

한솔제지

213500

Feb 07, 2024

Buy

유지

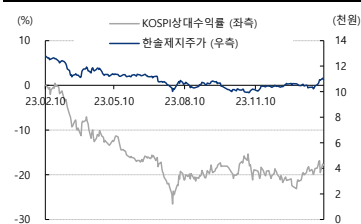
TP 15,000 원

유지

Company Data

현재가(02/06)	10,950 원
액면가(원)	5,000 원
52 주 최고가(보통주)	13,140 원
52 주 최저가(보통주)	9,910 원
KOSPI (02/06)	2,576.20p
KOSDAQ (02/06)	807.03p
자본금	1,190 억원
시가총액	2,606 억원
발행주식수(보통주)	2,380 만주
발행주식수(우선주)	0 만주
평균거래량(60 일)	55 만주
평균거래대금(60 일)	6 억원
외국인지분(보통주)	6.77%
주요주주	
한솔홀딩스 외 2 인	30.57%
국민연금공단	5.52%

Price & Relative Performance



주가수익률(%)	1 개월	6 개월	12 개월
절대주가	4.5	0.6	-16.5
상대주가	4.6	1.7	-21.0



미드스몰캡 김민철

3771-9253, 20080035@iprovest.com



KYOBO 교보증권

4Q23 Re. 아쉬웠던 일회성 비용

4Q23 Review 본업 이상 무

4Q23 매출액은 5,815억원(YoY -11%), 영업이익은 57억원 (YoY -23%)으로 컨센스 하회. 영업이익이 컨센스를 하회한 이유는 1) 산업용지 부문에서의 경쟁심화로 인한 이익 감소, 2) EME의 일회성 손실이 반영되었기 때문. 반면 인쇄용지 및 특수용지 부문에서 양호한 영업이익 실현. 인쇄용지는 계절적 성수기인 연말연시 시점에 판매가격 인상 및 펄프 투입단가 하락에 의한 스프레드 확대로 수익성이 개선되었으며, 특수용지는 택배 등에 사용되는 라벨지의 수요 개선 및 투입원가 감소에 따라 영업이익 증가.

2024년 특수지 및 인쇄용지 맑음, 반면 산업용지 흐림

2024년 매출액은 YoY 2% 증가한 22,446억원, 영업이익은 YoY 119% 증가한 946억 원 전망. 부문별로 인쇄용지 및 특수지 부문에서 실적을 견인 할 것으로 전망. 인쇄용지부문은 2024년 국내를 비롯한 러시아, 인도, 미국 등 주요국의 총선 및 대선이 예정되어있어 글로벌 인쇄용지 수요 증가가 전망되며, 특수용지는 온라인 거래전수 증가 및 물류창고 증가에 따른 수요 증가 전망. 반면 산업용지 부문의 경쟁사의 증설에 따른 경쟁이 지속됨에 따라 높은 수익을 기대하기 힘든 상황. 수익성 측면에서는 최근 펄프가격 상승 및 SCFI 상승에 따라 추가적인 가격인상이 전망되며, 2분기 이후 물류비용 감소에 의한 추가적인 수익개선도 기대됨.

투자의견 BUY 유지, 목표주가 15,000원 유지

한솔제지에 대해 투자의견 BUY 유지 및 목표주가 15,000원 유지. 2024년 영업이익 전망치 하향 조정에도 목표주가를 기존대로 유지. 이는 기존 캐시카우 역할은 하던 산업용지 부문의 부진에도 그 공백을 특수지 및 인쇄용지가 메이크업 해 주었고, 향후 산업용지부문 경쟁 완화 혹은 내수 확대에 따른 백판지 수요 개선 시 큰 폭의 실적성장을 기대할 수 있기 때문.

Forecast earnings & Valuation

12 결산(십억원)	2022.12	2023.12E	2024.12E	2025.12E	2026.12E
매출액(십억원)	2,458	2,194	2,245	2,303	2,352
YoY(%)	34.0	-10.7	2.3	2.6	2.1
영업이익(십억원)	130	47	95	102	112
OP 마진(%)	5.3	2.1	4.2	4.4	4.8
순이익(십억원)	74	10	37	74	79
EPS(원)	3,102	429	1,573	3,116	3,328
YoY(%)	439.8	-86.2	267.0	98.1	6.8
PER(배)	4.3	24.8	7.0	3.5	3.3
PCR(배)	1.3	1.6	1.2	1.2	1.2
PBR(배)	0.4	0.3	0.3	0.3	0.3
EV/EBITDA(배)	5.5	8.0	5.6	5.0	4.3
ROE(%)	10.4	1.4	5.0	9.3	9.3

한솔제지 [213500]

4Q23 Re. 아쉬웠던 일회성 비용

[도표 1] 한솔제지 실적추이 및 전망

(단위: 십억원)

