

KOSPI | 소재

한솔제지 (213500)

1Q23 저점 이후 상저하고 회복세 기대

체크포인트

- 국내 최대 규모의 지류 제조업체로 산업용지, 인쇄용지, 특수지 생산. 1992년 삼성그룹으로부터 독립한 이후 2015년 인적분할을 통해 존속법인인 한솔홀딩스와 한솔제지(신설법인 재상장)로 분할됨
- 산업용지, 인쇄용지의 경우 올해 1분기 연중 실적 최저점을 기록한 이후 산업용지 판가 인상 효과 및 인쇄용지 가동 정상화와 함께 하반기 제지 수요 증가가 더해지며 상저하고 실적 흐름을 기록할 것으로 예상됨
- 2023년 연결 매출액 24,837억원(+1.0% YoY), 영업이익 1,171억원(-10.1% YoY) 추정. 별도 기준 주요 제품별 매출액은 산업용지 6,127억원(-2.2% YoY), 인쇄용지 7,147억원(+1.1% YoY), 특수지 7,934억원(+7.0% YoY), 기타 32억원(+12.0% YoY), 환경사업 1,411억원(+4.1% YoY) 전망

주가 및 주요이벤트

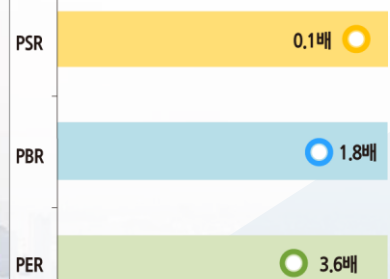


재무지표



주: 2022년 기준, Fnguide WICS 분류 상 소재산업 내 등급화

벨류에이션 지표



주: PSR, PER은 2022년 기준, PBR은 1Q23 기준, Trailing, Fnguide WICS 분류 상 소재산업 내 순위 비교, 우측으로 갈수록 저평가

종합 제지 생산 및 판매 업체

국내 최대 규모의 지류 제조업체로 산업용지, 인쇄용지, 특수지를 생산. 2022년 별도 기준 제품별 매출액 비중 산업용지 28.3%, 인쇄용지 31.9%, 특수지 33.5%, 기타 0.1%, 환경사업 6.2%로 구성됨. 산업용지의 경우 국내 시장 점유율 1위로 47.2%를 차지하고 있으며 인쇄용지는 국내 시장 점유율 23.2%로 무림그룹에 이어 2위업체로 자리매김

친환경 포장재 및 신소재로 사업영역 확대

2022년 1월 종이 용기 제조업체인 성우엔비테크를 인수하고 동사가 개발한 친환경 종이소재(PE Free) 기술력을 통해 친환경 포장재 사업 진출. 친환경 포장소재 매출액은 2021년 사업 개시 이후 2022년 50억원을 기록했으며 1Q23에는 약 20억원을 달성한 것으로 추정. 2023년에는 약 100억원 수준에 달할 전망. 또한 일본 중심으로 형성되었던 친환경 소재 '나노셀룰로스' 국산화에 성공. 동사는 2021년 아모레퍼시픽, 노루페인트와 MOU를 체결했으며 올해 하반기부터 아모레퍼시픽으로 공급이 가능할 것으로 기대됨

2Q23부터 산업용지 스프레드 개선 및 인쇄용지 가동 정상화

1Q23 글로벌 산업용지 수요 감소와 경쟁업체의 판가 인하 프로모션 영향으로 1Q23 산업용지 수익성은 -3.4%를 기록했으나, 2023년 3월 동사는 국내 산업용지 판매 가격을 직전 대비 +10% 인상하며 산업용지 스프레드 개선세가 나타나고 있음

인쇄용지의 경우 생산라인 가동 발생으로 2022년 12월 24일부터 해당 라인 가동 중단. 이에 따라 고장비 부담이 가중되며 1Q23 인쇄용지 영업손실은 51억원으로 수익성 감소 폭이 확대. 올해 6월부터 인쇄용지 생산라인 정상화에 따른 수익성 회복세가 가능할 것으로 전망하며 1분기 연중 실적 최저점을 기록한 이후 상회하고 실적 흐름을 기록할 것으로 예상됨

Forecast earnings & Valuation

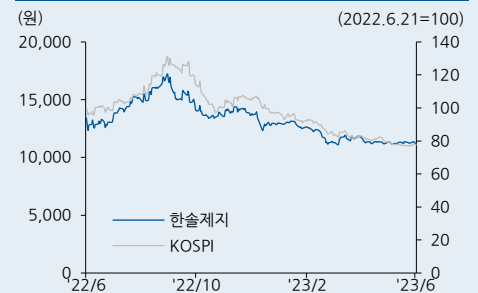
	2019	2020	2021	2022F	2023F
매출액(억원)	16,791	15,099	18,342	24,580	24,837
YoY(%)	-15.0	-10.1	21.5	34.0	1.0
영업이익(억원)	960	946	607	1,302	1,171
OP 마진(%)	5.7	6.3	3.3	5.3	4.7
지배주주순이익(억원)	400	593	137	738	703
EPS(원)	1,681	2,490	574	3,101	2,953
YoY(%)	-1.9	48.1	-76.9	439.8	-4.8
PER(배)	8.6	5.6	23.5	4.3	3.8
PSR(배)	0.2	0.2	0.2	0.1	0.1
EV/EBIDA(배)	5.8	5.6	7.0	5.5	6.4
PBR(배)	0.6	0.5	0.5	0.4	0.3
ROE(%)	6.9	9.7	2.1	10.4	9.1
배당수익률(%)	4.2	5.1	4.4	5.3	6.3

자료: 한국IR협의회 기업리서치센터

Data

현재주가 (6/23)	11,170원
52주 최고가	17,250원
52주 최저가	11,110원
KOSPI (6/23)	2,570.10p
자본금	1,190억원
시가총액	2,659억원
액면가	5,000원
발행주식수	24백만주
일평균 거래량 (60일)	8만주
일평균 거래액 (60일)	9억원
외국인지분율	7.74%
주요주주	한솔홀딩스 외 2인 30.57%
	국민연금공단 6.54%

Price & Relative Performance



Stock Data

주가수익률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	-1.5	-18.5	-9.6
상대주가	-1.6	-26.6	-18.6

▶ 참고 1) 표지 재무지표에서 안정성 지표는 '부채비율', 성장성 지표는 '매출액 증가율', 수익성 지표는 'ROE', 활동성 지표는 '순운전자본회전율', 유동성 지표는 '유동비율'임.

2) 표지 밸류에이션 지표 차트는 해당 산업군내 동사의 상대적 밸류에이션 수준을 표시. 우측으로 갈수록 밸류에이션 매력도 높음.



기업 개요

종합 제지 생산 및 판매 업체

2022년 별도 기준
제품별 매출액 비중
산업용지 28.3%,
인쇄용지 31.9%,
특수지 33.5%,
기타 0.1%,
환경사업 6.2%

국내 최대 규모의 지류 제조업체로 산업용지, 인쇄용지, 특수지를 생산하고 있다. 동사는 새한제지공업으로 출범하여 1965년 삼성그룹에 인수되었으나 1992년 삼성그룹으로부터 독립한 이후 2015년 인적분할을 통해 존속법인 한솔홀딩스와 한솔제지(신설법인 재상장)로 분할되었다. 2023년 1분기말 기준 주주는 한솔홀딩스 30.5%, 국민연금공단 6.3%, 신영자산 5.2%, 외국인 11.6%, 개인 및 기타 기관 46.4%로 구성된다.

동사는 2017년 3월 한솔아트원제지를 흡수합병하며 국내 감열지 시장의 95%를 점유하고 있으며 2022년 1월 성우엔비테크를 종속회사로 편입하며 사업영역을 확대하고 있다. 주요 종속회사로는 Hansol America(미주 판매법인, 지분율 100%), Hansol Europe(유럽 판매법인, 지분율 100%), 성우엔비테크(종이 용기 제조 및 판매, 지분율 100%), 문경에스코(생활폐기물 소각처리, 지분율 98.8%)를 보유하고 있다.

산업용지의 경우 국내 시장 점유율 1위로 47.2%를 차지하고 있으며 인쇄용지는 국내 시장 점유율 23.2%로 무림그룹에 이어 2위 업체로 자리매김했다. 감열지의 경우 글로벌 수요를 한국, 일본, 독일, 미국에 위치한 4개 업체가 시장을 독과점하고 있으며 감열지 업체 중 동사가 가장 큰 규모의 생산캐파를 확보한 상태이다.

