

지주/유통/상사/제지
박종렬
02)6260-2466
jrpark@heungkuksec.co.kr

R.A
송지원
02)739-5935
bd21312@heungkuksec.co.kr

(213500)

한솔제지

BUY(유지)

턴어라운드와 재평가

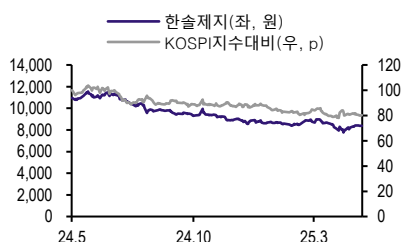
목표주가	11,000원(유지)
현재주가(05/02)	8,390원
상승여력	31.1%
시가총액	200십억원
발행주식수	23,801천주
52주 최고가 / 최저가	11,550 / 7,760원
3개월 일평균거래대금	십억원
외국인 지분율	5.4%
주요주주	
한솔홀딩스 (외 4인)	30.6%
한솔제지우리사주 (외 1인)	0.6%
자사주 (외 1인)	0.1%

주가수익률(%)	1개월	3개월	6개월	12개월
절대수익률	4.5	-1.2	-8.5	-23.4
상대수익률(KOSPI)	2.3	-2.9	-9.2	-18.8

(단위: 십억원, 원, %, 배)

재무정보	2023	2024	2025E	2026E
매출액	2,194	2,216	2,221	2,249
영업이익	47	22	101	109
EBITDA	129	95	173	179
지배주주순이익	2	-30	42	51
EPS	74	-1,277	1,778	2,133
순차입금	731	780	726	694
PER	144.0	n/a	4.7	3.9
PBR	0.3	0.3	0.3	0.3
EV/EBITDA	7.6	10.3	5.3	5.0
배당수익률	4.7	5.8	6.0	7.2
ROE	0.2	-4.3	6.0	6.9
컨센서스 영업이익	-	-	102	110
컨센서스 EPS	-	-	2,983	2,437

주가추이



당초 예상대로 제지부문의 실적 정상화와 함께 환경부문의 일회성 손실 소멸로 올해 연간 실적 모멘텀은 견조한 추세 지속 가능할 것임.

1Q Review: OP 241억원(-29.0% YoY)으로 정상화 시작

1분기 연결기준 매출액 5,756억원(+7.8% YoY), 영업이익 203억원(-40.1% YoY)으로 전년동기비 부진했지만, 전분기에 비해 크게 개선된 실적을 기록함. 인쇄용지는 흥원제지 생산 중단에 따른 내수 수급 개선으로 펄프가격 하향 안정화에도 견조한 판가 유지로 영업이익률은 6.7%로 전분기 대비 2.3%p 개선됨. 산업용지는 베트남향 수출 판가 인상과 원화 약세로 영업이익률은 4.0%로 전분기 대비 1.3%p 개선됨. 특수지의 경우도 펄프가격의 하향 안정화와 해상운임 하락 등으로 영업이익률은 6.9%로 전분기 대비 3.0%p 개선됨. 환경 부문은 지난해 물류창고의 대손 이슈가 일단락되면서 올해에는 추가적인 비용 발생은 없을 것임.

2025년 견조한 실적 턴어라운드 지속 가능할 것

올해 연간 연결기준 매출액 2.2조원(+0.2% YoY), 영업이익 1,008억원(+359.7% YoY)으로 수정 전망함. 환경 부문의 부실이 제거되면서 제지 부문의 영업이익 증가가 온전히 반영될 수 있는 구간이 마련됨. 제지 부문의 영업이익은 올해에도 견조한 추세가 이어질 것으로 판단함. 이는 펄프 가격과 해상운임 안정화로 원가 부담이 완화된 가운데, 원화 약세도 긍정적으로 작용할 것이기 때문임. 지난해 연간 제지부문에서 1,000억원 이상의 영업이익을 기록했음에도 불구하고, 환경 부문의 손실로 실적이 크게 악화되었지만, 올해는 제지 부문의 견조한 EBIT 창출과 함께 환경 부문의 손실 축소로 영업이익은 정상화될 전망이다.

