



한국IR협의회

기업리서치센터

기술 2023-199

2023.12.14.

이 보고서는 시가총액 5,000억 원 미만의 중소형 기업에 대한 투자정보 확충을 위해 발간한 보고서입니다.

기술분석보고서 종이목재

# 한국제지(027970)

작성기관 (주)NICE디앤비

작성자 김준호 연구원

[YouTube 요약 영상 보러가기](#)

- 본 보고서는 투자 의사결정을 위한 참고용으로만 제공되는 것이므로, 투자자 자신의 판단과 책임하에 종목선택이나 투자시기에 대한 최종 결정을 하시기 바랍니다. 따라서 본 보고서를 활용한 어떠한 의사결정에 대해서도 본회와 작성기관은 일체의 책임을 지지 않습니다.
- 본 보고서의 요약영상은 유튜브로도 시청 가능하며, 영상편집 일정에 따라 현재 시점에서 미공개 상태일 수 있습니다.
- 카카오톡에서 “한국IR협의회” 채널을 추가하시면 매주 보고서 발간 소식을 안내 받으실 수 있습니다.
- 본 보고서에 대한 자세한 문의는 작성기관(TEL.02-2122-1300)로 연락하여 주시기 바랍니다.

- ▶ 요약
- ▶ 기업현황
- ▶ 시장동향
- ▶ 기술분석
- ▶ 재무분석
- ▶ 주요 변동사항 및 전망

# 한국제지(027970)

친환경으로 나아가는 백판지, 인쇄용지 제조 선도기업

## 기업정보(2023/12/06 기준)

|      |                 |
|------|-----------------|
| 대표자  | 안재호             |
| 설립일자 | 1984년 07월 16일   |
| 상장일자 | 1996년 07월 03일   |
| 기업규모 | 중견기업            |
| 업종분류 | 펄프, 종이 및 판지 제조업 |
| 주요제품 | 산업용 포장지 외       |

## 시세정보(2023/12/06 기준)

|            |               |
|------------|---------------|
| 현재가(원)     | 1,152 원       |
| 액면가(원)     | 1,000 원       |
| 시가총액(억 원)  | 2,191억 원      |
| 발행주식수      | 190,178,237 주 |
| 52주 최고가(원) | 1,530 원       |
| 52주 최저가(원) | 1,050 원       |
| 외국인지분율     | 0.06%         |
| 주요주주       |               |
| 해성산업주      | 85.09%        |
| 자사주        | 0.01%         |

## ■ 백판지 제조 중심에서 흡수합병을 통해 종합 제지기업으로 도약

한국제지(주)(이하 동사)는 1984년 7월 16일에 설립되었고 1996년 7월 3일자로 유가증권 시장에 상장하였다. 2023년 8월 한국제지(주)를 흡수합병하고 사명을 피합법인의 사명인 한국제지(주)로 변경하였다. 동사는 제지 제조 사업을 영위하고 있으며, 특히 백판지와 인쇄용지를 주력으로 생산하고 있다. 동사의 매출은 백판지 64.9%, 도공지 32.6% 등으로 구성되어 있으며, 백판지 제품이 동사의 매출을 견인하고 있다. 또한, 부가가치가 높은 특수지 등의 다양한 지종으로 변화를 시도하고 있다.

## ■ 제지 산업의 정체 속에 지종별 차별화된 성장 전망

동사가 영위하는 제지 사업 중 IT 기기 보급 확대 등으로 신문용지나 도서 관련 인쇄용지의 생산량은 줄어들고 있다. 다만, 온라인 쇼핑이나 배달 등으로 백판지의 경우 수요가 꾸준할 것으로 예상된다. 동사의 주요 제품인 백판지와 인쇄용지의 시장은 소폭 성장할 것으로 전망된다. 자본집약적 장치산업이자 과점화된 산업 특성상 가격경쟁력 확보 점유율 및 수익성에 영향을 미칠 것으로 예상된다. 또한, 원재료 가격 변동에 따라 수익성이 민감하게 반응하므로, 대외적인 환경에 영향을 크게 받을 것으로 전망된다.

## ■ 친환경 종이 제품 출시를 통해 친환경 수요 확보 시도

동사는 친환경 관련 시장 수요를 확보하고자 꾸준한 연구개발을 통해 친환경 종이 제품 ‘그린실드’를 출시하였다. ESG 경영을 실천하는 국내 대기업들과 협력하며 종이컵, 팝콘 용기 등의 친환경 종이 소재의 제품을 납품하고 있다. 그린실드는 국내·외 친환경 관련 인증을 취득하였으며, 일반적인 종이 제품과 다른 코팅 처리를 통해 재활용과 생분해가 용이하고, 동사는 지속적인 신제품 개발과 기능 개선을 위한 연구를 진행하고 있다.

## 요약 투자지표 (K-IFRS 별도 기준)

| 구분<br>년 | 매출액<br>(억 원) | 증감<br>(%) | 영업이익<br>(억 원) | 이익률<br>(%) | 순이익<br>(억 원) | 이익률<br>(%) | ROE<br>(%) | ROA<br>(%) | 부채비율<br>(%) | EPS<br>(원) | BPS<br>(원) | PER<br>(배) | PBR<br>(배) |
|---------|--------------|-----------|---------------|------------|--------------|------------|------------|------------|-------------|------------|------------|------------|------------|
| 2020    | 1,895.2      | 6.7       | 210.6         | 11.1       | 132.8        | 7.0        | 21.1       | 7.0        | 116.0       | 303        | 1,525      | 6.0        | 1.2        |
| 2021    | 2,044.3      | 7.9       | 132.9         | 6.5        | 102.4        | 5.0        | 11.0       | 5.3        | 99.4        | 178        | 1,702      | 9.1        | 1.0        |
| 2022    | 2,273.3      | 11.2      | 35.0          | 1.5        | 22.6         | 1.0        | 2.3        | 1.1        | 98.4        | 39         | 1,760      | 28.6       | 0.6        |

## 기업경쟁력

### 다양한 제품 제조 기술 보유

- 제과, 제약, 화장품 등 산업에서 포장재로 사용되는 백판지와 다양한 규격과 용도에 맞는 복사용지 생산
  - 산업용지, 식품용지, 고급 포장용지 등의 백판지와 고급 인쇄용지 제조
- 오랜 업력과 제품 브랜드화를 통한 인지도 확보

