

한솔제지

213500

May 10, 2024

Buy

유지

TP 15,000 원

유지

Company Data

현재가(05/09)	10,790 원
액면가(원)	5,000 원
52 주 최고가(보통주)	11,390 원
52 주 최저가(보통주)	9,910 원
KOSPI (05/09)	2,712.14p
KOSDAQ (05/09)	870.15p
자본금	1,190 억원
시가총액	2,568 억원
발행주식수(보통주)	2,380 만주
발행주식수(우선주)	0 만주
평균거래량(60 일)	72 만주
평균거래대금(60 일)	8 억원
외국인지분(보통주)	687%
주요주주	
한솔홀딩스 외 2 인	30.57%
국민연금공단	5.52%

Price & Relative Performance



주가수익률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	7.4	6.1	-5.0
상대주가	7.1	-5.1	-12.1



미드스몰캡 김민철

3771-9253, 20080035@iprovest.com



KYOBO 교보증권

인쇄용지 부문의 부활

1Q24 Review 서프라이즈

1Q24 매출액은 YoY 5% 감소한 5,341억원, 영업이익은 YoY 337% 증가한 340억원으로 영업이익 컨센서스 240억원 대비 큰 폭 상회하는 실적 시현. 영업이익이 컨센서스를 상회한 이유는 펄프가격이 하향 안정화(톤당 사용펄프가격 4Q22 \$852 → 1Q24 \$562)되는 가운데 제품가격 인상으로 마진스프레드가 확대 되었고, 일부 가수요 효과 있었기 때문. 특히 인쇄용지 부문 영업이익 성장에 주목. 이는 북미지역에서 선거 등으로 인하여 수요가 견조하게 유지됨에 따라 가격인상이 순조롭게 이루어 졌기 때문.

인쇄용지 부문 호조 및 산업용지 부문 경쟁 완화 전망

2024년 매출액은 YoY 1% 증가한 22,074억원, 영업이익은 YoY 117% 증가한 1,027억원 전망. 이는 기존에 추정한 영업이익 전망치인 946억원 대비 상향조정. 부문별로 보면 1) 인쇄용지 부문이 동사의 수익성 견인할 것으로 판단. 1Q24 인쇄용지부문 영업이익 기여도는 60%에 달하며 이런 추세는 당분간 지속 될 것으로 전망. 펄프가격이 안정화 될 것으로 전망하는 가운데 북미지역 및 주요국의 선거 등으로 인쇄용지 수요는 견조 할 것을 전망되기 때문. 2) 산업용지(백판지) 부문의 경쟁이 완화되고 있는 것으로 판단. 판단 근거는 제품 판매가격 및 원재료 가격으로 추정할 수 있는데, 판매가격은 톤당 76만원 수준에서 86만원 수준으로 회복 되었으며, 원재료인 고지가격은 톤당 28만원 수준에서 23만원 수준까지 하향 안정화됨.

투자의견 BUY 유지, 목표주가 15,000원 유지

한솔제지에 대해 투자의견 BUY 유지 및 목표주가 15,000원 유지. 2024년 영업이익 전망치 소폭 상향 조정에도 목표주가를 기존대로 유지. 이는 인쇄용지 부문에서 고객사는 가수요로 일부 채고축적이 이루어진 것으로 판단되며, 산업용지 및 특수용지 부문의 수요개선이 뚜렷하지 않기 때문.

Forecast earnings & Valuation

12 결산(십억원)	2022.12	2023.12	2024.12E	2025.12E	2026.12E
매출액(십억원)	2,458	2,194	2,207	2,258	2,307
YoY(%)	34.0	-10.7	0.6	2.3	2.2
영업이익(십억원)	130	47	103	117	126
OP 마진(%)	5.3	2.1	4.7	5.2	5.5
순이익(십억원)	74	2	68	96	103
EPS(원)	3,102	74	2,838	4,019	4,332
YoY(%)	439.8	-97.6	3,741.9	41.6	7.8
PER(배)	4.3	144.0	3.8	2.7	2.5
PCR(배)	1.3	1.4	1.0	1.0	1.0
PBR(배)	0.4	0.3	0.3	0.3	0.3
EV/EBITDA(배)	5.5	7.6	4.9	4.0	3.3
ROE(%)	10.4	0.2	9.0	11.7	11.4

한솔제지 [213500]

인쇄용지 부문의 부활

[도표 1] 한솔제지 실적추이 및 전망

(단위: 십억원)