투자의견 BUY, 목표주가 11,000원 유지

목표주가는 가치합산방식으로 산출했고, 사업가치 산정 시 EV/EBITDA Multiple 5.1배(최근 5년간 평균 대비 29% 할인)를 적용함. 12개월 Forward 기준 P/E, P/B는 각각 4.4배, 0.3배이며, 배당수익률 6.0%로 밸류에이션과 배당 매력은 매우 높은 상황임. 매 분기별 진행될 실적 턴어라운드를 통해 주가 재평가가 가능할 것이고, 장기투자자에게는 좋은 매수 기회라 판단함.

표 1 한솔제지 연간/분기 실적 추이

(단위: 십억원)

	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25P	2Q25E	3Q25E	4Q25E	2024	2025E	2026E
매출액	534	563	556	562	576	546	558	541	2,216	2,221	2,249
별도	517	539	508	556	567	522	509	535	2,120	2,133	2,159
인쇄용지	179	170	176	187	175	162	176	181	712	693	702
산업용지	139	137	144	147	153	140	148	142	567	583	586
특수지	179	216	189	208	218	203	186	197	791	804	817
환경/기타	20	17	-1	15	22	18	-1	15	50	53	54
자회사	17	24	48	6	8	24	49	6	95	88	90
매출총이익	113	132	90	97	107	131	92	118	432	448	466
별도	96	100	93	79	94	97	95	100	367	386	403
자회사	17	32	-3	18	12	33	-3	18	65	61	63
영업이익	34	5	-4	-13	20	27	28	25	22	101	109
별도	35	7	-18	-7	29	29	29	31	17	118	126
인쇄용지	21	18	-7	8	12	11	12	13	40	48	50
산업용지	6	6	-2	4	6	6	6	6	14	24	24
특수지	13	26	0	8	15	14	13	14	47	57	60
환경/기타	-5	-44	-8	-27	-4	-2	-2	-2	-85	-10	-8
자회사	-1	-2	14	-6	-9	-2	-1	-6	5	-17	-18
세전이익	30	-12	-14	-39	8	11	20	15	-35	55	66
지배주주순이익	24	-10	-12	-32	7	9	15	12	-30	42	51
수익성 (%)											
GPM	21.1	23.5	16.2	17.2	18.5	23.9	16.6	21.8	19.5	20.2	20.7
OPM	6.3	0.9	-0.8	-2.3	3.5	5.0	5.1	4.6	1.0	4.5	4.8
인쇄용지	11.9	10.6	-4.1	4.4	6.7	6.8	6.9	7.0	5.6	6.9	7.1
산업용지	4.6	4.4	-1.4	2.7	4.0	4.1	4.1	4.1	2.5	4.1	4.2
특수지	7.3	12.2	-0.2	3.9	6.9	7.0	7.1	7.1	6.0	7.0	7.3
RPM	5.6	-2.2	-2.5	-6.9	1.5	2.1	3.6	2.8	-1.6	2.5	2.9
NPM	4.4	-1.7	-2.2	-5.8	1.2	1.6	2.8	2.1	-1.4	1.9	2.3
성장성 (% YoY)											
매출액	-4.8	6.6	6.2	-3.3	7.8	-3.0	0.3	-3.8	1.0	0.2	1.3
별도	-1.3	8.1	2.0	0.7	9.8	-3.2	0.1	-3.8	2.3	0.6	1.2
인쇄용지	7.0	11.6	13.5	-3.2	-2.4	-4.9	0.1	-3.4	6.6	-2.6	1.3
산업용지	-2.1	4.6	18.1	8.2	10.2	2.2	2.3	-3.2	6.8	2.8	0.6
특수지	-1.0	17.2	3.1	8.8	21.5	-5.7	-1.5	-5.1	7.1	1.6	1.6
영업이익	334.6	-66.7	적전	적전	-40.1	439.8	흑전	흑전	-53.4	359.7	7.7
세전이익	흑전	적전	적전	적지	-72.1	흑전	흑전	흑전	적전	흑전	20.6
순이익	흑전	적전	적전	적지	-71.9	흑전	흑전	흑전	적전	흑전	20.0
주요 가정											
GDP성장률 (% YoY)	3.3	2.3	1.5	1.2	1.1	1.6	1.7	2.1	2.1	1.6	2.1
민간소비 (% YoY)	1.0	0.9	1.4	1.2	1.1	1.5	1.6	1.8	1.1	1.5	2.0
원/달러 (평균환율)	1,329	1,371	1,359	1,397	1,450	1,430	1,400	1,380	1,364	1,415	1,360
중국 GDP (% YoY)	5.3	4.7	4.6	5.4	4.6	4.8	4.6	4.6	5.0	4.7	4.2

