

지주회사

한솔그룹 지배구조 개편과 투자전략

비중확대 (Maintain)

Industry Report
2015.4.15

지주회사

정대로
02-768-4160
daero.jeong@dwsec.com

서윤석
02-768-4127
yoonseok.seo@dwsec.com

한솔그룹, 한솔제지와 한솔로지스틱스 중심으로 지주회사 전환 추진 중

한솔그룹은 지주회사 전환을 위해 기존 한솔제지를 투자 및 사업부문으로 분할해 각각 한솔홀딩스(004150)와 한솔제지(213500)로 재상장하였고, 이후 한솔로지스틱스(009180) 역시 투자 및 사업회사로 인적분할한 뒤 투자회사를 한솔홀딩스에 흡수합병하는 계획을 진행 중.

한솔홀딩스는 금번 합병을 통해 로지스틱스가 보유한 계열사 지분(제지 8.1%, 라이팅 29.4% 등)의 확보가 가능해져 주력 자회사 한솔제지 지분이 7.3%에서 15.3%까지 확대되는 한편, 그룹 내 대부분의 순환출자 고리의 해소로 지주회사 요건 충족이 보다 용이해짐.

향후 전망: 일정 유예기간 내 지주회사 요건의 충족 필요

(1) 자회사 지분율의 요건 충족

한솔홀딩스는 자회사 한솔제지(15.3%), 한솔테크닉스(14.8%), 한솔EME(18.9%) 등에 대한 추가 지분 확보 필요.(공정거래법상 자회사 지분 보유의무: 상장 20%, 비상장 40% 이상)

한솔홀딩스가 부족한 자회사 지분은 일정 유예기간(2년) 내 공개매수 방식에 의거 현물출자-유상증자(신주발행)의 절차나, 계열사 지분조정을 통한 방법 등으로 충족할 것으로 예상됨.

(2) 상호 및 순환출자의 해소

한솔홀딩스는 한솔로지스틱스 투자부문의 합병 후에도 그룹 내 2개의 순환출자 고리(① 한솔홀딩스→한솔테크닉스→한솔라이팅→한솔EME→한솔홀딩스, ② 한솔홀딩스→한솔라이팅→한솔EME→한솔홀딩스)가 존재함. 한편 한솔홀딩스는 금번 합병으로 한솔케미칼, 한솔EME, 한솔PNS와 상호출자가 발생하게 되는데, 유예기간(6개월) 내 지분매각을 통한 해결이 예상되며 이 경우 자연스럽게 그룹 내 남은 순환출자 고리 역시 일괄 해소가 가능해짐.