### 친환경 종이 제품 출시

- 재활용과 생분해가 용이한 친환경 종이 제품 출시
  - 국내·외 친환경 관련 인증 취득
- 지속적인 연구개발 활동 수행
  - 기업부설연구소 기반으로 제품 기능 개선, 친환경 제품 개발 등 연구개발 진행

## 핵심기술 및 적용제품

### 동사의 핵심기술

- 자동화 설비 구축 및 공정 기술 노하우 보유
  - 고성능 자동제어를 통해 평량, 두께, 수분 등을 최적으로 조절하여 고품질 제품 생산
- 물성 측정 장치와 인쇄기를 설치하여 인쇄적성과 작업성 등을 평가하며 품질 관리 수행

### 동사의 주요 제품

|      | 산업용지  | 식품, 기능용지  | 고급 포장용지   |
|------|---|---|---|
| 백판지  |  |  |  |
| 인쇄용지 |  |  |  |

## 시장경쟁력

### 국내 백판지 시장규모

| 년도       | 시장규모       | 연평균 성장률 |
|----------|------------|---------|
| 2017년    | 7,285.7억 원 | ▲0.28%  |
| 2026년(E) | 7,472.2억 원 |         |

### 국내 인쇄용 및 필기용 원지 제조업 시장규모

| 년도       | 시장규모          | 연평균 성장률 |
|----------|---------------|---------|
| 2017년    | 3조 6,192.5억 원 | ▲1.41%  |
| 2026년(E) | 4조 1,045.2억 원 |         |

- 제지 종류별 차별화된 수요 발생 전망
  - 고급 포장재 수요 증가 등으로 인하여 백판지와 인쇄용지의 시장규모 소폭 증가 예상
- 소수 업체가 과점하는 산업 구조 내 주요 기업으로서 점유율을 확보 중이며, 대규모 설비를 바탕으로 진입장벽 구축

## ESG(Environmental, Social and Governance) 활동 현황

|                      |  |
|----------------------|--|
| <b>E</b><br>(환경경영)   | ○ 동사는 타 기업들의 잉여 스팀(폐열)을 재활용하여 보일러를 가동하지 않는 ‘굴뚝 없는 제지공장’을 실현하였으며, 버려지는 배기가스에 함유된 이산화탄소를 활용하여 종이의 원료인 충전제를 생산하고 있어 온실가스 배출량을 감소시키고 있음.                     |
|                      | ○ 동사는 FSC 인증과 PEFC 인증, ISO14001 인증을 획득하여 보유하고 있어 제품 개발단계부터 판매 및 서비스에 이르기까지 환경경영체제를 구현함.  |
| <b>S</b><br>(사회책임경영) | ○ 동사는 ISO45001 인증을 보유하고 있으며, 안전보건경영 방침을 홈페이지에 게시하고 있음.   |
|                      | ○ 동사는 지역사회 발전에 이바지하고자 온산공단 주변 학교 및 해성학원에 장학금과 학교 운영지원금을 기부하고 있으며, 사내 휴양소 및 콘도 등을 운영하고 있고, 장기근속자 포상, 통근버스 지원, 주택 구입 및 전세자금 지원 등의 직원 복지제도를 운영하고 있음.        |
| <b>G</b><br>(기업지배구조) | ○ 동사는 사내이사 2인 외 1인의 사외이사를 선임하고 있으며, 주주총회 결의에 의하여 선임된 상근감사 1인이 감사업무를 수행하고 있고, 정관 및 운영 규정 등을 통해 배당에 관한 사항을 포함하여 업무와 권한을 규정하는 등 경영 투명성 제고를 위한 시스템을 구축하고 있음. |
|                      | ○ 동사는 윤리강령을 제정하여 홈페이지에 게시하고 있으며, 사업보고서를 통해 상장기업으로서의 기업공시제도 의무를 준수하고 있음.  |

NICE디앤비의 ESG 평가항목 중, 기업의 ESG수준을 간접적으로 파악할 수 있는 항목에 대한 조사를 통해 활동 현황을 구성

## I. 기업 현황

## 산업용 포장지 등의 백판지 및 인쇄용지 제조 전문업체

동사는 백상지, 아트지, 복사지, 특수지, 범용 백판지 등 산업용 포장지 전문 제조업체로, 1984년 7월 설립되었으며, 2023년 8월 종합 제지기업으로서의 사업 경쟁력 강화를 위해 한국제지(주)를 흡수합병한 후, 사명을 한국제지(주)로 변경하여 지류 제조 및 판매사업을 주력으로 영위하고 있다.

## ■ 기업 개요

동사(구 세하(주))는 펄프 및 지류 등의 제조, 판매업을 주요 사업목적으로 1984년 7월 16일에 설립되었으며, 1996년 7월 3일 유가증권 시장에 상장하였다. 울산광역시 울주군 온산읍 원산로 40 소재에 본사 및 생산공장(온산공장)과 대구광역시 달성군 유가읍 비슬로96길 97 소재에 생산공장(현풍공장)을 두고 있으며, 이 외 서울 강남구 소재 영업사무소 및 경기 의왕시, 파주시 소재에 각각 물류센터를 두고 있다. 또한, 동사는 2023년 8월 한국제지(주)를 흡수합병 후 사명을 피합법법인의 사명인 한국제지(주)로 변경하였다.