자료: 한솔제지, 흥국증권 리서치센터

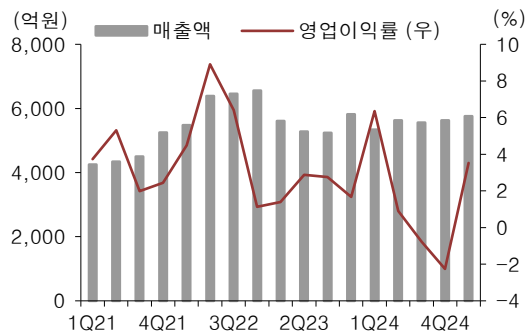
표 2 한솔제지 적정주가가치 산출 근거

(단위: 십억원, 천주, 원, %)

	2025E	2026E	12M Forward	비고
1. 사업가치	892	921	904	
EBITDA	173	179		
EV/EBITDA	5.1	5.1		최근 5년간 평균(7.2배) 대비 29% 할인율 적용
2. 투자자산가치	71	72	71	
투자유가증권	15	16		순자산가액 대비 30% 할인율 적용
기타투자자산 등	55	56		순자산가액 대비 30% 할인율 적용
3. 기업가치 (=1+2)	963	993	975	
4. 순차입금	726	694	713	
5. 비지배주주지분	0	0	0	
6. 적정시가총액 (=3-4-5)	236	298	262	
발행주식수	23,801	23,801	23,801	
적정주가 (원)	9,927	12,532	11,012	
현재주가	8,390	8,390	8,390	
상승여력 (%)	18.3	49.4	31.3	

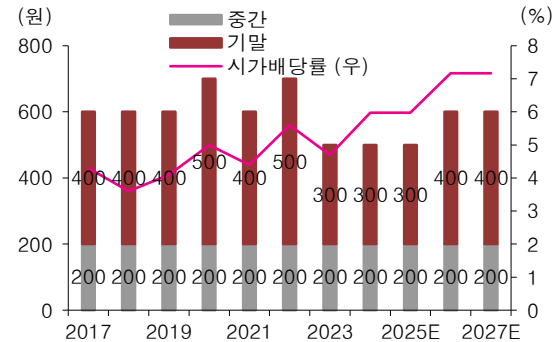
자료: 흥국증권 리서치센터

그림 1 매출액과 영업이익 전망



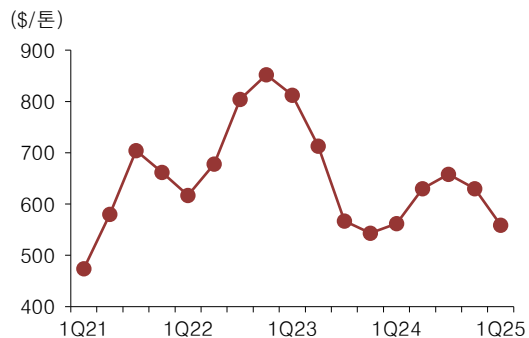
주: 2024년 4분기의 경우 당사 추정치 사용
 자료: 한솔제지, 흥국증권 리서치센터

