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

R.A
김지은
02)6260-2470
qet3474@heungkuksec.co.kr

(213500)

한솔제지

BUY(유지)

점진적 실적 개선과 주가 재평가

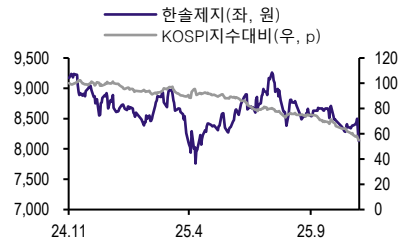
목표주가	11,000원(유지)
현재주가(10/31)	8,130원
상승여력	35.3%
시가총액	193십억원
발행주식수	23,801천주
52주 최고가 / 최저가	9,370 / 7,760원
3개월 일평균거래대금	십억원
외국인 지분율	5.2%
주요주주	
한솔홀딩스 (외 4인)	30.6%
한솔제지우리사주 (외 1인)	0.6%
자사주 (외 1인)	0.1%

주가수익률(%)	1개월	3개월	6개월	12개월
절대수익률	-4.2	-4.9	-2.9	-13.2
상대수익률(KOSPI)	-24.2	-31.5	-63.5	-73.9

(단위: 십억원, 원, %, 배)

재무정보	2023	2024	2025E	2026E
매출액	2,194	2,216	2,217	2,228
영업이익	47	22	58	79
EBITDA	129	95	132	152
지배주주순이익	2	-30	9	30
EPS	74	-1,277	391	1,264
순차입금	731	780	980	964
PER	144.0	n/a	20.8	6.4
PBR	0.3	0.3	0.3	0.3
EV/EBITDA	7.6	10.3	8.9	7.6
배당수익률	4.7	5.8	6.2	7.4
ROE	0.2	-4.3	1.4	4.3
컨센서스 영업이익	-	-	80	98
컨센서스 EPS	-	-	1,353	1,840

주가추이



당초 전망치 대비 3분기 부진한 실적을 기록했지만, 향후 점진적 개선과 환경부문의 일회성 손실 소멸로 실적 정상화 가능할 것임.

3Q Review: OP 26억원(흑전 YoY), 전망치 하회

3분기 연결기준 매출액 5,548억원(-0.3% YoY), 영업이익 26억원(흑전 YoY)으로 전년동기비 양호했지만, 당초 전망치를 크게 하회한 실적을 기록함. 연결 자회사 개선(한솔아메리카 재고 소진에 따른 실현이익 발생)에도 별도 부문의 부진 때문 이었음. 별도 부문의 경우 전 용지가 모두 부진했는데, 인쇄용지(미국 상호관세 15% 부과, 글로벌 수요 감소, 판가 하락, 신탄진 공장 사고 영향), 특수지(미국 내 1위 고객사가 경쟁사에 인수되며, 타 고객사로 물량 대체, 미국 외 지역 중국산 저가 공급으로 경쟁 심화), 산업용지(내수 부진, 동남아 지역 중국산 저가 판매로 수출 경쟁 심화) 등에 따른 결과임.

4분기 실적 정상화와 점진적 실적 턴어라운드 가능할 것

4분기 및 내년 영업실적에서 중요한 관건은 미국 상호관세에 따른 제품가격에 전가 여부임. 향후 실적 모멘텀은 점진적 개선이 가능할 전망임. 인쇄용지 부문의 영업이익 증가는 점진적으로 증대할 것이지만, 특수지의 경우 미국 로컬 업체들의 판가 인상 추세에 대응하고, 미국 이외의 지역에서도 판가 인상을 단행할 것임. 산업용지는 고지가격 하향 안정에 따른 마진 스프레드 확대와 함께 동남아 시장에서 판가 인상 등으로 수익성 개선이 지속 가능할 것임. 연결기준 매출액 2.2조원(0.0% YoY), 영업이익 576억원(+161.9% YoY)으로 수정 전망함. 지난 3분기를 저점으로 향후 점진적 실적 개선이 가능할 것으로 보는데, 이는 펄프 가격과 해상운임 안정화로 원가 부담이 완화된 가운데, 지종별로 판가 인상으로 대응할 것이기 때문임.

