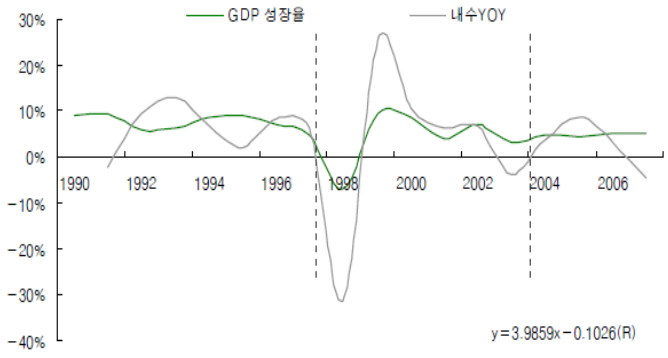
제지에서 16만 톤을 추가생산하자 시장에서 공급과잉이 일어났고, 원재료 가격은 상승하는데 제품의 판매가격을 낮추지 못해 남한제지 등 중소업체들의 공장 펠쇄 결과를 가져왔다. 비교적 짧은 시간에 변동하는 원재료 값, 환율, 수급상황을 제지업체들이 따라가지 못하는 데서 발생하는 문제점이다.

**그림 1. 제지 생산 공정도**



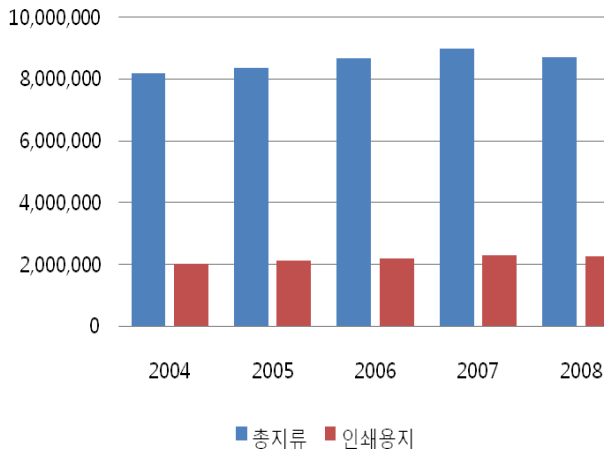

출처: 업계자료, SMIC 리서치 4팀

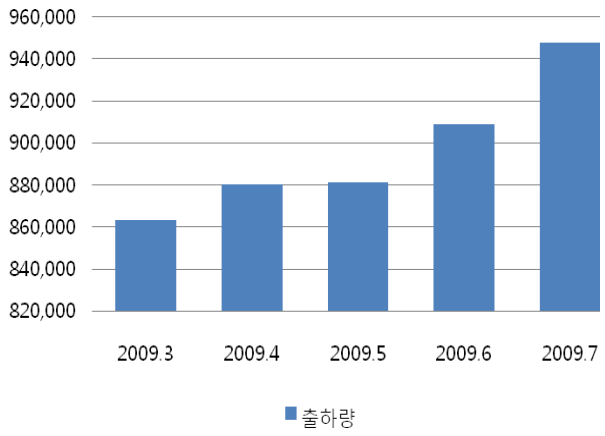
**그림 2. GDP성장률과 총지류 수요(내수) 증감률**




출처: 통계청, 제지공업연합회, 대신증권 리서치센터

**그림 3. 총지류 수요 추이** (단위: 톤)




출처: 한국제지공업연합회, SMIC 리서치 4팀

### 1.3.1 과점화; 공급과잉의 해소

**공급과잉은 출혈경쟁으로 이어져 중소업체들의 몰락과 과점화를 초래함**

과점화 현상은 2008년 초까지 공급과잉에 따른 업체들의 이익 감소와 업계 구조조정의 결과이다. 국내 소득수준 고성장과 함께 꾸준히 증가해 온 총지류의 수요는 공급자들의 생산 설비 증가를 가져왔고, 실제로 현재 생산량의 40%에 해당하는 공장 설비는 1992년에서 1997년 사이에 지어진 것이다. 이후, IMF 위기를 맞이하며 증설된 공장들에서 쏟아지는 물량을 받아줄 수요처가 줄어들자 공급과잉이 나타나기 시작했고 이에 따라 출혈경쟁이 일어나면서 중소업체들의 매각, 청산 등이 일어났다. 총지류 중 약 30%로 가장 큰 비중을 차지하는 인쇄용지를 예로 들면, 계성제지, 남한제지, 아트원제지, 홍원제지 등 중소업체들이 기업회생절차, 조업중단, 인수합병 등을 겪고 있다. (그림 4)

**Big 3에 의한 과점화와 공급완화의 끝**

2008년 총 생산량이 300만 톤 규모인 것을 감안 때, 이와 같은 일부 공급자 조업 중단은 공급과잉의 끝을 가져왔고 기존의 제지업체들, 특히 한솔제지, 한국제지, 무림페이퍼와 같은 메이저 업체들의 시장점유율 확대를 가져왔으며 결과적으로 위 3업체의 총 시장점유율이 2006년 51%, 기타 업체가 49%였던데 반해, 2009년 현재에는 3사가 무려 79%에 달하게 되었다.(그림 5) 2009년 초부터 출하량 증가율과 재고증가율을 살펴보면 역시 출하량 증가율이 마이너스인 재고증가율을 상회하며 공급과잉 완화를 보여주고 있다. (그림 6)

**백판지 시장은 아직 구조조정 중; 인쇄용지와 비슷한 수순 예측**

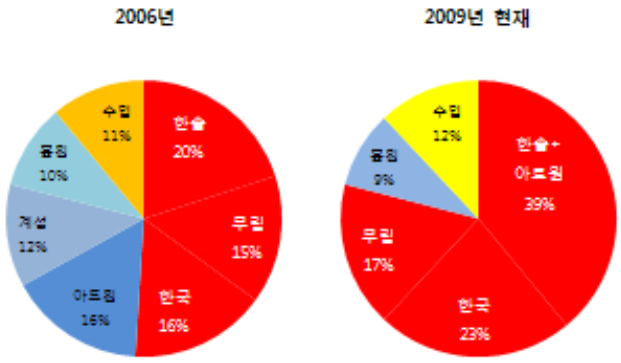
다만, 백판지의 경우 아직 공급과잉 상태를 지속하고 있다. 2004년 중앙제지가 경영난으로 부도처리 되면서 압도적 1위인 한솔제지를 필두로, 대한펄프, ㈜세하, 신풍제지, 한창제지로 5강 구도가 성립되었고, 현재까지 그 상태를 지속해오고 있다. 그러나 최근 한창제지가 채권은행으로부터 구조조정에 들어갔고, 대한펄프는 백판지 사업부문 분할을 추진 중이어서, 곧 인쇄용지와 같은 과점화를 거쳐 공급완화를 겪을 것으로 예측된다.