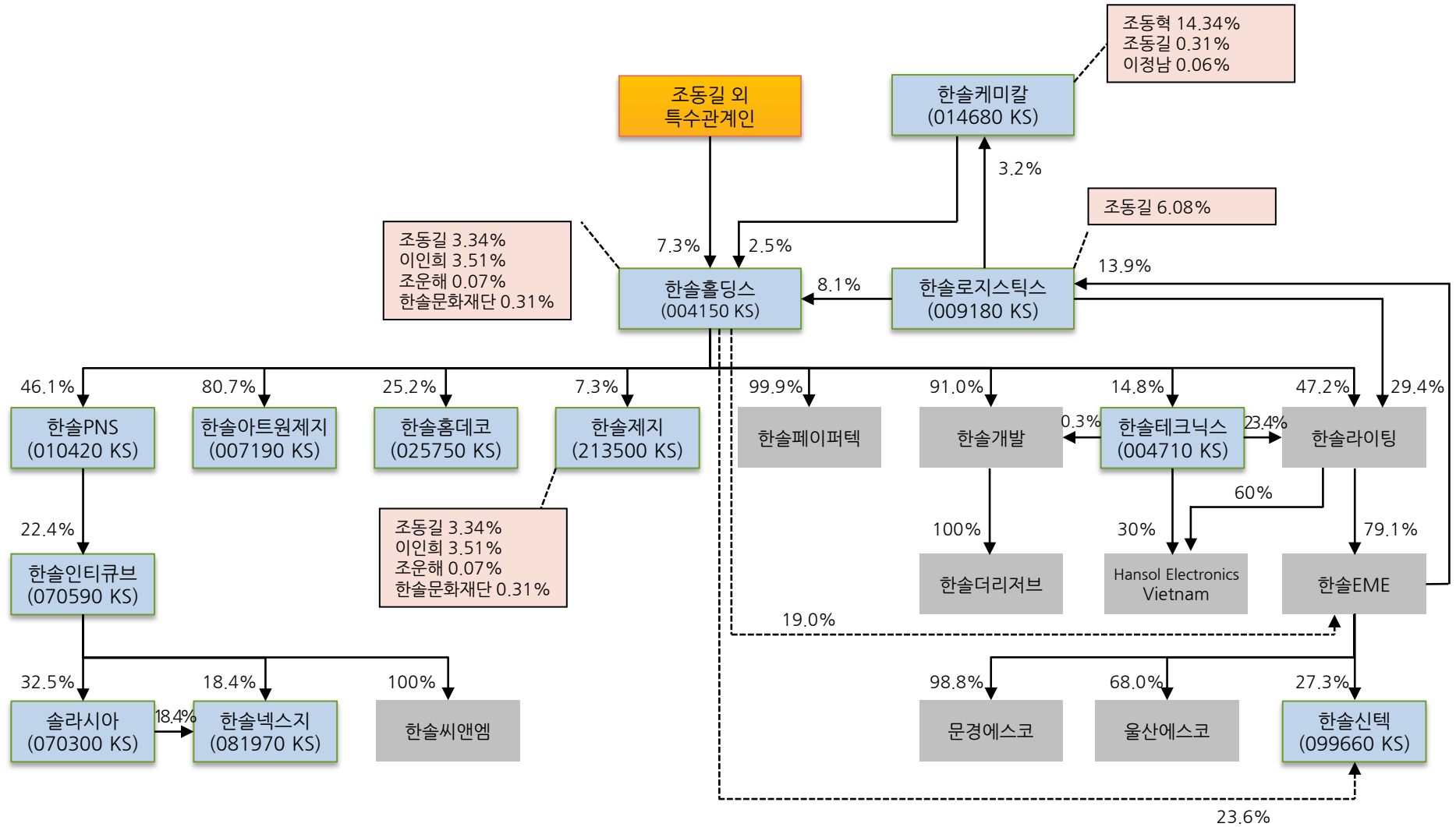
투자전략: 상장 계열사의 사업가치 제고 노력 예상

한솔그룹의 지주회사 전환의 필요성은 지배구조의 투명성 증대, 각 사업부의 독립 경영체계 확립 및 지배주주 일가의 안정적인 지배력 확보에서 찾을 수 있음. 통상적으로 지주회사 요건 충족을 위해 유예기간 내 지주회사는 자회사 지분에 대한 공개매수 과정이 진행하는데, 이 경우 사업자회사의 주가가 높을수록 현물출자 시 지주회사 신주 발행을 통한 주식교환에서 신주를 보다 많이 확보할 수 있음을 상기. 따라서 한솔그룹 역시 공개매수 전까지 현물출자 대상 사업자회사의 영업가치 제고를 위해 적극적으로 노력하려는 유인을 예상.

한솔로지스틱스(009180): 한솔그룹 관계사와 삼성그룹 등 기 확보한 고정거래처를 위주로 물류서비스를 제공해 안정적인 매출 창출이 가능. 2014년에는 수익성이 낮은 비핵심 사업을 축소하면서 매출이 소폭 감소하였으나, 2015년부터 컨테이너 복화운송 서비스(C-SCM), B2B 의류물류 택배사업 등 신규 사업의 본격화와 M&A를 통한 해외물류 사업역량의 강화가 예상되는 바 중장기적으로 매출 성장세가 지속될 것으로 전망됨.