그림 2 배당금과 배당수익률 추이 및 전망



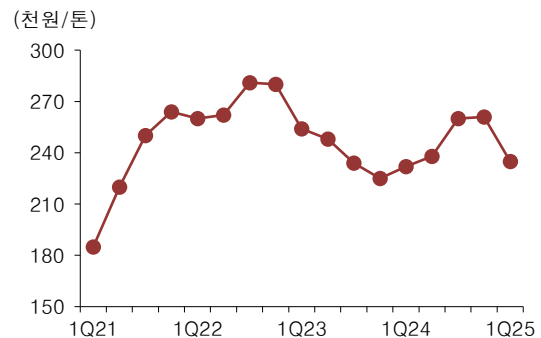
자료: 한솔제지, 흥국증권 리서치센터

그림 3 펄프 가격 추이



주: 품목별 펄프사용가격의 가중평균
 자료: 한솔제지, 흥국증권 리서치센터

그림 4 고지 가격 추이



주: 국내 고지 등급별 가격의 가중평균
 자료: 한솔제지, 흥국증권 리서치센터

표 3 한솔제지 제품

제품	제품 내용	사용처
인스퍼	Inspiring과 paper의 합성어, 다양한 색상과 패턴으로 구성된 개성있는 팬시지	색지, 무늬지, 펄지, 워터마크지, 티끌지 등
인쇄용지	코팅유무에 따라 도공지와 비도공지로 구분, 인쇄 및 필기에 사용되는 용지	서적, 교과서, 다이어리, 간행물, 카탈로그, 캘린더 등
산업용지	재활용 고지와 산림인증을 취득한 원료로만 사용하여 만든 친환경 산업용지	식품 및 제품 포장재 등
특수지	산소 및 수분을 차단하는 종이 포장재 프로테고, 섬유 원단에 간접 인쇄하는 전사지, 연소가 잘 되지 않아 안전한 난연벽지, 라벨 스티커에 사용되는 글라신지, 박리지	포장재, 벽지 등
감열지	별도의 잉크 없이 종이와 프린터만으로 사용 가능	영수증, 티켓, 복권용지 등
신소재	나노셀룰로오스 ^{주1} 소재를 응용한 용지 상용화 노력 중	전자 소재, 스마트 신소재, 친환경 신소재, 지혈제

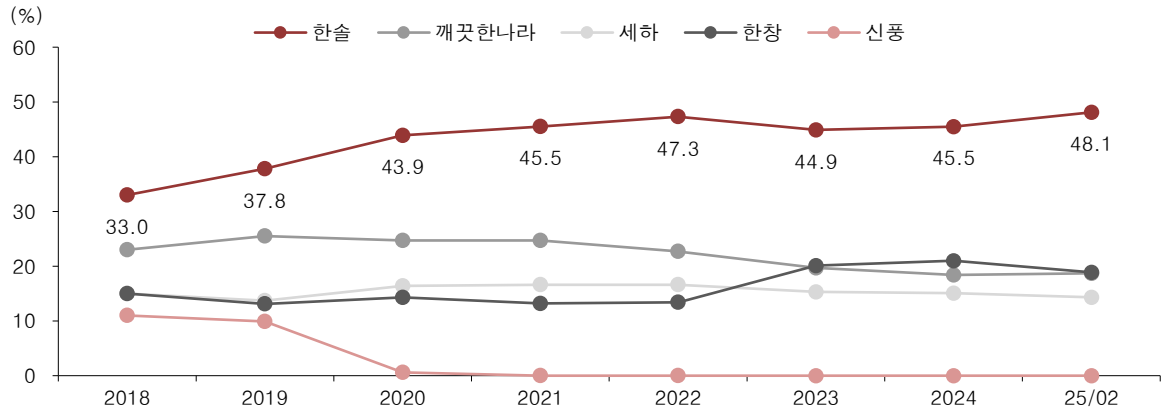
주1: 무게가 철의 5분의 1정도에 불과하지만, 강도는 5배에 달하는 친환경 소재
 자료: 한솔제지, 흥국증권 리서치센터