투자의견 BUY, 목표주가 11,000원 유지

목표주가는 가치합산방식으로 산출했고, 사업가치 산정 시 EV/EBITDA Multiple 7.9배(최근 5년간 평균치)를 적용함. 12개월 Forward 기준 P/E, P/B는 각각 11.9배, 0.3배이며, 배당수익률 6.1%로 밸류에이션과 배당 매력은 매우 높은 상황임.

표 1 한솔제지 연간/분기 실적 추이 (단위: 십억원)

	1Q25	2Q25	3Q25P	4Q25E	1Q26E	2Q26E	3Q26E	4Q26E	2024	2025E	2026E
매출액	576	565	555	521	549	566	574	540	2,216	2,217	2,228
별도	567	527	513	515	540	527	531	534	2,120	2,122	2,132
인쇄용지	172	161	153	168	159	158	158	175	693	653	650
산업용지	148	139	146	134	140	135	150	138	547	566	563
특수지	199	180	166	174	191	185	175	181	728	718	731
상품/기타/환경	49	48	49	39	50	48	49	39	153	183	187
자회사	8	38	42	6	9	39	43	7	95	95	97
매출총이익	107	107	82	72	69	90	51	74	432	367	284
별도	94	75	56	53	56	58	59	55	374	279	228
자회사	12	31	26	18	13	32	-7	19	58	88	56
영업이익	20	19	3	15	16	22	21	19	22	58	79
별도	29	7	-6	15	16	19	18	18	17	45	71
인쇄용지	12	4	-4	3	3	4	4	4	40	15	16
산업용지	6	7	2	5	6	6	7	6	14	21	25
특수지	15	2	-3	7	8	9	9	9	47	22	36
상품/기타/환경	-4	-6	-1	-1	-1	0	-1	-1	-85	-12	-5
자회사	-9	12	9	1	1	3	3	1	5	13	7
세전이익	8	11	-11	4	4	16	7	11	-35	12	39
지배주주순이익	7	8	-9	3	3	12	6	9	-30	9	30
수익성 (%)											
GPM	*18.5*	*18.9*	*14.9*	*13.7*	*12.5*	*15.9*	*9.0*	*13.7*	*19.5*	*16.6*	*12.8*
OPM	*3.5*	*3.4*	*0.5*	*2.9*	*3.0*	*3.9*	*3.7*	*3.5*	*1.0*	*2.6*	*3.5*
인쇄용지	*6.8*	*2.4*	*-2.9*	*2.0*	*2.0*	*2.5*	*2.5*	*2.5*	*5.8*	*2.2*	*2.4*
산업용지	*4.2*	*5.1*	*1.5*	*4.0*	*4.0*	*4.5*	*4.5*	*4.5*	*2.6*	*3.7*	*4.4*
특수지	*7.6*	*1.1*	*-1.7*	*4.3*	*4.3*	*5.0*	*5.0*	*5.1*	*6.5*	*3.0*	*4.9*
RPM	*1.5*	*1.9*	*-2.0*	*0.8*	*0.8*	*2.8*	*1.3*	*2.1*	*-1.6*	*0.5*	*1.7*
NPM	*1.2*	*1.5*	*-1.6*	*0.6*	*0.6*	*2.2*	*1.0*	*1.6*	*-1.4*	*0.4*	*1.3*
성장성 (%, YoY)											
매출액	7.8	0.4	-0.3	-7.4	-4.7	0.1	3.4	3.6	1.0	0.0	0.5
별도	9.8	-2.3	0.9	-7.5	-4.8	0.0	3.5	3.7	2.3	0.1	0.5
인쇄용지	-1.4	-2.9	-9.4	-9.0	-7.3	-1.5	3.3	4.0	6.2	-5.7	-0.5
산업용지	9.8	5.1	5.1	-5.2	-5.2	-2.5	2.7	3.2	4.6	3.6	-0.5
특수지	20.0	-9.7	-3.1	-9.4	-3.9	2.7	5.1	4.1	1.9	-1.3	1.8
영업이익	-40.1	281.2	흑전	흑전	-20.0	14.6	710.8	24.3	-53.5	161.9	36.4
세전이익	-72.0	흑전	적지	흑전	-47.1	43.3	흑전	170.4	적전	흑전	217.0
순이익	-71.7	흑전	적지	흑전	-48.4	44.0	흑전	170.4	적전	흑전	223.1
주요 가정											
GDP성장률 (%, YoY)	0.0	0.6	1.0	1.6	2.0	2.0	1.7	1.8	2.0	0.8	1.9
민간소비 (%, YoY)	0.6	0.9	1.3	1.6	1.8	1.8	1.5	1.4	1.1	1.1	1.6
원/달러 (평균환율)	1,452	1,399	1,387	1,415	1,405	1,385	1,378	1,375	1,364	1,413	1,386
중국 GDP (%, YoY)	5.4	5.2	4.8	4.4	4.4	4.2	4.0	4.2	5.0	5.0	4.2