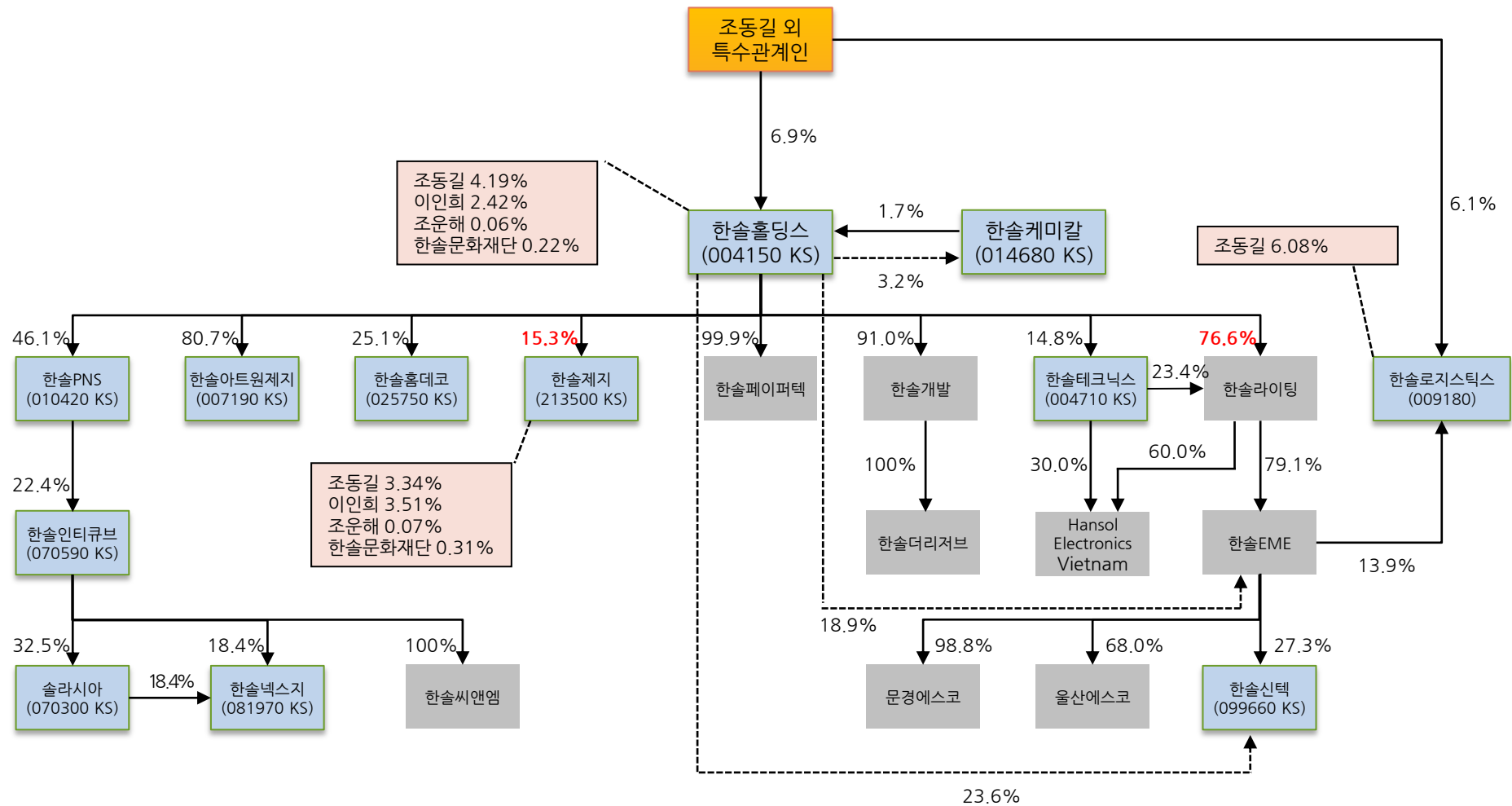
한솔제지(213500): 국내 제지시장 내 우수한 사업지위와 다각화된 지종 포트폴리오에 기반하여 안정적인 현금창출력 시현 예상. 또한 고수익 지종의 매출비중 증대로 점진적인 수익성 개선이 가능하며, 특히 지주회사 체제 전환 이후 직접적인 계열지원부담이 완화됨에 따라 추후 차입금의 순상환을 통해 점진적인 재무구조 개선 또한 예상할 수 있음.

