

한솔제지

213500

Aug 13, 2024

Buy

유지

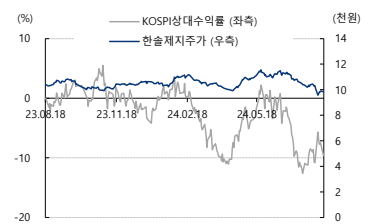
TP 13,000 원

하향

Company Data

현재가(08/12)	9,830 원
액면가(원)	5,000 원
52 주 최고가(보통주)	11,550 원
52 주 최저가(보통주)	9,560 원
KOSPI (08/12)	2,618.30p
KOSDAQ (08/12)	772.72p
자본금	1,190 억원
시가총액	2,340 억원
발행주식수(보통주)	2,380 만주
발행주식수(우선주)	0 만주
평균거래량(60 일)	5.1 만주
평균거래대금(60 일)	5 억원
외국인지분(보통주)	7.45%
주요주주	
한솔홀딩스 외 2 인	30.57%
국민연금공단	5.52%

Price & Relative Performance



주가수익률(%)	1 개월	6 개월	12 개월
절대주가	-7.2	-10.4	-8.4
상대주가	1.3	-10.3	-9.3



미드스몰캡 김민철

3771-9253, 20080035@iprovest.com



KYOBO 교보증권

3Q24 이후 안정화 전망

2Q24 Review : 환경사업부 리스크 반영

2Q24 매출액은 YoY 7% 증가한 5,630억원, 영업이익은 YoY 66% 감소한 51억원으로, 영업이익이 예상치를 크게 밑도는 수치. 제지부문에서의 평균 수익성은 OPM 10% 이상 유지, 반면 실적악화의 주된 요인은 환경사업부에서 발생한 미수금 등을 대손충당금으로 약 450억원 설정했기 때문. 다만, 발생 가능한 추가손실 규모는 제한적으로 예상되는 등 환경사업부의 사업 리스크가 상당부분 반영된 것으로 판단.

3Q24 제지 부문의 수익성 저하 전망

3Q24의 제지 부문의 수익성이 다소 위축될 전망. 1) 인쇄용지 : 투입되는 펄프 및 해상운임 비용의 증가에 따라 수익성이 저하될 전망. 2~3분기는 비수기 시즌으로 미국 고객사의 재고 소진이 지연되고 있는 것으로 파악. 이런 이유로 비용 증가를 가격 인상으로 전가하는데 한계가 있기 때문. 2) 산업용지 : 공급과잉(국내 및 말레이시아 경쟁사의 시장참여)으로 인한 가격 경쟁 등으로 낮은 이익률 지속. 다만, 수급 조정과 가격 인상은 장기적인 관점에서 2026년 이루어 질 것으로 전망. 3) 특수용지 : 라벨지 수요 증가에 힘입어 안정적인 수익성이 유지 될 것으로 판단.

4Q24 수익성 개선 전망. 성수기 시즌과 맞물려 투입원가가 감소하여 수익성이 개선될 전망. 특히 남미 및 중국에서 큰(약 400만톤, 글로벌 생산량의 10% 수준) 규모의 펄프 신증설 효과가 4분기부터 점차 반영될 것으로 판단.

투자의견 Buy 유지, 목표주가 13,000원 하향

한솔제지에 대해 투자의견 BUY를 유지하나 목표주가 13,000원으로 하향. 목표주가 하향조정 이유는 인쇄용지 및 산업용지의 수급 개선이 다소 지연될 것으로 판단하여 2024년 및 2024년 영업이익 전망치를 각각 -9%, -16% 하향 조정하였기 때문.

Forecast earnings & Valuation

12 결산(십억원)	2022.12	2023.12	2024.12E	2025.12E	2026.12E
매출액(십억원)	2,458	2,194	2,239	2,300	2,351
YoY(%)	34.0	-10.7	2.1	2.7	2.2
영업이익(십억원)	130	47	94	98	133
OP 마진(%)	5.3	2.1	4.2	4.3	5.7
순이익(십억원)	74	2	61	81	108
EPS(원)	3,102	74	2,563	3,415	4,553
YoY(%)	439.8	-97.6	3,369.3	33.2	33.3
PER(배)	4.3	144.0	3.9	2.9	2.2
PCR(배)	1.3	1.4	1.1	1.1	1.0
PBR(배)	0.4	0.3	0.3	0.3	0.3
EV/EBITDA(배)	5.5	7.6	4.9	4.3	3.1
ROE(%)	10.4	0.2	8.2	10.1	12.3

한솔제지 [213500]

3Q24 이후 안정화 전망

[도표 1] 한솔제지 실적추이 및 전망

(단위: 십억원)