**그림 4. 인쇄용지 업체 구조조정 및 가동중단**

| | 내용 | 생산량(톤) |
|---|---|---|
| 2007.04 | 계성제지 오산공장 폐쇄 | 8만 |
| 2007.07 | 아트원 진주공장 패쇄 | 11.2만 |
| 2008.10 | 계성제지 전 공장가동 중단 | 26만 |
| 2008.10 | 아트원제지, 한솔제지로 인수 | 38만 |
| | 홍원제지 워크아웃 | 31.4만 |
| 2008.11 | 남원제지 전 공장가동 중단 | 23만 |

출처: SMIC 리서치 4팀

**그림 5. 메이저 3사 점유율 변화**



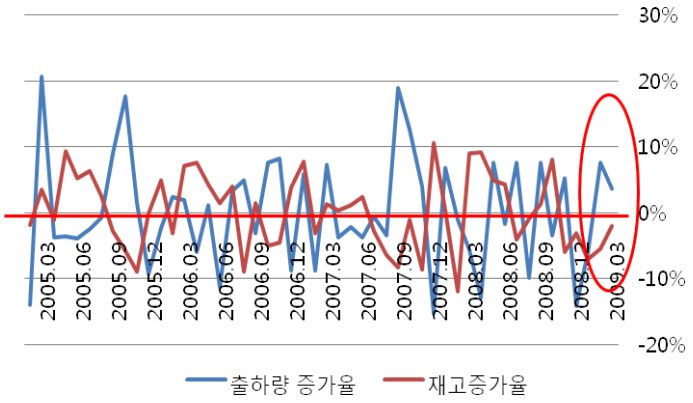

출처: 제지공업연합회, 한화증권 리서치센터, SMIC 리서치 4팀

### 1.3.2 공급자 중심 시장

**공급완화에 따라 공급자 중심 시장으로 변모**

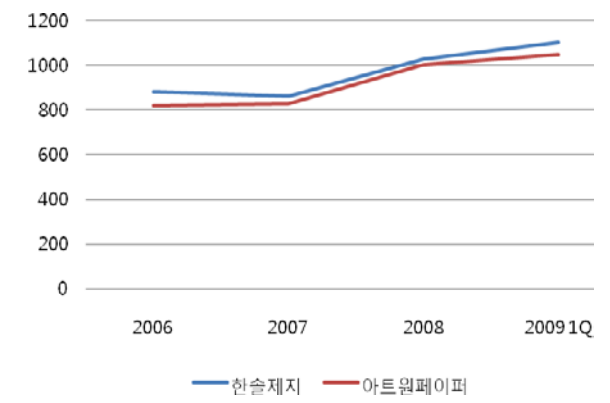
2009년 상반기부터 과점화에 따라 제지시장은 수요자 중심 (Buyer's market)에서 공급자 중심(Seller's market)으로 변환되기 시작하였다. 그 동안 출혈경쟁 때문에 하늘 높은 줄 모르던 원재료 값을 판매가격에 전가시키지 못하고 그대로 떠안았던 제지업체들은 이를 계기로 2006년 톤 당 80만원 대까지 내려갔던 내수 판매가를 100만원 이상으로 끌어올릴 수 있었다. (그림 7) 이를 2008년 3분기 최고점을 찍은 후 계속 하향 중인 펄프 및 고지 수입가격 하락과 함께 생각한다면 제지업체들의 이익률 폭은 더욱 늘어나게 되었다.(그림 8) 펄프의 경우 인쇄용지 중 백상지에 거의 100% 가깝게 쓰이고 그 외 아트지에도 20% 가량 쓰인다. 고지는 아트지 원재료의 나머지 80%에 사용되며, 동해 펄프에서 생산되는 약 14%의 펄프를 제외하고는 펄프와 고지 모두 전량 수입에 의존하고 있다. 올해에는 환율 또한 원재료 수입에 호의적으로 변하면서 제지업체들의 추가적인 이익 상승을 기대할 수 있다.(그림 9)

**그림 6. 출하량증가율과 재고증가율**



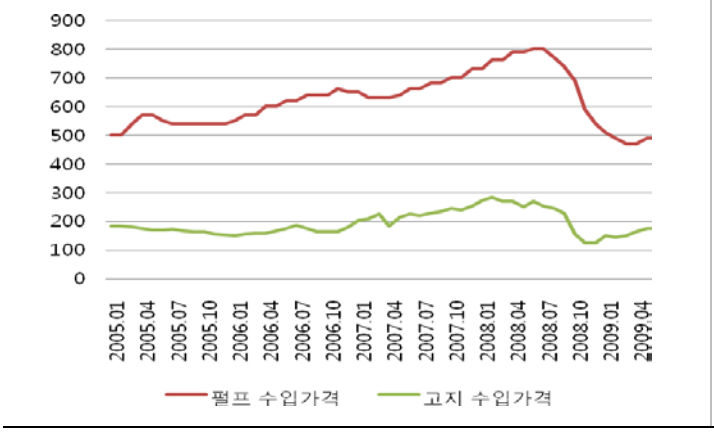

출처: KISLINE, SMIC 리서치 4팀

**그림 7. 인쇄용지 내수 단가 (단위: 천원/톤)**



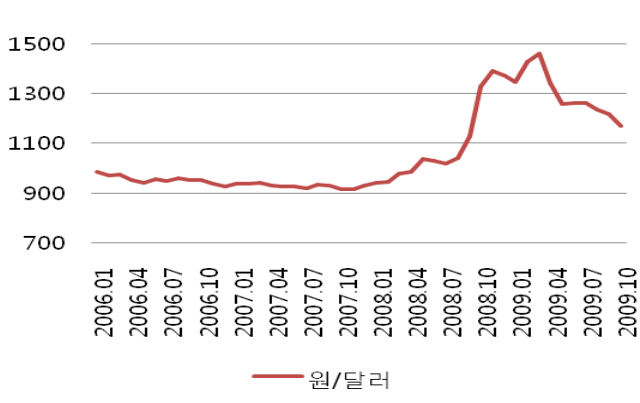

출처: KISLINE, SMIC 리서치 4팀

**그림 8. 펄프와 고지 수입오퍼가격 추이 (단위: $/톤)**




출처: 한국수입업협회, SMIC 리서치 4팀

**그림 9. 원/달러 환율 추이 (단위: 원)**




출처: 외환은행, SMIC 리서치 4팀

### 1.4 주요 업체 실적 턴어라운드

**Big 3 업체 2008년 말을 기점으로 턴어라운드; 제지업계의 기상**

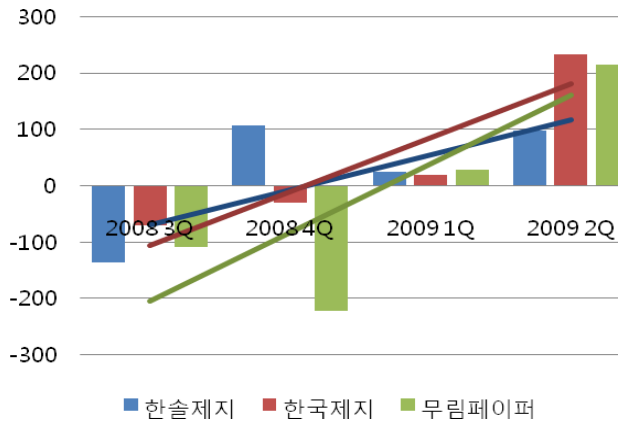
시장을 과점하고 있는 한솔제지, 한국제지, 무림페이퍼, 이 메이저 3사의 순이익 추이를 살펴보면 2008년 4분기를 기점으로 모두 성장을 경험하고 있는 공통점이 있다. (그림 10) 2008년 3분기까지 마이너스 순이익을 기록하다가 점차 증감률에서 플러스를 기록하며 한솔제지의 경우 4분기 100억 원의 순이익을 냈고, 한국제지와 무림페이퍼는 09년 1분기 각각 20억, 28억을 기록하며 손실이 아닌 순이익에 접어들었다. 1, 2분기 계열사 실적부진과 일시적인 위험회피회계 적용에 의한 한솔제지의 순이익 저조를 감안하더라도 모두 양의 성장을 보여주고 있다. 과점화에 따른 공급완화와 원재료 값 및 환율 하락이 미친 효과로 볼 수 있다. 앞서 본대로 이 3사의 시장점유율이 무려 80%에 달하기 때문에 이 같은 공통적인 실적 향상은 제지업계에 시사하는 바가 크다고 해석된다.