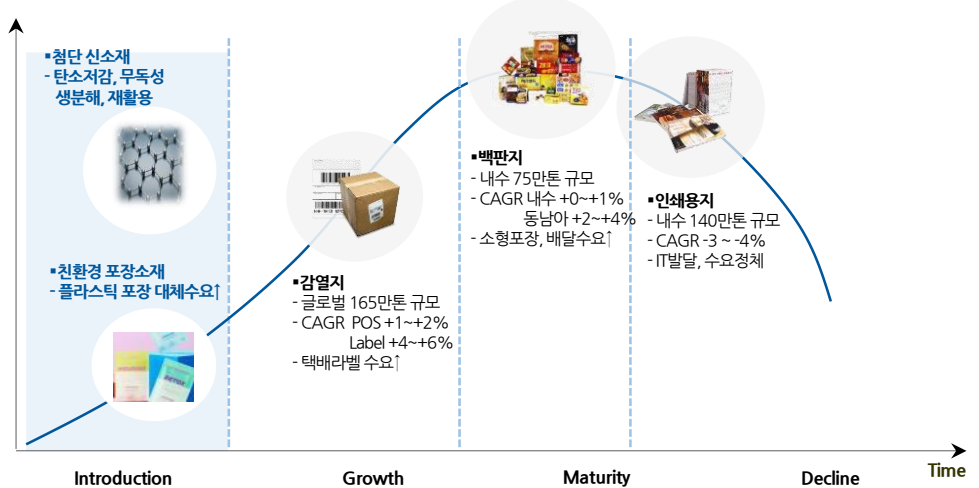
동사는 국내 총 4개 생산시설(천안, 대전, 장항, 신탄진 공장)을 보유하고 있다. 산업용지의 경우 제품 포장 및 화장품, 식류품 용기에 사용되는 백판지를 생산하며 대전 공장에서 연간 74만톤의(필프량 8만톤, 고지량 65만톤) 생산캐파를 보유하고 있다. 인쇄용지의 경우 교과서, 잡지, 복사지 등에 사용되며 장항 및 신탄진 공장에서 생산되고 있다. 인쇄용지의 연간 생산캐파는 50만톤이다. 특수지의 경우 장항, 신탄진, 천안 공장에서 생산되고 있으며 연간 생산캐파는 34만톤이다. 특수지의 경우 감열지, 팬시지, 친환경 패키징으로 구성되며 2022년 연간 기준 특수지 중 제품별 비중은 감열지 80%, 팬시지 18%, 친환경 패키징 2%를 차지하고 있다.

한솔제지 연혁

1965	1992	2015	2017.03	2020.11	2022.01	2022.04	1Q23
▪ 전주제지 창립	▪ 삼성그룹에서 독립	▪ 기업분할 (신설법인 재상장)	▪ 한솔아트원제지 흡수합병	▪ 한솔EME 자회사 인수	▪ 성우엔비테크 자본취득으로 연결기업으로 편입	▪ 한솔EME 흡수합병	▪ 한솔EME 청산 완료

자료: 한솔제지, 한국R협의회 기업리서치센터

사업 포트폴리오 변화(기존 인쇄용지 → 특수지 및 친환경 포장 및 소재)