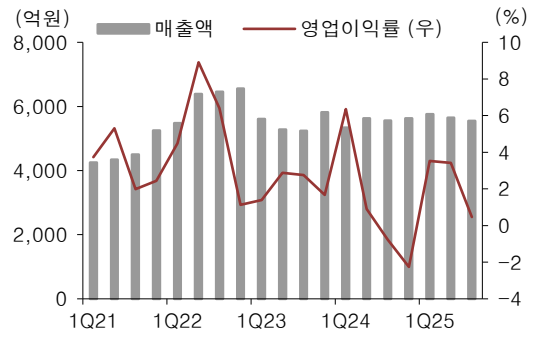
자료: 한솔제지, 흥국증권 리서치센터

표 2 **한솔제지 적정주주가치 산출 근거** (단위: 십억원, 천주, 원, %)

	2025E	2026E	12M Forward	비고
1. 사업가치	1,032	1,184	1,159	
EBITDA	132	152		
EV/EBITDA	7.8	7.8		최근 5년간 평균(7.8배) 적용
2. 투자자산가치	70	71	71	
투자유가증권	22	23		순자산가액 대비 25% 할인율 적용
기타투자자산 등	48	48		순자산가액 대비 25% 할인율 적용
3. 기업가치 (=1+2)	1,102	1,255	1,230	
4. 순차입금	980	964	967	
5. 비지배주주지분	0	0	0	
6. 적정시가총액 (=3-4-5)	122	291	262	
발행주식수	23,801	23,801	23,801	
적정주가 (원)	5,105	12,210	11,026	
현재주가	8,130	8,130	8,130	
상승여력 (%)	-37.2	50.2	35.6	

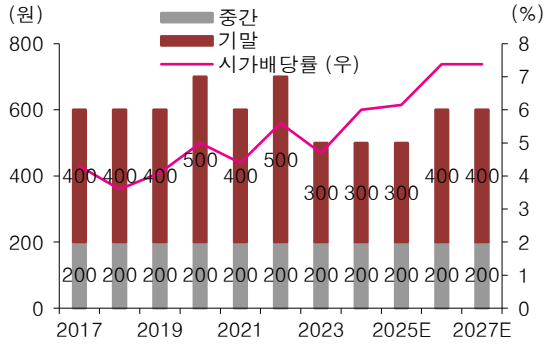
자료: 흥국증권 리서치센터

그림 1 **매출액과 영업이익 전망**



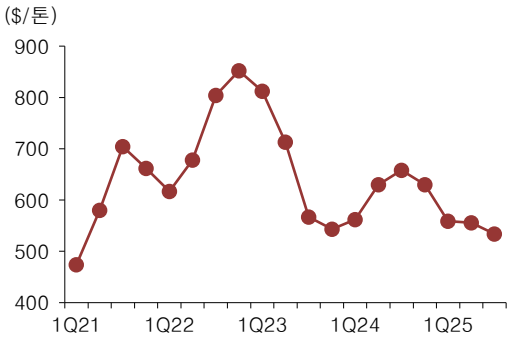
주: 2024년 4분기의 경우 당사 추정치 사용
자료: 한솔제지, 흥국증권 리서치센터