	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24P	3Q24E	4Q24E	2023	2024E	2025E
매출액	561	528	524	581	534	563	550	592	2,194	2,239	2,300
YoY	24%	-17.3%	-15.1%	-11.2%	-4.8%	6.6%	5.1%	1.7%	-10.7%	2.1%	2.7%
인쇄용지	167	153	152	188	174	166	173	211	660	724	767
산업용지	142	129	121	134	135	132	120	118	526	506	443
특수지	181	176	176	184	166	199	201	207	718	773	831
기타	71	70	75	76	60	66	56	55	291	237	259
매출비중											
인쇄용지	30%	29%	29%	32%	33%	29%	31%	36%	30%	32%	33%
산업용지	25%	24%	23%	23%	25%	23%	22%	20%	24%	23%	19%
특수지	32%	33%	34%	32%	31%	35%	37%	35%	33%	35%	36%
기타	13%	13%	14%	13%	11%	12%	10%	9%	13%	11%	11%
영업이익	8	15	14	10	34	5	22	33	47	94	98
YoY	-68%	-73%	-65%	33%	337%	-66%	54%	234%	-64%	99%	4%
인쇄용지	-5	-1	3	15	21	18	8	12	12	59	35
산업용지	-5	5	0	4	6	6	1	3	4	16	12
특수지	7	15	10	17	13	26	14	18	50	71	55
기타	11	-4	1	-26	-7	-45	-1	1	-18	-52	-3
OPM	1.4%	2.9%	2.8%	1.7%	6.4%	0.9%	4.0%	5.6%	2.2%	4.2%	4.3%
인쇄용지	-3.2%	-0.5%	1.7%	8.0%	12.2%	10.9%	4.5%	5.5%	1.7%	8.1%	4.5%
산업용지	-3.6%	3.9%	0.3%	2.6%	4.7%	4.5%	1.0%	2.2%	0.7%	3.2%	2.7%
특수지	4.1%	8.7%	5.7%	9.2%	7.9%	13.2%	7.1%	8.5%	6.9%	9.2%	6.6%
기타	15.4%	-6.3%	1.9%	-33.7%	-11.1%	-68.0%	-2.0%	2.0%	-6.1%	-21.8%	-1.2%

자료: 한솔제지, 교보증권 리서치센터

[도표 2] 한솔제지 실적추정 변경

	2024E			2025E		
(십억원)	변경전	변경후	차이	변경전	변경후	차이
매출액	2,207	2,239	1%	2,258	2,300	2%
영업이익	103	94	-9%	117	98	-16%

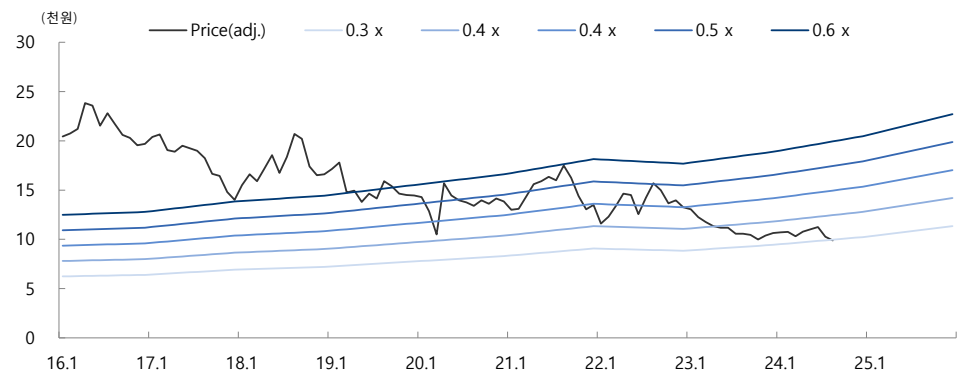
자료: 교보증권 리서치센터

[도표 3] 한솔제지 목표주가 산출 근거

항목	값	비고
2024E BPS	32,475 원	
Target PBR	0.40 배	과거 5년 평균 PBR(Low 기준) 0.4 배 적용
목표주가	13,000 원	
현주가	9,830 원	2024.8.12. 종가기준
업사이드	31%	

자료: 교보증권 리서치센터

[도표 4] 한솔제지 Forward PBR Band



자료: 교보증권 리서치센터

한솔제지 [213500]

3Q24 이후 안정화 전망

[한솔제지 213500]

포괄손익계산서

단위: 십억원

12 결산(십억원)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
매출액	2,458	2,194	2,239	2,300	2,351
매출원가	1,885	1,838	1,790	1,844	1,883
매출총이익	572	356	449	456	468
매출총이익률 (%)	23.3	16.2	20.1	19.8	19.9
판매비와관리비	442	309	355	358	335
영업이익	130	47	94	98	133
영업이익률 (%)	5.3	2.2	4.2	4.3	5.7
EBITDA	216	129	170	169	199
EBITDA Margin (%)	8.8	5.9	7.6	7.4	8.5
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	79	106	141
법인세비용	22	1	18	24	32
계속사업순이익	74	2	61	81	108
중단사업순이익	0	0	0	0	0
당기순이익	74	2	61	81	108
당기순이익률 (%)	3.0	0.1	2.7	3.5	4.6
비지배지분순이익	0	0	0	0	0
지배지분순이익	74	2	61	81	108
지배순이익률 (%)	3.0	0.1	2.7	3.5	4.6
매도가능금융자산평가	0	0	0	0	0
기타포괄이익	3	-4	-4	-4	-4
포괄순이익	77	-2	57	77	105
비지배지분포괄이익	0	0	0	0	0
지배지분포괄이익	77	-2	57	77	105

