

한솔제지

213500

Dec 10, 2024

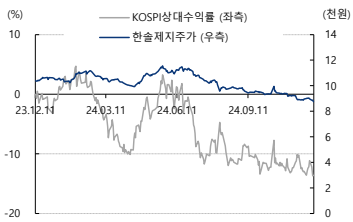
Buy 유지

TP 13,000 원 유지

Company Data

현재가(12/09)	8,550 원
액면가(원)	5,000 원
52 주 최고가(보통주)	11,550 원
52 주 최저가(보통주)	8,750 원
KOSPI (12/09)	2360.58p
KOSDAQ (12/09)	627.01p
자본금	1,190 억원
시가총액	2,035 억원
발행주식수(보통주)	2,380 만주
발행주식수(우선주)	0 만주
평균거래량(60 일)	2.9 만주
평균거래대금(60 일)	3 억원
외국인지분(보통주)	60.2%
주요주주	
한솔홀딩스 외 2 인	30.57%
국민연금공단	5.52%

Price & Relative Performance



주가수익률(%)	1 개월	6개월	12 개월
절대주가	-5.3	-21.9	-16.3
상대주가	-0.5	-15.6	-14.5



미드스몰캡 김민철
20080035@iprovest.com

흔들려도 간다

일시적 수익성 저하

3Q24 연결기준 매출액은 YoY +6% 증가한 5,562억원, 영업이익은 -43억원으로 적자 전환. 영업이익이 예상치를 크게 밑도는 수치. 영업이익이 부진한 이유는 영업요인과 원가요인이 복합된 것으로 판단. 영업요인으로는 북미고객사의 재고조정에 의한 수요부진이 주요 원인이며, 원가요인으로는 해상운임 및 펄프 등 원재료 가격의 상승이 매출총이익 감소를 야기. 또한, 감열지 부문에서는 북미 관세환급 기저효과로 이익이 감소하였고, 산업용지 부문에서 동남아 시장의 경쟁심화가 지속됨에 따라 판매가격에 영향을 미쳤으며 이는 마진 축소로 이어짐.

4Q24 매출액 5,887억원, 영업이익 216억원 전망

4Q24 연결기준 매출액은 YoY +1% 증가한 5,887억원, 영업이익은 YoY +119% 증가한 216억원 전망. 계절적 성수기 진입으로 매출이 증가하고 수익성도 개선될 것으로 기대. 특히 내수 시장에서는 9월 말부터 가격 인상이 통보하였고, 이는 4분기부터 본격적인 영향을 미칠 것으로 판단. 또한 펄프 가격이 남미와 중국의 증설 효과로 인해 하락세를 보이고 있으며, 해상운임도 점차 안정화될 것으로 전망되어 비용 측면에서도 안정화 될 것으로 판단되기 때문.

투자의견 Buy 유지, 목표주가 13,000원 유지

한솔제지에 대해 투자의견 BUY 및 목표주가 13,000원으로 유지. 3Q24 실적이 저조하여 2024년 실적 추정치를 소폭 하향 조정. 그럼에도 목표주가를 유지하는 이유는 3분기 실적은 외생변수에 의한 비용이 증가하였으며, 이는 일시적인 요인으로 판단. 4분기부터 시작될 계절적 수요 회복과 원가 부담 완화가 영업이익에 긍정적 요인으로 작용 할 것으로 판단.

Forecast earnings & Valuation

12 결산(억원)	2022.12	2023.12	2024.12E	2025.12E	2026.12E
매출액(억원)	24,580	21,941	22,419	23,027	23,460
YoY(%)	34.0	-10.7	2.2	2.7	1.9
영업이익(억원)	1,302	472	564	886	1,257
OP 마진(%)	5.3	2.2	2.5	3.8	5.4
순이익(억원)	738	18	320	739	1,030
EPS(원)	3,102	74	1,342	3,103	4,321
YoY(%)	439.8	-97.6	1,717.0	131.2	39.3
PER(배)	4.3	144.0	6.5	2.8	2.0
PCR(배)	1.3	1.4	1.0	0.9	0.8
PBR(배)	0.4	0.3	0.3	0.3	0.2
EV/EBITDA(배)	5.5	7.6	6.0	4.4	3.0
ROE(%)	10.4	0.2	4.4	9.6	12.2

