

KOSPI | 소재

페이퍼코리아 (001020)

포장용지 1위 업체

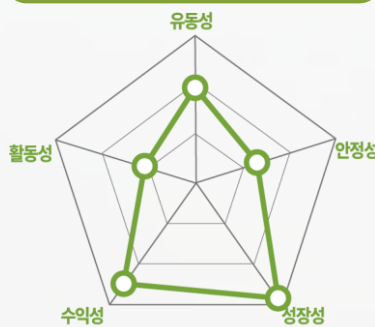
체크포인트

- 1944년에 설립된 국내 최초의 제지회사로, 현재 포장용지 및 신문용지 제조와 부동산 개발 사업을 영위. 2023년 기준 매출비중은 제지 71.6%, 특수용지 7.8%, 부동산 분양 20.7%
- 투자포인트: 1)크라프트지 실적 개선 2)부동산 개발 3)재무구조 개선
- 재무구조가 개선되며 부동산 개발 매출이 잡히지 않는 2024년에도 순이익 흑자 가능. 2024년에는 매출 2,824억 원(YoY -22.0%), 영업이익 173억 원(YoY -44.6%) 예상

주가 및 주요이벤트

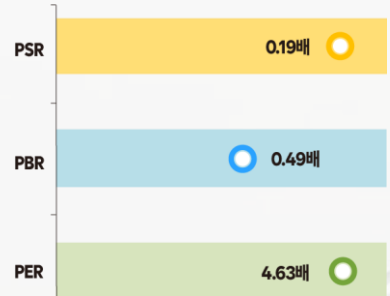


재무지표



주: 2023년 기준, Fnguide WICS 분류 상 소재산업 내 등급화

밸류에이션 지표



주: PSR, PER, PBR은 2023기준 Trailing, Fnguide WICS 분류상 소재산업 내 순위 비교, 우측으로 갈수록 저평가

Analyst 김선호 shkim@kirs.or.kr

RA 이희경 hk.lee@kirs.or.kr

소재

포장용지 국내 1위 업체

1944년에 설립된 국내 최초의 제지회사로, 2023년 기준 포장용지 연간 18만 톤, 신문용지 연간 20만 톤 생산설비를 보유. 포장용지 국내 점유율 60% 수준의 1위 업체로 매년 실적이 개선세이며, 신문용지는 국내 점유율 22% 수준의 3위 업체로 안정적인 실적을 기록 중.

기존 공장부지를 아파트 단지로 개발

2015년부터 군산시 조촌동 2번지 일대 약 18만 평(596,163m²) 규모의 공장 부지를 아파트 단지로 개발 중. 다섯 개의 아파트 단지 4,421세대에 대한 분양을 완료하였으며, 마지막으로 남은 1개의 단지에 대해 인허가 과정 중.

재무적 턴어라운드: 영업이익>이자비용

2023년 하반기에 2,215억 원의 자금 조달에 성공하여 차입금을 상환. 약 150억 원 이자비용이 절감되며 이자보상배율(영업이익/이자비용)이 1이 넘는 기업으로 전환.

현재가는 2024년 추정실적대비 PER 20.1배, PBR 0.5배

2024년에는 분양 실적이 잡히지 않아 전년대비 이익 감소 예상. 2025년에 분양이 시작된다면 이익 개선폭이 클 것.

Forecast earnings & Valuation

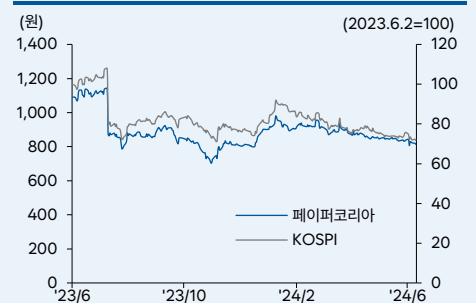
	2020	2021	2022	2023	2024F
매출액(억원)	4,841	4,353	4,100	3,621	2,824
YoY(%)	82.2	-10.1	-5.8	-11.7	-22.0
영업이익(억원)	346	315	258	312	173
OP 마진(%)	7.2	7.2	6.3	8.6	6.1
지배주주순이익(억원)	2	92	-18	152	72
EPS(원)	7	239	-40	174	40
YoY(%)	흑전	3,307.1	적전	흑전	-76.7
PER(배)	350.8	6.7	N/A	5.2	20.1
PSR(배)	0.2	0.1	0.1	0.2	0.5
EV/EBITDA(배)	10.2	9.4	9.8	5.0	5.4
PBR(배)	3.3	1.4	0.8	0.5	0.5
ROE(%)	1.2	25.2	-3.4	8.5	2.4
배당수익률(%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0

자료: 한국IR협회의 기업리서치센터

Company Data

현재주가 (6/11)	813원
52주 최고가	1,141원
52주 최저가	703원
KOSPI (6/11)	2,705.32p
자본금	890억원
시가총액	1,447억원
액면가	500원
발행주식수	178백만주
일평균 거래량 (60일)	3만주
일평균 거래액 (60일)	0.3억원
외국인지분율	0.06%
주요주주	유암코기업리버온스제철차기업재무안정 사모투자합자회사 86.60%

Price & Relative Performance



Stock Data

주가수익률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	-4.1	0.4	-27.9
상대주가	-3.3	-6.3	-29.6

참고

1) 표지 재무지표에서 안정성 지표는 '부채비율', 성장성 지표는 'EPS 증가율', 수익성 지표는 'ROIC', 활동성지표는 '총자산회전율', 유동성지표는 '유동비율'임. 2) 표지 밸류에이션 지표 차트는 해당 산업군내 동사의 상대적 밸류에이션 수준을 표시. 우측으로 갈수록 밸류에이션 매력도 높음.

기업 개요

1 국내 최초 제지회사 및 크라프트지 시장 점유율 1위

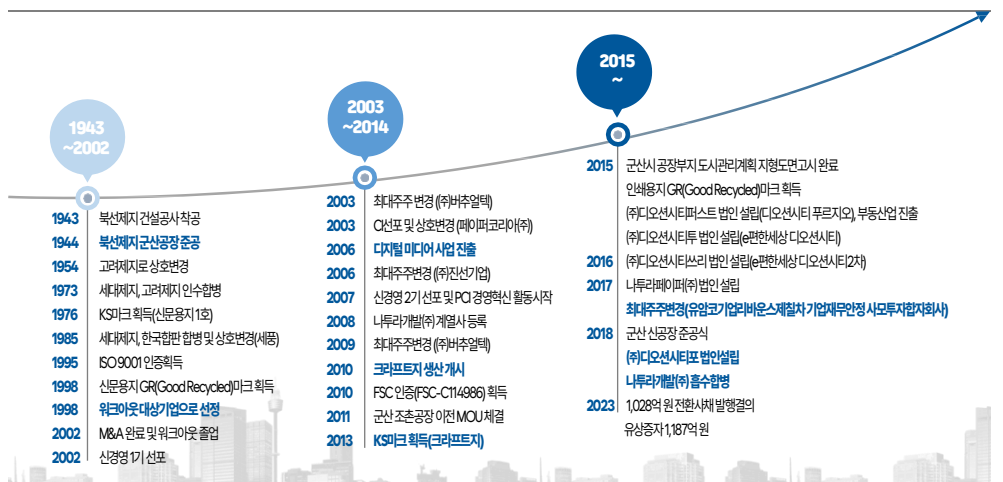
1944년 설립된 신문-산업용지 제조 및 부동산 개발 전문 기업

페이퍼코리아는 1944년 10월에 설립된 국내 최초의 제지회사로, 현재 신문용지 및 산업용지 제조와 부동산 개발을 주요 사업으로 영위하고 있다. 동사의 상호명은 1944년 북선제지에서 1953년 고려제지, 1975년 세풍으로 변경되었으며, 2003년에 페이퍼코리아가 되었다. 1976년 6월 유가증권시장에 상장하였다.

동사는 현재 포장용지 18만 톤과 신문용지 20만 톤 설비를 운영하고 있다. 기존에는 신문용지 제조 사업만 영위하다가 2010년부터 포장용지로 사업 영역을 확장하였다. 2010년에 신문용지 설비의 일부를 포장용지 설비로 전환하여 연간 10.2만 톤의 포장용지 생산 설비를 구축하였다. 2018년 3월 본점을 전라북도 군산시 외항로 1245로 이전하면서 기존 포장용지 설비는 정리하고, 신문용지 라인의 일부를 전환하여 연간 18만 톤의 포장용지 설비를 가동하고 있다. 본사에서 영위하던 연간 24.3만 톤의 신문용지 설비는 2017년 10월 본점 소재지를 변경하면서 생산을 중단하였다. 같은 시기에 자회사 나투라페이퍼를 통해 전주페이퍼의 청주공장을 750억 원에 영업 양수하였다. 나투라페이퍼의 청주 공장에서는 연산 20만 톤 규모의 신문 용지를 생산하고 있다.