그림 1. 한솔그룹 지배구조(현재, 한솔로지스틱스 투자부문 합병 전)



자료: 전자공시시스템, KDB대우증권 리서치센터

그림 2. 한솔그룹 지배구조('15년 6월말 예상, 한솔로지스틱스 투자부문 합병 후)



한솔그룹 현황

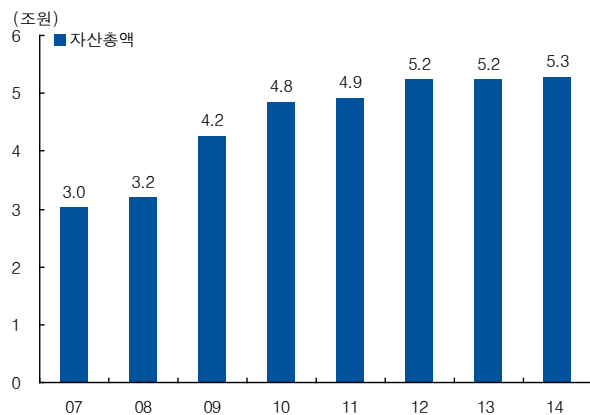
표 1. 한솔그룹 상장사 현황

(십억원)

구분	회사명	업종	시가총액
거래소	한솔홀딩스(004150)	지주회사	229
	한솔제지(213500)	펄프, 종이 및 판지제조업	371
	한솔아트원제지(007190)	펄프, 종이 및 판지제조업	68
	한솔홈데코(025750)	목재 및 나무제품제조업	153
	한솔케미칼(014680)	화학물 및 화학제품제조업	690
	한솔테크닉스(004710)	전자제품제조업	334
	한솔로지스틱스(009180)	육상운수 유지서비스업	177
	한솔PNS(010420)	정보시스템사업, 기타 전문도매업	38
코스닥	한솔인티큐브(070590)	정보시스템사업	30
	솔라시아(070300)	소프트웨어개발, IC카드 단말기	30
	한솔신텍(099660)	발전보일러, 파워 및 환경플랜트 엔지니어링	71
	한솔넥스지(081970)	소프트웨어 개발 및 공급업	26
합계			2,217

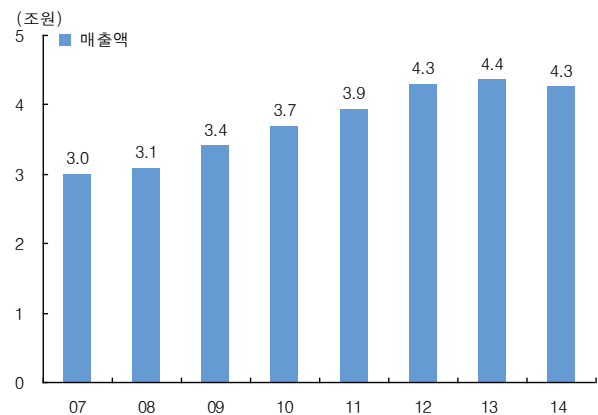
주: 2015년 4월 14일 종가 기준, 자료: KDB대우증권 리서치센터

그림 3. 한솔그룹 자산총액 추이



자료: 공정거래위원회, KDB대우증권 리서치센터

그림 4. 한솔그룹 매출액 추이



자료: 공정거래위원회, KDB대우증권 리서치센터

표 2. 한솔그룹 지배주주 일가 주요 계열사 주식 보유현황

(%, 십억원)

성명	관계	소속	보유주식	지분율	지분가치
조동길 (1955)	본인	한솔그룹 회장	한솔로지스틱스	6.08	10.8
			한솔홀딩스	3.34	7.6
			한솔제지	3.34	12.4
			한솔케미칼	0.31	2.1
			한솔홈데코	0.15	0.2
			합계	-	33.1
조동혁 (1950)	형	한솔그룹 명예회장	한솔케미칼	14.34	99.0
			합계	-	99.0
이인희 (1928)	모	한솔그룹 고문	한솔홀딩스	3.51	8.0
			한솔제지	3.51	13.0
			합계	-	21.0
조운해 (1925)	부	前 강북삼성병원 이사장	한솔홀딩스	0.07	0.2
			한솔제지	0.07	0.3
			합계	-	0.5

주: 상장사는 4월 14일 종가 기준, 자료: 전자공시시스템, KDB대우증권 리서치센터

표 3. 한솔그룹 주요 계열사 재무현황 추이 (십억원)