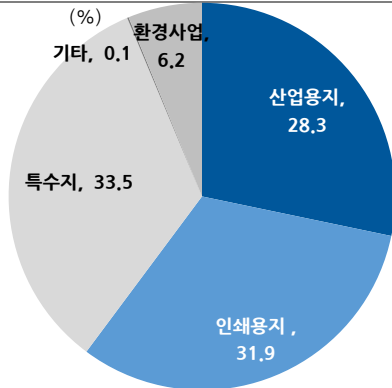
자료: 한솔제지, 한국R협의회 기업리서치센터

생산시설 현황 및 용지별 생산캐파



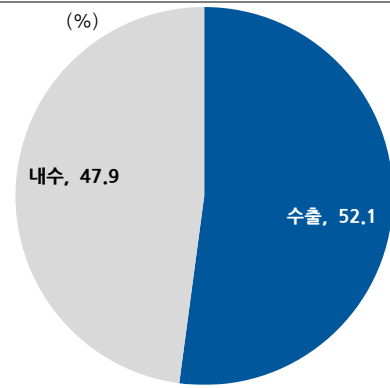
자료: 한솔제지, 한국R협의회 기업리서치센터

2022년 사업부문별 매출액 비중



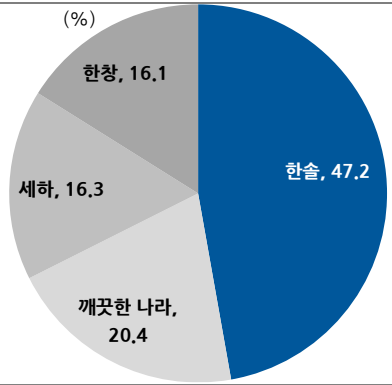
자료: 한솔제지, 한국IR협의회 기업리서치센터

2022년 내수, 수출 비중



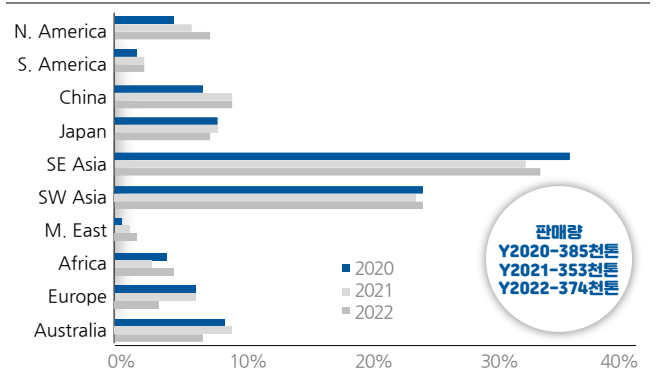
자료: 한솔제지, 한국IR협의회 기업리서치센터

산업용지 국내 점유율 현황



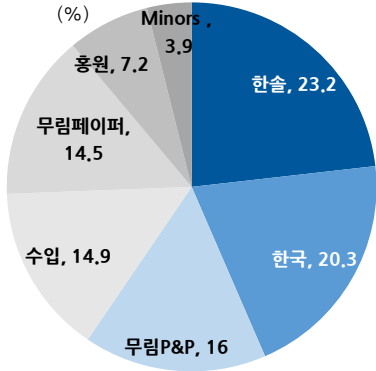
자료: 한솔제지, 한국IR협의회 기업리서치센터

산업용지 해외 수출 지역별 판매량 추이



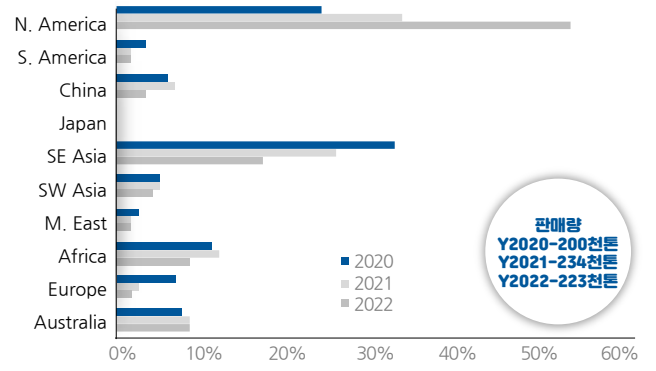
자료: 한솔제지, 한국IR협의회 기업리서치센터

인쇄용지 국내 점유율 현황



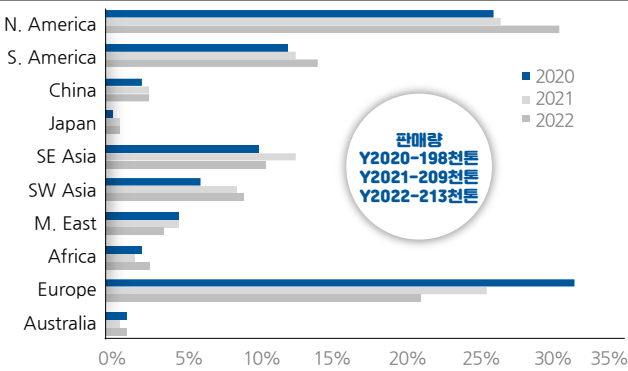
자료: 한솔제지, 한국IR협의회 기업리서치센터

인쇄용지 해외 수출 지역별 판매량 추이



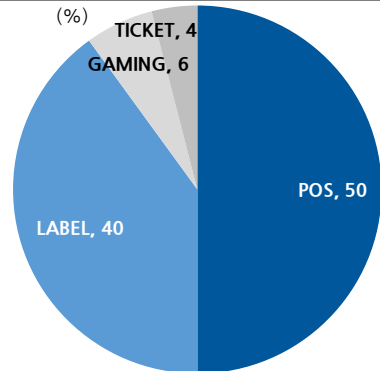
자료: 한솔제지, 한국IR협의회 기업리서치센터

감열지 해외 수출 지역별 판매량 추이



자료: 한솔제지, 한국IR협의회 기업리서치센터

감열지 적용 제품군



자료: 한솔제지, 한국IR협의회 기업리서치센터



산업 현황

제지산업 현황

제지 수요는 동남아, 남미 등
신흥국 중심으로 성장 중

플라스틱 사용 감축을 위해
제지는 친환경 포장 소재로
역할 확대 중

제지는 크게 신문용지,
인쇄용지, 포장용지, 위생용지,
백판지, 골판지원지 등으로
분류

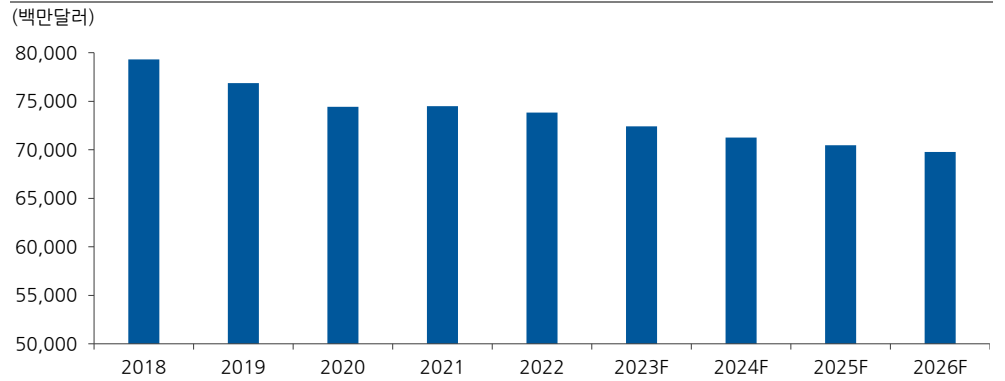
제지산업의 주요 특징은 1) 고객의 설비투자가 필요한 장치산업, 2) 신흥국 중심으로 수요 증가, 3) 친환경 소재로 역할 확대 등이 대표적이다. 미국과 중국은 글로벌 제지 생산량 및 소비량이 가장 큰 국가이다. 시장 조사 기관 GRDS(Global Research & Data Services)에 따르면 미국 제지(펄프, 종이, 판지) 시장 규모는 2022년 약 738억달러를 기록한 것으로 추정되며 2018년 이후 선진국의 제지 시장규모는 지속적으로 감소하고 있다. 제지 시장규모 축소 요인은 디지털화에 따른 제지 사용량 감소, 에너지 비용 상승에 따른 제조설비 운영 부담, 종이 생산 원재료인 펄프 및 고지 가격 변동성 확대 등에 기인한다. 제지시장 성장이 정체된 국내, 북미, 유럽과 달리 제지 수요 성장이 지속되는 지역은 동남아, 남미 등 신흥국이 대표적이다.

제지업종의 계절적 특징은 일반적으로 제지 성수기는 교과서, 달력, 쇼핑백 수요가 집중되는 연말 4분기이며 주요 원재료인 펄프의 경우 3분기가 성수기이다. 제지의 종류는 크게 신문용지, 인쇄용지, 포장용지, 위생용지, 백판지, 골판지원지 등으로 분류된다. 국내 생산업체로는 신문용지의 경우 대한제지, 진주페이퍼 등이 있으며 인쇄용지의 경우 무림페이퍼, 한국제지, 흥원제지, 한솔제지, 무림P&P 등이 있다. 위생용지는 깨끗한나라, 유한킴벌리, 대왕제지공업, 삼정펄프가 생산 및 판매 중이며 백판지의 경우 한솔제지, 신풍제지, 세하, 한창제지, 깨끗한 나라, 골판지원지는 아세아제지, 신대양제지, 고려제지, 영풍제지, 대림제지 등이 대표 업체이다. 제지의 주요 원재료는 펄프, 폐지이며 원재료에 따라 판지(폐지로 생산)와 종이(펄프로 생산)로 구분된다. 펄프 국내 생산업체는 무림P&P가 대표적이며 주로 태국, 베트남 등 동남아시아에서 수입하고 있다.

한편 2020년 코로나 팬데믹 영향으로 비대면 소비 확산에 따른 택배 수요가 급증했다. 이로 인해 글로벌 판지 수요가 확대되며 친환경 포장재에 대한 관심이 높아지고 있다. 친환경 포장재는 3R(Reduce(절감), Reuse(재사용), Recycle(재활용))에 기반해 환경에 피해를 주는 요소를 최소화하도록 개발한 포장재를 의미한다. 친환경 포장재의 연구개발 대상은 종이, 유리, 플라스틱, 캔(금속) 등 현존하는 모든 포장재가 포함된다.

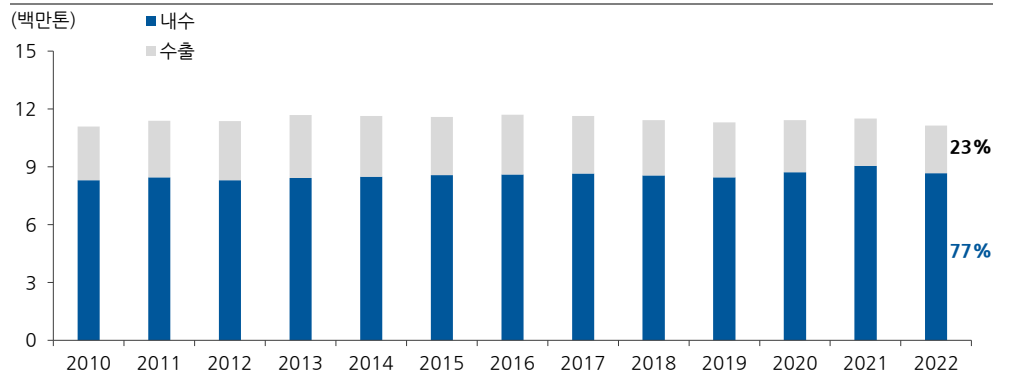
이 중 제지는 일회용 플라스틱을 대체 가능한 친환경 소재로서 역할이 기대되고 있다. 글로벌 프랜차이즈 업체들의 종이 봉투, 종이 빨대, 친환경 종이컵 사용을 확대하고 있으며 국내 제지업체 중 한솔제지와 무림 P&P는 플라스틱 대체를 위한 신소재 개발을 지속하고 있다.

2018~2026년 미국 펄프·종이·판지 시장규모



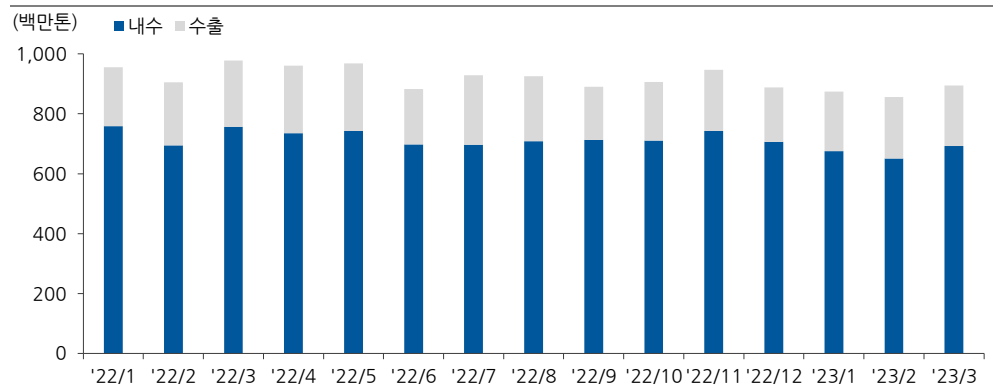
자료: GRDS, 한국IR협회의 기업리서치센터

연간 국내 생산된 제지·내수, 수출 수급 추이



자료: 한국제지연합회, 한국IR협회의 기업리서치센터

월별 국내 생산된 제지·내수, 수출 수급 추이



자료: 한국제지연합회, 한국IR협회의 기업리서치센터

제지 분류

신문용지	신문 인쇄에 사용되는 종으로 주요 원료는 폐지
인쇄용지	인쇄, 필기의 목적 또는 다른 정보교환 형태로 사용되는 종이
특수지	용도에 따라 각각 적합한 성질을 부여하여 특정용도에 사용하는 종이. 벽지원지, 팬시용지 등
위생용지	화장지, 티슈, 타월 등과 같이 가정이나 공공장소에서 위생용으로 사용되는 종이
포장용지	물품의 수송, 보관 등에 사용되는 종이. 판지는 제외함
판지	종이에 대응하는 용어로 펄프 또는 폐지 등을 배합하여 여러 층으로 겹뜨기 한 두꺼운 종이. 백판지, 골판지, 기타판지로 구성
백판지	여러 층으로 겹뜨기 한 판지의 한 종류로 계약, 제과, 화장품 등의 날개포장에 쓰임. 주로 내부포장으로 사용
골판지	주로 물품의 외부포장에 사용되는 골판지의 원지로, 표면과 이면에 쓰이는 라이너와 가운데 주름으로 쓰이는 골심지로 구분