동사는 2015년에 디오션시티퍼스트 법인을 설립하며 부동산업에 진출하였다. 2011년 2월 군산시와 공장 이전 및 공장부지 개발 사업과 관련하여 MOU를 체결한 이후 2015년 4월 공장이전 등에 관한 변경약정서를 체결하였다. 동사는 군산시 조촌동에 있는 공장을 산업단지로 이전시키고, 공장이적지(약 18만 평)를 주거 및 상업 시설로 바꾸는 계획을 세웠다. 군산시 조촌동 소재 공장부지 개발의 첫번째 사업이었던 2015년 대우건설 푸르지오 아파트 분양을 시작으로 모두 다섯 개의 아파트 분양을 성공적으로 마무리하였으며, 상업용지 매각을 완료했다. 현재, 한 개의 아파트 분양 사업지가 인허가 과정에 있으며, 근린생활용지 매각이 진행중에 있다.

페이퍼코리아 주요 연혁



자료: 페이퍼코리아, 한국IR협의회 기업리서치센터

사업영역

매출비중(2023년 기준)은
제지 71.6%,
특수용지 7.8%,
부동산 분양 20.7%

페이퍼코리아의 주 영업활동은 제지 사업과 부동산 사업이며, 2023년 기준 매출비중은 제지 71.6%, 특수용지 7.8%, 부동산 분양 20.7%이다.

제지사업

제지사업으로 포장용지(크라프트지)와 신문용지가 있으며, 동사는 폐지를 이용하여 제품을 생산하고 있다. 포장용지에는 지대용 크라프트지, 쇼핑백, 우븐라미네이션 크라프트지, 박스원지, 특수크라프트지 등이 있다. 국내 크라프트지 시장의 주요 제조업체로는 동사와 국일제지, 송학제지가 있으며, 동사는 크라프트지 내수 시장에서 점유율이 60%로 가장 높은 시장점유율을 차지하고 있다. 매출처는 다양하게 분포되어 있다.

신문용지는 자회사 나투라페이퍼에서 생산한 제품을 100% 동사가 매입하여 주요 신문에 판매하는 구조로 매출이 발생하고 있다. 주요 매출처는 조선일보, 동아일보, 매일경제신문 등 국내 주요 신문사이다.

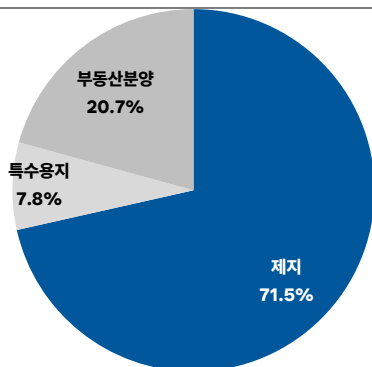
특수용지

특수용지는 디지털 프린팅 미디어를 제작, 판매하는 사업으로, 페이퍼코리아의 종속기업인 나투라미디어(지분율 99.95%)에서 사업을 영위하고 있다. 사업부문으로는 미디어, 코팅제, 전자소재, 기타 등이 있다. 나투라미디어는 고해상도, 친환경, 점착, 레이저 및 염료승화형 출력소재를 개발하고 있으며, 전자소재에서는 디스플레이용 보호필름을 제조하고 있다. 디지털 프린팅 시장의 경우 국내 시장은 협소하여 수출에 집중하고 있으며, 현재 전 세계 50여개의 업체와 거래 중이다.

부동산개발사업

부동산 개발 사업으로는 6,000여 세대의 복합도시인 '디오션시티' 개발사업을 진행 중이다. 디오션시티 개발 사업은 1단계, 2단계로 나뉘어져서 진행되고 있으며, 1단계 사업은 이미 완료하였다. 매각 대상 부지는 주거용지(A1~A6블록)와 상업용지(B1~B35블록)로 이루어져 있으며, 주거용지(공동주택사업)는 동사의 자회사인 디오션시티퍼스트, 디오션시티투, 디오션시티쓰리, 디오션시티포, 디오션시티를 통해 분양사업을 진행하였다. A6블록에 대한 분양 및 기타용지 매각을 준비하고 있다.

사업부문별 매출비중(2023)



자료: 페이퍼코리아, 한국R협회의 기업리서치센터

지대용 우븐라미네이션 특수 크라프트지



자료: 페이퍼코리아, 한국R협회의 기업리서치센터

페이퍼코리아 제지 제품

지대용 크라프트지	재생펄프 함유량을 높은 친환경 제지로, 우수한 강도와 합리적인 가격의 제품이다. 용도에 따라 다양한 품목에 사용 가능하며, 고객들의 요구사항에 맞춰 생산 가능하다.
쇼핑백	기존의 천연펄프로 생산된 쇼핑백을 대체하여 사용할 수 있으며, 재생펄프를 사용함으로써 친환경적이고 경제적이다.
우븐라미네이션 크라프트지	플라스틱 레진박과 같은 화학약품 포대에 적합하며, 용도에 따라 다양한 품목에 사용 가능하다.
박스원지	골판지 박스의 표면지, 이면지, 골심지로 사용되며 사이즈, RCT, Bursting 등 사용자 요구사항에 따라 다양한 분야에서 사용가능하다
특수크라프트지	기판지, 함침지, 거푸집용함침지 등이 있다.
신문용지	100% 재생펄프로 생산된 친환경 신문용지로, 신문, 팜플렛, 각종 인쇄물에 사용된다.

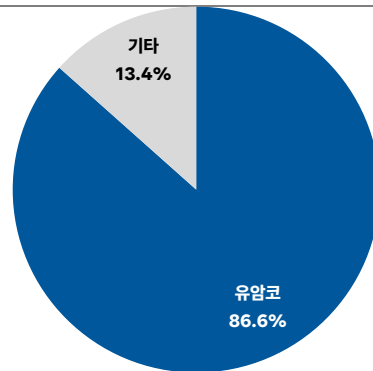
자료: 페이퍼코리아, 한국R협의회 기업리서치센터

3 주주현황

최대주주는 유암코기업리바운스제철차 기업재무안정사모투자합자회사(유암코기업재무안정PEF)로, 지분율은 86.6% 차지

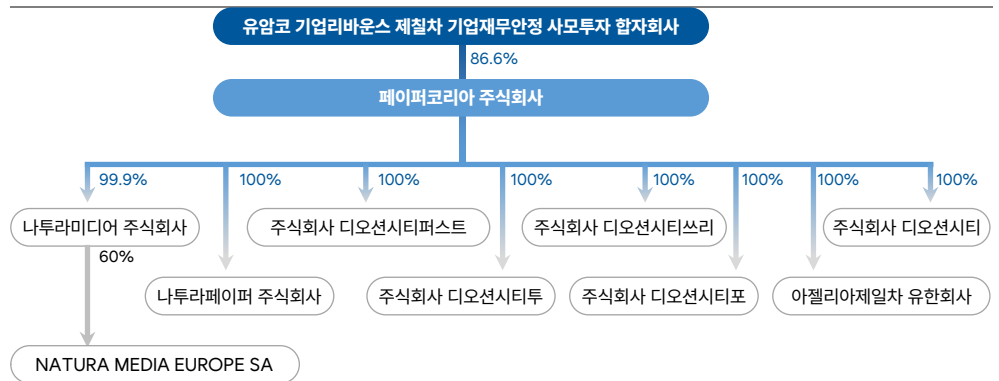
동사의 최대주주는 유암코기업리바운스제철차 기업재무안정사모투자합자회사(유암코기업재무안정PEF)로, 동사의 주식수는 1.5억 주로 지분율 86.6%를 차지하고 있다. 유암코(UAMCO)는 국내 8개의 시중은행과 국책은행이 공동 출자하여 설립한 연합자산관리회사로, 직접 투자를 통해 존속 가치가 높은 기업이 회생할 수 있도록 도와주는 기업구조조정 전문회사이다. 동사는 2023년 채무상환자금을 마련하기 위해 1,187억 원 규모의 주주배정 유상증자 결정 및 1,028억원의 영구전환사채(30년 만기)를 발행하였다. 유암코가 전환사채 1,028억 원을 전환 시 지분율은 91.09%가 된다.