### 1.5 수출/수입

**수출물량 비중 비교적 안정화**

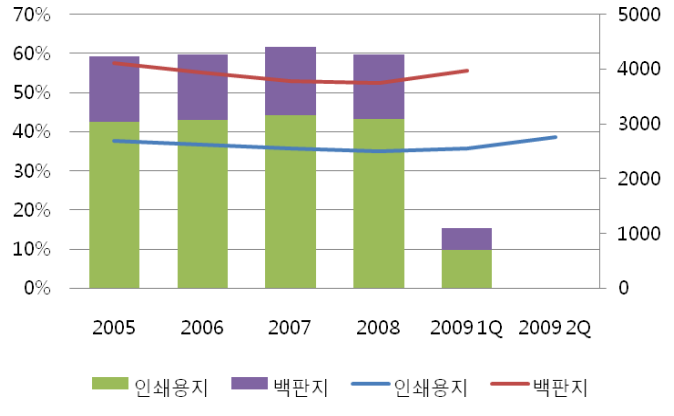
국내 시장에서의 공급과잉은 업체들로 하여금 해외시장에 눈을 돌리게 하였다. 인쇄용지의 경우, 1990년에는 총 출하량의 약 9%만이 수출되었지만, 지속적인 성장을 거듭하며 2004년 46%가 수출물량을 차지하게 되었다. 이후 해외업체들의 저가공략에 주춤하며 2008년 34%로 하락하였다가 2009년 2분기 다시금 반등한 38.6%를 기록하였다. 백판지 또한 2008년 소폭 하락했다가 2009년 1분기 회복세를 보였다. 전반적으론 안정적인 수출 비중을 유지하고 있다.(그림 11)

그림 10. Big 3 순이익 추이와 추세선 (단위: 억 원)




출처: 사업보고서, SMIC 리서치 4팀

그림 11. 총 출하량(우)과 수출 비중(좌) (단위: 천톤)




출처: 한국제지공업연합회, SMIC 리서치 4팀

**수출 규모 국가별 차이 보임; 비관적으로만 보긴 무리있음**

수출 대상 국가로는 2008년 기준 미국이 1위로 총 매출규모의 28%를 차지하고 있고 그 뒤를 이란, 호주, 중국, 일본이 뒤를 잇고 있다. 중국의 경우, 2004년 반덤핑 관세 부과 이후 수출의 감소세를 보이다 다시금 상승추세에 있다. 미국을 제외하고 2008년까지 전반적인 성장을 보인 수출은, 2009년에 접어들어 엔고현상에 따른 가격경쟁력 강화로 일본 수출은 증가세를 보였으나 미국, 이란, 호주는 저가 해외업체들과의 경쟁으로 눈에 띄는 성장을 보이지는 못했다. 백판지 수출에선, 미국을 제외한 대부분의 국가에서 수출의 증가세를 보였고 특히 2008 베이징 올림픽 특수 상황으로 인하여 중국시장에서 전년대비 100%에 달하는 성장을 보였다. 다만, 백판지의 용도가 경공업품, 제조품 포장용지로 쓰이기 때문에 세계 경기 침체에 따른 수요 감소와 중국 제지업체들의 생산설비 증설로 2009년은 2008년에 비해 규모에 있어서 다소 감소하였다. 그러나 2007년과 비교해선 여전히 성장세를 보이고 있다. 결론적으로 수출 자체에 있어서 호황을 맞은 건 아니지만 그렇다고 불황이라고 말하기도 어려운 상황이다. 어려움을 겪고 있다고 단정하기에는 이른 감이 있다.

**해외업체들에 비해 태생적인 경쟁 어려움은 존재**

제품의 해외수출에 있어서 국내 제지업체들은 동남아시아 국가나 중국 같은 해외업체들보다 불리한 위치에 있다. 인건비와 고정비에 있어서 경쟁력을 갖지 못하는 이유도 있지만, 가장 큰 이유는, 지리적 여건상 펄프를 자급할 수 없는데 있다. 해외 업체들은 직접 펄프를 생산하고 그 펄프로 제지 공정을 통해 제품을 만들어내는, 이른바 일관화 공장을 운영하기 때문에 공정 효율성을 통해 원가 경쟁력에서 국내 업체들을 앞설 수 있다. 그러나 저가 업체들이 따라오지 못하는 품질 개발에 힘쓰며 고품질이 요구되는 지종의 경우 여전히 국내 업체들이 선전을 지속하고 있고, 사실상 증가하는 총 출하량에서 수출의 비중은 주 수출처 국가의 경제상황 악화에도 불구하고 비교적 안정적인 흐름을 유지하고 있다.(그림 11)

**수입품의 전체비중은 약 10%이나 복사지 시장에서만큼은 해외업체들의 선전이 두드러짐**

수입의 경우, 인도네시아, 중국, 태국 등 저가 수입품이 큰 비중을 차지하고 있고, 일본, 미국으로부터의 고급인쇄용지 수입도 포함하고 있다. 전체 시장 유통 규모에서 수입품이 차지하는 비중은 10% 남짓이나 복사지 시장에서만큼은 태국의 더블에이를 비롯 수입업체들이 약 58%를 차지하며 강세를 보이고 있다. 한솔제지의 복사지 시장점유율은 약 7%이다.

# 2. 기업

- 제지업의 독보적인 1위 기업, 한솔제지, 기업의 개요와 크기 등을 숫자로 알아보자.

## 2.1 소개

**1965년 설립, 현재 국내 제지업의 선두업체**

1965년 '새한제지공업주식회사'로 설립된 동사는 1968년에 '전주제지주식회사'로, 그리고 1992년 지금의 '한솔제지주식회사'로 상호를 변경하였다. 삼성그룹에 속해있었던 동사는 1993년에 완전 분리된 후 독자적으로 '한솔' 기업집단을 형성하였다. '한솔' 기업집단에는 모기업인 동사를 포함, 국내에 16개사, 해외에 13개사 등 총 29개사가 소속되어 있다. 현재 동사는 국내 제지업에서 매출규모와 시장점유율 모두 1위 업체이다.

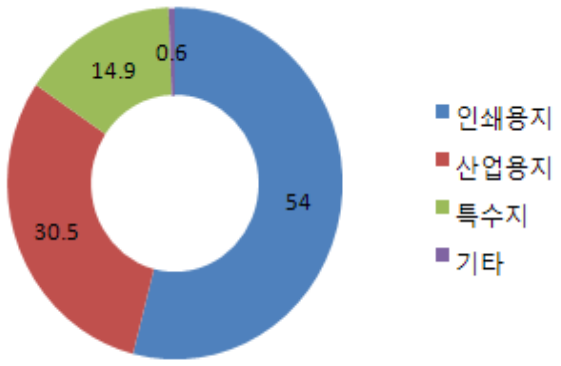
**동사의 사업부문은 인쇄용지, 산업용지 및 특수지로 분류된다**

동사의 사업부문은 크게 인쇄용지, 산업용지 및 특수지로 분류할 수 있다. 매출비중으로 인쇄용지가 약 53.3%로 가장 크고, 산업용지가 30.5%, 특수용지가 14.9%가 뒤를 잇고 있다.(그림 12) 인쇄용지 부문에서의 주요 생산품은 서적, 인쇄물에 쓰이는 고급 백색종이인 백상지와 이 백상지를 양면 코팅하여 화보, 카달로그 등에 쓰이는 아트지를 들 수 있고, 산업용지 부문에선 상품 포장지 혹은 케이스에 사용되는 백판지, 그리고 특수지 부문에는 영수증 등에 쓰이는 감열지, 감압지 등이 있다. 소득수준과 생활환경이 나아짐에 따라 아트지와 도공(코팅된) 백판지의 수요가 증가하고 있다.

