

# 한솔제지

## 213500

Jun 26, 2024

Buy

유지

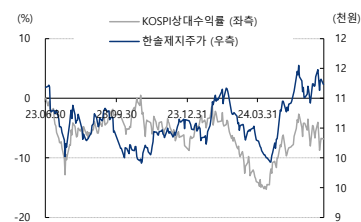
TP 15,000 원

유지

## Company Data

현재가(06/26)	11,350 원
액면가(원)	5,000 원
52 주 최고가(보통주)	11,550 원
52 주 최저가(보통주)	9,910 원
KOSPI (06/26)	2,792.07p
KOSDAQ (06/26)	842.12p
자본금	1,190 억원
시가총액	2,673 억원
발행주식수(보통주)	2,380 만주
발행주식수(우선주)	0 만주
평균거래량(60 일)	69 만주
평균거래대금(60 일)	8 억원
외국인지분(보통주)	834%
주요주주	
한솔홀딩스 외 2 인	30.57%
국민연금공단	5.52%

## Price &amp; Relative Performance



주가수익률(%)	1 개월	6 개월	12 개월
절대주가	-1.1	5.9	0.5
상대주가	-3.9	-0.4	-6.5



미드스몰캡 김민철

3771-9253, 20080035@iprovest.com



KYOBO 교보증권

## 잘 갖춰진 포트폴리오

### 국내 최대 규모의 제지기업

동사의 주요 제품은 인쇄용지, 산업용지(백판지), 특수지(감열지 및 라벨지)를 생산. 특히 산업용지 및 특수용지 부문에서 국내 선도기업 역할을 담당. 용지별 특징을 살펴보면 인쇄용지의 경우 교과서, 캘린더 등에 사용되며, 연말연시 수요가 몰리는 계절성을 띤다. 산업용지는 가공식품, 생활용품, 의약품 포장 등에 사용되며, 특수지는 카드, 영수증 및 택배용 라벨에 사용됨. 산업용지와 특수지는 소비에 민감한 반면 인쇄용지는 선거 등 이벤트에 일부 영향을 받기 때문에 제품 포트폴리오가 안정적.

### 인쇄용지 비즈니스 구조

인쇄용지 국내 연간 생산량 약 240만톤 중 동사는 약 50만톤 생산. 생산량의 약 50%는 국내에서 수요하고 나머지는 미국, 유럽, 아시아 국가로 수출. 인쇄용지 경쟁사는 무림P&P, 무림페이퍼, 한국제지 등. 펄프가격 인상에 따른 제품가격 인상이 용이한 반면 운송비(SCFI) 증가는 제품가격에 일부 전가. 올해는 각국의 선거 등으로 수요 견조하여 제품가격 인상이 용이할 전망이다.

### 산업용지(백판지) 비즈니스 구조

산업용지 국내 연간 생산량 약 150만톤 중 동사는 약 50% 생산. 생산량의 약 53%를 국내에서 수요하고 나머지는 아시아지역 국가 위주로 수출. 산업용지 경쟁사는 깨끗한나라, 한창 등. 과거 산업용지 부문은 동사의 영업이익 기여도가 가장 높았으나, 2022년 경쟁사의 증설로 인하여 경쟁이 심화 되었고, 현재는 경쟁이 완화되는 과정.

### 특수지(감열지 및 감열라벨지) 비즈니스 구조

국내에서 특수지 생산 기업은 동사가 유일. 네덜란드의 Schades 사를 인수하여 감열지 시장에 진입하였고, 유럽의 Telrol 사를 인수하여 라벨지 시장에 진입. 영업기반은 국내 및 유럽 등 선진국에 기반을 둬. 특수지 수요는 신용카드 사용 증가, 택배 및 물류창고 증가, 비행기 티켓 발권의 증가 등 소비에 영향을 받음.

### 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	2,837	4,019	4,332
YoY(%)	439.8	-97.6	3,740.6	41.7	7.8
PER(배)	4.3	144.0	4.0	2.8	2.6
PCR(배)	1.3	1.4	1.1	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	4.1	3.4
ROE(%)	10.4	0.2	9.0	11.7	11.4

## 한솔제지 [213500]

잘 갖춰진 포트폴리오

### [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	1,764	1,811	1,849
매출총이익	572	356	443	446	458
매출총이익률 (%)	23.3	16.2	20.1	19.8	19.8
판매비와관리비	442	309	340	329	332
영업이익	130	47	103	117	126
영업이익률 (%)	5.3	2.2	4.6	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	193	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	2,837	4,019	4,332
PER	4.3	144.0	4.0	2.8	2.6
BPS	31,191	30,411	32,749	36,068	39,700
PBR	0.4	0.3	0.3	0.3	0.3
EBITDAPS	9,071	5,426	7,503	7,897	8,089
EV/EBITDA	5.5	7.6	4.9	4.1	3.4
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	5,006	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	117.2	14.0	7.7
순이익 증가율	439.8	-97.6	3,739.1	41.7	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 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	(28.33)	(23.00)					
2024.06.26	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.

## ■ 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