한솔제지 [213500]

흔들려도 간다

[도표 1] 한솔제지 실적추이 및 전망

(단위: 억원)

	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24E	2023	2024E	2025E
매출액	5,610	5,281	5,235	5,815	5,341	5,630	5,562	5,887	21,941	22,419	23,027
YoY	2.4%	-17.3%	-15.1%	-11.2%	-4.8%	6.6%	6.2%	1.2%	-10.7%	2.2%	2.7%
인쇄용지	1,672	1,525	1,521	1,883	1,741	1,656	1,684	1,987	6,601	7,068	7,231
산업용지	1,423	1,292	1,205	1,335	1,350	1,321	1,387	1,363	5,255	5,421	5,098
특수지	1,809	1,764	1,764	1,838	1,655	1,990	1,713	1,761	7,175	7,119	7,074
기타	706	700	745	759	595	663	778	775	2,910	2,811	3,624
매출비중											
인쇄용지	30%	29%	29%	32%	33%	29%	30%	34%	30%	32%	31%
산업용지	25%	24%	23%	23%	25%	23%	25%	23%	24%	24%	22%
특수지	32%	33%	34%	32%	31%	35%	31%	30%	33%	32%	31%
기타	13%	13%	14%	13%	11%	12%	14%	13%	13%	13%	16%
영업이익	78	152	144	100	340	51	-43	216	474	564	886
YoY	-68%	-73%	-65%	33%	337%	-66%	-130%	119%	-64%	19%	57%
인쇄용지	-54	-8	26	151	212	180	-72	70	115	390	326
산업용지	-51	51	4	35	64	60	-20	16	39	120	137
특수지	74	153	100	170	130	262	-3	114	497	503	468
기타	109	-44	14	-256	-66	-451	52	16	-177	-449	-45
OPM	1.4%	2.9%	2.8%	1.7%	6.4%	0.9%	-0.8%	3.7%	2.2%	2.5%	3.8%
인쇄용지	-3.2%	-0.5%	1.7%	8.0%	12.2%	10.9%	-4.3%	3.5%	1.7%	5.5%	4.5%
산업용지	-3.6%	3.9%	0.3%	2.6%	4.7%	4.5%	-1.4%	1.2%	0.7%	2.2%	2.7%
특수지	4.1%	8.7%	5.7%	9.2%	7.9%	13.2%	-0.2%	6.5%	6.9%	7.1%	6.6%
기타	15.4%	-6.3%	1.9%	-33.7%	-11.1%	-68.0%	6.7%	2.0%	-6.1%	-16.0%	-1.2%

자료: 한솔제지, 교보증권 리서치센터

[도표 2] 한솔제지 실적추정 변경

(십억원)	2024E			2025E		
	변경전	변경후	차이	변경전	변경후	차이
매출액	2,239	2,242	0%	2,300	2,303	0%
영업이익	94	56	-40%	98	89	-10%

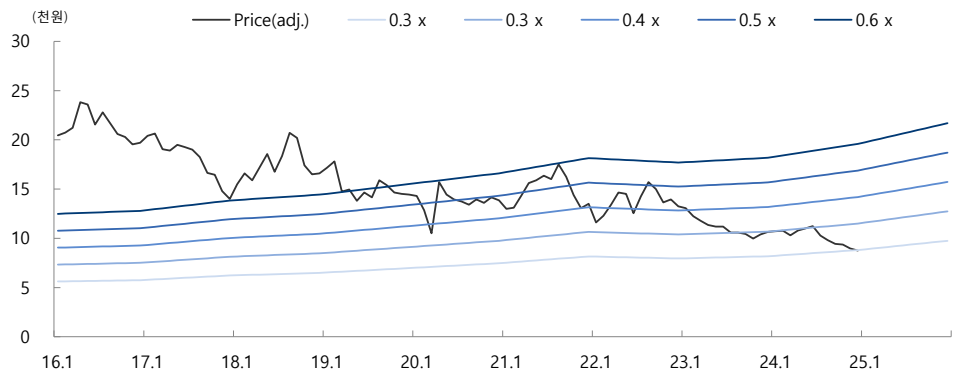
자료: 교보증권 리서치센터

[도표 3] 한솔제지 목표주가 산출 근거

항목	값	비고
2024E BPS	31,254 원	
Target PBR	0.42 배	과거 5년 평균 PBR(Low 기준) 0.42 배 적용
목표주가	13,000 원	
현주가	8,550 원	2024.12.9. 종가기준
업사이드	52%	