한솔로지스틱스(009180): 물류서비스(2PL, 3PL) 제공				
구 분	2011	2012	2013	2014
자산	182	205	186	179
부채	84	99	79	71
자본	98	106	107	107
부채비율	85.9%	93.6%	74.0%	66.5%
매출액	391	435	462	439
영업이익	9	12	9	6
영업이익률	2.3%	2.8%	1.9%	1.3%
당기순이익	6	5	-3	1

(십억원)

한솔테크닉스(004710): LCD TV 파워모듈, LED 잉곳/웨이퍼 등 제조				
구 분	2011	2012	2013	2014
자산	486	420	422	408
부채	300	274	252	207
자본	187	146	170	202
부채비율	160.4%	187.8%	147.9%	102.6%
매출액	968	559	511	568
영업이익	-29	-38	-9	9
영업이익률	-3.0%	-6.8%	-1.7%	1.5%
당기순이익	-21	-88	-25	-15

(십억원)

한솔홈데코(025750): MDF 및 마루바닥재 제조업				
구 분	2011	2012	2013	2014
자산	262	267	280	292
부채	162	155	156	159
자본	100	112	124	134
부채비율	161.3%	139.2%	125.6%	118.8%
매출액	173	189	234	235
영업이익	4	5	8	4
영업이익률	2.1%	2.4%	3.2%	1.9%
당기순이익	10	2	6	0

(십억원)

한솔아트원제지(007190): 인쇄소 및 출판업체 사용 종이 원지 생산·판매				
구 분	2011	2012	2013	2014
자산	489	476	470	455
부채	402	397	371	352
자본	87	79	99	103
부채비율	462.6%	503.0%	373.7%	340.3%
매출액	409	385	393	349
영업이익	-9	1	12	-8
영업이익률	-2.3%	0.4%	2.9%	-2.3%
당기순이익	-73	-8	0	-24

(십억원)

한솔PNS(010420): IT서비스 및 지류유통				
구 분	2011	2012	2013	2014
자산	101	99	130	115
부채	67	63	91	73
자본	35	36	40	41
부채비율	192.8%	172.9%	229.1%	177.6%
매출액	175	170	226	266
영업이익	-2	-1	4	4
영업이익률	-1.1%	-0.5%	2.0%	1.5%
당기순이익	-5	0	2	3

주: 연결재무제표 기준, 자료: 전자공시시스템, KDB대우증권 리서치센터

(십억원)

한솔제지(213500): 인쇄용지, 산업용지, 특수지 등 생산·판매				
구 분	2011	2012	2013	2014
자산		1,327	1,388	1,430
부채		950	964	1,117
자본		377	424	314
부채비율		252.3%	227.6%	355.8%
매출액		1,539	1,474	1,471
영업이익		106	101	63
영업이익률		6.9%	6.9%	4.3%
당기순이익		55	28	2

(십억원)

한솔페이퍼텍(비상장): 골판지 원지 및 종이용지의 제조, 판매사업				
구 분	2011	2012	2013	2014
자산	70	69	53	54
부채	21	14	14	16
자본	49	54	38	38
부채비율	43.1%	26.7%	37.7%	43.3%
매출액	94	96	101	95
영업이익	0	6	3	1
영업이익률	0.3%	5.8%	2.9%	1.6%
당기순이익	-1	6	3	0

(십억원)

한솔EME(비상장): 제지/환경 플랜트 부문 특화 플랜트 엔지니어링				
구 분	2011	2012	2013	2014
자산	227	233	176	145
부채	169	169	138	113
자본	58	63	37	32
부채비율	291.0%	267.2%	371.4%	348.6%
매출	308	255	154	141
영업이익	1	14	4	5
영업이익률	0.4%	5.3%	2.6%	3.5%
당기순이익	7	-2	-21	-8

(십억원)

한솔개발(비상장): 회원제골프장 및 콘도미니엄 운영 등				
구 분	2011	2012	2013	2014
자산	866	890	883	869
부채	741	758	775	682
자본	125	132	108	186
부채비율	591.6%	575.1%	716.3%	366.1%
매출액	114	107	109	138
영업이익	23	12	19	56
영업이익률	20.3%	11.4%	17.5%	40.7%
당기순이익	-17	-29	-23	-2

(십억원)