그림 2 **배당금과 배당수익률 추이 및 전망**



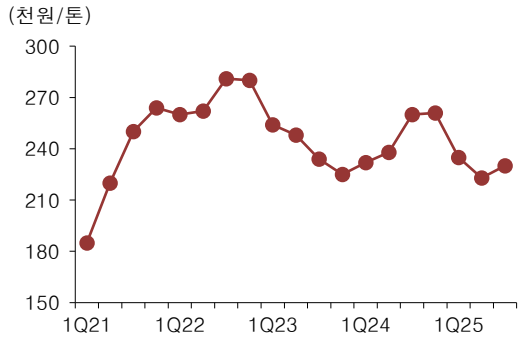
자료: 한솔제지, 흥국증권 리서치센터

그림 3 **펄프 가격 추이**



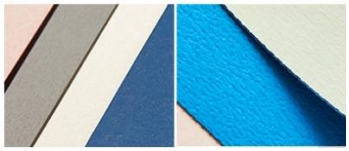
주: 품목별 펄프사용가격의 가중평균
자료: 한솔제지, 흥국증권 리서치센터

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	-

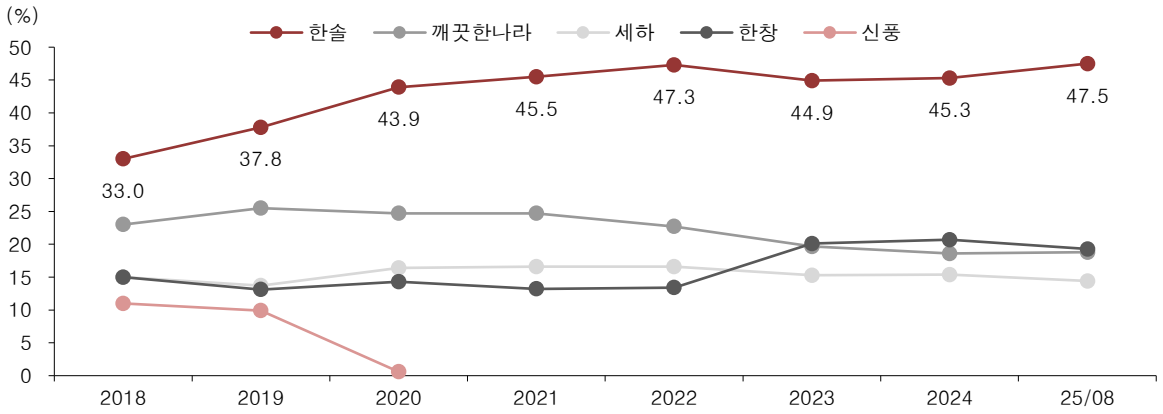
주1: 무게가 철의 5분의 1정도에 불과하지만, 강도는 5배에 달하는 친환경 소재
자료: 한솔제지, 흥국증권 리서치센터

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)

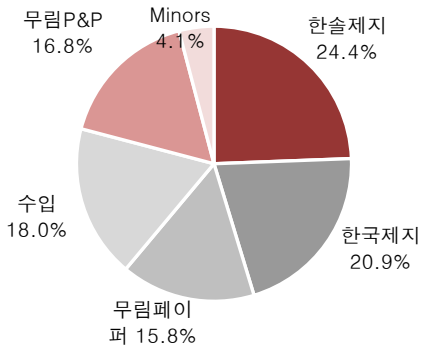
자료: 한솔제지, 흥국증권 리서치센터

그림 5 산업용지 시장점유율 추이



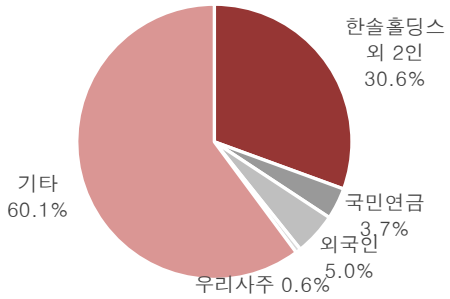
주: 2025년 2월 기준
자료: 한솔제지, 흥국증권 리서치센터

그림 6 인쇄용지 국내 시장점유율 (2025년 2월 기준)