	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23P	1Q24E	2Q24E	3Q24E	4Q24E	2023E	2024E	2025E
매출액	561	528	524	582	546	563	547	589	2,194	2,245	2,303
YoY	2%	-17%	-15%	-11%	-3%	7%	4%	1%	-11%	2%	3%
인쇄용지	167	153	152	188	163	171	179	218	660	730	792
산업용지	142	129	121	134	127	124	113	111	526	474	414
특수지	181	176	176	184	167	175	177	182	718	701	732
기타	71	70	75	76	89	93	78	78	291	339	365
영업이익	8	15	14	6	24	29	24	18	43	95	102
YoY	-68%	-73%	-65%	-23%	202%	91%	67%	216%	-67%	119%	8%
인쇄용지	-5	-1	3	15	10	9	4	2	11	24	18
산업용지	-5	5	0	3	1	2	3	2	4	9	25
특수지	7	15	10	17	14	17	16	12	49	59	63
기타	11	-4	1	-29	-1	1	1	2	-21	2	-5
OPM	1.4%	2.9%	2.8%	1.0%	4.3%	5.1%	4.4%	3.1%	2.0%	4.2%	4.4%
인쇄용지	-3.2%	-0.5%	1.7%	7.9%	6.0%	5.0%	2.0%	1.0%	1.7%	3.3%	2.2%
산업용지	-3.6%	3.9%	0.3%	2.5%	0.9%	2.0%	3.0%	2.2%	0.7%	2.0%	6.2%
특수지	4.1%	8.7%	5.7%	9.0%	8.2%	9.7%	9.2%	6.5%	6.9%	8.4%	8.6%
기타	15.4%	-6.3%	1.9%	-38.1%	-1.2%	1.0%	1.0%	2.0%	-7.2%	0.7%	-1.2%

자료: 교보증권 리서치센터

[도표 2] 한솔제지 실적추정 변경

	2023E			2024E		
(십억원)	변경전	변경후	차이	변경전	변경후	차이
매출액	2,172	2,194	1%	2,263	2,245	-1%
영업이익	71	43	-39%	128	95	-26%

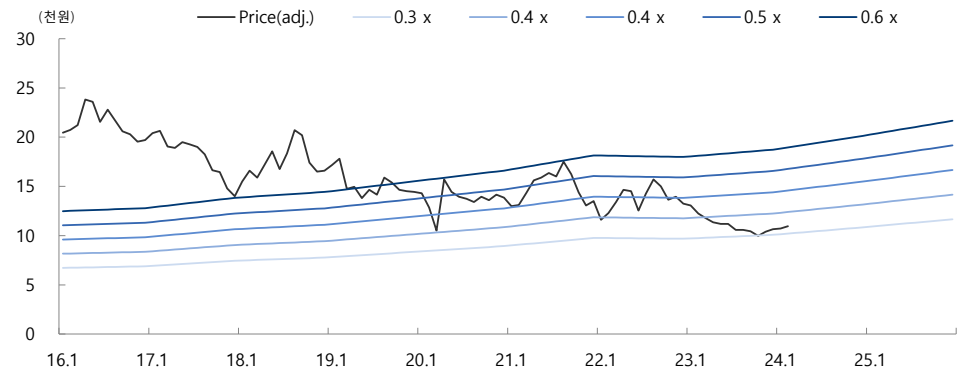
자료: 교보증권 리서치센터

[도표 3] 한솔제지 목표주가 산출 근거

항목	값	비고
2024E BPS	32,194 원	과거 5년 평균 PBR(End 기준) 0.466 배 적용 2024. 2. 6. 증가 기준
Target PER	0.466 배	
목표주가	15,000 원	
현주가	10,950 원	
업사이드	37%	

자료: 교보증권 리서치센터

[도표 4] 한솔제지 Fwd P/B



자료: 교보증권 리서치센터

한솔제지 [213500]

4Q23 Re. 아쉬웠던 일회성 비용

[한솔제지 213500]

포괄손익계산서

단위: 십억원

12 결산(십억원)	2022A	2023F	2024F	2025F	2026F
매출액	2,458	2,194	2,245	2,303	2,352
매출원가	1,885	1,838	1,801	1,847	1,885
매출총이익	572	356	443	457	468
매출총이익률 (%)	23.3	16.2	19.8	19.8	19.9
판매비와관리비	442	309	349	355	356
영업이익	130	47	95	102	112
영업이익률 (%)	5.3	2.1	4.2	4.4	4.7
EBITDA	216	123	162	162	166
EBITDA Margin (%)	8.8	5.6	7.2	7.0	7.0
영업외손익	-34	-36	-53	-20	-24
관계기업손익	0	0	0	0	0
금융수익	13	9	9	9	9
금융비용	-46	-66	-78	-44	-49
기타	-1	21	16	16	16
법인세비용차감전순이익	96	11	42	82	88
법인세비용	22	1	4	8	9
계속사업순이익	74	10	37	74	79
중단사업순이익	0	0	0	0	0
당기순이익	74	10	37	74	79
당기순이익률 (%)	3.0	0.5	1.7	3.2	3.4
비지배지분순이익	0	0	0	0	0
지배지분순이익	74	10	37	74	79
지배순이익률 (%)	3.0	0.5	1.7	3.2	3.4
매도가능금융자산평가	0	0	0	0	0
기타포괄이익	3	3	3	3	3
포괄순이익	77	14	41	78	83
비지배지분포괄이익	0	0	0	0	0
지배지분포괄이익	77	14	41	78	83