**경쟁사 대비 매우 큰 매출액 규모**

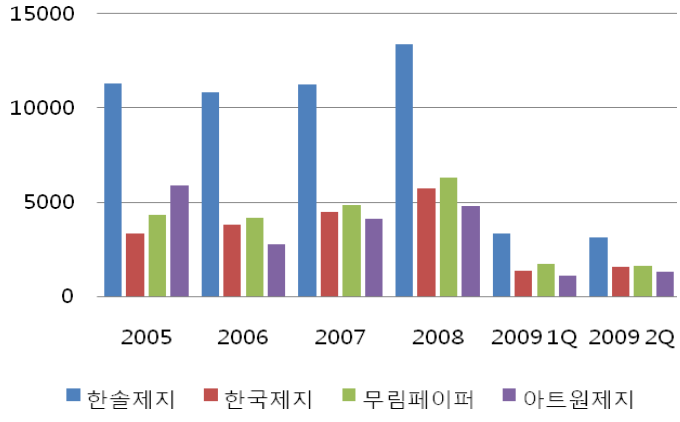
동사의 매출 규모는 2008년 기준, 약 1조 3천억 원으로 국내 제지업체 중 가장 크다.(그림 13) 경쟁사인 한국제지는 5700억, 무림페이퍼는 6300억 수준이다. 동일 업종의 자회사, 아트원제지의 매출은 4700억 원으로 동사와 아트원제지의 매출 규모를 함께 고려하면 시장에서 얼마나 큰 플레이어인지 알 수 있다. 동사의 2008년 매출액 상승률은 19.2%였다.

**그림 12. 매출 비중 (단위: %)**




출처: 사업보고서, SMIC 리서치 4팀

**그림 13. Big 3 매출 규모 (단위: 억 원)**




출처: 사업보고서, SMIC 리서치 4팀

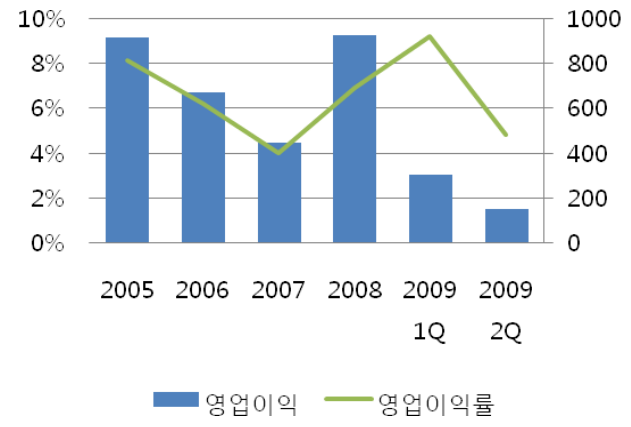
**경쟁사 대비 매우 큰 매출액 규모, 일시적 요인 제거하면 영업이익, 당기순이익 상승 중**

동사의 성장률 추이를 보면, 영업이익은 역시 전년도 기준으로 924억 원, 당기순이익은 28억 원을 기록하였고, 각각 약 7%의 영업이익률과 0.21%의 순이익률을 보였다.(그림 14, 그림 15) 2009년 2분기 영업이익률 감소는 위험회피회계의 적용 때문으로 일시적인 감소이고, 전반적으로 저조한 당기순이익은 계열회사의 실적 부진에 기인한 것이다. 2009년 2분기 계열회사들의 실적호조에 힘입어 당기순이익이 증가세를 나타내기 시작했고 하반기 투자지표는 보다 양호하게 나올 것으로 기대된다.

**1위 시장점유율**

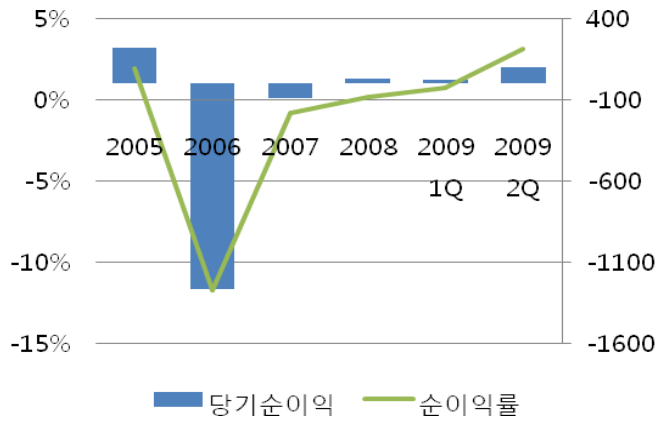
동사의 국내 시장점유율은 전년도 기준, 인쇄용지 부문에서 22.3%로 아주 미미한 차이로 한국제지 23%에 이어 2위이나 인수한 아트원제지와 합칠 경우 무려 39%의 시장점유율을 자랑한다. 산업용지 부문에서는 31.2%로 압도적 1위를 차지하고 있고 그 뒤를 대한펄프가 뒤따르고 있다.

**그림 14. 영업이익과 영업이익률 추이 (단위: 억 원)**



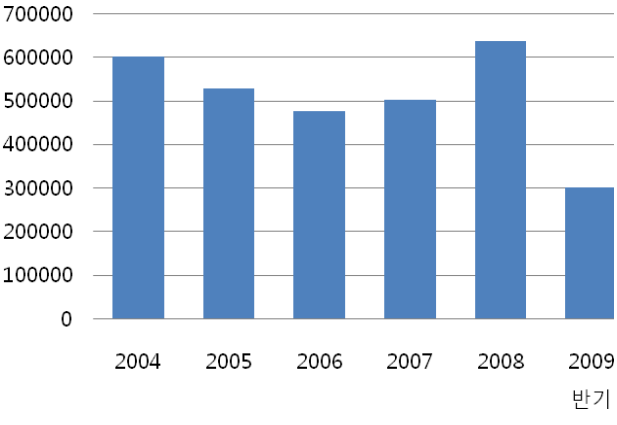

출처: 사업보고서, SMIC 리서치 4팀

**그림 15. 당기순이익과 순이익률 추이 (단위: 억 원)**




출처: 사업보고서, SMIC 리서치 4팀

**그림 16. 수출액 규모 추이 (단위: 백만 원)**




출처: 사업보고서, SMIC 리서치 4팀

**동사는 매출액 중 수출이 차지하는 비중은 47.6%이다**

2008년 동사의 매출액 중 수출이 차지하는 비중은 약 47.6%로 약 6370억 원 규모로 수출 비중이 비교적 큰 기업으로 볼 수 있다. 수출하는 국가는 미국, 중국, 이란, 일본 등이며 그 중 미국이 약 30%로 가장 많은 비중을 차지하고 있고, 중국, 이란, 일본 등이 특별한 우위 없이 넓게 퍼져 있다. 수출부문의 매출 규모 추이는 2004년 이래로 하향세를 보이다가 2007년부터 반등하여 올 상반기까지 호조를 나타내고 있다.

**2008년 펄프 및 고지 매입액은 5700억 원**

인쇄용지와 산업용지가 주 제품인 동사는 원재료 펄프와 고지 매입에 2008년 총 5787억 원, 2009년 반기 동안은 2026억 원을 사용했다. 동사는 경쟁사인 무림페이퍼에서 동해펄프를 인수하고 난 후 원재료 구입을 전량 수입에 의존하기 때문에 원재료 매입액 전액이 환율의 위험에 노출되어 있다.

**실수요 영업과 대리점 영업을 통해 판매**

제품의 판매는 직접 대형 인쇄소, 출판사 등에 납품하는 실수요 영업과 대리점을 통해 소형 실수요자를 접하는 대리점 영업을 하고 있으며 비율은 인쇄용지와 산업용지의 경우 4:6, 특수용지는 5:5 정도이다. 해외 수출의 경우도 방식은 국내와 동일하다.