자료: 한국제지연합회, 한국R협의회 기업리서치센터

주: 산업용지는 판지(백판지, 골판지)를 의미

국내 주요 생산 업체 목록

신문용지	대한제지, 전주페이퍼, 나투라페이퍼
인쇄용지	무림페이퍼, 무림 P&P, 한국제지, 한솔제지, 흥원제지
포장용지	페이퍼코리아, 국일제지, 송학제지, 남강제지, 케이지피, 서호제지, 금영제지
위생용지	깨끗한나라, 유한킴벌리, 대양제지공업, 삼정펄프, 신창제지공업, 대왕페이퍼, 모나리자, 미래페이퍼, 쌍용 C&B
백판지	깨끗한나라, 세하, 한솔제지, 한창제지, 신풍제지
골판지원지	고려제지, 대양제지공업, 아세아제지, 전주페이퍼, 태림페이퍼, 동원페이퍼, 신대양제지, 경산제지, 대림제지, 영풍제지
기타지(특수지)	무림에스피, 삼화제지, 한솔제지, 대화제지, 케이지피, 동양제지공업

자료: 한국제지연합회, 한국R협의회 기업리서치센터



투자포인트

1 친환경 포장재 및 신소재로 사업영역 확대

**2023년 친환경 포장 소재
매출액 약 100억원 예상.
2025년 이후 흑자전환 기대**

동사는 신규 성장동력 확보를 위해 2022년 1월 종이 용기 제조업체인 성우엔비테크를 인수하고 동사가 개발한 친환경 종이소재(PE Free) 기술력을 통해 친환경 포장재 사업에 진출했다. 친환경 포장 소재의 경우 비닐, 플라스틱, 스티로폼 대체를 위해 종이 소재의 박스류, 용기류를 생산하고 있다. 주요 친환경 포장 소재로 '프로테고(친환경 포장재로 연포장재 대체)'와 '테라바스(수용성 코팅이 적용된 PE-Free 원지로 종이 용기, 종이컵, 종이 빨대 등에 적용)'를 사용하고 있으며 주요 고객사는 배달 및 편의점 업체이다. 친환경 포장소재 매출액은 2021년 사업 개시 이후 2022년 50억원을 기록했으며 1Q23에는 약 20억원을 달성한 것으로 추정된다.

한국은 중국, 미국, EU, 인도에 이어 플라스틱을 많이 생산 및 배출하는 국가로 플라스틱 폐기물 감축을 위한 규제가 점차 강화될 것으로 예상된다. 2022년 10월 정부는 '전 주기 탈 플라스틱 대책'을 발표하며 2025년 폐플라스틱 발생량을 393만톤으로 2021년(492만)보다 20% 감축한다는 목표를 제시했다. 2022년 11월부터 일회용품 사용 제한 일환으로 편의점 등에서 비닐봉투 제공 및 판매를 금지하고 있으며 빨대에 이어 다양한 일회용품이 종이로 대체되고 있다.

동사의 포장 소재 매출액은 정부 플라스틱 사용 규제 강화와 함께 ESG 수요 증가로 안정적인 성장세가 지속될 것으로 기대한다. 2023년 친환경 포장 소재 매출액은 약 100억원을 전망한다. 친환경 소재 사업은 현재 영업적자가 지속되고 있으며 2023년 목표치 달성에도 영업이익률은 -3~-5% 수준으로 적자 기조가 지속될 것으로 판단된다. 친환경 포장소재의 현재 BEP 수준 매출액은 300억원 중반 수준으로 예상되며 2025년 이후 흑자전환이 가능할 전망이다.

또한 동사는 일본 중심으로 형성된 '나노셀룰로스' 국산화에 성공하며 2019년말부터 티엔엘과 자동차 시트용 폴리우레탄 공급 MOU를 체결했다. '나노셀룰로스'는 펄프 생산 과정에서 추출되는 입자인 셀룰로스를 나노화시켜 제조하는 천연 고분자 소재로 높은 탄성과 강도 대비 가벼운 무게가 특징으로 화장품, 페인트, 고무, 필름 등 원재료로 화학물질을 대체해 사용되고 있다.

동사는 2021년 아모레퍼시픽, 노루페인트와 MOU를 체결했으며 올해 하반기부터 아모레퍼시픽향 공급이 가능할 것으로 기대되고 있다. 현재 나노셀룰로스 연간 생산케파는 약 30톤이며 고객사 공급 물량 확대 흐름에 따라 점진적인 케파 확대가 진행될 전망이다. 해당 사업은 소재사업으로 양산 시 영업이익률이 30% 이상 가능한 고부가가치 사업으로 화장품, 페인트 외 향후 적용 제품군 확대와 함께 동사의 중장기 성장동력으로 기대되고 있다.

친환경 제품 개발 및 공급 현황

나노셀룰로스	Protego	Terravas
<ul style="list-style-type: none"> 필프 유래 천연고분자 신소재 - 인체무해, 경량화, 고탄성/고강도 화장품/도료/고무/PU 등 산업 적용 나노셀룰로스 시장 - 일본 중심 Market 형성 (CAGR 약18%) - 국내는 당사 최초 상용화 및 확장 중 	<ul style="list-style-type: none"> 종이+Water-based 코팅 - 산소 및 수분 차단 기능 - 생분해성 높음 국내 배리어 연포장 시장 - Market : 11만톤 ('20년) - CAGR : 약 4% ('22년 12만톤) 	<ul style="list-style-type: none"> 수성 아크릴계 코팅 (PE-Free) - 종이용기, 종이컵, 종이빨대 등 적용 - 생분해, 재활용 높음 국내 수성코팅 시장 - Market : 1.8조 ('20년) - CAGR : 약 5% ('22년 약 2.0조)
① '19.09 티엔엘폴리우레탄(자동차시트용) 공급 MOU 체결 ② '21.04 아모레퍼시픽 공급 MOU 체결 ③ '21.11 노루페인트 공급 MOU 체결	① '20 대한민국패키징 대전수상 ② '21 월드스타패키징 어워드(WPO) ③ '20 H사 종이투브용 개발 ④ '21~ 마스크팩, 마스크 포장 공급계약	① '21.01 신제품 출시 ② '21 배민상회, 이디야, 마이세프 공급계약 ③ '22. 폴바셋, 오투기 공급계약

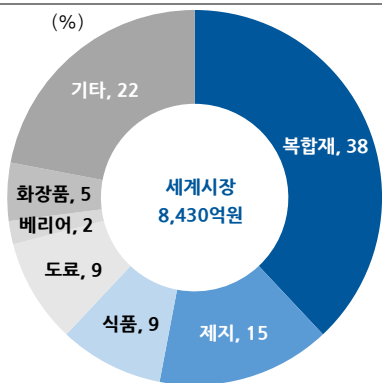
자료: 한솔제지, 한국IR협의회 기업리서치센터

친환경 소재별 특징

<p>프로테고</p> <ul style="list-style-type: none"> 친환경 포장재로 연포장재를 대체하기 위해 개발 종이 표면에 자체 개발한 코팅 기술을 활용, 배리어 코팅막을 형성시켜 연포장재(플라스틱 필름, 알루미늄박, 종이 등) 대체 가능 종이류로 분리 배출 가능하며 매립 시 90% 이상 생분해 가능 식품, 마스크팩, 마스크 등 포장재로 활용
<p>테라바스</p> <ul style="list-style-type: none"> 수용성 코팅이 적용된 PE-Free 원지로 종이용기, 종이컵, 종이 빨대 등에 적용 플라스틱의 일종인 PE(폴리에틸렌) 코팅을 하지 않아 재활용 성이 높고, 생분해 가능. 내수성, 내유성, 내열성이 특징으로 일회용 플라스틱 용기 대체 주로 식품 패키징에 적용되며 2021년 오투기, 배민상회, 이디야 등 식음료 업체와 공급 계약 체결
<p>나노셀룰로스</p> <ul style="list-style-type: none"> 필프 생산 과정에서 추출되는 천연 고분자 소재로 화장품 원료, 페인트, 고무, 필름 등 적용 가능 일본에서 전량 수입했으나 한솔제지가 국내 최초로 개발 및 상용화 성공