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	206	192	217
당기순이익	74	2	61	81	108
비현금항목의 가감	175	179	181	160	163
감가상각비	82	77	72	68	64
외환손익	11	0	2	2	2
자본법평가손익	0	0	0	0	0
기타	82	102	107	90	97
자산부채의 증감	-277	120	13	-16	-14
기타현금흐름	-35	-63	-49	-33	-41
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	-74	113	97
기초 현금	26	74	88	15	128
기말 현금	74	88	15	128	225
NOPLAT	100	33	72	76	102
FCF	-128	173	131	101	125

자료: 한솔제지, 교보증권 리서치센터

재무상태표

단위: 십억원

12 결산(십억원)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
유동자산	1,008	866	767	887	991
현금및현금성자산	74	88	15	128	225
매출채권 및 기타채권	396	400	394	393	392
재고자산	460	339	320	329	336
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	1,929	2,009	2,077
유동부채	1,082	882	366	68	-261
매입채무 및 기타채무	383	417	420	425	429
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	1,156	1,171	1,147
지배지분	742	724	773	838	929
자본금	119	119	119	119	119
자본잉여금	318	318	318	318	318
이익잉여금	221	202	251	315	407
기타자본변동	-8	-7	-7	-7	-7
비지배지분	0	0	0	0	0
자본총계	743	724	773	838	930
총차입금	994	828	629	639	610

주요 투자지표

단위: 원, 배, %

12 결산(십억원)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
EPS	3,102	74	2,563	3,415	4,553
PER	4.3	144.0	3.9	2.9	2.2
BPS	31,191	30,411	32,474	35,190	39,043
PBR	0.4	0.3	0.3	0.3	0.3
EBITDAPS	9,071	5,426	7,146	7,111	8,376
EV/EBITDA	5.5	7.6	4.9	4.3	3.1
SPS	103,273	92,187	94,079	96,644	98,770
PSR	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
CFPS	-5,363	7,262	5,518	4,224	5,251
DPS	700	500	700	700	700

재무비율

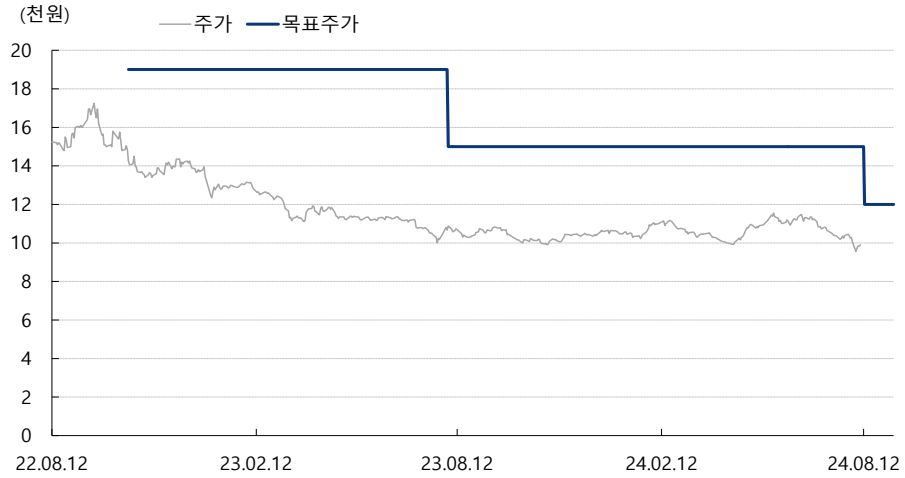
단위: 원, 배, %

12 결산(십억원)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
성장성					
매출액 증가율	34.0	-10.7	2.1	2.7	2.2
영업이익 증가율	114.4	-63.7	99.3	4.4	35.1
순이익 증가율	439.8	-97.6	3,367.9	33.2	33.3
수익성					
ROIC	6.8	2.2	5.4	5.9	8.1
ROA	3.6	0.1	3.0	4.1	5.3
ROE	10.4	0.2	8.2	10.1	12.3
안정성					
부채비율	197.6	186.5	149.5	139.8	123.4
순차입금비율	45.0	39.9	32.6	31.8	29.4
이자보상배율	4.9	1.0	2.7	7.8	11.1

한솔제지 [213500]

3Q24 이후 안정화 전망

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	(29.83)	(25.53)					
2024.05.10	매수	15,000	(28.29)	(23.00)					
2024.06.26	매수	15,000	(28.81)	(23.00)					
2024.08.13	매수	13,000							

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.

■ 투자의견 비율공시 및 투자등급관련사항 ■ 기준일자_2024.06.30

구분	Buy(매수)	Trading Buy(매수)	Hold(보유)	Sell(매도)
비율	96.2	3.2	0.6	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