	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24P	2Q24E	3Q24E	4Q24E	2023	2024E	2025E
매출액	561	528	524	581	534	551	539	584	2,194	2,207	2,258
YoY	24%	-17.3%	-15.1%	-11.2%	-4.8%	4.3%	3.0%	0.4%	-10.7%	0.6%	2.3%
인쇄용지	167	153	152	188	174	183	191	233	660	781	847
산업용지	142	129	121	134	135	131	120	118	526	503	440
특수지	181	176	176	184	166	174	176	181	718	697	728
기타	71	70	75	76	60	62	52	52	291	226	244
영업이익	8	15	14	10	34	22	24	23	47	103	117
YoY	-68%	-73%	-65%	33%	337%	45%	66%	131%	-64%	117%	14%
인쇄용지	-5	-1	3	15	21	13	12	13	12	59	30
산업용지	-5	5	0	4	6	3	4	3	4	15	27
특수지	7	15	10	17	13	6	7	6	50	33	63
기타	11	-4	1	-26	-7	1	1	1	-18	-4	-3
OPM	1.4%	2.9%	2.8%	1.7%	6.4%	4.0%	4.4%	3.9%	2.2%	4.7%	5.2%
인쇄용지	-3.2%	-0.5%	1.7%	8.0%	12.2%	6.9%	6.5%	5.5%	1.7%	7.6%	3.5%
산업용지	-3.6%	3.9%	0.3%	2.6%	4.7%	2.0%	3.0%	2.2%	0.7%	3.0%	6.2%
특수지	4.1%	8.7%	5.7%	9.2%	7.9%	3.5%	4.2%	3.5%	6.9%	4.7%	8.6%
기타	15.4%	-6.3%	1.9%	-33.7%	-11.1%	1.0%	1.0%	2.0%	-6.1%	-1.9%	-1.2%

자료: 교보증권 리서치센터

[도표 2] 한솔제지 실적추정 변경

(십억원)	2024E			2025E		
	변경전	변경후	차이	변경전	변경후	차이
매출액	2,245	2,207	-2%	2,303	2,258	-2%
영업이익	95	103	8%	102	106	4%

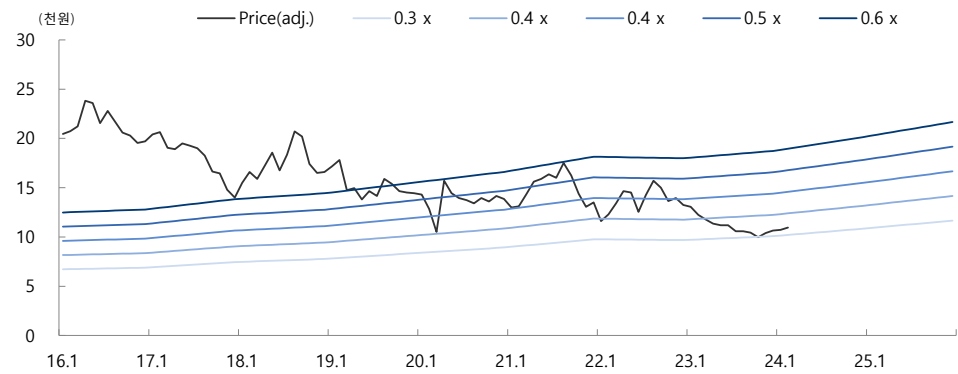
자료: 교보증권 리서치센터

[도표 3] 한솔제지 목표주가 산출 근거

항목	값	비고
2024E BPS	32,750 원	
Target PER	0.46 배	과거 5년 평균 PBR(End 기준) 0.46 배 적용
목표주가	15,000 원	
현주가	10,790 원	2024. 5. 9. 종가 기준
업사이드	39%	

자료: 교보증권 리서치센터

[도표 4] 한솔제지 Fwd P/B



자료: 교보증권 리서치센터

한솔제지 [213500]

인쇄용지 부문의 부활

[한솔제지 213500]