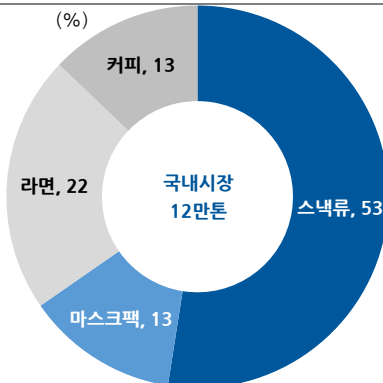
자료: 한솔제지, 한국IR협의회 기업리서치센터

나노셀룰로스 시장 규모 및 사용처



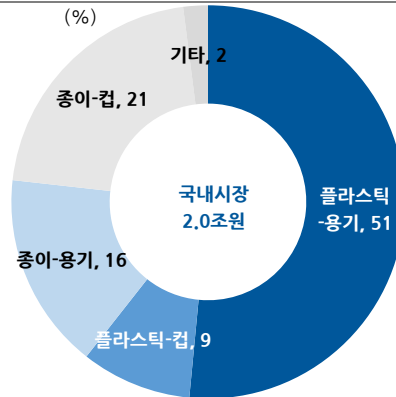
자료: 한솔제지, 한국IR협의회 기업리서치센터

Protego 시장 규모 및 사용처



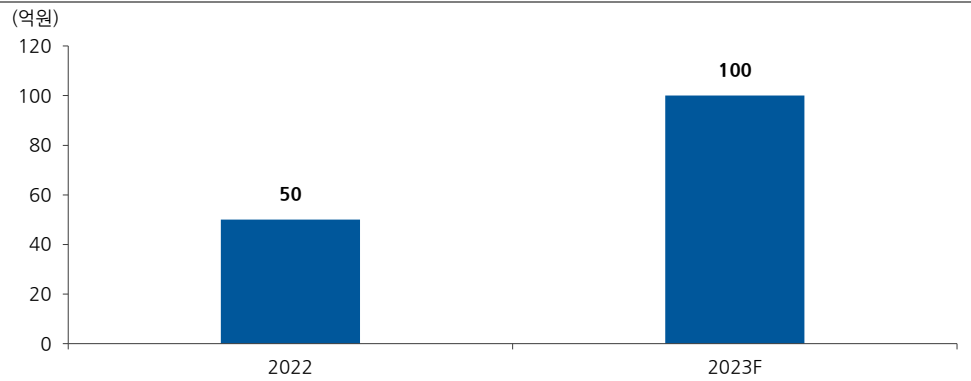
자료: 한솔제지, 한국IR협의회 기업리서치센터

Terravas 시장 규모 및 사용처



자료: 한솔제지, 한국IR협회의 기업리서치센터

친환경 포장재 & 소재 사업 매출액 추이 및 전망



자료: 한솔제지, 한국IR협회의 기업리서치센터

**하반기 산업용지 스프레드 개선
및 인쇄용지 가동 정상화.
1Q23 실적 저점을 기반으로
QoQ 실적 우상향 기대**

2 2Q23부터 산업용지 스프레드 개선 및 하반기 인쇄용지 가동 정상화 기대

동사는 산업용지 중 백판지를 생산하며 주요 원재료는 고지이다. 2020~2021년 고지 가격 하락과 더불어 코로나 효과로 택배 수요가 급증하며 산업용지 영업이익률은 2020년 19.9%, 2021년 16.3%를 시현했다. 2022년의 경우 고지 가격 상승 및 수요 안정화로 2022년 하반기부터 산업용지 스프레드 축소에 따라 마진율이 하락하며 연간 산업용지 영업이익률은 12% 수준을 기록한 것으로 추정된다.

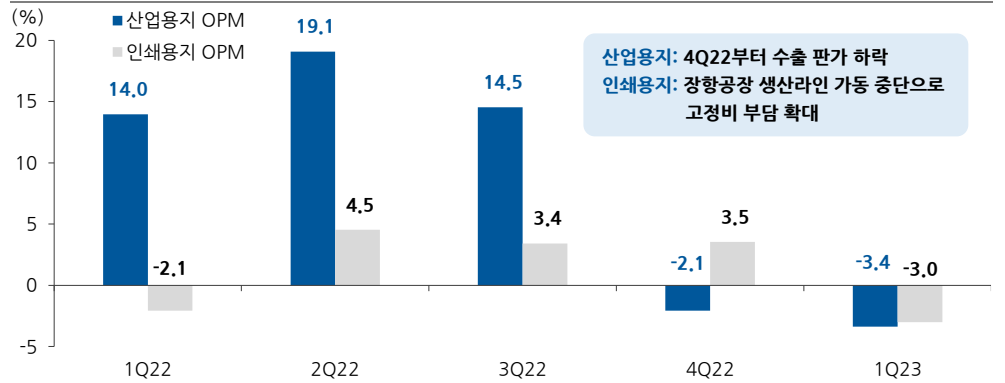
2023년 1분기 경우 금리 인상 여파로 전반적인 소비 둔화와 제조 경기 악화되며 박스 수요 감소가 이어졌다. 1) 산업용지 스프레드 축소, 2) 1Q23 글로벌 산업용지 수요 감소, 3) 경쟁업체의 판가 인하 프로모션 영향으로 1Q23 동사의 산업용지 영업이익률은 -3.4%를 기록했다.

반면 2022년 말부터 고지 가격이 하락 전환했으며 2023년 3월 동사는 국내 산업용지 판매 가격을 직전 가격 대비 +10% 인상하며 산업용지 스프레드 개선세가 나타나고 있다. 2023년 1분기 산업용지는 영업손실이 발생했으나, 2분기를 기점으로 산업용지 수익성은 흑자전환이 가능할 전망이다.

인쇄용지의 경우 글로벌 수요는 지속적으로 둔화되고 있으며 작년말 장항공장 인쇄용지 생산라인 2호기 사고 발생으로 2022년 12월 24일부터 해당 라인 가동이 중단되었다. 이에 따라 인쇄용지 비용 부담이 가중되며 1Q23 인쇄용지 판매액 증가에도 영업손실은 51억원으로 수익성 감소 폭이 확대되었다. 올해 6월부터 인쇄용지 생산라인 정상화에 따른 수익성 회복세가 가능할 것으로 전망하며 2023년 하반기 성수기 효과가 더해지며 상반기 대비 인쇄용지 수익성 개선세가 가능할 전망이다.

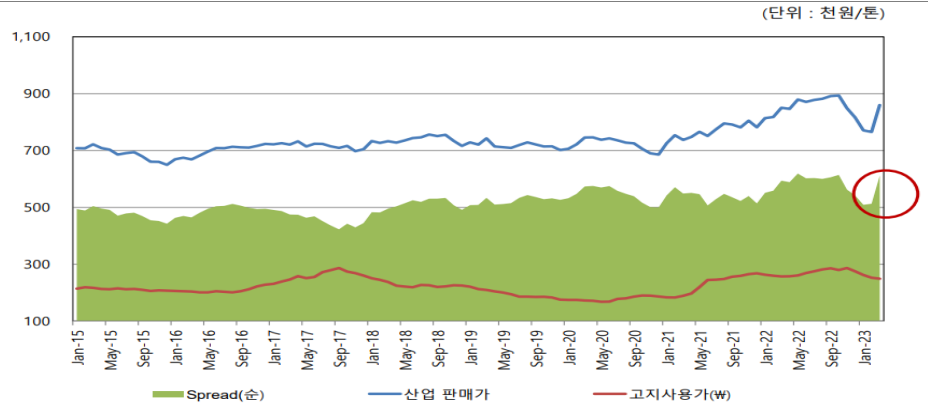
산업용지, 인쇄용지의 경우 올해 1분기 연중 실적 최저점을 기록한 이후 산업용지 판가 인상 효과 및 인쇄용지 가동 정상화와 함께 하반기 제지 수요 증가가 더해지며 상저하고 실적 흐름을 기록할 것으로 예상된다.