주주현황(1Q24)



자료: 페이퍼코리아, 한국R협의회 기업리서치센터

페이퍼코리아 계통도



자료: 페이퍼코리아, 한국R협의회 기업리서치센터



1 제지산업

제지 용도에 따른 성장률 차이
성장: 골판지원지, 백판지, 위생용지
역성장: 인쇄용지, 신문용지,
포장용지

제지는 용도에 따라 골판지원지, 백판지, 인쇄용지, 위생용지, 포장용지, 신문용지 등으로 구분할 수 있다. 두께에 따라 서 종이와 0.3mm 이상의 판지로 구분할 수 있다.

판지는 여러 층으로 겹쳐 만든 두꺼운 종이를 의미한다. 골판지원지는 주로 물품의 외부 포장에 사용되는 골판지의 재료이다. 물결 모양의 골심지에 양쪽으로 라이너를 붙여 만든다. 우리가 흔히 접하는 택배 박스가 이에 해당한다. 백판지는 여러 층으로 겹뜨기 한 판지의 한 종류로 제약, 제과, 화장품 등의 날개포장에 쓰인다.

인쇄용지는 인쇄, 필기의 목적 또는 다른 정보 교환 형태로 사용되는 종이다. 대표적인 예로 A4 용지가 있다. 위생용지는 화장지, 티슈, 타월 등과 같이 가정이나 공공장소에서 위생용으로 사용되는 종이다. 포장용지는 물품의 수송, 보관 등에 사용되는 종이며, 신문용지는 신문 인쇄에 사용되는 종이다.

국내 제지업체들은 1960년~1970년대에 집중적으로 설립되었다. 제지 수요는 1980년대 후반부터 두 자릿수 이상의 높은 성장률을 기록하며 급속히 성장했다. 1990년대에는 가전, 식품, 농산물 포장산업이 발달하고, 신문 보급률이 상승하며 제지 산업은 전성기를 맞이했다. 2000년대 들어서는 홈쇼핑과 인터넷 쇼핑물의 급성장에 힘입어 택배 산업이 빠르게 확대되었고, 이에 따라 골판지와 백판지 수요가 급증했다. 그러나 2010년대에 접어들면서 디스플레이 기기의 발달로 인해 인쇄용지와 신문용지의 수요가 급격히 감소하게 되었고, 제지 산업은 급격하게 공급 초과 상태에 빠지며 수익성이 급격하게 감소했다. 이로 인해 제지업계는 구조조정을 피할 수 없었고, 효율성과 수익성을 높이기 위한 산업 재편이 이루어졌다.

제지산업은 현재 대표적인 성숙기 산업으로 분류된다. 국내 제지업체 생산량은 2023년 1,068만 톤으로 2009년 1,048만 톤과 비교해 거의 변동이 없는 상태이다. 그러나 제지의 용도에 따라 성장률에 차이가 있다. 예를 들어, 택배 박스에 사용되는 골판지 원지는 2023년 생산량이 546만 톤으로, 2009년의 369만 톤에 대비 48% 증가했다. 과자 박스 등에 쓰이는 백판지도 2023년 생산량이 142만 톤으로, 2009년의 125만 톤 대비 14% 증가했다. 화장지 등에 쓰이는 위생용지도 2023년 생산량이 53만 톤으로 2009년의 44만 톤 대비 20% 증가하였다. 반면, 인쇄용지는 2023년 생산량이 219만 톤으로 2009년의 298만 톤 대비 27% 감소했다. 신문용지도 2023년 생산량이 45만 톤으로 2009년의 146만 톤 대비 69% 감소했다. 포장용지의 경우 2023년 생산량이 22만 톤으로 2009년의 21.8만 톤 대비 소폭 증가하였다. 그러나 내수 물량은 2023년 13.7만 톤으로 2009년 19.5만 톤 대비 30% 감소했다.

국내 제지업체 생산량

(단위: 천 톤)

연도별	신문용지	인쇄용지	포장용지	위생용지	백판지	골판지원지	합계
2009년	1,464	2,977	218	442	1,251	3,694	10,481
2010년	1,556	3,030	220	446	1,294	4,084	11,106
2011년	1,537	3,278	223	462	1,348	4,157	11,480
2012년	1,523	3,207	190	464	1,418	4,037	11,332
2013년	1,515	3,243	204	444	1,493	4,381	11,767
2014년	1,423	3,043	195	450	1,508	4,544	11,622
2015년	1,334	2,920	186	468	1,524	4,677	11,569
2016년	1,390	2,779	187	513	1,541	4,853	11,652
2017년	1,120	2,742	176	512	1,592	5,069	11,604
2018년	986	2,680	198	556	1,663	5,039	11,529
2019년	720	2,605	163	556	1,626	5,309	11,342
2020년	570	2,321	227	583	1,469	5,783	11,334
2021년	474	2,444	247	556	1,443	5,983	11,594
2022년	505	2,420	229	547	1,477	5,646	11,254
2023년	452	2,187	220	529	1,418	5,455	10,677

자료: 한국제지연합회, 한국R협의회 기업리서치센터

제지산업은 자본 집약적

제지산업은 목재 칩을 이용해 펄프를 생산하는 펄프 제조업과 생산된 펄프 및 폐지를 원료로 다양한 종이 및 종이제품을 생산하는 종이 및 판지 제조업으로 구분할 수 있다.

제지산업은 자본 집약적 산업이다. 제지공장은 원재료 투입에서부터 초지, 가공 공정까지 자동화된 설비를 갖춰야 하며, 원재료와 제품의 보관, 운송을 위한 물류시설, 에너지, 폐수처리 시설 등 대규모 설비와 넓은 부지가 필요하다. 따라서 제지산업은 자본 투입 비중이 높은 장치산업의 성격을 갖고 있다.

사업 초기에는 이러한 설비 도입을 위해 대규모 자본이 필요하며, 이에 따라 많은 경우 외부 차입에 의존하게 된다.

제품원가에서 원재료비용이 차지하는 비중은 50% 내외로 높은 수준이며, 대부분 수입을 하고 있어 원자재 가격 및 환율의 변동에 민감하다.

포장용지

크라프트지는 종이 포대를 만드는 중포장크라프트지, 종이 가방을 만드는 경포장크라프트지 등으로 구분

크라프트는 '강하다'라는 독일어에서 비롯된 내구성이 강한 재질의 종이이다. 포장용지에는 중포장크라프트지, 경포장크라프트지, 박엽 포장용지 등이 있다. 크라프트지는 높은 강도를 지닌 갈색의 종이로 시멘트, 쌀, 밀가루, 사료 등을 담은 포대를 만드는 중포장크라프트지, 쇼핑백을 만드는 데 주로 쓰이는 경포장크라프트지, 식품, 과일 등의 포장에 쓰이는 박엽지 등이 있다.

크라프트지의 종류



* 중포장크라프트지 * 경포장크라프트지 * 박엽 포장용지 * 기타
 자료: 한국제지연합회, 한국R협회의 기업리서치센터

포장용지

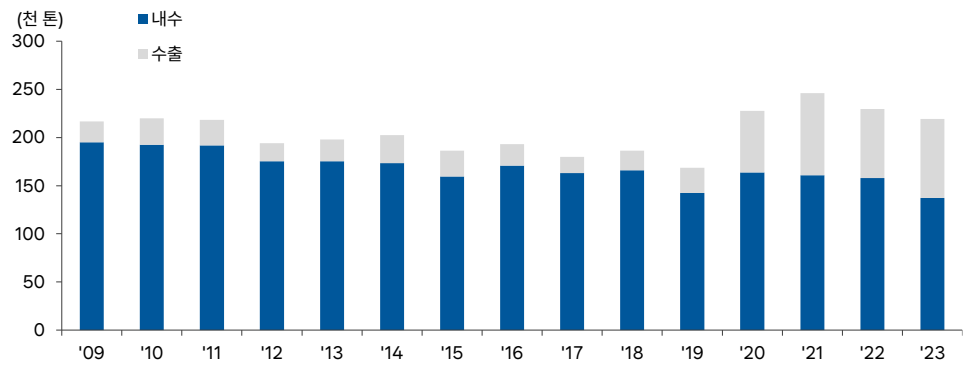
내수 시장은 축소

해외 시장은 2020년부터 개척

국내업체들의 포장용지 생산량은 2019년 16.2만 톤을 기록하여, 2009년 21.8만 톤 대비 크게 감소하였다. 생산량이 지속적으로 감소한 주된 이유는 내수 수요의 감소 때문이다. 2019년 국내 업체들의 내수 포장용지의 판매량은 14.2만 톤으로 2009년 19.5만 톤 대비 큰 폭으로 감소하였다. 시멘트, 쌀, 밀가루, 비료, 설탕, 사료 등을 포장하는 종이 포대가 크라프트지 수요의 50% 이상을 차지하는데, 전방 산업의 수요가 부진하였다. 이 기간 동안 수출량은 최저 1.7만 톤에서 최대 2.9만 톤 수준에 머물러 내수 부진을 상쇄하지는 못했다.