자료: 한솔제지, 흥국증권 리서치센터

그림 7 한솔제지 주주 구성



자료: 한솔제지, 흥국증권 리서치센터

포괄손익계산서

(단위:십억원)

결산기	2023	2024	2025E	2026E	2027E
매출액	**2,194**	**2,216**	**2,217**	**2,228**	**2,307**
증가율 (Y-Y,%)	(10.7)	1.0	0.0	0.5	3.5
영업이익	**47**	**22**	**58**	**79**	**87**
증가율 (Y-Y,%)	(63.7)	(53.5)	161.9	36.4	10.4
EBITDA	129	95	132	152	158
영업외손익	(45)	(57)	(45)	(40)	(40)
순이자수익	(42)	(43)	(40)	(39)	(39)
외화관련손익	(2)	(2)	0	0	0
지분법손익	0	0	0	0	0
세전계속사업손익	3	(35)	12	39	47
당기순이익	**2**	**(30)**	**9**	**30**	**37**
지배기업당기순이익	**2**	**(30)**	**9**	**30**	**37**
증가율 (Y-Y,%)	(97.6)	적전	흑전	223.1	22.1
3 Yr CAGR & Margins					
매출액증가율(3Yr)	13.3	6.5	(3.4)	0.5	1.3
영업이익증가율(3Yr)	(20.7)	(28.7)	(23.8)	18.5	58.0
EBITDA증가율(3Yr)	(11.6)	(14.1)	(15.1)	5.5	18.4
순이익증가율(3Yr)	(69.0)	n/a	(49.9)	157.4	n/a
영업이익률(%)	2.2	1.0	2.6	3.5	3.8
EBITDA마진(%)	5.9	4.3	6.0	6.8	6.9
순이익률 (%)	0.1	(1.4)	0.4	1.3	1.6
NOPLAT	**33**	**16**	**44**	**61**	**68**
(+) Dep	82	73	75	73	72
(-) 운전자본투자	(165)	44	207	26	30
(-) Capex	62	44	45	44	46
OpFCF	217	1	(134)	65	64

재무상태표

(단위:십억원)

결산기	2023	2024	2025E	2026E	2027E
유동자산	866	862	904	939	975
현금성자산	105	69	99	108	112
매출채권	400	363	322	333	347
재고자산	339	396	395	409	426
비유동자산	1,208	1,155	1,152	1,129	1,110
투자자산	126	99	93	95	96
유형자산	1,043	1,021	1,025	1,001	979
무형자산	39	35	34	34	34
자산총계	**2,074**	**2,017**	**2,056**	**2,068**	**2,085**
유동부채	882	907	971	969	966
매입채무	417	409	176	176	177
유동성이자부채	421	460	719	715	711
비유동부채	469	422	401	397	394
비유동이자부채	415	389	360	356	352
부채총계	**1,350**	**1,330**	**1,372**	**1,366**	**1,360**
자본금	119	119	119	119	119
자본잉여금	318	318	318	318	318
이익잉여금	202	161	159	177	199
자본조정	86	89	89	89	89
자기주식	(0)	(0)	(0)	(0)	(0)
자본총계	**724**	**687**	**684**	**702**	**725**
투하자본	1,435	1,445	1,635	1,637	1,646
순차입금	731	780	980	964	952
ROA	0.1	(1.5)	0.5	1.5	1.8
ROE	0.2	(4.3)	1.4	4.3	5.1
ROIC	2.2	1.1	2.9	3.7	4.1

