

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% |

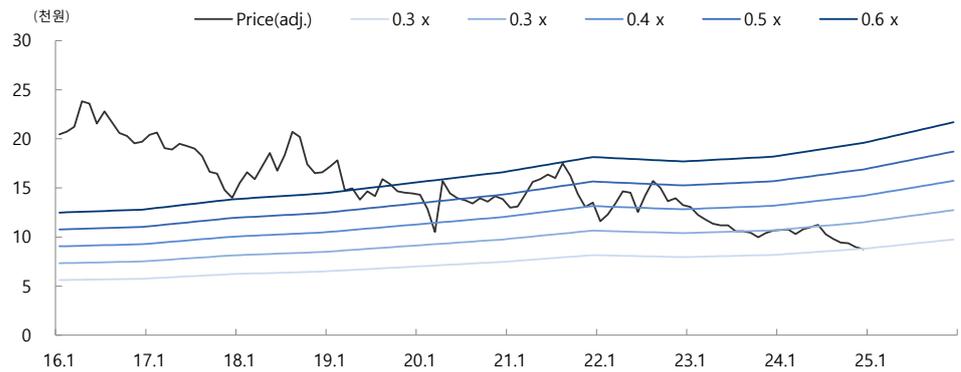
자료: 교보증권 리서치센터

[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]

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 |
| 자본법평가손익 | 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, %

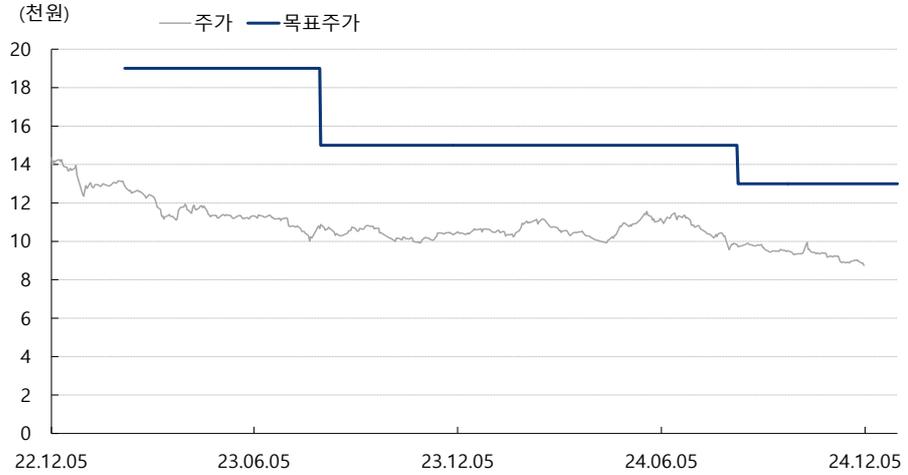
| 12 결산(억원) | 2022A | 2023A | 2024F | 2025F | 2026F |
|-----------|---------|--------|--------|--------|--------|
| EPS | 3,102 | 74 | 1,342 | 3,103 | 4,321 |
| PER | 4.3 | 144.0 | 6.5 | 2.8 | 2.0 |
| BPS | 31,191 | 30,411 | 31,254 | 33,657 | 37,278 |
| PBR | 0.4 | 0.3 | 0.3 | 0.3 | 0.2 |
| EBITDAPS | 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