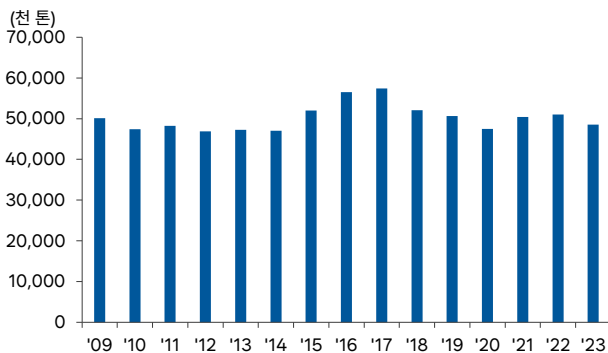
2020년부터 포장용지 생산량이 회복되기 시작해, 2023년에는 22만 톤을 기록하였다. 그동안 국내 업체들의 내수 포장용지의 판매량은 13.7만 톤까지 감소하였다. 반면, 수출 판매량은 8.2만 톤까지 증가하여 2019년 2.6만 톤 대비 5만 톤 이상 늘었다. 최근 포장용지 생산량이 증가한 이유는 바로 이 수출량 증가 때문이다.

국내 포장용지 업체 내수 및 수출 판매량



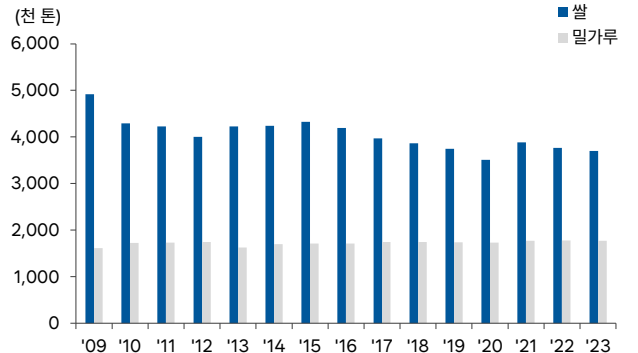
자료: 한국제지연합회, 한국R협회의 기업리서치센터

시멘트 생산량



자료: 한국시멘트협회, 한국R협회의 기업리서치센터
 주: '23년은 한국R협회의 기업리서치센터 예상치

쌀과 밀가루 생산량



자료: 통계청, 한국제분협회, 한국R협회의 기업리서치센터

크라프트지 공급은

구조조정 마무리 단계

국내에는 세 개의 회사가 크라프트지를 생산하고 있다.

페이퍼코리아는 2010년에 신문용지 생산 라인의 일부를 크라프트지 설비로 전환하여 연간 10.2만 톤의 생산 능력을 갖추고 생산을 시작했다. 2013년부터는 크라프트지 점유율 1위 업체가 되었다. 2017년 신문용지 라인의 일부를 추가로 크라프트지 생산 설비로 전환하고, 기존 설비를 정리하여 연간 18.3만 톤 생산 체제를 갖추었다. 2023년 기준으로 15.2만 톤을 생산하였으며, 산업용지(크라프트지) 매출은 1,306억 원에 달했다.

국일제지는 크라프트지 생산량에서 2위를 차지하고 있다. 2021년에는 4.3만 톤, 2022년에는 3.4만 톤, 2023년에 2.1만 톤을 생산했다. 2023년 크라프트지 매출은 325억 원을 기록하였다. 2024년 1월에는 SM 그룹의 삼라마이더스가 대주주로 변경되었다.

생산량에서 3위 업체는 송학제지이다. 2023년 매출은 235억 원이다. 그러나 2023년 말 사업 중단을 발표했다.

신문용지

신문용지 시장은 줄곧 감소세

신문용지는 신문 인쇄에 사용되는 종이로, 주요 원료는 폐지이다.

2023년 신문용지 생산량은 45만 톤으로, 2009년 146만 톤 대비 69.2% 감소하였다. 내수로 판매되는 물량은 34만 톤으로, 2009년의 81만 톤 대비 58.2% 감소하였다. 수출로 판매되는 물량도 2009년 66만 톤에서 2023년 11만 톤으로 큰 폭으로 줄어들었다. 신문용지의 수요 감소는 전 세계 공통적인 현상이다. 유무선 통신기술의 발달과 인터넷 활용도 증가, 디스플레이 기술 발전 등으로 인해 정보 전달과 광고 매체로서 종이 신문의 효용이 위축되고 있기 때문이다.

3사 과점

현재 국내 신문용지 시장은 전주페이퍼, 대한제지, 페이퍼코리아의 100% 자회사인 나투라페이퍼가 100% 점유하고 있다.

2017년 3월, 4위 업체였던 보워터코리아가 생산을 중단하면서 시장에는 세 개의 주요 사업자만 남게 되었다.

같은 해 페이퍼코리아는 본사의 신문용지 24.3만 톤의 생산을 중단하고, 100% 자회사 나투라페이퍼를 통해 전주페이퍼의 청주공장을 750억 원에 영업 양수하였다. 나투라페이퍼의 신문용지 설비는 20만 톤 규모이며 점유율은 22%이다. 나투라페이퍼의 2023년 매출액은 1,170억 원, 영업이익은 13억 원을 기록하였다.

전주페이퍼는 1965년에 세한제지로 설립된 국내 최대 신문용지 제조사이다. 2023년 매출액은 5,978억 원, 영업이익은 -18억 원을 기록하였다.

대한제지는 1947년에 설립된 각종 지류의 제조, 가공판매와 주택분양사업 및 부동산 임대업을 주요사업목적으로 하는 회사이다. 2023년 별도기준 매출액은 2,120억 원, 영업이익은 -20억 원을 기록하였다.

투자포인트

1 크라프트지 실적 개선

크라프트지 실적은 매년 개선세

크라프트지 사업부문의 실적이 매년 개선되고 있다.

2018년 새로운 크라프트지 설비가 가동되기 시작했을 때, 영업이익은 -135억 원이었다. 군산공장 추정 영업이익률(군산공장 영업이익/페이퍼코리아 산업용지 매출)은 -22.7%였으며, 가동률(생산량/생산능력)은 56%였다.

2019년 영업이익이 -145억 원으로 실적이 악화되었고, 가동률은 52%로 4%p 하락하였다.

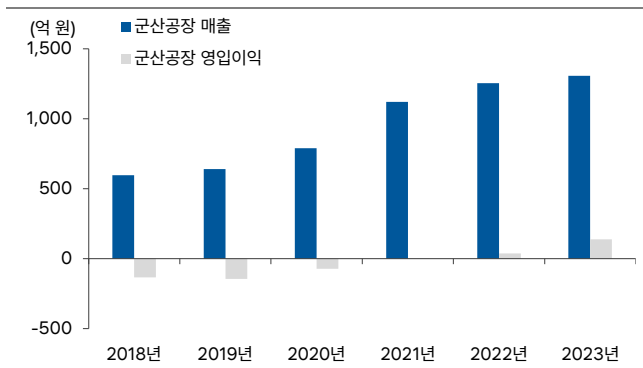
2020년부터 본격적인 실적 개선이 이뤄졌다. 이 해 영업이익이 -73억 원으로 여전히 적자였지만, 가동률이 69%를 기록하여 전년 대비 17%p 상승하였다.

2021년에는 영업이익 10억 원을 기록하며 흑자 전환에 성공하였다. 가동률은 81%로 전년대비 12%p 개선되었다.

2022년 영업이익은 37억 원을 기록하여, 군산공장 추정 영업이익률은 2.9%를 기록하였다. 가동률은 82%로 전년대비 1%p 상승하였다.

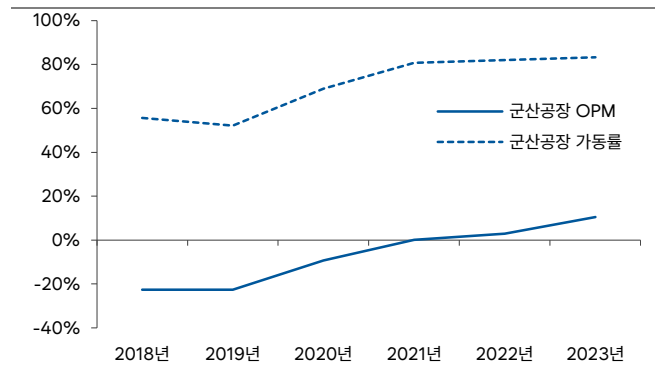
2023년 군산공장의 영업이익은 137억 원으로 증가하였고, 군산공장 추정 영업이익률은 10.5%를 기록하였다. 가동률은 83%로 전년대비 1%p 상승하였다.