별도 기준 산업용지, 인쇄용지 OPM 추이



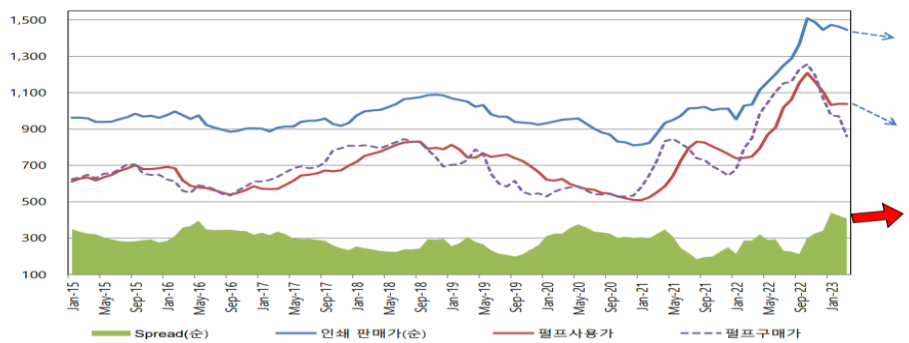
자료: 한솔제지, 한국IR협의회 기업리서치센터

산업용지: 판가고지가격 스프레드 추이(23년 3월부터10% 가격 인상 효과로 판가-고지가 스프레드 개선)



자료: 한솔제지, 한국IR협의회 기업리서치센터

인쇄용지: 판가펠프가격 스프레드 추이



자료: 한솔제지, 한국IR협의회 기업리서치센터
단위: 천원/톤



실적 추이 및 전망

2022년 연간 매출액 24,580(+34% YoY), 영업이익 1,302억원(+114%)

2022년 연간 매출액 24,580(+34.0% YoY), 영업이익 1,302억원(+114.4%)을 기록했다. 연결 사업 부문별 매출액은 일반제지 26,282억원(+36.5% YoY), 건설 및 엔지니어링 서비스 1,872억원(+31.4% YoY), 내부거래 조정 -3,574억원을 달성했다. 환경설비 수주 증가로 건설 및 엔지니어링 서비스 호실적이 가능했으며 일반제지의 경우 2022년 우호적인 환율 효과와 평가 인상으로 산업용/인쇄용/특수지 모두 전년 대비 높은 실적 성장을 달성했다.

1Q23 연결 매출액 5,610억원(+2% YoY), 영업이익 78억원(-68% YoY) 기록

2023년 1분기 연결 매출액 5,610억원(+2.4% YoY), 영업이익 78억원(-68.4% YoY)을 기록했다. 사업 부문별 매출액은 일반제지 6,023억원(+5.2% YoY), 건설 및 엔지니어링 서비스 370억원(-22.9% YoY), 내부거래 조정 -783억원으로 구성된다. 별도 기준 주요 제품별 매출액은 산업용지 1,397억원(-9.6% YoY), 인쇄용지 1,595억원(+15.9% YoY), 특수지 1,779억원(+15.4% YoY)을 기록했다.

산업용지의 경우 작년말 경쟁업체의 공격적인 평가 인하 정책으로 동사의 수출 산업용지 평가도 동반 하락하며 YoY 실적 부진이 불가피했다. 인쇄용지의 경우 작년말 발생한 장항공장 사고로 일부 생산량이 감소했으나 재고분 판매 대응과 작년 인상된 평가가 지속적으로 반영되며 YoY 매출 성장이 가능했다.

1Q23 연결 영업이익률은 1.4%로 전년 동기 대비 -3.1p 하락했다. 수익성 감소는 1) 장항공장 인쇄용지 생산라인 가동 중단에 따른 고정비 부담으로 인쇄용지 영업손실 발생, 2) 산업용지 수출 가격 급락 및 수요 축소로 매출액, 영업이익 동반 감소에 기인한다.

2023F 연결 매출액 24,837억원(+1% YoY), 영업이익 1,171억원(-10% YoY)

2023년 연결 매출액은 24,837억원(+1.0% YoY), 영업이익은 1,171억원(-10.1% YoY)을 전망한다. 주요 사업 부문별 매출액은 일반제지 26,097억원(-0.7% YoY), 건설 및 엔지니어링 서비스 1,900억원(+1.5% YoY), 내부거래 조정 -3,160억원을 추정한다.

별도 기준 주요 제품별 매출액은 산업용지 6,127억원(-2.2% YoY), 인쇄용지 7,147억원(+1.1% YoY), 특수지 7,934억원(+7.0% YoY), 기타 32억원(+12.0% YoY), 환경사업 1,411억원(+4.1% YoY)을 전망한다. 산업용지의 경우 2023년 3월부터 국내 판매가격 인상이 반영되고 있으나 동남아향 수출 평가 하락 및 전년 대비 출하량 둔화로 YoY 매출 축소를 예상한다. 인쇄용지의 경우 부정적 환율 효과로 판매액은 전년 대비 소폭 증가에 그칠 것으로 전망하며 상반기 인쇄용지 영업적지는 하반기 후자 전환되며 연간 수익성은 BEP 수준을 예상한다.

2021 하반기부터 2022년까지 해상운임비 상승에 따른 수출 비용 부담이 가중되며 2022년 연결 기준 수출비용은 전년 대비 1,000억원 이상 증가해 판매관리비는 4,422억원을 기록했다. 2023년의 경우 운임비

1Q23 경쟁사의 산업용지
가격 인하 프로모션 및
동사의 장항공장 사고 여파로
부진한 실적 기록

2023년 상저하고 실적 전망

정상화로 연간 판매관리비는 2,927억원으로 전년 대비 -34% 감소할 전망이다.

연결 기준 실적 전망

(단위: 십억원, %)

	2020	2021	2022	2023F
매출액	1,509.9	1,834.2	2,458.0	2,483.7
일반제지		1,925.4	2,628.2	2,609.7
건설 및 엔지니어링 서비스		142.4	187.2	190.0
내부거래조정		-233.6	-357.4	-316.0
영업이익	94.6	60.7	130.2	117.1
영업이익률	6.3	3.3	5.3	4.7
지배주주순이익	59.3	13.7	73.8	70.3
순이익률	3.9	0.7	3.0	2.8
YoY				
매출액	-10.1	21.5	34.0	1.0
일반제지			36.5	-0.7
건설 및 엔지니어링 서비스			31.4	1.5
영업이익	-1.5	-35.8	114.4	-10.1
지배주주순이익	48.1	-76.9	439.8	-4.8

자료: 한국IR협의회 기업리서치센터

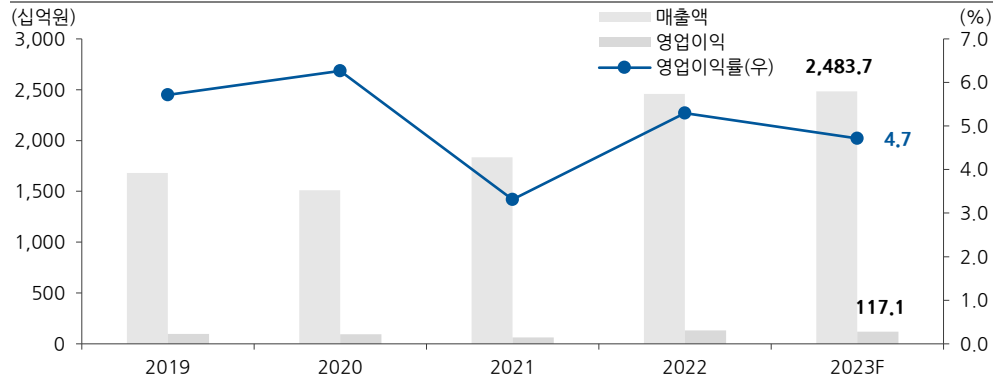
별도 기준 주요 제품별 매출액 전망

(단위: 십억원, %)

	2020	2021	2022	2023F
매출액	1,482.9	1,627.8	2,213.5	2,265.1
산업용지	518.0	531.9	626.3	612.7
인쇄용지	480.9	566.8	707.2	714.7
특수지	482.1	526.8	741.6	793.4
기타	1.8	2.4	2.9	3.2
환경사업	0.0	0.0	135.5	141.1
YoY				
매출액		9.8	36.0	2.3
산업용지		2.7	17.8	-2.2
인쇄용지		17.8	24.8	1.1
특수지		9.3	40.8	7.0
기타		30.8	19.9	12.0
환경사업				4.1