[표 1] 동사의 주요 연혁

| 일자      | 내용                                       |
|---------|--|
| 1984.07 | 펄프 및 지류 제조, 판매업을 주요 사업목적으로 설립            |
| 1987.08 | 공인 기업부설연구소 인정                            |
| 1996.07 | 유가증권 시장 상장                               |
| 2007.03 | 세림제지(주)에서 세하(주)로 사명변경                    |
| 2023.08 | 세하(주)가 한국제지(주)를 흡수합병, 합병 후 한국제지(주)로 사명변경 |
| 2023.08 | 합병에 따른 최대주주 지분 변동(해성산업(주) 85.09%)        |

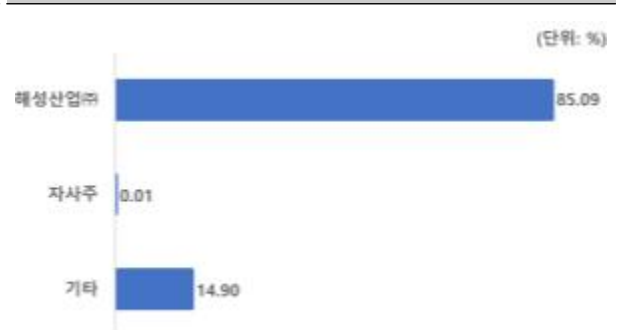
출처: 동사 분기보고서(2023.09), NICE디앤비 재구성

분기보고서(2023.09) 기준, 동사의 최대주주는 부동산 임대 및 매매업을 영위하는 해성산업(주)로 총 지분의 85.09%를 보유하고 있고, 나머지는 자사주(0.01%), 기타 소액주주(14.90%)로 구성되어 있다.

[표 2] 최대주주 및 특수관계인 주식소유 현황

| 주주명     | 지분율(%) |
|---------|--------|
| 해성산업(주) | 85.09  |
| 자사주     | 0.01   |
| 기타      | 14.90  |
| 합계      | 100.00 |

[그림 1] 동사의 주주구성



\*출처: 동사 분기보고서(2023.09), NICE디앤비 재구성



## ■ 주요 사업

동사는 제지사업 통합으로 밸류체인을 완성하여 경쟁력 강화 및 경영의 효율성 제고를 실현하고 지속적인 성장 기반을 마련하기 위하여, 2023년 5월 2일 한국제지(주)를 흡수합병하기로 결의하였고, 같은 해 8월 합병을 완료하였다. 따라서, 현재 동사의 사업 부문은 인쇄용지 사업 부문(구 한국제지(주)), 판지 사업 부문(구 세하(주))으로 구분된다.

인쇄용지 사업 부문은 백상지, 아트지, 복사지, 특수지 등의 지류를 제조 및 판매하고 있다. 최근 동사는 국내·외 인쇄용지 소비둔화로 고부가가치인 특수지 등 다양한 지종에 변화를 시도하고 있고, 친환경 소재의 포장지인 그린실드(Green Shield) 출시 등을 통해 친환경 제품의 시장 수요에 능동적으로 대응 중이다.

판지 사업 부문은 제과, 제약, 화장품 등의 포장재로 사용되는 범용 백판지를 주력으로 생산, 판매하고 있다. 온라인 쇼핑 증가 등의 소비 트렌드 변화는 백판지 사업의 지속적인 성장을 가져왔으나, 최근 글로벌 경기 불황으로 인해 수요가 축소되고 있다. 이에 따라, 동사는 고부가 신제품 개발 추진과 포장용기의 고급화 등을 통해 경쟁력을 지속적으로 향상시키고 있다. 또한, 기술연구소 R&D 역량 강화와 온산 및 현풍공장의 시설투자를 지속적으로 확대 중으로, 보다 안정적인 사업 포트폴리오를 구축하고 지속적인 성장의 토대를 마련해 나가고 있다.

2022년 사업보고서(별도 기준)에 따르면, 동사의 매출 구성 및 비중은 백판지 80.0%, 식품용, 캐리어 보드 등 10.7%, 기타매출 9.3% 순으로 구성되어 있으며, 백판지 제품매출이 동사의 매출을 견인하고 있다. 한편, 분기보고서(2023.09)에 따르면, 동사의 유형별 매출 구성은 백판지 64.9%, 도공지 32.6%, 캐리어 보드 등 상품 1.7%, 기타매출 0.8% 순으로 구성되어 있어, 합병 이후에도 백판지 제품매출이 매출을 견인하고 있는 것으로 분석된다.

국내 백판지 시장은 과점 체제하에서 꾸준히 수요가 증가하고 있어 비교적 안정적인 형태를 보이고 있으며, 2022년 말 사업보고서 기준, 동사의 2022년 시장점유율은 19.2%를 나타내었다. 2005년 이후 내수 수요가 꾸준히 증가함에 따라 수출 의존도가 감소하였으나, 일본, 중국, 홍콩 등 동남아 일대와 미국, 호주, 중동 등으로 수출을 일부 진행 중이며, 영업보고서 기준 2022년 수출 비중은 28.5%로 확인된다.

[그림 2] 동사의 매출 구성



\*출처: 동사 사업보고서(2022.12), NICE디앤비 재구성

## ■ 동사의 ESG 활동



환경(E) 부문에서, 동사는 모든 경영 활동에 국내·외 환경 법규를 준수하여 관련 법상 행정조치를 받은 사실이 없고, FSC 인증과 PEFC 인증, ISO14001 인증을 획득하여 보유하고 있다. 또한, 제지 과정에서 종이의 수분 제거를 위한 스팀을 타 기업들의 잉여 스팀(폐열)을 재활용하여 사용하고 있다. 타 기업에서 버려지는 배기가스에서 함유된 이산화탄소를 이용하여 종이의 원료인 충전제를 생산하고 있어 화석연료 저감을 통한 온실가스 배출량 감소를 실현하고 있다.



사회(S) 부문에서, 동사는 ISO45001 인증을 보유하고 있으며, 학교 등에 장학금과 학교 운영지원금을 기부하여 지역사회 발전에 이바지하고 있다. 또한, 사내 휴양소 및 콘도 등을 운영하고 있으며, 장기근속자 포상, 통근버스 지원, 주택 구입 및 전세자금 지원 등의 직원 복지제도를 운영하고 있다. 한편, 동사의 사업보고서(2022.12)에 따르면, 동사의 여성 근로자 비율은 6.4%로 동 산업의 여성고용비율 평균 18.9% 대비 다소 낮으며, 동사의 남성 대비 여성 근로자의 임금 수준은 70.1%로 동 산업 평균인 78.5%를 소폭 하회하고 있다.