페이퍼코리아 군산공장 매출 및 영업이익



자료: 페이퍼코리아, 한국R협회의 기업리서치센터

페이퍼코리아 군산공장 가동률 및 영업이익률



자료: 페이퍼코리아, 한국R협회의 기업리서치센터

공급조절 효과로 향후 실적도 긍정적

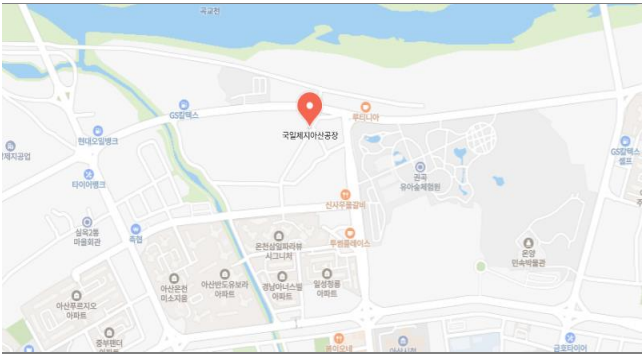
페이퍼코리아의 크라프트지 사업 부문 실적은 한동안 양호할 것으로 전망된다.

첫째, 공급이 추가적으로 조정되었다.

삼라마이이다스(SM)에 인수된 국일제지의 향후 계획은 공개되지 않았지만, 아산에 위치한 크라프트지 공장의 사업 정리 가능성이 높아 보인다. 국일제지의 실적이 부진하고, 아산시 공장이 근처 아파트 단지과 인접해 있다는 점, SM 그룹이 건설과 관련된 기업이라는 점을 고려할 때, 아산 공장의 아파트 개발 가능성이 높아 보인다. 반면에 국일제지 용인 공장은 상대적으로 경쟁력 있는 담배필터 등에 쓰이는 박엽지를 생산하고 있고, 주변에 물류 창고 등이 위치하고 있어 개발 가능성이 낮아 보인다.

사업 중단을 발표한 송학제지는 2023년 12월에 대부분의 인력이 퇴사한 상태이다.

국일제지 아산 공장



자료: 네이버 지도, 한국R협회의 기업리서치센터

국일제지 용인 공장



자료: 네이버 지도, 한국R협회의 기업리서치센터

**친환경수요 중심으로
크라프트지 수요 증가**

둘째, 친환경수요 중심으로 크라프트지 수요가 증가하고 있다.

크라프트지가 친환경 소재로 인식되면서 종이가방, 완충제 등의 활용처가 확장되고 있다. 예를 들어, 현대백화점은 2022년에 크라프트지로 만든 쇼핑백을 전면적으로 도입하였다. 이는 1985년부터 사용되던 고급 용지로 만든 쇼핑백을 재생용지로 만든 크라프트지 종이 가방이 대체하기 시작한 것이다. 또한, 온라인 유통업체 마켓컬리는 2019년부터 모든 배송 포장재를 종이로 변경하기 시작하였다. 크라프트지로 만든 박스 테이프, 벌집 크라프트 종이 완충제 등이 쓰이고 있다.

2022년 11월 24일부터 '자원의 절약과 재활용 촉진에 관한 법률 시행규칙'에 따라 편의점을 비롯한 종합 소매업과 제과점에서 일회용 비닐봉투의 사용이 금지될 예정이었다. 이를 어기고 일회용품을 사용하거나 무상으로 제공하는 사람에게는 300만 원 이하의 과태료가 부과될 예정이었다. 그러나 환경부가 계도 기간 1년을 부여하면서 2023년 11월 24일 시행으로 연기되었다. 그리고 2023년 11월 7일 환경부는 일회용품에 대한 규제를 국민 자발적 참여로 전환하였다. 해당 법안의 시행 전 편의점 업체는 비닐봉투에 대한 대체제로서 종이 봉투, 종량제 봉투, 다회용 봉투를 제시하였다. 결국 아무런 조치가 시행되지 않았지만, 일회용 제품을 대체하려는 움직임은 지속될 것이다. 크라프트지는 일회용 제품을 대체하는 수요를 충족시켜줄 수 있는 소재로서 역할을 하며, 이를 통해 수요가 성장할 것으로 전망한다.

크라프트지 종이봉투



자료: 현대백화점, 한국R협회의 기업리서치센터

크라프트지 완충제



자료: 마켓컬리, 한국R협회의 기업리서치센터

부동산 개발

기존 제지 공장을 아파트 단지로 개발

1980년대 이후 페이퍼코리아 공장 인근에 아파트 단지들이 속속 입주하면서 폐수처리장 악취 등 환경문제는 각종 선거 때마다 핫 이슈로 떠올랐다. 2010년 4월 지방선거를 앞두고 시장 후보자가 선거 공약으로 페이퍼코리아 공장 이전을 채택하자, 지역사회의 공장 이전 요구가 공론화되었다. 페이퍼코리아는 공장 가동으로 인한 환경민원의 근본적인 해결 및 공장 이전을 통한 노후 설비의 개선 및 생산 제품의 다변화로 시장 경쟁력을 확보하기 위해 공장 이전을 수용하였다. 기존 조촌동 공장을 군산시 비응도동으로 이전하는데 동의했으며, 2011년 2월 군산시와 공장 이전에 관한 양해각서를 체결하였다. 그리고 2013년 9월 9일에는 군산시에 공장부지 용도 변경을 위한 지구 단위 계획안을 제안하였고, 2014년 10월 24일에는 해당 제안이 군산시 도시건축공동위원회에서 심의를 통과하였다. 2015년 4월에는 공장 이전 등에 관한 변경약정서를 체결하였다. 군산시와 체결한 공장이전과 관련한 약정에 의하여 개발이익이 공장 이전비용을 초과하는 경우, 초과개발이익의 51%에 해당하는 금액은 군산시가 환수하는 조건이었다.

페이퍼코리아 공동주택 개발지 위치



자료: 페이퍼코리아, 한국R협회의 기업리서치센터

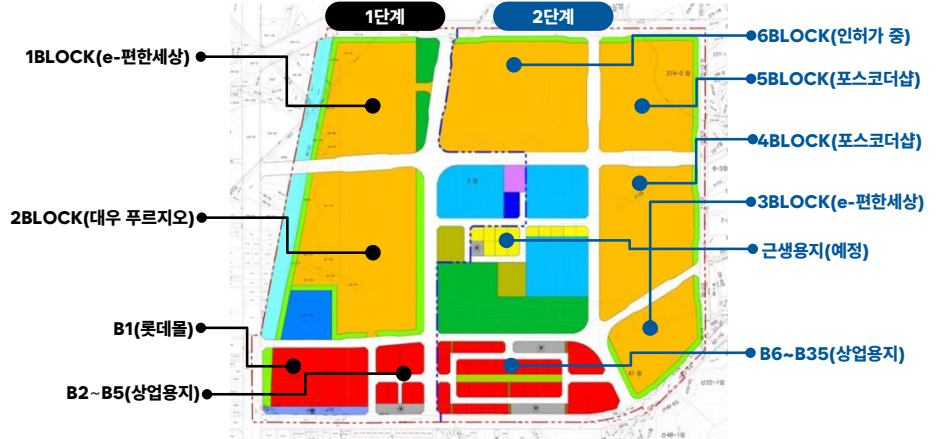
A6블록 개발과 근린생활용지 매각 진행 중

해당부지는 군산시 조촌동 2번지 일대 약 18만 평(596,163 m²) 규모로 주거 및 상업지역 지구로 지정되어 주거, 판매, 교육시설 등이 도입되고 있다. 페이퍼코리아는 이를 6개의 블록으로 나누어 개발을 진행하고 있다.

2블록은 2015년 10월 대우 푸르지오 브랜드로 1,400세대가 분양되어, 2018년 3월에 완공되었다. 1블록은 2016년 5월 삼호대림 이편한세상 브랜드로 854세대가 분양되어, 2018년 11월에 완공되었다. 3블록은 2017년 12월 삼호 이편한세상 브랜드로 423세대가 분양되어, 2020년 5월에 완공되었다. 4블록은 2019년 5월 포스코 더샵 브랜드로 973세대가 분양되어, 2019년 4월에 착공하여 2022년 9월에 완공되었다. 5블록은 2021년 2월 포스코 더샵 브랜드로 771세대가 분양되어, 2023년 6월에 완공되었다.