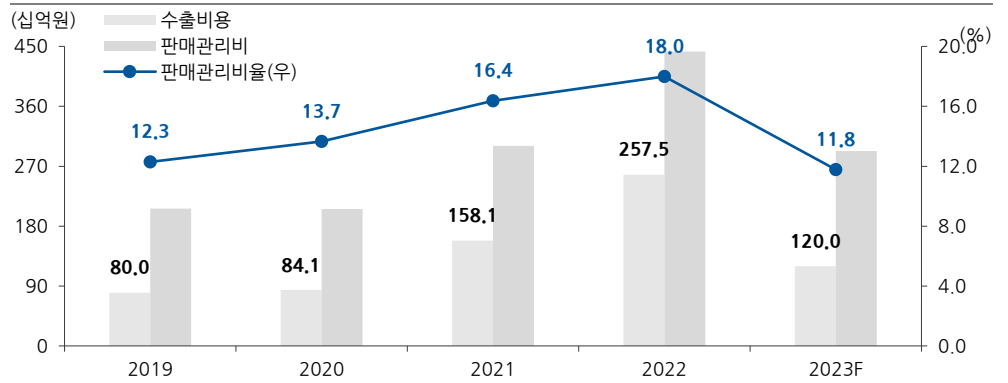
자료: 한국IR협의회 기업리서치센터

연결 기준 매출액, 영업이익, 영업이익률 추이 및 전망



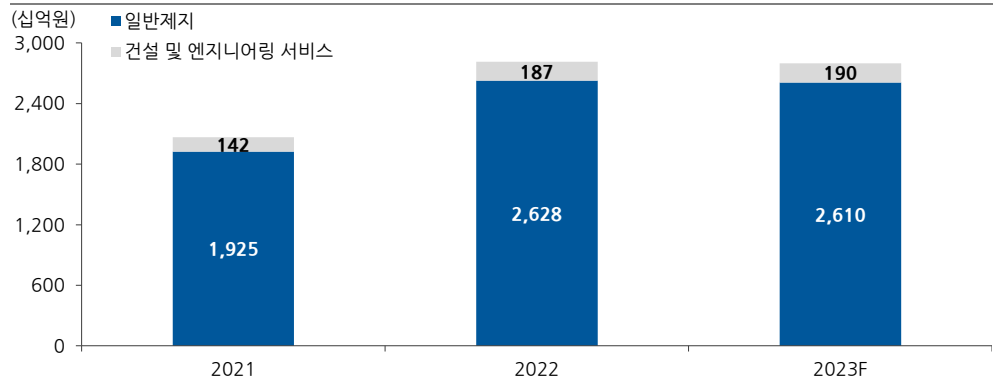
자료: 한솔제지, 한국IR협의회 기업리서치센터

연결 기준 수출비용, 판매관리비, 매출액 대비 판매관비율 추이



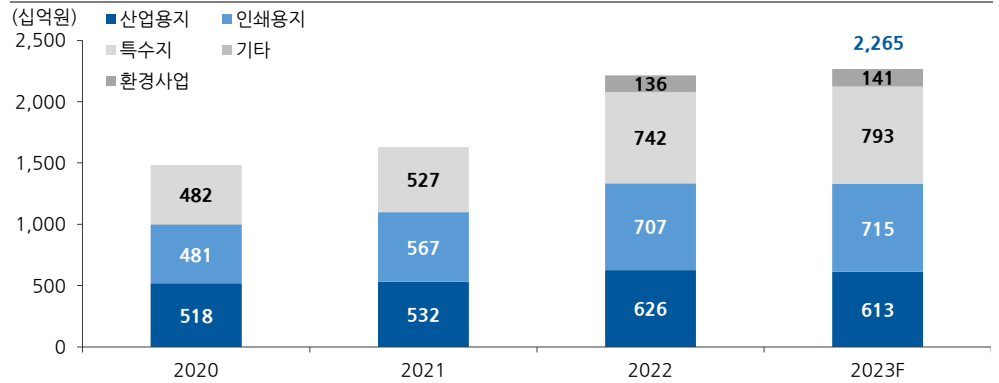
자료: 한솔제지, 한국IR협의회 기업리서치센터

연결 기준 사업 부문별 매출액 추이 및 전망



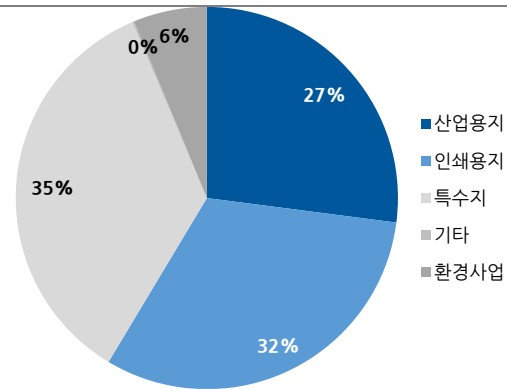
자료: 한솔제지, 한국IR협의회 기업리서치센터

별도 기준 제품별 매출액 추이



자료: 한솔제지, 한국IR협의회 기업리서치센터

2023F 별도 기준 제품별 매출액 비중



자료: 한솔제지, 한국IR협의회 기업리서치센터

Valuation

현재 밸류에이션은 최저점 수준

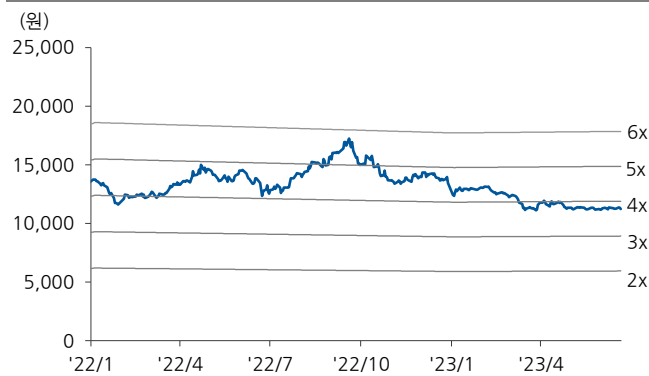
**실적 저점 통과 및
밸류에이션 매력 고려 시
중장기적 관점에서
기업가치 회복 기대**

한솔제지의 현재주가는 2023년 예상 EPS 기준 PER 3.8배에서 거래되고 있다. 동사는 2022년 4분기부터 전력 및 가스비 인상, 2022년 12월 폭설로 인한 장항공장 일부 라인 생산 중단 등 부정적 이슈로 수익성 악화가 전망되며 주가 하락세가 지속되고 있다.

2023년 연초부터 주요 원재료인 펄프 및 OCC 고지 가격 하락세 등 스프레드 개선에 긍정적인 이슈도 상존했으나 동남아향 산업용지 수출 판가 하락으로 오히려 수익성은 악화되었고 금리 인상 부담에 따른 제조 경지 부진여파로 산업용지 수요 감소가 불가피했다. 스프레드 축소, 고정비 부담 가중, 제지 수요 감소 영향으로 동사의 주가는 PER 밸류에이션 최하단 수준에서 거래되고 있다.

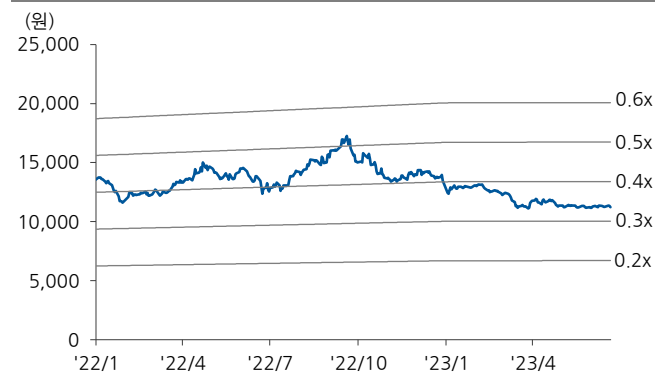
2023년 1분기가 연중 실적 최하단일 것으로 전망되며 하반기부터 제지부분에서의 스프레드 개선세가 두드러질 것으로 예상된다. 친환경 포장재 및 소재 고부가가 신규사업 가치를 반영하지 않더라도 본업에서의 실적 저점 통과 및 밸류에이션 매력 고려 시 중장기적 관점에서 기업가치 상승이 가능할 것으로 판단한다.

12MF PER Band



자료: 한솔제지, 한국IR협의회 기업리서치센터

12MF PBR Band



자료: 한국IR협의회 기업리서치센터

PER Level

(단위: 배)

2020Y			2021Y			2022Y			2023F
Low	Avg	High	Low	Avg	High	Low	Avg	High	2023.06.22 주가 기준
3.2	5.5	6.6	22.5	26.2	32.3	3.6	4.5	5.7	3.8

자료: 한솔제지, 한국IR협의회 기업리서치센터

 **리스크 요인**

동사는 2022년 연중 펄프가격 상승에 따라 인쇄용지 판가 인상을 4번 단행했다. 1Q23 인쇄용지 생산라인 일부 가동 중단에도 작년말 가파르게 상승했던 인쇄용지 판매 가격 효과가 지속되며 우호적인 매출 달성이 가능했다. 작년말부터 펄프 가격은 하락 전환했으며 수입 환율 하락 효과가 더해져 하반기에도 인쇄용지 원재료인 펄프가격 하락 흐름이 이어질 것으로 예상되고 있다. 이에 따라 2023년 하반기 인쇄용지 판매가격 인하가 단행된다면 인쇄용지 판가-펄프가 스프레드는 축소될 수 있다.