[표 3] 동사 근로자 성별에 따른 근속연수 및 급여액

(단위: 명, 년, 백만 원)

| 성별 | 직원 수 |         |     | 평균 근속연수 |      | 1인당 연평균 급여액 |      |
|----|------|---------|-----|---------|------|-------------|------|
|    | 정규직  | 기간제 근로자 | 합계  | 동사      | 동 산업 | 동사          | 동 산업 |
| 남  | 263  | 0       | 263 | 14.7    | 7.9  | 65.8        | 44.4 |
| 여  | 18   | 0       | 18  | 10.3    | 6.2  | 47.1        | 33.6 |
| 합계 | 281  | 0       | 281 | -       | -    | -           | -    |

\*출처: 고용노동부 「고용형태별근로실태조사」 보고서(2022), 동사 사업보고서(2022.12), NICE디앤비 재구성



지배구조(G) 부문에서, 동사의 이사회는 3인으로 구성되어 있으며, 이사회 구성인원 중 경영에 대한 견제 기능 강화를 위해 사외이사 1인을 선임하였다. 또한, 대주주 등의 독단적인 경영과 이로 인한 소액주주의 이익 침해가 발생하지 않도록 이사회 운영 규정을 제정하여 보유하고 있다. 정관 및 운영 규정 등을 통해 배당에 관한 사항을 포함하여 업무와 권한을 규정하는 등 경영 투명성 제고를 위한 시스템을 구축하고 있다. 이 외에도, 윤리강령을 제정하여 홈페이지에 공시하고 있으며, 사업보고서를 공개하여 상장기업으로서의 기업 공시제도 의무를 준수하고 있다.

## II. 시장 동향

### 지종별 차별화된 성장 전망 및 과점화된 시장 내 가격경쟁력 확보 관건

동사가 속한 제지 산업은 IT 기기의 보급 확대로 신문용지나 도서 관련 인쇄용지의 생산량은 줄어들고 있다. 다만, 온라인 쇼핑이나 배달이 활성화되고 고급 포장재에 대한 수요가 증가하며 지종별 차별화된 성장이 전망되며, 동사가 참여하는 백판지와 인쇄용지 시장규모는 소폭 증가할 것으로 예상된다.

### ■ 백판지 시장규모 유지 및 인쇄용 및 필기용 원지 제조업 시장 소폭 성장

동사가 영위하는 사업은 제지 산업에 속하며, 제지는 두께에 따라 크게 종이와 판지로 분류한다. 종이는 사용 목적별로 신문용지, 인쇄용지, 특수용지, 위생용지, 포장용지로 나뉘며, 판지는 백판지, 골판지, 기타 판지로 구분된다. 이 중 동사는 인쇄용지와 특수용지, 백판지 제품을 주력으로 생산하고 있다. 한국제지연합회에 따르면 2022년 기준 골판지(50.2%)와 인쇄용지(21.5%), 백판지(13.1%)가 국내 제지 생산량 중 대부분을 차지하고 있다. 종이와 판지의 주요 원재료는 펄프 및 폐지로, 지종별 비중의 차이가 있으나 제조원가에서 원재료비가 차지하는 비중은 50% 내외로 높은 수준이다. 또한, 에너지 다소비 업종으로 건조 설비 등에서 소비되는 에너지 비용이 제조원가의 10% 정도를 차지하고 있다.

[그림 3] 제지의 분류



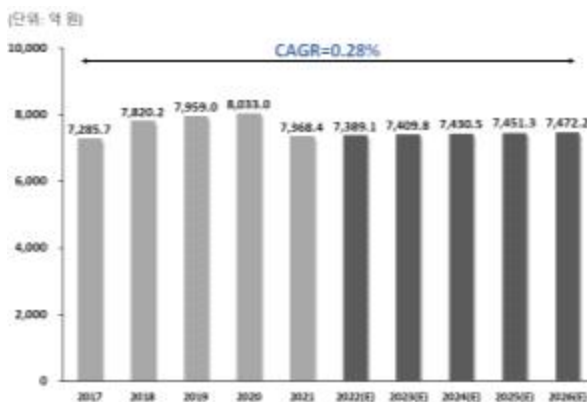
\*출처: 한국제지연합회, NICE디앤비 재구성

제지 산업은 원료 및 제품의 부피가 커서 운송비 부담이 높기 때문에 전통적으로 내수산업 형태를 나타내고 있으며, 자본집약적 장치산업으로 선두기업들이 대규모 설비투자를 통한 규모의 경제를 형성하면서 진입장벽을 구축하고 있다. 또한, 장치산업 특성상 최신 설비와 자동화 수준에 따라 가격경쟁력에서 우위를 점할 수 있고, 불황기에는 노후화된 설비를 보유한 업체들의 설비 폐쇄 등 구조조정이 발생한다. 산림청 목재수급 통계에 따르면, 2022년 기준 주요 원재료인 펄프용 목재 자급률은 7.9% 수준으로 수입에 의존하고 있다. 이에 따라, 펄프의 가격은 생산국의 설비, 가동률, 재고수준, 환율 등에 영향을 받는다. 반면, 제지 산업은 경쟁 강도가 높은 편으로 전방산업 교섭력이 약하다. 즉, 원재료 가격 변동분을 제품 판가에 전가하기가 어려워 원재료의 가격 변동에 따라 수익성이 민감하게 반응한다.

한편, 동사가 속한 산업은 수요와 생산 설비 증설의 불일치로 수요나 공급 초과 현상이 반복적으로 발생하는 특징이 있고, 소수 업체가 과점하는 산업 구조를 보이면서 시장 점유율 확보를 위한 경쟁이 치열하다. 동사의 국내 주요 경쟁 업체로 백판지 산업에서는 한솔제지, 깨끗한나라, 한창제지 등이 있으며, 인쇄용지 산업은 한솔제지, 무림페이퍼, 무림P&P 등이 주요 경쟁 업체로 시장에 참여하고 있다. 경공업 제품의 포장재로 주로 사용되는 백판지는 경공업 제품의 출하량에 영향을 받으며, 인쇄용지는 출판과 광고 경기와 연동하여 수요가 변동한다.