6블록은 현재 인허가 과정에 있으며, 2024년 하반기에 1,505세대 분양을 목표로 하고 있다. 또한, 근린생활시설용지 6,941 m²도 매각을 계획하고 있다.

사업지 토지 이용 계획도



자료: 페이퍼코리아, 한국IR협회의 기업리서치센터

블록별 면적 및 사업계획

구분	블록 명	면적(m ²)	계획세대수	사업주체	진행상황
진행사업	1BL(e-편한세상)	36,954	854	(주)디오션시티투	입주완료
	2BL(푸르지오)	60,557	1,400	(주)디오션시티퍼스트	입주완료
	B1 매각(롯데몰)	20,583	-	페이퍼코리아(주)	매각완료
	B2-B5 매각(상업용지)	8,594	-	페이퍼코리아(주)	매각완료
	3BL(e-편한세상)	21,112	423	(주)디오션시티쓰리	입주완료
	4BL(포스코더샵)	43,263	973	(주)디오션시티포	입주완료
	B6-B35(상업용지)	26,945	-	페이퍼코리아(주)	매각완료
	5BL(포스코더샵)	36,793	771	(주)디오션시티퍼스트	입주완료
예정사업	6BL	56,507	1,505	(주)디오션시티쓰리(예정)	예정
	근생용지 등	6,941	-	페이퍼코리아(주)	예정
합계		318,249	5,926	-	-

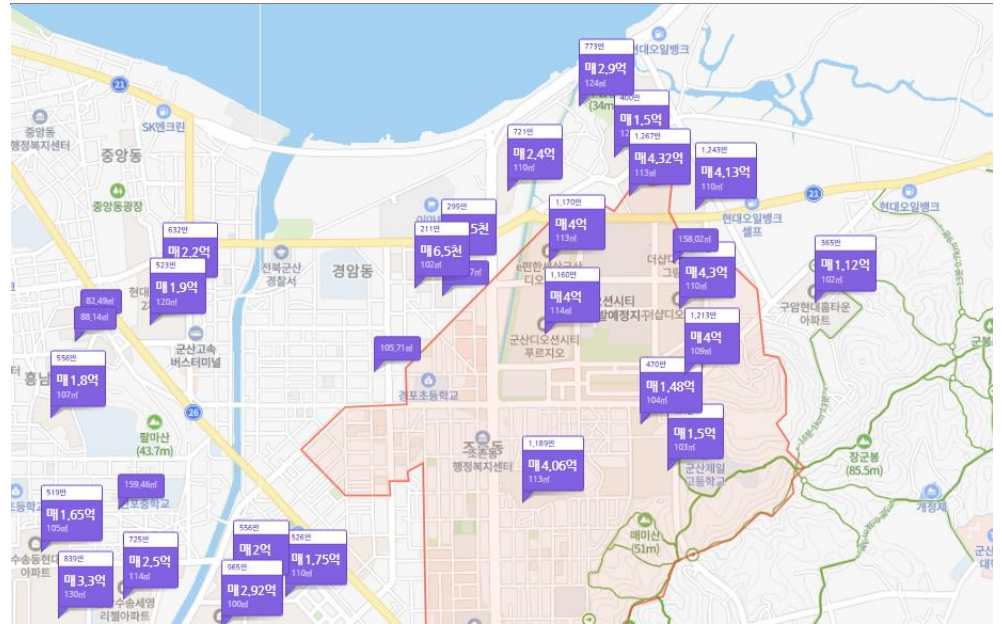
자료: 페이퍼코리아, 한국IR협회의 기업리서치센터

6블록에서 기대할 수 있는 수익은
토지 매각과 분양수익

페이퍼코리아는 현재 공동주택사업을 추진하기 위해 자회사를 설립하였으며, 주거용지 외 기타용지의 매각은 직접 진행하고 있다. 6블록 사업 개발 및 근린생활시설용지를 공정가치로 매각하게 되면 토지 매각에 대한 수익이 발생한다. 현재 재고자산으로 잡힌 용지의 장부가격은 758억 원이다. 자회사가 아파트 분양을 진행하게 되면 추가적인 매출이 발생한다.

분양 가격이 아직 결정되지 않은 6블록의 분양 성공 여부를 논의하기는 이르다. 하지만 6블록 주위로 최근 지어진 1군 건설사들의 브랜드 아파트 시세가 3.3m² 당 1,160만 원에서 1,292만 원 수준으로, 주변 시세 대비 2~3배 가까이 비싸게 거래되고 있다는 점과, 1블록에서 5블록까지 완성된 아파트 단지가 있어 인프라가 잘 갖춰져 있는 장점이 있다. 분양가격이 너무 비싸지 않다면 지역 주민의 이전 수요를 이끌어 낼 수 있을 것으로 보인다.

조촌동 인근 아파트 매매 시세



자료: 네이버페이 부동산, 한국R협회의 기업리서치센터

**초과개발이익의 51%를
군산시가 환수**

페이퍼코리아의 부동산 개발을 접근할 때 몇 가지 주의할 점이 있다. 동사가 사업을 시작할 때 군산시와의 계약에 따라 개발이익이 공장이전비용을 초과하는 경우, 초과개발이익의 51%에 해당하는 금액은 군산시가 환수할 수 있다. 이로 인해 첫째로, 현재까지 벌어들인 수익에 대해서 사용이 제한된다. 2024년 1분기 기준으로 581억 원 규모의 현금이 신탁사를 통해 관리되고 있어 사용이 제한되고 있다. 둘째로, 개발이익이 공장이전비용을 초과하는 경우에는 군산시에 수익을 지급해야 하는데, 현재까지는 이에 대한 확정된 비용이 없다. 따라서 수익이 결정될 때 그동안 인식되지 않았던 비용이 한꺼번에 인식될 수 있다.

3 재무구조 개선

**자본 형태의 자금 조달을 통해
연간 이자비용 150억 원 감소**

2023년 7월 10일, 페이퍼코리아는 3,224억 원의 자금 조달 계획을 발표하였다. 이 자금 조달 계획에는 두 가지 주요 내용이 있다.

첫째, 채무상환 목적으로 2,196억 원을 조달하는 유상증자가 있었다. 보통주식 1주당 5.08주의 신주가 배정되어 기존 주식수 4,757만 주에서 총 발행주식수가 2.4억 주가 될 예정이었다. 그러나 대주주를 제외한 기존 주주들의 청약이 부진하여 총 발행주식수는 1.8억 주가 되었다. 증자를 통해 주식수가 3.74배가 되었다. 이 과정을 통해 페이퍼코리아는 1,187억 원의 자금을 조달하였다.

둘째, 채무상환 목적으로 영구전환사채 1,028억 원을 발행하였다. 인수 주체는 대주주인 '유암코기업리바운스체질차 기업재무안정 사모투자합자회사'였다. 전환가액은 1,148원/주, 표면이자율과 만기이자율이 연 4.6%였다. 사채만기일이 2053년 7월까지이며, 페이퍼코리아 선택에 따라 이자의 전부 또는 일부를 지급하지 않을 수 있는 조건이 포함되어 있다.

이와 같은 자금 조달 계획을 통해 페이퍼코리아는 2,215억 원을 조달하였다. 신규로 조달한 자금 2,215억 원은 이자비용이 나가지 않는 자금이다. 영구전환사채 1,028억 원은 표면이자율과 만기이자율이 연 4.6%이지만 페이퍼코리아 선

택에 따라 이자의 전부 또는 일부를 지급하지 않을 수 있는 조건이 있다. 현재 이자를 지급하지 않고 있다.

차입금 상환을 통해 페이퍼코리아의 이자비용은 연간 100억 원이 조금 넘는 수준까지 감소한 것으로 추정된다. 2023년 하반기에 조달한 자금 2,215억 원의 자금은 차입금 상환에 사용되었다. 동사는 재무구조가 좋지 않아 자금조달 당시 차입 이자율은 낮은 경우 5.79%에서 높은 경우 7.5% 수준이었다. 연결기준 이자발생부채는 2023년 2분기 4,099억 원에서 2024년 1분기 1,488억 원으로 감소했고, 분기 이자비용은 2023년 2분기 73억 원에서 2024년 1분기 27억 원까지 감소하였다.

2024년에는 제지 부문 영업이익이 연간 153억 원 정도가 예상되어, 이자비용 110억 원을 충분히 커버할 수 있는 해가 될 것으로 보인다.