포괄손익계산서

단위: 십억원

12 결산(십억원)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
매출액	2,458	2,194	2,207	2,258	2,307
매출원가	1,885	1,838	1,772	1,811	1,849
매출총이익	572	356	435	446	458
매출총이익률 (%)	23.3	16.2	19.7	19.8	19.8
판매비와관리비	442	309	332	329	332
영업이익	130	47	103	117	126
영업이익률 (%)	5.3	2.2	4.7	5.2	5.5
EBITDA	216	129	179	188	193
EBITDA Margin (%)	8.8	5.9	8.1	8.3	8.3
영업외손익	-34	-45	-15	7	8
관계기업손익	0	0	0	0	0
금융수익	13	15	11	11	11
금융비용	-46	-60	-46	-24	-23
기타	-1	1	20	20	20
법인세비용차감전순이익	96	3	88	124	134
법인세비용	22	1	20	29	31
계속사업순이익	74	2	68	96	103
중단사업순이익	0	0	0	0	0
당기순이익	74	2	68	96	103
당기순이익률 (%)	3.0	0.1	3.1	4.2	4.5
비지배지분순이익	0	0	0	0	0
지배지분순이익	74	2	68	96	103
지배순이익률 (%)	3.0	0.1	3.1	4.2	4.5
매도가능금융자산평가	0	0	0	0	0
기타포괄이익	3	-4	-4	-4	-4
포괄순이익	77	-2	64	92	99
비지배지분포괄이익	0	0	0	0	0
지배지분포괄이익	77	-2	64	92	99

주: K-IFRS 회계기준 개정으로 기존의 기타영업수익/비용 항목은 제외됨

현금흐름표

단위: 십억원

12 결산(십억원)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
영업활동 현금흐름	-63	238	194	208	211
당기순이익	74	2	68	96	103
비현금항목의 가감	175	179	183	164	161
감가상각비	82	77	72	68	64
외환손익	11	0	2	2	2
자본법평가손익	0	0	0	0	0
기타	82	102	109	95	96
자산부채의 증감	-277	120	-6	-14	-14
기타현금흐름	-35	-63	-51	-38	-39
투자활동 현금흐름	-90	-40	-26	-27	-28
투자자산	-2	-2	0	0	0
유형자산	-37	-62	-30	-30	-30
기타	-51	25	4	3	2
재무활동 현금흐름	201	-185	-223	-20	-59
단기차입금	276	-250	-275	-302	-332
사채	118	268	255	242	230
장기차입금	46	60	63	66	69
자본의 증가(감소)	0	0	0	0	0
현금배당	-14	-17	-12	-17	-17
기타	-224	-247	-254	-9	-9
현금의 증감	48	14	-86	129	91
기초 현금	26	74	88	3	132
기말 현금	74	88	3	132	223
NOPLAT	100	33	79	90	97
FCF	-128	173	119	117	119

자료: 한솔제지, 교보증권 리서치센터

재무상태표

단위: 십억원

12 결산(십억원)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
유동자산	1,008	866	771	905	1,004
현금및현금성자산	74	88	3	132	223
매출채권 및 기타채권	396	400	389	386	386
재고자산	460	339	341	349	356
기타유동자산	78	39	38	38	39
비유동자산	1,202	1,208	1,162	1,122	1,086
유형자산	1,057	1,043	1,001	963	929
관계기업투자금	0	0	0	0	0
기타금융자산	23	30	29	28	27
기타비유동자산	122	135	133	131	129
자산총계	2,210	2,074	1,933	2,027	2,089
유동부채	1,082	882	363	65	-264
매입채무 및 기타채무	383	417	418	422	426
차입금	418	168	-106	-408	-741
유동성채무	238	245	0	0	0
기타유동부채	44	52	51	51	51
비유동부채	385	469	790	1,103	1,408
차입금	86	62	124	190	259
사채	230	338	593	835	1,065
기타비유동부채	69	69	74	78	84
부채총계	1,467	1,350	1,153	1,168	1,144
지배지분	742	724	780	859	945
자본금	119	119	119	119	119
자본잉여금	318	318	318	318	318
이익잉여금	221	202	257	336	423
기타자본변동	-8	-7	-7	-7	-7
비지배지분	0	0	0	0	0
자본총계	743	724	780	859	945
총차입금	994	828	629	639	610

주요 투자지표

단위: 원, 배, %

12 결산(십억원)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
EPS	3,102	74	2,838	4,019	4,332
PER	4.3	144.0	3.8	2.7	2.5
BPS	31,191	30,411	32,750	36,069	39,701
PBR	0.4	0.3	0.3	0.3	0.3
EBITDAPS	9,071	5,426	7,504	7,897	8,089
EV/EBITDA	5.5	7.6	4.9	4.0	3.3
SPS	103,273	92,187	92,744	94,861	96,933
PSR	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
CFPS	-5,363	7,262	5,007	4,902	5,018
DPS	700	500	700	700	700