### 2.2 계열회사

**계열사들 실적 개선, 흑자전환 줄이어 올해 반기말 지분법손익 흑자전환**

동사의 주요 계열회사로는 한솔개발, 한솔건설, 한솔홈데코, 등 건설업 관련 회사들과 동사와 동종업체인 아트원제지 등이 있다. 건설업 불황에 따라 2008년 지분법손실액 166억 원을 기록하며 동사 순이익률을 감소시키는 주요 원인으로 작용해 왔으나, 2009년 들어 매출액, 영업이익, 당기순이익 모두 상승세를 보이며 2분기에 흑자전환 성공하였다. 동종업체인 아트원제지 또한 2008년 동사에 인수되기 전까지 저조한 영업이익과 순이익을 기록하며 적자 행진을 지속해오다가 2009년 2분기 당기순이익 65억으로 흑자전환에 성공하였다. 이와 같은 계열사 턴어라운드는 2009년 반기 말 동사에게 지분법손익 44억을 안겨주었고 하반기 손익 개선 여력을 보여주었다.

# 3. 투자 매력

## 3.1 큰 덩치, 큰 식사

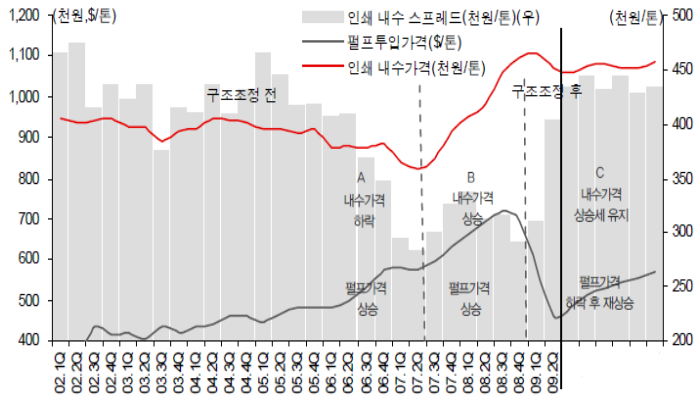
**과점화, 메이저사들에게 더 좋은 조건; 그 중 1등 기업이 가장 큰 수혜**

앞 그림 5에서 보는 바와 같이, 현재 제지산업의 전반적인 구조는 여러 개의 중소업체가 정리, 흡수 합병되고 거대한 3개의 메이저 업체로 조정되는 움직임을 보이고 있다. 이런 과점화의 결과로 공급완화가 일어남과 동시에 원재료 가격이나 환율 사정이 제지업체에게 호의적으로 바뀌면서, 살아남은 메이저 업체들은 이전보다 상대적으로 훨씬 좋은 조건에서 영업을 할 수 있게 되었다. 이러한 변화에 있어서, 이른바 "Big 3" 중에서도 압도적인 점유율과 매출규모를 지닌 동사가 이런 구조 변동으로 인한 가장 큰 수혜주라고 할 수 있다.

**압도적인 판매량과 생산능력, 원재료가-판가 스프레드 확대에서 빛을 발함; 실적 모멘텀**

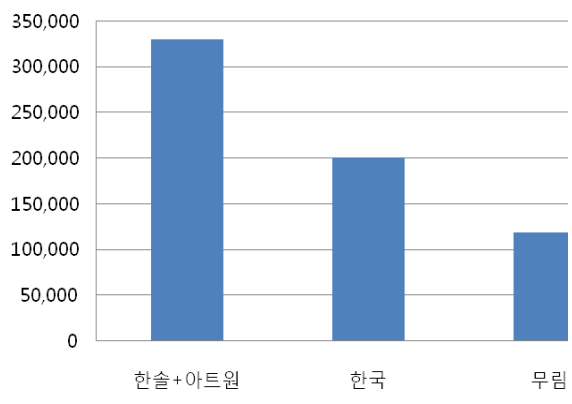
2009년 상반기, 인쇄용지 내수시장에서 동사를 비롯한 상위 경쟁사들의 판매량을 보면 그림 18과 같다. 동사와 아트원제지의 판매량은 합계 33만 톤 규모로 한국제지와 무림페이퍼의 총 판매량을 합친 것보다도 많은 양이다. 그림 17을 보면 2009년 2분기 들어 원가 대비 판가 스프레드가 큰 폭으로 커진 것을 확인할 수 있다. 이렇게 제품 한 단위당 마진이 종전보다 커진 호의적인 시장 상황에서, 동사의 압도적인 판매량은 경쟁사 대비 가장 큰 이익을 볼 것이라 예측할 수 있다. 또한 내수시장에서 동사의 생산능력은 이미 약 127만 톤으로 그 어떤 경쟁사보다도 크기 때문에 새로운 시장 파이가 생길 경우 가장 효과적으로 선점 할 수 있다. 이러한 실적 모멘텀의 경우, 인쇄용지 시장에 국한되지 않고 동사가 더욱 압도적인 점유율을 보이는 백판지 시장에서는 그 효과가 훨씬 클 것으로 본다.

**그림 17. 원재료가-판가 스프레드 (단위: 억 원)**




출처: 사업보고서, SMIC 리서치 4팀

**그림 18. Big 3 인쇄용지 판매량 (단위: 톤)**




출처: SMIC 리서치 4팀

### 3.2 자회사 실적 턴어라운드; 시너지 효과

**2008년 시장점유율 16% 기업, 아트원제지, 391억 원에 인수**

동사는 2009년 1월, 아트원제지의 지분 39.19%를 총 391억 원에 인수하였다. 아트원제지는 2008년도에 점유율 약 16%로 한국제지와 동사에 이어 3위를 차지했던 기업이다. 사업부문은 인쇄용지, 산업용지 및 기타지로 나눌 수 있으며 이 중 인쇄용지가 차지하는 비중이 전체 매출액 대비 약 87.3%에 이른다. 또한, 전체 매출액 중 내수로 인한 매출이 차지하는 비중은 약 67.4%로 동사와는 달리 좀더 내수기업에 가까운 면모를 보이고 있다.

**매출규모는 컸으나 인수 전까지 방만한 영업**

아트원제지의 매출액은 2008년도에 약 4764억 원으로 이는 동사 매출액의 36%에 달하는 수치이며 매출액 기준으로 동사의 자회사 중 가장 규모가 큰 업체이다. 인수될 당시 아트원제지는 앞서 언급했던 적자 누적과 낮은 신용등급으로 인하여 주 원재료인 펄프 구매 시 동사를 비롯한 타 경쟁사 대비 거의 10% 가깝게 고가에 구입하거나 제품의 현금 할인 판매가 주를 이루었던 영업 행태를 보였다.

**2분기 턴어라운드에 이어 흑자 영업 지속 가능성 높음**

아트원제지는 동사에 인수된 이후 올 1분기에도 41억 원의 적자를 기록하였다. 그러나 올 2분기에 턴어라운드를 이루면서 65억 원의 흑자를 기록하였고, 이 추세는 앞으로도 지속 가능할 것으로 보인다. 이는 펄프의 경우 동사와의 공동 구매를 통해 타 경쟁사 대비 5%이상 할인이 가능해지면서 결과적으로 기존보다 10% 이상 저렴한 가격으로 구매가 가능하게 되었고 제품 가격도 평균 판가 수준까지 회복되었기 때문이다. 아트원제지의 이러한 변화는 동사의 지분법손익의 턴어라운드를 가져다 주며 동사 순이익률 상승에 일조하고 있다.

### 3.3 현금흐름위험회피회계; 일시적 해프닝

**위험회피회계**

위험회피회계란 2008년에 막대한 외화손실을 입은 기업들을 지원하고자 마련한 구제책으로 원래는 당기 손익에 영향을 미쳐야 할 환산손익을 일시적으로 자본항목으로 처리하게 해주는 것이다.