주요투자지표

(단위:십억원,원)

결산기	2023	2024	2025E	2026E	2027E
Per share Data					
EPS	74	(1,277)	391	1,264	1,544
BPS	30,411	28,861	28,731	29,494	30,437
DPS	500	500	500	600	600
Multiples(x,%)					
PER	144.0	n/a	20.8	6.4	5.3
PBR	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3
EV/ EBITDA	7.6	10.3	8.9	7.6	7.2
배당수익율	4.7	5.8	6.2	7.4	7.4
PCR	1.4	1.1	1.8	1.9	1.8
PSR	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
재무건전성 (%)					
부채비율	186.5	193.5	200.5	194.4	187.6
Net debt/Equity	101.0	113.4	143.3	137.3	131.3
Net debt/EBITDA	566.3	817.4	741.6	636.0	601.2
유동비율	98.3	95.0	93.0	96.9	100.9
이자보상배율	1.1	0.5	1.4	2.0	2.2
이자비용/매출액	2.1	2.1	1.9	1.8	1.8
자산구조					
투하자본(%)	86.1	89.6	89.5	89.0	88.7
현금+투자자산(%)	13.9	10.4	10.5	11.0	11.3
자본구조					
차입금(%)	53.6	55.3	61.2	60.4	59.5
자기자본(%)	46.4	44.7	38.8	39.6	40.5

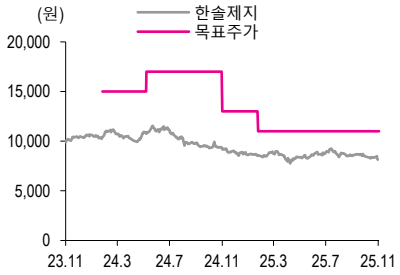
주) 재무제표는 연결기준으로 작성

현금흐름표

(단위:십억원)

결산기	2023	2024	2025E	2026E	2027E
영업현금	**238**	**29**	**94**	**78**	**79**
당기순이익	2	(30)	9	30	37
자산상각비	82	73	75	73	72
운전자본증감	120	(112)	13	(26)	(30)
매출채권감소(증가)	(19)	(2)	15	(12)	(14)
재고자산감소(증가)	131	(47)	(7)	(14)	(17)
매입채무증가(감소)	11	(32)	26	1	1
투자현금	**(40)**	**(45)**	**(49)**	**(50)**	**(52)**
단기투자자산감소	26	(3)	(0)	0	0
장기투자증권감소	0	0	(0)	(0)	(0)
설비투자	(62)	(44)	(45)	(44)	(46)
유무형자산감소	(6)	1	(3)	(4)	(4)
재무현금	**(185)**	**(22)**	**3**	**(20)**	**(22)**
차입금증가	(168)	(11)	15	(8)	(8)
자본증가	0	0	0	0	0
배당금지급	(17)	(12)	(17)	(12)	(14)
현금 증감	14	(38)	49	8	5
총현금흐름(Gross CF)	**181**	**188**	**106**	**104**	**109**
(-) 운전자본증가(감소)	(165)	44	207	26	30
(-) 설비투자	62	44	45	44	46
(+) 자산매각	(6)	1	(3)	(4)	(4)
Free Cash Flow	278	101	(150)	30	29
(-) 기타투자	0	0	0	0	0
잉여현금	278	101	(150)	29	28

한솔제지 - 주가 및 당사 목표주가 변경



최근 2년간 당사 투자의견 및 목표주가 변경

날짜	투자의견	적정가격(원)	평균주가 괴리율(%)	최고(최저)주가 괴리율(%)
2022-05-27	담당자변경			
2024-01-26	Buy	15,000	(29.7)	(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	(22.0)	(15.8)
2025-11-03	Buy	11,000		

투자의견(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

최근 1년간 조사분석자료의 투자등급 비율 (2025년 09월 30일 기준)

Buy (97.1%)	Hold (2.9%)	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 주간사로 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, 대여, 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.

Heungkuk
흥국증권

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