자료: 교보증권 리서치센터

[도표 4] 한솔제지 Forward PBR Band



자료: 교보증권 리서치센터

한솔제지 [213500]

흔들려도 간다

[한솔제지 213500]

포괄손익계산서

단위: 억원

12 결산(억원)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
매출액	24,580	21,941	22,419	23,027	23,460
매출원가	18,855	18,382	17,898	18,461	18,796
매출총이익	5,725	3,559	4,522	4,566	4,664
매출총이익률 (%)	23.3	16.2	20.2	19.8	19.9
판매비와관리비	4,422	3,087	3,958	3,679	3,408
영업이익	1,302	472	564	886	1,257
영업이익률 (%)	5.3	2.2	2.5	3.8	5.4
EBITDA	2,159	1,291	1,323	1,596	1,922
EBITDA Margin (%)	8.8	5.9	5.9	6.9	8.2
영업외손익	-344	-447	-148	74	80
관계기업손익	0	0	0	0	0
금융수익	126	150	113	113	113
금융비용	-459	-603	-464	-242	-235
기타	-11	6	203	203	203
법인세비용차감전순이익	958	25	415	960	1,337
법인세비용	220	8	96	221	308
계속사업순이익	738	18	320	739	1,030
중단사업순이익	0	0	0	0	0
당기순이익	738	18	320	739	1,030
당기순이익률 (%)	3.0	0.1	1.4	3.2	4.4
비지배지분순이익	0	0	0	1	1
지배지분순이익	738	18	319	738	1,028
지배순이익률 (%)	3.0	0.1	1.4	3.2	4.4
매도가능금융자산평가	0	0	0	0	0
기타포괄이익	35	-40	-40	-40	-40
포괄순이익	773	-23	280	700	990
비지배지분포괄이익	0	0	0	-1	-1
지배지분포괄이익	773	-23	280	700	991

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

현금흐름표

단위: 억원

12 결산(억원)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
영업활동 현금흐름	-628	2,385	1,973	1,852	2,134
당기순이익	738	18	320	739	1,030
비현금항목의 가감	1,748	1,794	1,724	1,577	1,613
감가상각비	815	773	724	680	640
외환손익	111	2	18	18	18
지분법평가손익	0	0	0	0	0
기타	822	1,018	983	880	955
자산부채의 증감	-2,766	1,204	336	-155	-118
기타현금흐름	-348	-630	-407	-310	-391
투자활동 현금흐름	-899	-397	-264	-271	-276
투자자산	-21	-23	0	0	0
유형자산	-370	-624	-300	-300	-300
기타	-508	250	36	29	24
재무활동 현금흐름	2,010	-1,848	-2,226	-196	-586
단기차입금	2,762	-2,497	-2,746	-3,021	-3,323
사채	1,176	2,683	2,549	2,422	2,300
장기차입금	460	597	627	658	691
자본의 증가(감소)	0	0	0	0	0
현금배당	-143	-166	-119	-166	-166
기타	-2,245	-2,465	-2,536	-88	-88
현금의 증감	484	141	-613	1,053	922
기초 현금	260	744	885	271	1,324
기말 현금	744	885	271	1,324	2,246
NOPLAT	1,003	330	434	683	968
FCF	-1,277	1,729	1,230	938	1,215