**효과 제거하면 436억 원의 영업실적; 전분기 대비 42% 상승**

동사의 2009년 2분기 매출액은 전년동기 대비 2.6% 증가한 3,248억 원, 영업이익은 150억으로 전년 대비 17% 감소하였다. 영업이익이 전년동기 대비 크게 감소한 이유는 영업적 측면이 아닌 위험회피회계 적용에 따른 일시적인 외환손실로 보인다. 일시적인 효과로 인한 손실액을 계산해보면 276억 원으로 이를 영업이익에서 제거하면 제대로 된 값은 약 436억으로, 전분기 대비 약 42% 상승한 수치이다.

**단기적 이벤트, 향후 주가변수에 영향 없음**

동사는 2008년 4분기에 총 1억3천만 달러의 외화차입금 중 9천만 달러에 대해 2009년 2분기에 받을 매출채권을 외화위험회피수단으로 지정하였다. 동사는 이를 통해 2008년 연간 순이익 28억 원으로 흑자전환에 성공하였다. 한편, 자본 계정에 숨겨놓았

던 외화관련 손실은 2009년 2분기에 손익계산서에 반영되었는데 이로 인한 손실은 2분기에만 적용되는 단기적인 이벤트로 향후 주가 변수에는 해당하지 않을 것으로 보인다.

**그림 19. 외화차입금 만기 도래에 따른 손실액**

| | | A | B | | C | D=B*(A-C) |
|---|---|---|---|---|---|---|
| 구분 | 차입처 | 적용환율 | 적용액(천달러) | 만기시점 | 만기시점 철말환율 | 외화관련손실예상액(백만원) |
| 외화차입금 | 우리은행 | 1,000.2 | 30,000 | 09년 4월 | 1,348.0 | -10,434 |
| 외화사채 | 산업은행 | 1,000.2 | 60,000 | 09년 6월 | 1,284.7 | -17,070 |
| 합계 | | | 90,000 | | | -27,504 |

출처: 한솔제지, 한화증권 리서치센터, SMIC 리서치 4팀

# 4. 이슈 및 위험요소

## 4.1 무림 페이퍼 증설

**무림 페이퍼의 일관화 공장 증설 계획**

무림 페이퍼가 동해 펄프를 인수하면서 제지 산업에 큰 이슈가 되고 있다. 동해 펄프는 우리나라에서 유일하게 펄프를 만드는 회사인데 무림 페이퍼가 2008년 인수를 하면서 45만 톤 규모의 일관화 공장을 증설하려고 한다. 구제적으로는 2011년 6월 준공하여 2012년부터 본격적으로 가동될 예정이라고 한다. 일관화공장의 장점은 운송을 위해 건조된 후 매입해 온 펄프를 다시 물에 적실 필요 없이, 바로 죽 상태의 펄프를 제지 공정에 쓸 수 있어서 종이의 품질을 높일 수 있고 원가를 15%이상 절감할 수 있다는 점이다.

**제지산업 공급과잉 재발 가능성 존재**

무림페이퍼의 입장에서는 원가경쟁력을 갖추는 일관화 공장 설립이 매력적이지만 제지산업의 입장에서 보면 과잉 생산에 따른 출혈경쟁의 재발이 위험요소로 자리잡게 된다. 추가로 생산되는 45만 톤 중 일부만 내수로 판매된다고 하지만 2006년 한국제지가 16만 톤을 증설함으로써 공급과잉 사태가 일어난 것을 감안한다면 어느 정도 영향을 끼칠 수 있음을 알 수 있다. 만약 공급과잉 사태가 일어나 출혈경쟁이 심화 된다면 규모의 경제를 실현할 수 있는 동사의 경우 다시 호황기가 올 때까지 살아남아 더 강력한 과점체제를 이룰 수 있겠지만 출혈경쟁으로 인한 손실은 그대로 받아야 되는 상황이다.

**무리한 인수, 투자자금 회수 여부 주목**

하지만 무림 페이퍼가 동해 펄프를 인수하고 대규모 공장을 설립하는데 재무적으로 무리를 하고 있다는 점이 있다. 인수를 하면서 약 3066억 원 정도의 자금이 들었으며 공장 설립을 위해 4500억 원의 자금이 들어가고 있다. 공장 설립에 들어가는 4500억원 중 2000억 정도는 자체 조달을 하고 나머지는 차입을 한다고 하지만 1000억 정도의 영업이익을 내는 회사에게는 무리한 변수임이 분명하다.

**2039년까지 무리없이 운영되야 투자자금 회수 가능**

이에 따라 몇 가지 가정을 통하여 무림의 일반화 공장 투자에 따른 수익성 여부를 조사하여 보았다. 일관화 공장 투자 금액은 4200억 원, 동해펄프를 인수하는데 든 비용 3095억, 증설 규모는 45만 톤이 될 예정이고 전체적인 조달 금리는 6% 정도일 전망이다. 이때 연간 45만 톤 중 최대 94%만큼 판매, 제품 가격은 톤당 102만원, 매출은 2012년부터 발생, 1500억 원의 유상증자와 500억의 현금 투자 이외에는 모두 차입 조달로 보았다. 한편 조달 금리는 6%, 상환 방식은 2년 거치 5년 원리금 균등 분할 상환을 가정하였다. 매출원가는 경쟁사 평균인 80%에 원가 절감률 15%를 할인하였고 판관비율은 경쟁사 평균인 13%, 법인세율 22%, WACC 12%를 적용하였다. WACC의 경우 무림페이퍼의 부채와 자본 상황, 베타, 장기차입금 상황을 고려하여 산출하였다. 비교적 무림페이퍼에 호의적으로 잡은 이 가정들로 산출해본 결과 2039년까지 잘 운영하여야 투자 금액을 회수할 수 있음을 확인하였다. 더군다나 출혈경쟁으로 인한 단가 하락 및

판매 비율 감소를 고려한다면 더욱 수익성은 악화될 것이다. 만약 무림페이퍼가 출혈경쟁을 통해 과점체제로의 전환까지 잘 한다면 수익성은 좋아지겠지만 이를 종합적으로 볼 때에는 다소 무리한 투자일 수 있다고 볼 수 있다. 이런 무리수를 가지고 공급과잉이 왔을 때 동사를 상대로 우월한 경쟁을 할 수 있을지는 불투명하다.

### 4.2 반덤핑 규제

미국

**동남아업체, 중국업체 반덤핑 규제 걸림, 동사는 무혐의, 미국내 판매 실적 상승 예상**

뉴페이지를 비롯한 미국 제지업체 3개사는 미국 상무부에 중국 및 인도네시아산 아트지에 대한 덤핑혐의 조사를 요청한 상태이다. 예비판정은 6개월, 최종판결은 1년 정도 소요되는데 중국은 저금리대출, 세제 혜택으로, 인도네시아는 저렴한 원재료 제공 등의 방법으로 자국에 간접적으로 도움을 받고 있음이 밝혀짐에 따라 빠르면 3개월 후부터 시장 가격 수준으로 가격을 올려야 하는 등의 결정에 직면하게 된다. 동사와 무림페이퍼, 한국제지는 이미 무혐의 판정을 받은 상태라 이에 대한 수출 증대를 바라볼 수 있게 되었다. 수출시장 중 단가가 가장 높은 시장이면서 동사 수출액 중 가장 많은 비중을 차지하는 미국에서 판매량이 늘어날 수 있다는 점은 동사에 매우 긍정적인 요소로 작용할 예정이다.

중국

**중국의 반덤핑 규제 종료, 수출 호조 예상**

지난 6월 30일 중국 상무부에서 수입 신문용지에 부과하던 반덤핑 조치를 종료한다고 발표하였다. 이전에 동사는 17.11%, 그 외 업체들에는 55.9%의 관세가 붙어서 1998년 이후로는 중국으로의 수출규모가 매우 수축된 상태였다. 현재 중국 시장은 국내 시장의 4배 규모로 반덤핑 관세가 기록되기 전인 1998년에 3500만 달러를 기록한 바를 볼 때 최고 7000만 달러까지 회복할 수 있을 것으로 전망하고 있다.