통계청 국가통계포털 광업·제조업조사에 따르면, 국내 백판지 시장은 2017년 7,285.7억 원에서 2021년 7,368.4억 원 규모로 연평균 0.28% 성장하였으며, 이후 동일한 추세를 가정하면 2026년 7,472.2억 원의 시장을 형성할 것으로 전망된다. 또한, 같은 조사에서 인쇄용지, 특수용지 등을 제조하는 산업인 국내 인쇄용 및 필기용 원지 제조업의 시장규모는 2017년 3조 6,192.5억 원에서 2021년 3조 8,270.0억 원 규모로 연평균 1.41% 성장하였으며, 이후 동일한 추세를 가정했을 때 2026년 4조 1,045.2억 원의 시장을 형성할 것으로 예상된다.

[그림 4] 국내 백판지 시장규모



\*출처: 통계청 국가통계포털(kosis.kr)  
광업·제조업조사(품목편), NICE디앤비 재구성

[그림 5] 국내 인쇄용 및 필기용 원지 제조업 시장규모



\*출처: 통계청 국가통계포털(kosis.kr)  
광업·제조업조사(산업편), NICE디앤비 재구성

백판지 시장은 온라인 쇼핑의 활성화와 함께 IT 기기, 화장품 등 포장재의 고급화 추세가 이어지며 수요가 꾸준히 발생할 것으로 전망된다. 또한, 플라스틱 포장재에 대한 환경 문제가 부각되면서 대체재로 재활용 가능한 종이 소재의 친환경 포장재에 대한 관심이 높아지고 있다. 다만, 최근 렌성제지, 첼밍제지 등 중국 기업들의 설비 투자가 증가하며, 수입 제품의 국내 유입 확대 가능성과 가격 인하 압박이 높아질 것으로 예상된다.

인쇄용지 시장은 디지털 전환에 따른 종이 없는 문화가 확산되며 전자책 사용 확대 등으로 도공지 및 비도공지의 생산은 감소 추세이나, 감열지 등 고부가가치 지종의 생산을 확대하며 시장을 개척하고 있다. 업체는 산업의 저성장 추세에 대응하기 위해 인수합병과 수직계열화를 통해 가격경쟁력을 확보하고 있으며, 타 산업 분야의 소재를 종이에 적용하여 전자재, 항공우주, 배터리 등 분야에 사용되는 고기능성 합성 소재를 개발하며 성장 동력을 발굴하고 있다.



### III. 기술분석


#### 자동화 생산 설비와 공정 기술에 대한 노하우 바탕으로 다양한 고품질 제품 제조 기술 보유

동사는 제지 생산 시설을 구축하고 다양한 분야의 백판지 및 인쇄용지 제품을 자체적으로 생산하고 있다. 또한, 자동화 설비와 오랜 업력을 바탕으로 축적된 공정 기술에 대한 노하우를 기반하여 고품질의 제품을 제조하고 있다.

#### ■ 다양한 분야의 고품질 백판지 및 인쇄용지 생산 기술 보유

동사의 주요 제품인 백판지는 다층으로 구성되어 편면 또는 양면에 표백화학펄프를 사용하고, 중간층에 폐지를 사용하여 제조한다. 표백화학펄프의 양면 사용 여부에 따라 한쪽 편면을 사용한 마닐라 판지와 양면을 모두 사용한 아이보리 판지로 분류한다. 마닐라 판지의 표면은 인쇄적성<sup>1)</sup>이 우수하며 강도가 높아서 식료품, 의류 등의 외부 포장재로 사용되고, 아이보리 판지는 표면이 미려하고 인쇄적성이 뛰어나 주로 색을 입혀 고급 용지로 사용한다. 동사는 제과 등 다양한 분야의 산업용지와 식품용지, 고급 포장용지 등을 용도에 따라 무형광이나 고강도, 고광택, 고백색도 등의 특징을 부여하여 제품을 생산하고 있다.

[그림 6] 동사의 제품

|      | 산업용지  | 식품, 기능용지   | 고급 포장용지   |
|------|---|--|---|
| 백판지  |  |  |  |
|      | 복사용지(miilk)   | 특수백상지(Macaron)   | 무광택 미도공지(ARTE)  |
| 인쇄용지 |  |  |  |

\*출처: 동사 홈페이지, NICE디앤비 재구성

동사는 완전 자동화 설비를 갖춘 인쇄용지 전문 생산공장을 기반으로 고품질의 각종 인쇄용지를 생산하고 있다. 동사의 제품은 고성능 자동제어를 통해 평량<sup>2)</sup>, 두께, 수분 등을 최적으로 조절하여 섬유의 배향 상태와 치수 안정성이 뛰어나다. 동사의 복사용지 브랜드인 'miilk'는 A4, A3 등 다양한 규격과 두께, 색상을 제공하고 있으며, 고해상도 출력을 위한 제품이나 색감 재현성, 향균 능력 등 부가적인 기능을 지닌 프리미엄 제품을 생산하고 있다. 이 외에도, 가벼우면서도 볼륨감있는 특수백상지 'Macaron', 캔버스 같은 고급스러운 질감과 높은 인쇄 건조성이 특징인 무광택 미도공지 'ARTE' 100% 최고급 펄프로 만든 고급 포장용지(All Pulp) 'KAce' 등 다양한 고급 인쇄용지를 생산하고 있다.

1) 인쇄적성: 종이 자체의 상품성에 관련된 광택도, 백색도, 평활도 등의 외관과 인쇄물의 최종 인쇄품질에 관련되는 인쇄 작업성

2) 평량: 종이 1㎡ 당 무게를 말하며 단위는 g/㎡ 사용

동사는 울산광역시 소재의 온산공장에서 연간 600,000톤의 인쇄용지 생산능력을 보유하고 있으며, 대구광역시에 위치한 현풍공장에서는 연간 224,000톤의 백판지를 생산 가능한 설비를 확보하고 있다. 목재를 기본으로 한 펄프, 폐지와 같은 주원료를 바탕으로 각종 화학약품과 안료 등의 부원료를 배합하여 제지를 제조하며, 인쇄용지와 백판지 제조 공정은 제품별 코팅 유무, 지층 형성 등 세부 공정을 제외하면 대부분 유사하다. 동사의 제지 생산 공정은 크게 조성공정, 초지공정, 코팅공정, 완성공정 순으로 진행된다.