한솔라이팅(비상장): 조명, 램프사업부문 및 LCM 사업				
구 분	2011	2012	2013	2014
자산	291	268	228	267
부채	240	213	205	246
자본	51	56	23	20
부채비율	475.3%	380.6%	899.3%	1224.3%
매출액	386	321	226	331
영업이익	21	13	-3	6
영업이익률	5.5%	4.0%	-1.4%	1.9%
당기순이익	1	-11	-34	-9

한솔그룹 지주회사 전환

1. 한솔제지 분할: 한솔홀딩스, 한솔제지 재상장

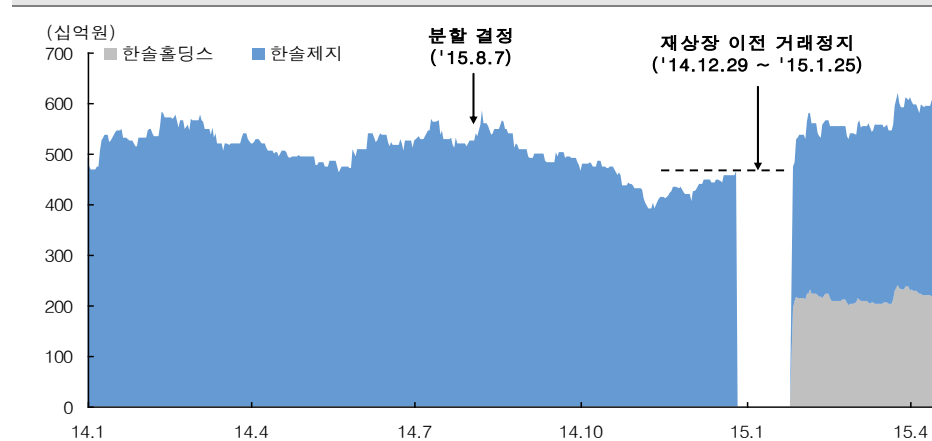
표 4. 한솔제지 분할 전·후 특수관계인 지분율

(주, %)

성명	분할 전		분할 후			
	한솔제지		한솔홀딩스		한솔제지	
	주식수	지분율	주식수	지분율	주식수	지분율
이인희	1,530,873	3.51	950,572	3.51	580,300	3.51
조운해	32,290	0.07	20,049	0.07	12,240	0.07
조동길	1,458,126	3.34	905,401	3.34	552,724	3.34
한솔로지스틱스	3,522,000	8.07	2,186,933	8.07	1,335,066	8.07
한솔케미칼	1,079,383	2.47	670,226	2.47	409,156	2.47
한솔문화재단	137,111	0.31	85,137	0.31	51,973	0.31
한솔홀딩스(구 한솔제지)	3,166,898	7.26	1,966,438	7.26	1,200,460	7.26
특수관계인 소계	10,926,681	25.05	6,784,756	25.05	4,141,919	25.05
발행주식총수	43,624,470	100.00	27,087,960	100.00	16,536,510	100.00

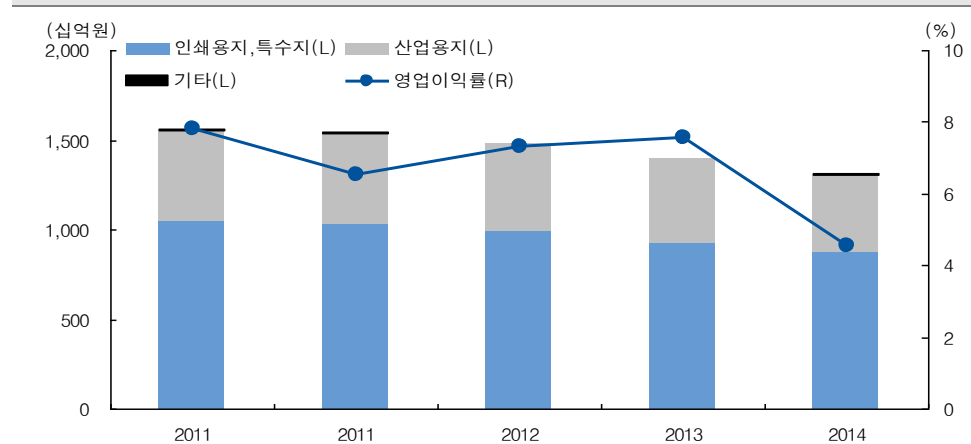
자료: 전자공시시스템, KDB대우증권 리서치센터

그림 5. 한솔제지 분할 전후 시가총액 비교(분할 전 < 분할 후)