포괄손익계산서

(억원)	2019	2020	2021	2022	2023F
매출액	16,791	15,099	18,342	24,580	24,837
증가율(%)	-15.0	-10.1	21.5	34.0	1.0
매출원가	13,767	12,092	14,730	18,855	20,739
매출원가율(%)	82.0	80.1	80.3	76.7	83.5
매출총이익	3,025	3,007	3,612	5,725	4,098
매출이익률(%)	18.0	19.9	19.7	23.3	16.5
판매관리비	2,065	2,061	3,005	4,422	2,927
판매비율(%)	12.3	13.6	16.4	18.0	11.8
EBITDA	1,877	1,868	1,507	2,159	2,038
EBITDA 이익률(%)	11.2	12.4	8.2	8.8	8.2
증가율(%)	-9.9	-0.5	-19.3	43.3	-5.6
영업이익	960	946	607	1,302	1,171
영업이익률(%)	5.7	6.3	3.3	5.3	4.7
증가율(%)	-20.5	-1.5	-35.8	114.4	-10.1
영업외손익	-222	-224	-320	-344	-270
금융수익	30	102	41	126	150
금융비용	313	263	280	459	400
기타영업외손익	61	-63	-81	-11	-20
종속/관계기업관련손익	0	0	0	0	0
세전계속사업이익	738	722	287	958	901
증가율(%)	3.8	14.6	-58.8	233.4	-6.0
법인세비용	208	104	151	220	198
계속사업이익	530	500	137	738	703
중단사업이익	-130	-25	0	0	0
당기순이익	400	593	137	738	703
당기순이익률(%)	2.4	3.9	0.7	3.0	2.8
증가율(%)	-1.9	48.1	-76.9	439.8	-4.8
지배주주지분 순이익	400	593	137	738	703

재무상태표

(억원)	2019	2020	2021	2022	2023F	2023F
총자산	5,890	5,670	6,637	10,078	9,710	9,710
유동자산	267	306	260	744	1,260	1,260
비유동자산	43	154	88	486	491	491
총부채	2,354	1,925	2,464	3,453	3,105	3,105
유동부채	2,997	2,924	3,232	4,595	4,140	4,140
비유동부채	229	361	593	799	715	715
순자산	11,543	11,734	12,242	12,022	11,684	11,684
유동순자산	10,832	10,405	10,845	10,573	10,198	10,198
비유동순자산	95	416	295	440	428	428
총채무	39	122	188	234	282	282
유동채무	577	791	914	775	776	776
비유동채무	17,433	17,404	18,878	22,100	21,394	21,394
유동부채	7,216	6,183	7,274	10,823	11,041	11,041
비유동부채	1,639	1,070	1,375	4,179	7,179	7,179
유동자산	1,487	1,134	1,545	1,609	1,552	1,552
비유동자산	4,090	3,979	4,354	5,035	2,310	2,310
유동부채	4,096	4,873	4,811	3,851	2,391	2,391
비유동부채	2,395	3,203	3,054	2,296	1,296	1,296
유동자산	1,265	967	779	865	365	365
비유동자산	436	703	978	690	730	730
유동부채	11,312	11,056	12,085	14,675	13,432	13,432
비유동부채	5,906	6,348	6,793	7,424	7,961	7,961
유동자산	1,190	1,190	1,190	1,190	1,190	1,190
비유동자산	3,177	3,177	3,177	3,177	3,177	3,177
유동부채	-80	-80	-79	-77	-77	-77
비유동부채	405	427	903	920	920	920
유동자산	1,213	1,634	1,601	2,214	2,751	2,751
비유동자산	6,121	6,349	6,793	7,425	7,962	7,962

현금흐름표

(억원)	2019	2020	2021	2022	2023F
영업활동으로인한현금흐름	1,994	1,252	1,058	-628	910
당기순이익	400	593	137	738	703
유형자산 상각비	905	899	858	815	825
무형자산 상각비	13	24	42	42	42
외환손익	41	34	60	168	0
운전자본의감소(증가)	334	-462	-344	-2,766	-679
기타	301	164	305	375	19
투자활동으로인한현금흐름	-471	-878	-681	-899	-527
투자자산의 감소(증가)	0	-1	-43	-21	-49
유형자산의 감소	39	1	7	5	0
유형자산의 증가(CAPEX)	-485	-648	-661	-370	-450
기타	-25	-230	16	-513	-28
재무활동으로인한현금흐름	-1,331	-340	-425	2,010	159
차입금의 증가(감소)	-2,299	-1,948	-1,168	1,061	1,325
사채의증가(감소)	1,196	1,824	997	1,176	-1,000
자본의 증가	0	0	0	0	0
배당금	-158	-143	-166	-143	-166
기타	-70	-73	-88	-84	0
기타현금흐름	1	5	2	1	-30
현금의증가(감소)	193	39	-46	484	512
기초현금	73	267	306	260	744
기말현금	267	306	260	744	1,256

주요투자지표

(%)	2019	2020	2021	2022	2023F	2023F
ROE(배)	8.6	5.6	23.5	4.3	3.8	3.8
ROA(배)	0.6	0.5	0.5	0.4	0.3	0.3
ROIC(배)	0.2	0.2	0.2	0.1	0.1	0.1
EBITDA(배)	5.8	5.6	7.0	5.5	6.4	6.4
배당수익률(%)	4.2	5.1	4.4	5.3	6.3	6.2
ROIC(원)	1,681	2,490	574	3,101	2,953	2,953
ROA(원)	24,810	26,670	28,539	31,191	33,444	33,444
ROE(원)	70,544	63,433	77,060	103,264	104,346	104,346
수익성(%)	600	700	600	700	700	700
ROE	6.9	9.7	2.1	10.4	9.1	9.1
ROA	2.3	3.4	0.8	3.6	3.2	3.2
ROIC	5.8	4.8	3.4	6.7	6.0	6.0
안정성(%)	81.6	91.7	91.2	93.1	87.9	87.9
동비율	184.8	174.1	177.9	197.6	168.7	168.7
부채비율	118.7	112.9	107.8	118.4	130.0	130.0
차입금비율	3.9	4.9	3.2	4.9	3.8	3.8
이자보상배율	0.9	0.9	1.0	1.2	1.1	1.1
활동성(%)	6.9	7.1	8.4	8.3	7.6	7.6
자산회전율	5.4	5.1	6.0	6.3	5.7	5.7
채권회전율						

Compliance notice

본 보고서는 한국거래소, 한국예탁결제원과, 한국증권금융이 공동으로 출연한 한국IR협의회 산하 독립 (리서치) 조직인 기업리서치센터가 작성한 기업분석 보고서입니다. 본 자료는 시가총액 5천억원 미만 중소기업에 대한 무상 보고서로, 투자자들에게 국내 중소기업 상장사에 대한 양질의 투자 정보 제공 및 건전한 투자문화 정착을 위해 작성되었습니다.

- 당사 리서치센터는 본 자료를 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 해당 종목과 재산적 이해관계가 없습니다.
- 본 자료를 작성한 애널리스트와 그 배우자 등 관계자는 자료 작성일 현재 조사분석 대상법인의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 본 자료는 중소기업 소개를 위해 작성되었으며, 매수 및 매도 추천 의견은 포함하고 있지 않습니다.
- 본 자료에 게재된 내용은 애널리스트의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 신의 성실하게 작성되었음을 확인합니다.
- 본 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 본 자료에 수록된 내용은 자료제공일 현재 시점의 당사 리서치센터의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다.
- 본 조사자료는 투자 참고 자료로만 활용하시기 바라며, 어떠한 경우에도 투자자의 투자 결과에 대한 법적 책임 소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.
- 본 조사자료의 지적재산권은 당사에 있으므로, 당사의 허락 없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.
- 본 자료는 카카오톡에서 "한국IR협의회" 채널을 추가하시어 보고서 발간 소식을 안내받으실 수 있습니다.
- 한국IR협의회가 운영하는 유튜브 채널 'IRTV'에서 1) 애널리스트가 직접 취재한 기업탐방으로 CEO인터뷰 등이 있는 '小中탐방'과 2) 기업보고서 심층해설 방송인 '小中한 리포트 가치보기'를 보실 수 있습니다.