한국

**해외업체 4곳 담합 적발, 국내시장 영업 규모 축소**

2008년 12월, 공정거래위원회는 인도네시아의 인타 키아트(APP), 싱가폴리 에이에프피티(APRIL), 태국의 어드밴스 페이퍼(AA), 중국의 유피엠 창슈(UPM)를 상대로 복사용지 수출가격 담합을 적발하고 과징금 총 3,988백만 원을 부과하기로 결정하였다. 이 가격담합 금지명령은 해외업체들의 국내 활동 규모를 축소시키며 상대적으로 국내 업체들의 반사이익을 초래할 것으로 보인다.

## 5. 기업가치

- 동사는 순이익 창출에 있어서 자회사 실적 비중이 크기 때문에 RIM을 이용하여 가치를 산출하였다.

**공급와화에 따른 판가 상승과 수출 호조세를 예상, 2012년엔 공급과잉 싸이클 온다고 가정**

동사의 매출액 예측은, 우선 공급완화 덕분에 단가상승 여력이 있음을 반영하였다. 인쇄용지의 경우 2009년 1분기 단가가 2008년 평균 판매단가에 비해 약 7% 상승하였다. 무림페이퍼의 일관화 공장 완공예정인 2012년까지는 단가상승 여력을 충분히 활용하며, 또한 수출에 있어서, 수출액의 약 30%를 차지하는 미국시장에서의 선전과 중국에서의 반덤핑규제 종료를 감안, 2009년 9%, 그 후 2012년까지 12%에서 점차 하락하는 매출액 성장률을 잡았다. 2012년 이후에는 공급과잉 재발을 가정하고, 메이져 3사끼리는 경쟁이 심화, 마진 스프레드 또한 감소한다고 가정하여 약 5%의 성장을 예측하였다.

**아트원제지 인수 후 매출총이익 상승률 반영**

아트원제지를 인수하면서 원재료 구입에 있어서 기존 보다 약 5% 싼 값에 매입을 할 수 있게 된 점을 고려, 전체 매출원가 중 원재료 매입액의 비중은 70%이므로 매출원가는 3.5% 감소한다. 따라서 매출총이익률은 예상 매출액에서 감소된 매출원가를 적용하여 약 23%에서 33%까지 점차 증가하는 것으로 나타냈다.

**위험회피회계 효과 최대한 배제하여 영업이익률 산출**

영업이익률은 2009년은 2분기 위험회피회계 적용을 감안해서 지난 9년 최저치인 4%를, 2010년부터 2012년까지는 위험회피회계 효과 실질 가치보다 높아진 2008년과 낮아진 2009년 2분기를 제외하고 이전 9년치 평균인 약 8%에 과점 프리미엄을 부과해서 10%로 산출하였다. 공급과잉이 예상되는 2013년부터는 다시금 하락세로 접어들어 2014년까지 이전 공급과잉 때 기록했던 7% 점진 하락 가정을 적용하였다.

**그림 20. ROE 추정치 종합** (단위: 톤)

| | 2008 | 2009 | 2010 | 2011 | 2012 | 2013 | 2014 | 평균(08제외) | 과거 9년 평균 |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| 조세부담률 | 25.39% | 78.09% | 78.02% | 78.01% | 78.01% | 78.01% | 78.01% | 78.03% | -43.24% |
| 이자부담률 | 11.98% | 39.92% | 86.03% | 96.10% | 104.23% | 107.93% | 109.45% | 90.61% | -78.72% |
| 매출액총이익률 | 18.51% | 19.00% | 24.00% | 28.00% | 30.00% | 25.00% | 22.00% | 24.67% | 19.95% |
| 매출액관관비율 | 11.60% | 15.00% | 14.00% | 18.00% | 20.00% | 17.50% | 15.00% | 16.58% | 11.54% |
| 영업이익률 | 6.92% | 4.00% | 10.00% | 10.00% | 10.00% | 7.50% | 7.00% | 8.08% | 8.41% |
| 자산회전율 | 0.9115 | 0.9000 | 0.9500 | 1.0000 | 1.0500 | 1.0000 | 0.9000 | 96.67% | 0.6263 |
| 재무레버리지 | 2.83 | 2.80 | 2.80 | 2.80 | 2.80 | 2.80 | 2.80 | 280.00% | 2.66 |
| ROE | 0.54% | 3.14% | 17.85% | 20.99% | 23.91% | 17.68% | 15.06% | 16.44% | 18.66% |

출처: SMIC 리서치 4팀

**자회사 실적 호조 예측을 바탕으로 영업외수익 증가를 가정**

영업이익대비 영업외수익 비율은 올해 상반기 아트원제지의 흑자전환과 동사와의 시너지효과 지속을 고려하였고 한솔개발, 한솔건설, 한솔홈데코 등 건설업 관련 자회사의 실적은 보수적으로 보았다. 2009년 총 영업외수익은 550억으로 예상하여 94%의 비율을 구하였고 이후 2012년까지 성장을 적용하여 영업외수익을 산출한 다음, 이후에는 5% 성장치를 영업이익예상치로 나누어 비율을 나타내었다. 영업이익대비 영업외손실 비율은 영업외이익과 반대로 감소한다는 가정하에 산출하여 2009년에 150%, 2012년까지 36%로 감소하다가 후에 50%대 초반의 비율이 적용되었다.

**그림 21. 영업이익 대비 영업외손익 비율**

| | 2008 | 2009 | 2010 | 2011 | 2012 | 2013 | 2014 | 평균(08제외) | 과거 10년 평균 |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| 영업이익대비 영업외수익 비율 | 62.45% | 94.42% | 41.21% | 40.84% | 40.84% | 61.27% | 61.27% | 56.64% | 182.86% |
| 영업이익대비 영업외비용 비율 | 150.47% | 154.50% | 55.18% | 44.74% | 36.61% | 53.34% | 51.82% | 66.03% | 351.34% |
| 영업이익대비 영업외손익 비율 | -88.02% | -60.08% | -13.97% | -3.90% | 4.23% | 7.93% | 9.45% | -9.39% | -168.48% |
| 이자부담률 | 11.98% | 39.92% | 86.03% | 96.10% | 104.23% | 107.93% | 109.45% | 90.61% | -68.48% |

출처: SMIC 리서치 4팀

| | |
|---|---|
| 자기자본비용 | 12.14% |
| 1년치일별베타 | 0.98201 |
| Adj.한국시장프리미엄 | 7.00% |
| 3년만기국채수익률(2008년 평균) | 5.27% |

| | |
|---|---|
| 자기자본장부가치 | 499,995,341 |
| RI 현재가치의 합 | 115,100,013 |
| PV of CV | 23,644,453 |
| Value of the Equity | 638,739,807 |
| 발행주식수(희석효과고려) | 43,624,470 |
| **적정주가** | **₩ 14,642** |
| **현재주가** | **₩ 12,450** |
| **안전마진** | **18%** |

위와 같은 가정으로 기업가치를 구해본 바, **목표주가 14,642원으로,** 2009년 10월 16일 종가 12,450원 대비 **18%의 상승여력**을 보여주었다. **따라서 한솔제지에 대해 BUY 의견을 제시한다.**


## Notice.

본 보고서는 서울대 투자연구회의 리서치 결과를 토대로 한 분석보고서입니다. 보고서에 사용된 자료들은 서울대 투자연구회가 신뢰할 수 있는 출처 및 정보로부터 얻어진 것이나, 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없음으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 종목 선택이나 투자시기에 대한 최종 결정을 내리시기 바랍니다. 따라서, 이 분석보고서는 어떠한 경우에도 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 또한, 이 분석보고서의 지적재산권은 서울대 투자연구회에 있음을 알립니다.