[그림 7] 제지 제조 공정



\*출처: 동사 홈페이지, NICE디앤비 재구성

먼저, 조성공정은 종이를 뜨는 기계인 초지기에 주원료를 보내기 전의 공정으로, 종이의 기본적인 물질 특성이 결정된다. 종이의 주원료인 펄프는 해리 및 고해 과정과 충전제를 비롯한 각종 약품을 배합하는 과정을 거친다. 펄퍼에서 펄프를 물과 혼합하여 푸는 해리 공정 수행 후 리파이너에서 펄프에 물리적인 충격을 가하는 고해 공정을 통해 피브릴화(fibrillation)<sup>3)</sup> 및 단섬유화하여 종이에 강도를 부여한다. 이 후 이물질과 부적합한 섬유를 제거하는 정선·제진 과정을 거쳐 초지기의 헤드박스<sup>4)</sup>로 보내진다.

초지공정은 종이를 초조<sup>4)</sup>하는 공정으로, 헤드박스에서 분출된 원료를 와이어 파트에서 습기있는 종이로 만들며, 종이의 균일성, 강도 등 품질에 결정적인 영향을 미친다. 이 후 프레스 파트에서 압착 탈수 과정을 거치며 종이 조직이 치밀해지고, 드라이어 파트에서 잔류 수분을 증발시킨 다음 캘린더에서 종이의 두께가 조절되어 완성된 종이는 릴에서 감아준다.

다음 순서로 코팅공정은 종이의 인쇄적성 향상을 위해 표면에 도료를 도포하는 과정이다. 초지공정에서 만들어진 종이를 언와인더로 다시 풀어 도공부에서 표면을 균일하게 하는 과정을 거치며, 드라이어에서 건조되어 제품으로 완성되고, 제품에 따라 슈퍼 캘린더 처리를 통하여 광택을 부여하기도 한다.

마지막 순서인 완성공정은 초지 또는 코팅공정이 끝난 종이를 수요자의 요구에 따라 권취 또는 평판으로 재단한 다음 단위 포장을 하는 공정으로, 이 공정을 거친 종이는 제품으로 수요자에게 공급된다.

3) 피브릴화(fibrillation): 고해 과정을 통해 섬유를 많은 미세섬유로 나누는 작업

4) 초조: 조성된 재료를 물로 희석하고 흘러보내면서 얇게 뽑아내는 과정

## ■ SWOT 분석

[그림 8] SWOT 분석



#### IV. 재무분석

##### 매출 성장세, 수익성 저하 추세

산업용 포장지 전문 제조업체로, 백판지가 동사의 매출을 견인하고 있는 가운데, 코로나19 등의 영향으로 배달 수요가 증가하면서 주력 제품의 점진적인 수요 확대에 최근 3개년간 매출 증가 추이를 지속하고 있지만, 수익성은 악화 추세를 보이고 있다.

##### ■ 매출 성장세 지속

2020년 코로나19 확산 이후로 비대면 유통 경로를 통한 판매가 촉진됨에 따라 온라인 쇼핑 시장 및 배송시스템의 확대를 야기하였고, 동사의 주력 제품인 백판지는 제과, 제약, 화장품 등의 고급 포장재로 쓰이며, 제품의 수요가 지속적으로 증가해왔다. 이에 따라, 2020년 전년 대비 6.7% 증가한 1,895.2억 원의 매출액을 시현한 이후, 2021년 전년 대비 7.9% 증가한 2,044.3억 원, 2022년 전년 대비 11.2% 증가한 2,273.3억 원의 매출액을 각각 기록하며 최근 3개년간 매출 성장세를 지속 중이다.

한편, 동사는 2023년 8월 한국제지(주)와의 흡수합병으로 인쇄용지 사업 부문 실적이 반영되어 매출 외형이 큰 폭으로 확대되었으며, 23년 3분기 누적 매출 실적은 전년 동기 1,745.9억 원(별도 기준) 대비 184.0% 증가한 4,958.4억 원(별도 기준)을 기록하였다.

##### ■ 수익성 저하 추세

2022년 매출 성장에도 불구하고, 글로벌 공급망의 경직성으로 인한 제약, 우크라이나 전쟁 등의 영향에 기인하여 주요 원자재인 펄프, 고지 등이 단가가 상승되어 원가 부담이 가중된 가운데, 운반비, 지급수수료 증가 등에 따라 고정성 경비 부담도 확대되었다. 이로 인해, 영업이익률이 전년 6.5%에서 1.5%로 크게 하락하였다. 또한, 이자비용 및 외화환산손실 등의 부담 지속으로 순이익률도 전년 5.0%에서 1.0%로 하락하며, 전반적인 수익성이 전년 대비 저하되었고, 열위한 수준을 시현하였다.

2023년 3분기 기준, 매출 증가 및 수출제비, 운반비 감소 등에 따른 고정성 경비 부담 완화에도 불구하고, 글로벌 경기침체로 인한 펄프 및 고지 등 주요 원자재 가격 상승, 전기료 인상 등 에너지 비용까지 상승하면서 원가율이 90% 이상을 상회하는 수준을 나타낸 바, 영업이익률이 전년 동기 4.8%에서 0.4%로 크게 하락하였다. 한편, 당분기 유형자산손상차손 발생, 이자비용 증가로 영업외수지가 저하되어 순손실 520.9억 원을 기록하며 순손익은 적자전환하였다.



[그림 9] 동사 손익계산서 분석

(단위: 억 원, %, K-IFRS 별도 기준)



매출액/영업이익/당기순이익 추이

증가율/이익률 추이

\*출처: 동사 사업보고서(2022.12), 분기보고서(2023.09), NICE디앤비 재구성

## ■ 업계 평균 수준의 무난한 재무구조 유지

최근 3개년간 큰 변동 없이 업계 평균 수준의 재무구조를 유지하고 있으며, 2022년 차입금 추가 조달, 매입채무 증가 등으로 부채 규모가 확대되었으나, 순이익 시현에 따른 이익 내부 유보로 자기자본 규모는 전년 979.5억 원에서 1,012.8억 원으로 증가되었다. 이로 인해 2022년 주요 재무안정성 지표는 전년과 비슷한 수준인 부채비율 98.4%, 자기자본비율 50.4%를 기록하였다.