자료: KDB대우증권 리서치센터

그림 6. 한솔제지 매출액 및 영업이익률 추이



자료: 전자공시시스템, KDB대우증권 리서치센터

2. 한솔로지스틱스: 투자 및 사업부문 분할, 투자부문은 한솔홀딩스와 합병

표 5. 한솔로지스틱스 투자-사업부문 분할

(주, %)

성명	분할 전		분할 후			
	한솔로지스틱스		한솔로지스틱스 투자		한솔로지스틱스 사업	
	주식수	지분율	주식수	지분율	주식수	지분율
한솔EME	6,656,640	13.9	4,371,715	13.9	2,284,925	13.9
조동길	2,920,010	6.1	1,917,702	6.1	1,002,308	6.1
한솔PNS	280,004	0.6	183,891	0.6	96,113	0.6
특수관계인 소계	9,856,654	20.5	6,473,308	20.5	3,383,346	20.5
발행주식총수	48,003,452	100.0	31,526,027	100.0	16,477,425	100.0

자료: 전자공시시스템, KDB대우증권 리서치센터

표 6. 한솔홀딩스-한솔로지스틱스 합병비율 산정

(원)

구분	한솔홀딩스	한솔로지스틱스 투자부문
가. 기준주가	7,555	-
나. 본질가치 $[(Ax1+Bx1.5) \div 2.5]$	-	2,758
A. 자산가치	18,187	2,108
B. 수익가치	-	3,192
다. 상대가치	-	-
라. 1주당 합병가액	7,555	2,758
마. 합병비율	1	0.3650563

자료: 전자공시시스템, KDB대우증권 리서치센터

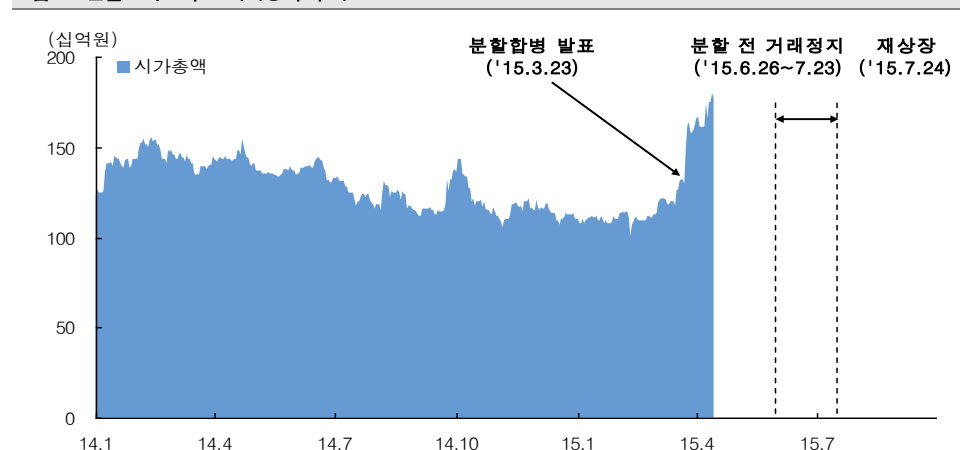
표 7. 한솔홀딩스-한솔로지스틱스 투자부문 합병 시 주주현황

(주, %)

성명	합병 전				합병 후	
	한솔홀딩스		한솔로지스틱스 투자		한솔홀딩스	
	주식수	지분율	주식수	지분율	주식수	지분율
이인희	950,572	3.5	0	0.0	950,572	2.5
조운해	20,049	0.1	0	0.0	20,049	0.1
조동길	905,400	3.3	1,917,702	6.1	1,605,469	4.2
이상훈	6,209	0.0	0	0.0	6,209	0.0
한솔홀딩스	1,971,610	7.3	0	0.0	1,971,610	5.1
한솔로지스틱스	2,186,932	8.1	0	0.0	2,186,932	5.7
한솔EME	0	0.0	4,371,715	13.9	1,595,922	4.1
한솔PNS	0	0.0	183,891	0.6	67,131	0.2
한솔케미칼	670,226	2.5	0	0.0	670,226	1.7
한솔문화재단	85,137	0.3	0	0.0	85,137	0.2
특수관계인 소계	6,796,135	25.1	6,473,308	20.5	9,159,257	23.7
발행주식총수	27,087,961	100.0	31,526,027	100.0	38,596,736	100.0