실적 추이 및 전망

2023년 실적 분석

제지 부문 실적 개선세 지속
아파트 공사 마무리되며 부동산
부문 실적은 감소

2023년 매출액은 3,621억 원으로 전년대비 11.7% 감소하였으며, 영업이익은 312억 원으로 전년대비 206% 증가하였다.

제지

산업용지(크라프트지) 매출액은 1,306억 원으로 2022년 1,255억 원 대비 4.1% 증가하였다. 내수가 0.3% 감소하였으나 수출이 9.3% 증가하였다. 신문용지는 매출액은 1,283억 원을 기록하여 전년 대비 2.8% 감소하였다. 영업이익은 143억 원을 기록하여 2022년 15억 원 대비 큰 폭으로 성장하였다. 군산에 있는 산업용지 공장 실적 개선 폭이 컸다. 신문용지를 제조하는 나투라페이퍼의 영업이익은 13억 원을 기록하여 2022년 6억 원 대비 증가하였다.

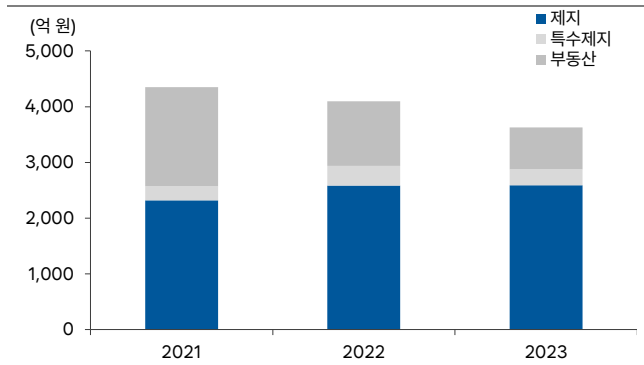
특수용지

디지털 프린팅 소재 사업을 하는 특수용지 사업부문은 매출액 282억 원, 영업이익 15억 원으로 기록하여 2022년 매출액 354억 원, 영업이익 24억 원 대비 감소하였다.

부동산 분양

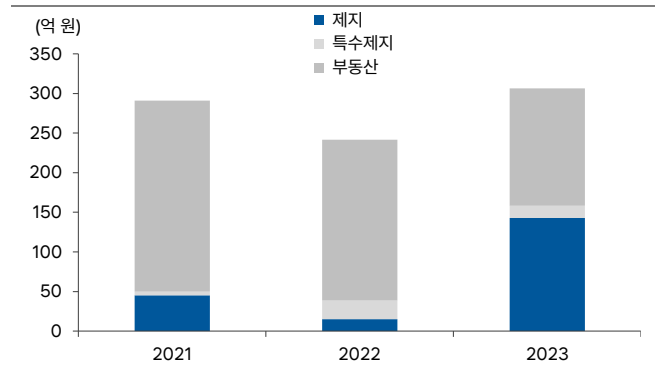
2023년에는 분양 매출액이 752억 원 기록하여 2022년 1,164억 원 대비 감소하였다. 5블록 더샵디오션시티 2차 사업이 2023년 3분기 매출 인식을 끝으로 종료되었다. 영업이익은 148억 원으로 기록하여 2022년 영업이익 203억 원 대비 감소하였다.

사업부별 매출액



자료: 페이퍼코리아, 한국IR협의회 기업리서치센터

사업부별 영업이익



자료: 페이퍼코리아, 한국IR협의회 기업리서치센터

2024년 1분기 실적 분석

부동산 매출 감소하여 제지 실적이 양호했음에도 실적은 감소

2024년 1분기 매출액은 693억 원으로 전년동기대비 32.8% 감소하였으며, 영업이익은 20억 원으로 전년대비 68.3% 감소하였다. 2023년 1분기에 반영되었던 부동산 분양매출이 2024년 1분기에는 부재했다.

제지

매출액은 625억 원을 기록하여 전년 대비 4.2% 감소하였다. 크라프트지 매출액은 327억 원을 기록하여 1.1% 증가하였다. 내수가 6.3% 증가하였으나 수출은 4.2% 감소하였다. 신문용지 매출액이 297억 원으로 전년 대비 9.4% 감소하였다.

분기로는 제지사업 전체 영업이익 파락이 어려우며, 페이퍼코리아 별도 법인 영업이익만 실적 확인이 가능하다. 영업이익은 22억 원을 기록하여 전년 동기 기록했던 1억 원 대비 큰 폭으로 성장하였다.

특수용지

매출액은 70억 원을 기록하여 전년 대비 13.8% 상승하였다. 지배주주순이익은 6억 원을 기록하여 2023년 1분기 지배주주순이익 -1억 원 대비 흑자 전환하였다.

부동산 분양

매출액이 발생하지 않았다. 2023년 1분기에는 5블록에서 분양 매출액이 317억 원 발생하였다. 5블록 공사가 마무리되고 입주가 완료되어 매출이 발생하지 않았다.

분기 실적 추이

(단위: 억 원)

구분	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24
매출액	1,031	1,041	896	653	693
제지	652	680	677	582	625
산업용지	323	350	345	288	327
신문용지	328	330	331	294	297
특수제지	61	74	71	76	70
부동산	317	286	148	0	-
영업이익	63	105	131	13	20
영업이익률	6.1%	10.1%	14.6%	2.0%	2.9%
순이자수익	-65	-71	-47	-24	-25

자료: 페이퍼코리아, 한국IR협회의 기업리서치센터

2024년 연간 실적 전망

제지 부문 실적은 양호 부동산 분양 매출 공백

2024년 매출액은 2,824억 원으로 전년대비 22.0% 감소하고, 영업이익은 173억 원으로 전년대비 44.6% 감소할 전망이다. 영업이익률은 전년대비 2.1%p 하락한 6.5%로 전망한다. 제지 부문 실적 개선에도 불구하고 부동산 분양 매출이 인식되지 않으면서 실적이 감소할 것으로 전망한다.

제지

제지 부문 매출액은 2,550억 원으로 2023년 2,592억 원 대비 1.6% 감소할 것으로 전망한다. 산업용지 부문에서 공급 업체 조정으로 1.9% 매출액이 증가할 것으로 전망하지만, 신문용지에서 4.9% 매출액이 감소할 보인다.

제지 부문 영업이익은 153억 원으로 2023년 143억 원 대비 7.1% 증가할 것으로 전망한다. 산업용지 부문 실적은 견고할 것이며, 신문용지 부문 실적도 유지될 것으로 전망한다.

특수용지

특수용지 부문 매출액은 274억 원으로 2023년 대비 3% 감소할 전망이다. 매출액의 65%가 수출이며 세계 광고산업과 연동하는데, 광고 경기 전망이 밝지 않다. 영업이익은 15억 원으로 전년과 비슷할 것으로 전망한다.

부동산 분양

2024년에는 분양 매출이 발생하지 않을 것으로 보인다. 페이퍼코리아가 보유하고 있는 토지가 자회사로 매각되더라도 연결매출로 상계 되어 매출이 인식되지 않는다. 분양이 될 때부터 매출이 반영되기 시작한다. 인허가 관련 불확실성과 지방 부동산 경기를 감안할 때 분양은 내년으로 밀릴 것으로 가정하였다.

실적 추이 및 전망

(단위: 억 원)

구분	2021	2022	2023	2024F
매출액	4,353	4,100	3,621	2,824
제지	2,319	2,581	2,592	2,550
산업용지	1,119	1,255	1,306	1,330
신문용지	1,191	1,320	1,283	1,220
특수제지	256	354	282	274
부동산	1,776	1,164	752	-
영업이익	315	258	312	173
제지	45	15	143	153
특수제지	5	24	15	15
부동산	241	203	148	-
영업이익률	7.2%	6.3%	8.6%	6.5%
제지	1.9%	0.6%	5.5%	6.0%
특수제지	1.9%	6.7%	5.4%	5.4%
부동산	13.6%	17.4%	19.7%	-
순이자수익	-243	-235	-208	-110

자료: 페이퍼코리아, 한국IR협의회 기업리서치센터

Valuation

1 동종 업체 종목 대비 할증되어 거래

동종 업체 종목 대비 할증되어 거래

페이퍼코리아의 현재 주가는 2024년 추정 실적 대비 PER 20.1배, PBR 0.5배로 컨센서스가 존재하는 제지업체(아세아 제지, 한솔제지, 무림P&P) 평균 PER 6.6배, PBR 0.4배 대비 할증을 받고 있다.

수요가 성장하는 골판지원지, 백판지, 위생용지를 생산하는 업체는 수요가 감소하는 인쇄용지, 포장용지, 신문용지를 생산하는 업체 대비 할증 받을 이유를 갖고 있다. 한솔제지는 백판지와 인쇄용지, 특수지 등을 생산하고 있으며, 무림 P&P는 인쇄용지를 생산하고 있으며, 아세아제지는 골판지원지를 생산하고 있다. 페이퍼코리아는 포장용지와 신문용지를 생산하고 있다.