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

현금흐름표

단위: 십억원

12 결산(십억원)	2022A	2023F	2024F	2025F	2026F
영업활동 현금흐름	-63	182	119	146	147
당기순이익	74	10	37	74	79
비현금항목의 가감	175	152	159	122	120
감가상각비	82	73	65	58	52
외환손익	11	-5	-5	-5	-5
자본법평가손익	0	0	0	0	0
기타	82	84	99	69	73
자산부채의 증감	-277	70	-12	-14	-12
기타현금흐름	-35	-51	-66	-37	-41
투자활동 현금흐름	-90	-4	-6	-7	-8
투자자산	-2	0	0	0	0
유형자산	-37	0	0	0	0
기타	-51	-4	-6	-7	-8
재무활동 현금흐름	201	4	227	201	186
단기차입금	276	-20	-22	-24	-27
사채	118	111	105	100	94
장기차입금	46	48	50	53	55
자본의 증가(감소)	0	0	0	0	0
현금배당	-14	-17	-7	-17	-17
기타	-224	-119	100	90	80
현금의 증감	48	182	341	340	324
기초 현금	26	74	257	597	938
기말 현금	74	257	597	938	1,262
NOPLAT	100	42	85	92	101
FCF	-128	189	141	138	143

자료: 한솔제지, 교보증권 리서치센터

재무상태표

단위: 십억원

12 결산(십억원)	2022A	2023F	2024F	2025F	2026F
유동자산	1,008	1,087	1,431	1,782	2,116
현금및현금성자산	74	257	597	938	1,262
매출채권 및 기타채권	396	349	348	349	351
재고자산	460	410	420	431	440
기타유동자산	78	71	67	64	63
비유동자산	1,202	1,128	1,063	1,005	956
유형자산	1,057	984	919	861	809
관계기업투자금	0	0	0	0	0
기타금융자산	23	23	22	22	22
기타비유동자산	122	121	121	122	125
자산총계	2,210	2,215	2,494	2,787	3,071
유동부채	1,082	935	1,025	1,103	1,169
매입채무 및 기타채무	383	365	369	373	376
차입금	418	398	376	352	325
유동성채무	238	7	8	9	10
기타유동부채	44	164	273	370	458
비유동부채	385	544	702	860	1,016
차입금	86	135	185	237	292
사채	230	341	446	546	641
기타비유동부채	69	68	71	76	83
부채총계	1,467	1,479	1,728	1,963	2,185
지배지분	742	736	766	824	886
자본금	119	119	119	119	119
자본잉여금	318	318	318	318	318
이익잉여금	221	215	245	303	365
기타자본변동	-8	-8	-8	-8	-8
비지배지분	0	0	0	0	0
자본총계	743	736	766	824	887
총차입금	994	1,027	1,275	1,508	1,727

주요 투자지표

단위: 원, 배, %

12 결산(십억원)	2022A	2023F	2024F	2025F	2026F
EPS	3,102	429	1,573	3,116	3,328
PER	4.3	24.8	7.0	3.5	3.3
BPS	31,191	30,920	32,194	34,610	37,239
PBR	0.4	0.3	0.3	0.3	0.3
EBITDAPS	9,071	5,182	6,824	6,822	6,957
EV/EBITDA	5.5	8.0	5.6	5.0	4.3
SPS	103,273	92,187	94,309	96,773	98,842
PSR	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
CFPS	-5,363	7,946	5,928	5,806	6,004
DPS	700	300	700	700	700

재무비율

단위: 원, 배, %

12 결산(십억원)	2022A	2023F	2024F	2025F	2026F
성장성					
매출액 증가율	34.0	-10.7	2.3	2.6	2.1
영업이익 증가율	114.4	-63.8	100.5	7.8	9.6
순이익 증가율	439.8	-86.2	267.0	98.1	6.8
수익성					
ROIC	6.8	2.8	6.1	6.9	7.8
ROA	3.6	0.5	1.6	2.8	2.7
ROE	10.4	1.4	5.0	9.3	9.3
안정성					
부채비율	197.6	200.9	225.4	238.3	246.5
순차입금비율	45.0	46.4	51.1	54.1	56.2
이자보상배율	4.9	0.9	1.5	3.4	3.3

한솔제지 [213500]

4Q23 Re. 아쉬웠던 일회성 비용

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							

자료: 교보증권 리서치센터

■ Compliance Notice ■

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

이 조사자료는 당사 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보증하는 것이 아닙니다. 따라서 이 조사자료는 투자참고자료로만 활용하시기 바라며, 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 또한 이 조사자료의 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.

■ 투자 의견 비율공시 및 투자등급관련사항 ■ 기준일자_2023.12.29

구분	Buy(매수)	Trading Buy(매수)	Hold(보유)	Sell(매도)
비율	94.2	3.6	2.2	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 악화와 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
Trading Buy: KOSPI 대비 10%이상 초과수익 예상되나 불확실성 높은 경우
Hold(보유): KOSPI 대비 기대수익률 -10~10%
Sell(매도): KOSPI 대비 기대수익률 -10% 이하