표 4 한솔제지 친환경 사업 확대 전략

	내용
신소재 고부가가치 사업	펄프 기반 기능성 신소재 (화학물질 대체 수요 성장)
세계 탈플라스틱 가속화	환경부 플라스틱 사용량 감소 정책에서 플라스틱 사용금지로의 전환 요구됨 (생분해, 재활용 패키징 성장)
중국 폐자원 수입 금지	국내 폐기물 처리 문제 (국내 환경관리 사업 성장)

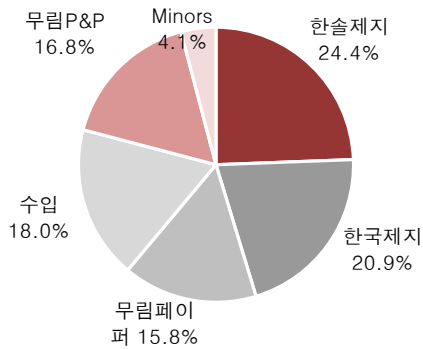
자료: 한솔제지, 흥국증권 리서치센터

그림 5 산업용지 시장점유율 추이



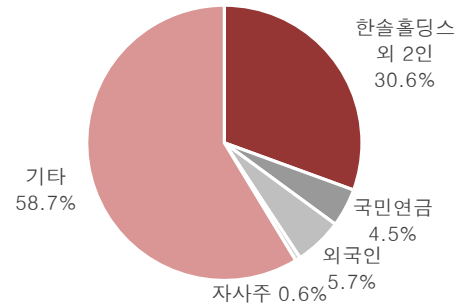
주: 2025년 2월 기준
 자료: 한솔제지, 흥국증권 리서치센터

그림 6 인쇄용지 국내 시장점유율 (2025년 2월 기준)



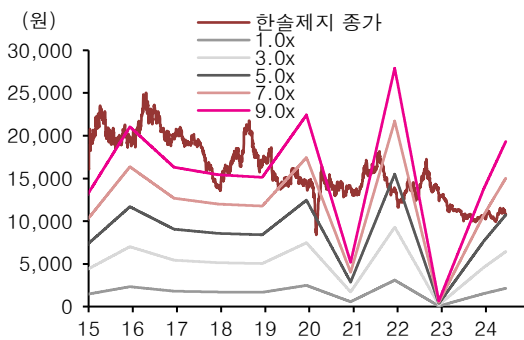
자료: 한솔제지, 흥국증권 리서치센터

그림 7 한솔제지 주주 구성



자료: 한솔제지, 흥국증권 리서치센터

그림 8 한솔제지 12개월 선행 PER Band



자료: DataGuide, 흥국증권 리서치센터

그림 9 한솔제지 12개월 선행 PBR Band



자료: DataGuide, 흥국증권 리서치센터

포괄손익계산서

(단위:십억원)

결산기	2023	2024	2025E	2026E	2027E
매출액	2,194	2,216	2,221	2,249	2,343
증가율 (Y-Y,%)	(10.7)	1.0	0.2	1.3	4.2
영업이익	47	22	101	109	119
증가율 (Y-Y,%)	(63.7)	(53.5)	358.5	7.7	9.8
EBITDA	129	95	173	179	188
영업외손익	(45)	(57)	(46)	(43)	(24)
순이자수익	(42)	(43)	(38)	(37)	(35)
외화관련손익	(2)	(2)	0	0	0
지분법손익	0	0	0	0	0
세전계속사업손익	3	(35)	55	66	95
당기순이익	2	(30)	42	51	73
지배기업당기순이익	2	(30)	42	51	73
증가율 (Y-Y,%)	(97.6)	적전	흑전	20.0	44.0
3 Yr CAGR & Margins					
매출액증가율(3Yr)	13.3	6.5	(3.3)	0.8	1.9
영업이익증가율(3Yr)	(20.7)	(28.7)	(8.2)	32.0	75.7
EBITDA증가율(3Yr)	(11.6)	(14.1)	(7.1)	11.5	25.3
순이익증가율(3Yr)	(69.0)	n/a	(17.0)	206.5	n/a
영업이익률(%)	2.2	1.0	4.5	4.8	5.1
EBITDA마진(%)	5.9	4.3	7.8	8.0	8.0
순이익률 (%)	0.1	(1.4)	1.9	2.3	3.1
NOPLAT	33	16	78	84	92
(+) Dep	82	73	73	70	69
(-) 운전자본투자	(165)	44	(2)	31	32
(-) Capex	62	44	44	44	46
OpFCF	217	1	108	78	82