자료: 한솔제지, 교보증권 리서치센터

재무상태표

단위: 억원

12 결산(억원)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
유동자산	10,078	8,663	7,584	8,706	9,677
현금및현금성자산	744	885	271	1,324	2,246
매출채권 및 기타채권	3,958	3,998	3,942	3,931	3,915
재고자산	4,595	3,390	2,989	3,070	3,128
기타유동자산	781	391	381	381	387
비유동자산	12,022	12,081	11,418	11,021	10,670
유형자산	10,573	10,435	10,011	9,631	9,291
관계기업투자금	0	0	0	0	0
기타금융자산	234	296	287	279	272
기타비유동자산	1,215	1,350	1,120	1,111	1,107
자산총계	22,100	20,744	19,002	19,727	20,347
유동부채	10,823	8,817	3,657	681	-2,610
매입채무 및 기타채무	3,827	4,169	4,205	4,252	4,286
차입금	4,179	1,685	-1,062	-4,083	-7,406
유동성채무	2,376	2,449	0	0	0
기타유동부채	442	516	514	512	510
비유동부채	3,851	4,686	7,903	11,032	14,081
차입금	865	616	1,243	1,901	2,592
사채	2,296	3,377	5,926	8,347	10,648
기타비유동부채	691	693	735	784	842
부채총계	14,675	13,503	11,561	11,713	11,471
지배지분	7,424	7,239	7,439	8,011	8,873
자본금	1,190	1,190	1,190	1,190	1,190
자본잉여금	3,177	3,177	3,177	3,177	3,177
이익잉여금	2,214	2,015	2,216	2,788	3,650
기타자본변동	-77	-74	-74	-74	-74
비지배지분	1	2	2	3	3
자본총계	7,425	7,241	7,442	8,014	8,876
총차입금	9,938	8,279	6,291	6,387	6,099

주요 투자지표

단위: 원, 배, %

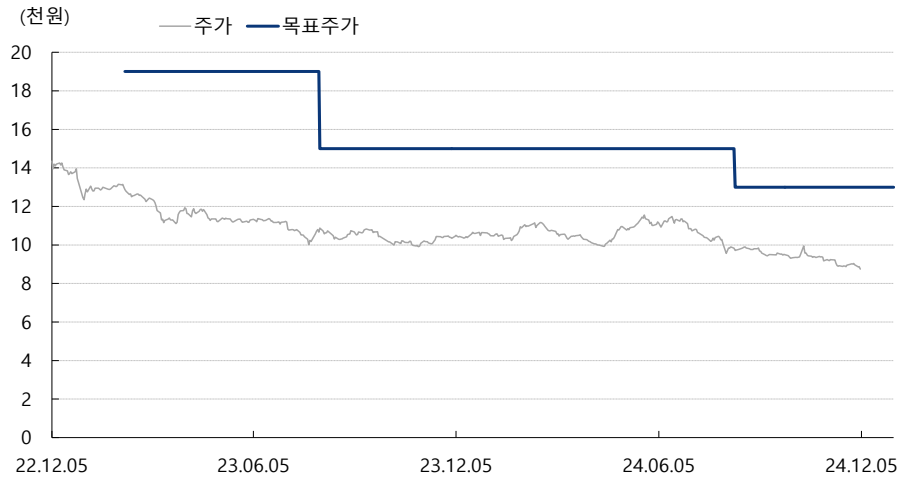
12 결산(억원)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
EPS	3,102	74	1,342	3,103	4,321
PER	4.3	144.0	6.5	2.8	2.0
BPS	31,191	30,411	31,254	33,657	37,278
PBR	0.4	0.3	0.3	0.3	0.2
EBITDAPS	9,071	5,426	5,559	6,705	8,075
EV/EBITDA	5.5	7.6	6.0	4.4	3.0
SPS	103,273	92,187	94,197	96,748	98,569
PSR	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
CFPS	-5,363	7,262	5,167	3,939	5,103
DPS	700	500	700	700	700

재무비율

단위: 원, 배, %

12 결산(억원)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
성장성					
매출액 증가율	34.0	-10.7	2.2	2.7	1.9
영업이익 증가율	114.4	-63.7	19.3	57.3	41.8
순이익 증가율	439.8	-97.6	1,716.2	131.2	39.3
수익성					
ROIC	6.8	2.2	3.2	5.4	7.8
ROA	3.6	0.1	1.6	3.8	5.1
ROE	10.4	0.2	4.4	9.6	12.2
안정성					
부채비율	197.6	186.5	155.4	146.2	129.2
순차입금비율	45.0	39.9	33.1	32.4	30.0
이자보상배율	4.9	1.0	1.6	7.0	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	(28.29)	(23.00)					
2024.06.26	매수	15,000	(28.85)	(23.00)					
2024.08.13	매수	13,000							
2024.12.10	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_2024.09.30

구분	Buy(매수)	Trading Buy(매수)	Hold(보유)	Sell(매도)
비율	96.0	3.3	0.7	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 **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