한편, 2023년 9월 말 기준, 한국제지(주)를 흡수합병함에 따라 총자산 규모가 확대되면서, 65.7%의 부채비율, 60.3%의 자기자본비율, 138.0%의 유동비율을 기록한 바, 양호한 수준의 재무안정성 지표를 나타내고 있다.

[그림 10] 동사 재무상태표 분석

(단위: 억 원, %, K-IFRS 별도 기준)



자산/부채/자본 비교

자본구조의 안정성

\*출처: 동사 사업보고서(2022.12), 분기보고서(2023.09), NICE디앤비 재구성

[표 4] 동사 요약 재무제표

(단위: 억 원, K-IFRS 별도 기준)

| 항목        | 2020년   | 2021년   | 2022년   | 2022년<br>3분기 | 2023년<br>3분기 |
|-----------|---------|---------|---------|--------------|--------------|
| 매출액       | 1,895.2 | 2,044.3 | 2,273.3 | 1,745.9      | 4,958.4      |
| 매출액증가율(%) | 6.7     | 7.9     | 11.2    | 19.1         | 184.0        |
| 영업이익      | 210.6   | 132.9   | 35.0    | 83.5         | 22.1         |
| 영업이익률(%)  | 11.1    | 6.5     | 1.5     | 4.8          | 0.4          |
| 순이익       | 132.8   | 102.4   | 22.6    | 60.8         | -520.9       |
| 순이익률(%)   | 7.0     | 5.0     | 1.0     | 3.5          | -10.5        |
| 부채총계      | 1,017.7 | 973.9   | 996.9   | 1,019.6      | 2,896.9      |
| 자본총계      | 877.7   | 979.5   | 1,012.8 | 1,040.1      | 4,409.3      |
| 총자산       | 1,895.4 | 1,953.3 | 2,009.8 | 2,059.7      | 7,306.2      |
| 유동비율(%)   | 77.2    | 86.7    | 85.2    | 93.9         | 138.0        |
| 부채비율(%)   | 116.0   | 99.4    | 98.4    | 98.0         | 65.7         |
| 자기자본비율(%) | 46.3    | 50.1    | 50.4    | 50.5         | 60.3         |
| 영업현금흐름    | 310.8   | 167.0   | 62.8    | 91.4         | 831.2        |
| 투자현금흐름    | -121.7  | -60.9   | -106.3  | -109.0       | 136.7        |
| 재무현금흐름    | -150.7  | -67.4   | 11.7    | 22.4         | -720.6       |
| 기말 현금     | 113.1   | 152.0   | 116.3   | 159.8        | 340.3        |

\*출처: 동사 사업보고서(2022.12), 분기보고서(2023.09), NICE디앤비 재구성

## V. 주요 변동사항 및 향후 전망

## 친환경 종이 제품을 개발 및 출시하며, 친환경 관련 시장 수요 확보 시도

동사는 친환경 제품에 대한 꾸준한 연구개발을 수행하며 재활용이 용이하고 자연 상태에서 생분해되는 친환경 종이 제품 그린실드를 출시하였다. 이에 대해 미국과 유럽에서 친환경 관련 인증을 취득하였으며, ESG 경영을 실천하는 국내 대기업들을 중심으로 납품을 진행하고 있다.

## ■ 친환경 제품 수요에 대응하여 재활용 및 생분해가 용이한 소재의 제품 출시

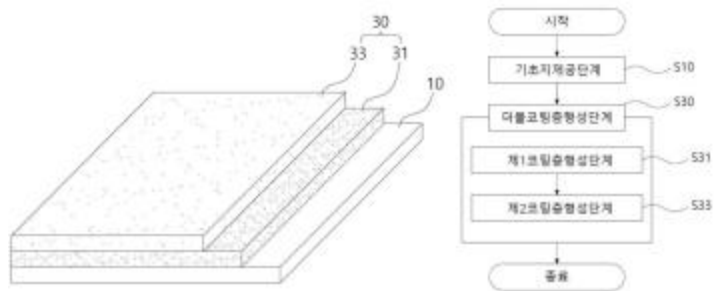
동사는 친환경 제품에 대한 수요를 확보하기 위해 롯데시네마, CGV, 현대백화점, 면사랑 등 ESG 경영을 실천하는 기업들과 협력하며 종이컵, 팝콘 용기와 같은 그린실드 제품을 납품하고 있다. 일반적인 종이 제품은 폴리에틸렌(PE, Polyethylene) 코팅을 통하여 수분, 증기 등에 대한 배리어(Barrier) 특성을 확보하고 열 접착을 수행한다. 이때, 폴리에틸렌은 자연 생분해가 되지 않아 제품에 사용된 펄프를 재사용하기 위해서는 재펄프화 공정에서 별도의 제거 공정이 필요하여 대부분 회수되지 않고 폐기된다. 반면, 동사는 아크릴계 공중합체(Copolymer) 수지에 소포제를 투입하여 만든 코팅액을 사용하여 재활용이 용이하고 자연 상태에서 생분해되는 친환경 종이 제품 그린실드를 개발하였다. 또한, 그린실드는 더블 코팅층을 구성하여 열 접착성<sup>5)</sup>과 점착 저항성<sup>6)</sup>이 발현하는 온도에 차이를 두어 작업성이 뛰어나고, 양호한 내수·내유성을 보유하여 식품 포장재로 적합하다.

[그림 11] 그린실드 종이컵



\*출처: 동사 홈페이지

[그림 12] 친환경 종이컵 원지 구조 및 제조 흐름도



\*출처: KIPRIS(등록번호: 10-2393249), NICE디앤비 재구성

그린실드는 미국 안전 규격 개발·인증 기관인 ‘UL’에서 재활용성에 대한 인증 ‘UL ECVP 2485’을 취득하였고, 유럽 시험 인증 기관 ‘TUV AUSTRIA’에서 유해물질 농도 측정, 생분해성, 퇴비화, 퇴비 독성 테스트를 모두 통과하였다. 이 외에도 FSC(국제삼림관리협회의) 인증과 환경부 환경표지 인증, 식품 안정성 인증 등을 보유하고 있다.