재무상태표

(단위:십억원)

결산기	2023	2024	2025E	2026E	2027E
유동자산	866	862	906	936	977
현금성자산	105	69	113	109	116
매출채권	400	363	359	375	391
재고자산	339	396	399	417	435
비유동자산	1,208	1,155	1,128	1,104	1,084
투자자산	126	99	101	103	105
유형자산	1,043	1,021	997	975	956
무형자산	39	35	30	27	23
자산총계	2,074	2,017	2,035	2,040	2,061
유동부채	882	907	904	894	880
매입채무	417	409	411	412	414
유동성이자부채	421	460	454	442	426
비유동부채	469	422	419	395	371
비유동이자부채	415	389	385	361	337
부채총계	1,350	1,330	1,322	1,289	1,251
자본금	119	119	119	119	119
자본잉여금	318	318	318	318	318
이익잉여금	202	161	187	225	284
자본조정	86	89	89	89	89
자기주식	(0)	(0)	(0)	(0)	(0)
자본총계	724	687	712	751	810
투하자본	1,435	1,445	1,416	1,423	1,435
순차입금	731	780	726	694	647
ROA	0.1	(1.5)	2.1	2.5	3.6
ROE	0.2	(4.3)	6.0	6.9	9.4
ROIC	2.2	1.1	5.5	5.9	6.4

주요투자지표

(단위:십억원, 원)

결산기	2023	2024	2025E	2026E	2027E
Per share Data					
EPS	74	(1,277)	1,778	2,133	3,071
BPS	30,411	28,861	29,918	31,549	34,017
DPS	500	500	500	600	600
Multiples(x,%)					
PER	144.0	n/a	4.7	3.9	2.7
PBR	0.3	0.3	0.3	0.3	0.2
EV/ EBITDA	7.6	10.3	5.3	5.0	4.5
배당수익률	4.7	5.8	6.0	7.2	7.2
PCR	1.4	1.1	1.7	1.6	1.4
PSR	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
재무건전성 (%)					
부채비율	186.5	193.5	185.6	171.6	154.5
Net debt/Equity	101.0	113.4	101.9	92.4	79.9
Net debt/EBITDA	566.3	817.4	418.8	387.9	344.6
유동비율	98.3	95.0	100.3	104.7	111.1
이자보상배율	1.1	0.5	2.7	3.0	3.4
이자비용/매출액	2.1	2.1	1.8	1.7	1.6
자산구조					
투하자본(%)	86.1	89.6	86.9	87.1	86.7
현금+투자자산(%)	13.9	10.4	13.1	12.9	13.3
자본구조					
차입금(%)	53.6	55.3	54.1	51.7	48.5
자기자본(%)	46.4	44.7	45.9	48.3	51.5

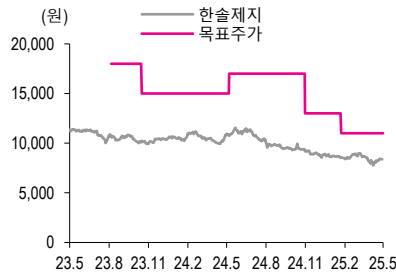
주) 재무제표는 연결기준으로 작성

현금흐름표

(단위:십억원)