# 6. 부록

## 손익계산서

| (100Mn.) | 2005.12 | 2006.12 | 2007.12 | 2008.12 |
|---|---|---|---|---|
| **매출액** | 11,269 | 10,777 | 11,204 | 13,360 |
| 매출원가 | 8,826 | 8,742 | 9,331 | 10,887 |
| **매출총이익** | 2,443 | 2,035 | 1,872 | 2,473 |
| 판매비및 일반관리비 | 1,529 | 1,366 | 1,425 | 1,549 |
| 인건비 | 167 | 147 | 140 | 158 |
| 감가상각비 | 38 | 40 | 41 | 41 |
| 무형자산상각비 | 28 | 28 | 28 | 24 |
| 기타판매비및 일반관리비 | 348 | 347 | 364 | 380 |
| **영업이익** | 914 | 669 | 448 | 924 |
| 영업외손익 | -552 | -1,253 | -435 | -813 |
| 이자수익 | 26 | 15 | 21 | 25 |
| 이자비용 | 500 | 467 | 410 | 420 |
| 외환차손익 | 31 | 120 | -6 | -267 |
| 외화환산손익 | 72 | 72 | -13 | -134 |
| 지분법이익 | 164 | 60 | 71 | 12 |
| 기타영업외손익 | -11 | -287 | -52 | -36 |
| **세전계속사업이익** | 362 | -584 | 13 | 111 |
| 법인세비용 | 140 | 678 | 99 | 83 |
| 계속사업이익 | 222 | -1,262 | -86 | 28 |
| 중단사업이익 | | | | |
| **당기순이익** | 222 | -1,262 | -86 | 28 |
| EPS (원) | 569 | -3,175 | -214 | 70 |
| 수정EPS | 569 | | | |

## 대차대조표

| (100Mn.) | 2005.12 | 2006.12 | 2007.12 | 2008.12 |
|---|---|---|---|---|
| **유동자산** | 3,303 | 3,205 | 3,479 | 4,431 |
| 현금등가물 및 단기금융 | 127 | 46 | 7 | 326 |
| 시장성유가증권 | 0 | 0 | 148 | 0 |
| 매출채권 | **1,507** | **1,508** | **1,828** | **1,983** |
| 재고자산 | 1,404 | 1,430 | 1,283 | 1,715 |
| **비유동자산** | 12,647 | 11,291 | 10,842 | 10,523 |
| 투자자산 | 2,876 | 2,325 | 2,182 | 2,027 |
| 유형자산 | 8,884 | 8,724 | 8,545 | 8,413 |
| 무형자산 | 146 | 87 | 50 | 18 |
| **자산총계** | 15,950 | 14,496 | 14,321 | 14,954 |
| **유동부채** | 6,220 | 4,312 | 4,232 | 7,052 |
| 매입채무 | 849 | 539 | 916 | 878 |
| 단기차입금 | 1,894 | 1,364 | 1,179 | 1,311 |
| 유동성장기차입금 | 33 | 33 | 16 | 394 |
| **비유동부채** | 3,231 | 4,727 | 4,783 | 2,902 |
| 사채 | 3,047 | 4,370 | 4,181 | 2,293 |
| 장기차입금 | 48 | 130 | 398 | 461 |
| **부채총계** | 9,452 | 9,039 | 9,015 | 9,954 |
| 자본금 | 2,181 | 2,181 | 2,181 | 2,181 |
| 자본잉여금 | 4,201 | 4,201 | 3,454 | 3,437 |
| 이익잉여금 | 581 | -745 | -86 | 4 |
| 자본조정 | -257 | -206 | -193 | -158 |
| **자본총계** | 6,499 | 5,457 | 5,307 | 5,000 |

## 현금흐름표

| (100Mn.) | 2005.12 | 2006.12 | 2007.12 | 2008.12 |
|---|---|---|---|---|
| **영업활동으로인한현금흐** | 668 | 479 | 851 | 158 |
| 당기순이익 | 222 | -1,262 | -86 | 28 |
| 비현금수익비용가감 | 735 | 1,576 | 584 | 764 |
| 유형자산감가상각비 | 456 | 448 | 457 | 460 |
| 무형자산상각비 | 46 | 42 | 37 | 32 |
| 퇴직금여 | 78 | 72 | 52 | 86 |
| 외화환산손익 | -76 | -73 | 13 | 134 |
| 지분법평가손익 | 160 | 479 | 851 | 158 |
| 기타 | 71 | 608 | -825 | -106 |
| 영업활동으로인한자산부 | -289 | 165 | 353 | -634 |
| **투자활동으로인한현금흐** | -151 | -445 | -353 | -481 |
| 유형자산 투자 | -307 | -446 | -339 | -373 |
| 유형자산 처분 | 12 | 12 | 17 | 113 |
| 무형자산 증감 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 투자자산 증감 | 59 | 25 | -30 | 68 |
| 기타 | 86 | -37 | -1 | -290 |
| **재무활동으로인한현금흐** | -883 | -65 | -537 | 341 |
| 장단기차입금증가 | -144 | -415 | 93 | 467 |
| 사채증감 | 1,393 | 3,101 | 1,096 | 1,194 |
| 자본증감 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 배당금의지급 | -154 | -59 | 0 | 0 |
| 기타 | -1,978 | -2,691 | -1,726 | -1,319 |
| **영업투자재무활동기타현** | 0 | 0 | 0 | 0 |
| **순현금흐름** | -366 | -31 | -39 | 18 |
| 기초현금 | 444 | 77 | 46 | 7 |
| 기말현금 | 77 | 46 | 7 | 26 |

## 주요투자지표

| (₩,%) | 2005.12 | 2006.12 | 2007.12 | 2008.12 |
|---|---|---|---|---|
| **Growth Ratios** | | | | |
| 매출액성장률 % | -4.2% | -4.4% | 4.0% | 19.2% |
| EBITDA성장률 % | -24.4% | -18.1% | -18.7% | 50.3% |
| EBIT성장률 % | -34.6% | -26.8% | -33.1% | 106.3% |
| 총자산성장률 % | -8.4% | -9.1% | -1.2% | 4.4% |
| **Profitibility Ratios** | | | | |
| 매출총이익률 % | 21.7% | 18.9% | 16.7% | 18.5% |
| EBITDA마진률 % | 12.6% | 10.8% | 8.4% | 10.6% |
| EBIT마진률 % | 8.1% | 6.2% | 4.0% | 6.9% |
| 세전계속사업이익률 % | 3.2% | -5.4% | 0.1% | 0.8% |
| 당기순이익률 % | 2.0% | -11.7% | -0.8% | 0.2% |
| **Stability Ratios** | | | | |
| 부채비율 % | 145.4% | 165.6% | 169.9% | 199.1% |
| 순부채비율 % | 118.5% | 138.5% | 130.4% | 150.8% |
| 유동비율 % | 53.1% | 74.3% | 82.2% | 62.8% |
| 당좌비율 % | 30.5% | 41.2% | 51.9% | 38.5% |
| 이자보상배율 | 1.8 | 1.4 | 1.1 | 2.2 |
| **Performance Ratios** | | | | |
| ROE % | 3.4% | -21.1% | -1.6% | 0.5% |
| ROA % | 1.3% | -8.3% | -0.6% | 0.2% |
| ROIC % | 9.9% | 12.1% | -27.8% | 2.1% |
| **Per Share Ratios** | | | | |
| 수정EPS | 509 | -2,892 | -197 | 64 |
| 주당순자산 | 14,897 | 12,509 | 12,164 | 11,461 |
| 주당현금흐름 | 1,659 | -1,768 | 936 | 1,193 |
| 주당배당금 | 150 | 0 | 0 | 0 |