자료: 전자공시시스템, KDB대우증권 리서치센터

그림 7. 한솔로지스틱스 시가총액 추이



자료: KDB대우증권 리서치센터

3. 향후 전망: 지주회사 행위제한 요건 충족

(1) 자회사 지분율의 요건 충족

표 8. 한솔홀딩스 지주회사 요건 충족 검토

내용	검토 대상		충족여부	비고
지주회사의 자회사 주식보유에 대한 지분율규제	상장 20% 이상	한솔홈데코: 25.22% 한솔아트원제지: 79.67% 한솔PNS: 46.07% 한솔테크닉스: 14.81% 한솔제지: 7.26%	충족 충족 충족 미충족(2년 유예) 미충족(2년 유예)	로지스틱스 투자부문 합병 시 15.3%까지 확보
	비상장 40% 이상	한솔개발: 89.60% 한솔페이퍼텍: 99.94% 한솔라이팅: 47.22% 한솔EME: 18.97%	충족 충족 충족 미충족(2년 유예)	
자회사의 손자회사 주식보유에 대한 지분율 규제	상장 20% 이상	한솔PNS → 한솔인티큐브: 22.36% 한솔EME → 한솔신택: 33.84%	충족 충족	
	비상장 40% 이상	한솔개발 → 한솔더리저브: 100% 문경에스코: 98.79% 울산에스코: 68.00%	충족 충족 충족	
자회사의 손자회사 이외 국내계열회사 지분보유 금지	지분보유 불가	한솔PNS → 한솔로지스틱스: 0.58% 한솔테크닉스 → 한솔라이팅: 23.42% 한솔테크닉스 → 한솔개발: 0.39% 한솔라이팅 → 한솔EME: 79.11% 한솔EME → 한솔로지스틱스: 13.87%	미충족(2년 유예)	로지스틱스 투자부문 합병 시 0.17%로 축소
				로지스틱스 투자부문 합병 시 4.13%로 축소
손자회사의 국내계열회사 주식소유 제한	지분 100% 소유 증손회사만 인정	한솔인티큐브 → 솔라시아: 32.47% 한솔인티큐브 → 한솔넥스지: 18.42% 한솔인티큐브 → 한솔씨앤엠: 100%	미충족(2년 유예) 미충족(2년 유예) 충족	
지주회사체제 내 금융회사 지배금지	지분보유 불가	해당사항 없음	충족	

자료: KDB대우증권 리서치센터

(2) 상호·순환출자의 해소

표 9. 한솔그룹 상호·순환출자 내역(한솔로지스틱스 투자부문 합병 가정)

순번	소속회사 1		소속회사 2		소속회사 3		소속회사 4		소속회사 5	
1	한솔홀딩스	→	한솔게미칼	→	한솔홀딩스					
		3.2%		1.7%						
2	한솔홀딩스	→	한솔EME	→	한솔홀딩스					
		19.0%		4.3%						
3	한솔홀딩스	→	한솔PNS	→	한솔홀딩스					
		46.1%		0.2%						
4	한솔홀딩스	→	한솔라이팅	→	한솔EME	→	한솔홀딩스			
		76.6%		79.1%		4.3%				
5	한솔홀딩스	→	한솔테크닉스	→	한솔라이팅	→	한솔EME	→	한솔홀딩스	
		14.8%		23.4%		79.1%		4.3%		

자료: 공정거래위원회, KDB대우증권 리서치센터

Compliance Notice

- 당사는 자료 작성일 현재 조사분석 대상법인과 관련하여 특별한 이해관계가 없음을 확인합니다.
- 당사는 본 자료를 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 본 자료는 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 애널리스트의 의견이 정확하게 반영되었음을 확인합니다.

본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 종목 선택이나 투자시기에 대한 최종 결정을 하시기 바랍니다. 따라서 본 조사분석자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료의 지적재산권은 당사에 있으므로 당사의 허락 없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.