결산기	2023	2024	2025E	2026E	2027E
영업현금	238	29	116	90	109
당기순이익	2	(30)	42	51	73
자산상각비	82	73	73	70	69
운전자본증감	120	(112)	2	(31)	(32)
매출채권감소(증가)	(19)	(2)	3	(16)	(16)
재고자산감소(증가)	131	(47)	(3)	(17)	(18)
매입채무증감(감소)	11	(32)	2	2	2
투자현금	(40)	(45)	(47)	(47)	(48)
단기투자자산감소	26	(3)	(0)	(0)	(0)
장기투자증권감소	0	0	(0)	(0)	(0)
설비투자	(62)	(44)	(44)	(44)	(46)
유무형자산감소	(6)	1	(0)	(0)	(0)
재무현금	(185)	(22)	(27)	(48)	(54)
차입금증가	(168)	(11)	(10)	(36)	(40)
자본증가	0	0	0	0	0
배당금지급	(17)	(12)	(17)	(12)	(14)
현금 증감	14	(38)	43	(4)	7
총현금흐름(Gross CF)	181	188	115	121	142
(-) 운전자본증감(감소)	(165)	44	(2)	31	32
(-) 설비투자	62	44	44	44	46
(+) 자산매각	(6)	1	(0)	(0)	(0)
Free Cash Flow	278	101	72	46	63
(-) 기타투자	0	0	0	0	0
잉여현금	278	101	72	45	63

한솔제지 - 주가 및 당사 목표주가 변경



최근 2년간 당사 투자이전 및 목표주가 변경

날짜	투자이전	적정가격(원)	평균주가 괴리율(%)	최고(최저)주가 괴리율(%)
2022-05-27	담당자변경			
2023-08-07	Buy	18,000	(41.7)	(39.8)
2023-10-17	Buy	15,000	(30.4)	(25.5)
2024-05-08	Buy	17,000	(39.6)	(32.1)
2024-11-01	Buy	13,000	(32.0)	(28.9)
2025-01-24	Buy	11,000	(22.8)	(18.5)
2025-05-07	Buy	11,000		

투자이전(향후 12개월 기준)

기업	Buy(매수): 15% 이상 Hold(중립): -15% ~15% Sell(매도): -15% 이하	산업	OVERWEIGHT (비중확대): 향후 12개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 5% 이상 상승 예상 NEUTRAL (중립): 향후 12개월간 업종지수상승률이 시장수익률과 유사한 수준(± 5%) 예상 UNDERWEIGHT (비중축소): 향후 12개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 5% 이상 하락 예상
		산업	

최근 1년간 조사분석자료의 투자등급 비율 (2025년 03월 31일 기준)

Buy (94.6%)	Hold (5.4%)	Sell (0.0%)
-------------	-------------	-------------

Compliance Notice

- 당사는 보고서 제공시점 현재 상기 종목을 1% 이상 보유하고 있지 않으며, 동 보고서를 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 조사분석 담당자 및 그 배우자 등 관련자는 상기 종목의 유가증권을 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 보고서 제공시점 기준으로 지난 6개월간 상기 종목의 유가증권 발행에 주권사로 참여한 사실이 없습니다.
- 본 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.

본 보고서는 당사 고객들의 투자에 관한 정보를 제공할 목적으로 당사 고객에 한하여 배포되는 자료입니다. 본 보고서의 내용은 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사가 그 신뢰성이나 완전성을 보증하는 것이 아닙니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 보고서가 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 또한 본 보고서의 지적재산권은 당사에 있으므로 당사의 동의없이 무단 복제, 대어, 전송, 변형 및 배포 될 수 없습니다.

흥국씨앗체

흥국씨앗체는 흥국의 기업철학 모티브를 반영한 글씨체로서, 세계 3대 디자인상인 독일 '2015 if 디자인 어워드'에서 커뮤니케이션 분야 브랜드 아이덴티티 부문 본상을 수상하였습니다. 친근하고 희망적인 느낌의 흥국씨앗체는 고객존중과 으뜸을 지향하는 흥국의 아이덴티티를 부각시킵니다.



<http://www.heungkuksec.co.kr>

- 주소 (본사) 서울시 영등포구 국제금융로 2길 32 (여의도파이낸스타워 14층)
(리서치센터) 서울시 영등포구 국제금융로 2길 32 (여의도파이낸스타워 6층)
- 전화번호 영업부 대표 02)6742-3635
- 팩스 영업부 대표 02)739-6286