재무비율

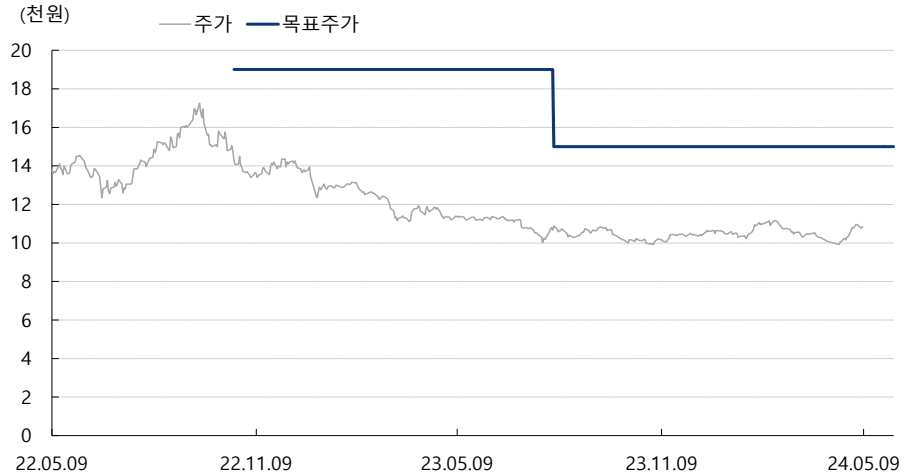
단위: 원, 배, %

12 결산(십억원)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
성장성					
매출액 증가율	34.0	-10.7	0.6	2.3	2.2
영업이익 증가율	114.4	-63.7	117.3	14.0	7.7
순이익 증가율	439.8	-97.6	3,740.4	41.6	7.8
수익성					
ROIC	6.8	2.2	5.8	6.9	7.6
ROA	3.6	0.1	3.4	4.8	5.0
ROE	10.4	0.2	9.0	11.7	11.4
안정성					
부채비율	197.6	186.5	147.9	136.0	121.0
순차입금비율	45.0	39.9	32.5	31.5	29.2
이자보상배율	4.9	1.0	2.9	9.3	10.5

한솔제지 [213500]

인쇄용지 부문의 부활

한솔제지 최근 2년간 목표주가 변동추이



최근 2년간 목표주가 및 괴리율 추이

일자	투자의견	목표주가	괴리율		일자	투자의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저				평균	최고/최저
2022.04.26	매수	19,000	(28.32)	(22.89)					
2022.07.31	매수	19,000	(24.03)	(9.21)					
2022.10.20	매수	19,000	(24.09)	(9.21)					
2023.02.09	매수	19,000	(39.91)	(32.74)					
2023.08.04	매수	15,000	(30.54)	(27.07)					
2024.02.07	매수	15,000	(29.86)	(25.53)					
2024.05.10	매수	15,000							

자료: 교보증권 리서치센터

■ Compliance Notice ■

이 자료에 게재된 내용들은 작성자의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

이 조사항목은 당사 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보증하는 것이 아닙니다. 따라서 이 조사항목은 투자참고자료로만 활용하시기 바라며, 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 또한 이 조사항목의 지적재산권은 당사에 있으므로 당사의 허락 없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.

- 동 자료는 제공시점 현재 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 전일기준 당사에서 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 추천종목은 전일기준 조사분석 담당자 및 그 배우자 등 관련자가 보유하고 있지 않습니다.

■ 투자의견 비율공시 및 투자등급관련사항 ■ 기준일자_2024.03.29

구분	Buy(매수)	Trading Buy(매수)	Hold(보유)	Sell(매도)
비율	95.6	2.9	1.5	0.0

[업종 투자의견]

Overweight(비중확대): 업종 펀더멘털의 개선과 함께 업종주가의 상승 기대 **Neutral(중립):** 업종 펀더멘털상의 유의미한 변화가 예상되지 않음
Underweight(비중축소): 업종 펀더멘털의 약화와 함께 업종주가의 하락 기대

[기업 투자기간 및 투자등급] 향후 6개월 기준, 2015.6.1(Strong Buy 등급 삭제)

Buy(매수): KOSPI 대비 기대수익률 10%이상

Hold(보유): KOSPI 대비 기대수익률 -10~-10%

Trading Buy: KOSPI 대비 10%이상 초과수익 예상되나 불확실성 높은 경우

Sell(매도): KOSPI 대비 기대수익률 -10% 이하