동사는 기업부설연구소를 운영하며 제품의 기능 및 품질 개선과 친환경 제품 개발, 공정 기술 등에 관련된 지속적인 연구개발을 수행하고 있다. 공정의 조건별 시뮬레이션 및 분석을 진행하고 인쇄와 종이 물성에 대해 꾸준히 실험하고 있다. 최근 그린실드를 비롯하여 친환경 제품에 대한 연구와 부원료인 화학약품의 기능 개발 등의 연구를 자체적으로 진행하고 있다.

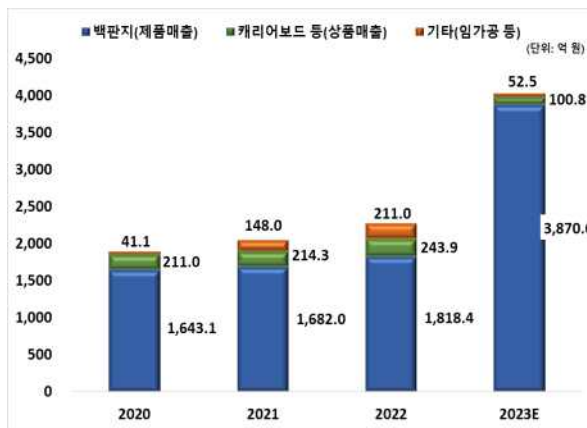
5) 열 접착성: 일정 온도에서 용해하며 접착이 이루어지는 성질

6) 점착 저항성: 끈끈하게 달라붙는 것을 방지하는 성질

## ■ 동사 실적 전망

동사는 2023년 8월 흡수합병을 진행하면서 인쇄용지 사업 부문의 실적이 반영되어 매출 외형이 큰 폭으로 확대되었다. 또한, 온라인 쇼핑과 배달 이용 증가로 인하여 동사의 주력 제품인 백판지의 수요가 증가하면서 매출 성장을 견인하고 있다. 다만, 동사가 참여 중인 시장의 성장이 제한적이고, 글로벌 경기 침체, 러시아-우크라이나 전쟁 등 불안정한 대외 환경으로 주요 원재료의 단가가 상승되며 원가 부담이 가중되었다. 동사는 산업 특성상 원재료의 수입 의존도가 높고 가격 교섭력이 약하여 수익 구조 개선에는 다소 시간이 소요될 것으로 전망된다.

[그림 13] 동사의 사업 부문별 실적 및 전망



[그림 14] 동사의 연간 실적 및 전망



\*출처: 동사 사업보고서(2022.12), 분기보고서(2023.09), NICE디앤비 재구성

[표 5] 동사의 사업 부문별 연간 실적 및 분기별 전망

(단위: 억 원, K-IFRS 별도 기준)

| 항목            | 2020    | 2021    | 2022    | 1Q2023 | 2Q2023 | 3Q2023  | 2023E   |
|---------------|---------|---------|---------|--------|--------|---------|---------|
| 매출액           | 1,895.2 | 2,044.3 | 2,273.3 | 492.5  | 966.9  | 4,958.4 | 5,966.4 |
| 백판지(제품매출)     | 1,643.1 | 1,682.0 | 1,818.4 | 397.2  | 775.8  | 3,216.7 | 3,870.6 |
| 도공지(제품매출)     |         |         |         |        |        | 1,614.3 | 1,942.5 |
| 캐리어보드 등(상품매출) | 211.0   | 214.3   | 243.9   | 64.6   | 130.5  | 83.8    | 100.8   |
| 기타(임가공 등)     | 41.1    | 148.0   | 211.0   | 30.7   | 60.6   | 43.6    | 52.5    |
| 영업이익          | 210.6   | 132.9   | 35.0    | -55.3  | -80.7  | 22.1    | 26.6    |
| 영업이익률(%)      | 11.1    | 6.5     | 1.5     | -11.2  | -8.3   | 0.4     | 0.4     |

\*출처: 동사 사업보고서(2022.12), 분기보고서(2023.09), NICE디앤비 재구성  
(2023년 분기별 실적 및 전망은 분기 누적금액 임)

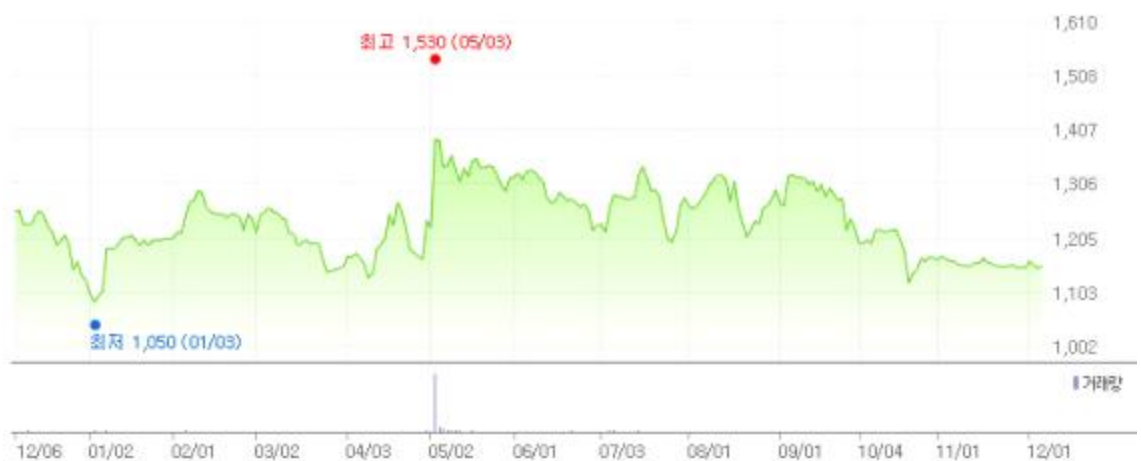


## ■ 증권사 투자의견

| 작성기관    | 투자의견 | 목표주가 | 작성일 |
|---------|------|------|-----|
| —       | —    | —    | —   |
| 투자의견 없음 |      |      |     |

## ■ 시장정보(주가 및 거래량)

[그림 15] 동사 주가 변동 현황



\*출처: 네이버증권(2023년 12월 6일)