페이퍼코리아의 2024년 제지 부문 매출 성장률은 -1.6%로 컨센서스가 존재하는 제지업체의 평균 매출 성장률 4.8% 대비 낮다. 동사의 2024년 제지 부문 영업이익률도 6.0%로 컨센서스가 존재하는 제지업체의 평균 영업이익률 6.6% 대비 낮다.

페이퍼코리아는 수요가 줄어드는 포장용지의 시장에서 생산량을 늘려온 점을 통해 회사 고유의 경쟁력을 확인할 수 있다. 또한 국내 경쟁자가 줄어들면서 사실상 국내에 남아있는 유일한 업체라는 점에서 높게 평가받을 요인이 있다.

보이지 않는 부동산 개발 가치

인허가 과정이 진행중인 6블록에 대한 분양 수익은 2025년부터 본격적으로 반영될 예정이다. 과거 3년 평균 영업이익의 67%를 차지했던 부동산 개발 사업부문 이익이 2024년에는 인식되지 않는다는 점을 감안해야 한다.

동종 업종 종목 밸류에이션

(단위: 십억 원, 억 원, 배)

기업명	종가 (Local/Shares)	시가총액 (십억 원)	매출액(억 원)		영업이익손실(억 원)		P/E(배)		P/B(배)	
			2023	2024F	2023	2024F	2023	2024F	2023	2024F
코스피	2,705	2,135,112	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	11.0	N/A	0.9
코스닥	868	420,602	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	24.7	N/A	2.5
페이퍼코리아	813	145	3,621	2,824	312	173	5.2	20.1	0.5	0.5
아세아제지	8,320	373	9,083	9,800	876	1,050	4.6	4.0	0.4	0.4
한솔제지	11,240	268	21,941	22,048	472	1,036	144.0	2.9	0.4	0.4
무림P&P	3,195	199	7,689	8,155	116	360	-9.0	12.9	0.3	0.3
신대양제지	5,840	235	6,454	N/A	585	N/A	4.7	N/A	0.3	N/A
한국제지	1,100	209	7,120	N/A	135	N/A	-1.9	N/A	0.5	N/A
태림포장	2,670	189	7,196	N/A	222	N/A	33.8	N/A	0.5	N/A
한창	1,254	23	663	N/A	2	N/A	-0.9	N/A	3.6	N/A
모나리자	3,390	124	1,298	N/A	65	N/A	10.5	N/A	1.2	N/A
대영포장	1,200	130	2,835	N/A	111	N/A	15.5	N/A	0.6	N/A
한국수출포장	2,565	103	3,123	N/A	229	N/A	6.2	N/A	0.4	N/A
Average								6.6		0.4

자료: QuantiWise, 한국IR협의회 기업리서치센터

리스크 요인

1 최대주주 관련 리스크들

부족한 주식 유통물량

현재 발행된 주식수 1.78억 주 중 대주주 '유암코기업리바운스제철차 기업재무안정사모투자합자회사'가 1.54억 주(지분을 86.6%)를 보유하고 있다. 대주주 물량을 제외하면 거래되는株式이 0.24억주로 시가총액 기준 200억 정도가 거래 가능한 물량이다. 유통주식수가 적은 점에 유의해야 한다.

지분매각 가능성

연합자산관리는 은행매각 담보부 NPL 업무 및 기업구조조정 PEF 운용을 위해 은행들(신한, 하나, KB국민, 중소기업, NH농협, 우리은행, 한국산업은행 각각 14% 및 한국수출입은행 2%)의 출자로 2009년 10월에 세워진 회사이다.

페이퍼코리아의 최대주주는 유암코기업리바운스제철차 기업재무안정 사모투자합자회사로, 연합자산관리(UAMCO, 유암코)가 동사의 기업 구조조정을 위해 설립한 자회사이자 경영참여형 사모펀드(PEF)이다. 연합자산관리의 기업구조조정 부문은 신규자금 지원을 통해 재무구조의 개선이 필요한 기업에 투자하여 기업의 경영을 정상화시키고 재무안정을 제고하여 기업가치를 올린 뒤 지분을 다시 팔아 수익을 내 투자금을 회수하는 사업 구조를 갖고 있다. 이에 따라 당사 최대주주인 PEF의 실질 운용주체인 연합자산관리는 2022년 4월 한영회계법인을 매각주간사로 선정하여 매각을 추진하였으며, 2022년 9월 신영그룹의 계열회사 대농을 주축으로 한 대농컨소시엄을 동사의 인수 우선협상대상자로 선정하였으나 협상 지연에 따라 매각이 실패한 사례가 있다.

최대주주의 운용주체인 유암코의 주요 사업 목적을 고려하면, 최대주주는 향후 동사를 매각할 가능성이 높다. 향후 최대주주의 경영권 및 지분 매각에 따라 최대주주가 변경될 경우 사업 부문별 영업 전략 등 기업 경영의 모든 부분에서 중대한 변화가 발생할 가능성이 있다.

영구전환사채 관련 불확실성

2023년 7월에 발행된 영구전환사채 1,028억 원은 2024년 7월 18일부터 전환가격 1,148원에 0.9억 주로 전환될 수 있다. 경영권 매각 과정에서 영구전환사채에 대한 처리 방안도 논의될 것이다. 영구전환사채에 대한 활용이 어떻게 결정되는가에 따라서 불확실성이 존재한다.

포괄손익계산서

(억원)	2020	2021	2022	2023	2024F
매출액	4,841	4,353	4,100	3,621	2,824
증가율(%)	82.2	-10.1	-5.8	-11.7	-22.0
매출원가	4,199	3,724	3,507	2,992	2,414
매출원가율(%)	86.7	85.6	85.5	82.6	85.5
매출총이익	641	629	593	628	409
매출이익률(%)	13.2	14.4	14.5	17.4	14.5
판매관리비	295	314	334	317	237
판매비율(%)	6.1	7.2	8.1	8.8	8.4
EBITDA	460	435	384	440	301
EBITDA 이익률(%)	9.5	10.0	9.4	12.2	10.7
증가율(%)	385.9	-5.5	-11.8	14.7	-31.7
영업이익	346	315	258	312	173
영업이익률(%)	7.2	7.2	6.3	8.6	6.1
증가율(%)	흑전	-9.1	-17.8	20.6	-44.5
영업외손익	-325	-124	-241	-213	-101
금융수익	4	81	3	20	25
금융비용	377	261	278	233	126
기타영업외손익	48	56	34	0	1
중속/관계기업관련손익	0	0	0	0	0
세전계속사업이익	21	191	17	98	72
증가율(%)	흑전	804.5	-91.0	475.3	-26.8
법인세비용	19	98	35	-54	0
계속사업이익	2	92	-18	152	72
중단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익	2	92	-18	152	72
당기순이익률(%)	0.0	2.1	-0.4	4.2	2.6
증가율(%)	흑전	3,722.7	적전	흑전	-52.7
지배주주지분 순이익	2	92	-18	152	72

현금흐름표

(억원)	2020	2021	2022	2023	2024F
영업활동으로인한현금흐름	166	373	134	564	415
당기순이익	2	92	-18	152	72
유형자산 상각비	112	118	123	127	126
무형자산 상각비	2	2	2	2	2
외환손익	10	2	5	1	0
운전자본의감소(증가)	-98	154	-42	351	215
기타	138	5	64	-69	0
투자활동으로인한현금흐름	-157	52	-72	-85	-0
투자자산의 감소(증가)	-0	3	1	5	-0
유형자산의 감소	1	1	28	0	0
유형자산의 증가(CAPEX)	-113	-103	-101	-88	0
기타	-45	151	0	-2	0
재무활동으로인한현금흐름	-134	-156	-27	-113	0
차입금의 증가(감소)	724	-145	-15	-2,297	0
사채의증가(감소)	82	0	0	0	0
자본의 증가	76	0	0	1,181	0
배당금	0	0	0	-12	0
기타	-1,016	-11	-12	1,015	0
기타현금흐름	-9	5	4	-0	-1
현금의증가(감소)	-133	274	40	366	415
기초현금	293	160	434	474	840
기말현금	160	434	474	840	1,255

재무상태표

(억원)	2020	2021	2022	2023	2024F
유동자산	2,490	2,411	2,491	2,341	2,428
현금성자산	160	434	474	840	1,255
단기투자자산	132	0	11	12	12
매출채권	296	354	388	385	300
재고자산	1,597	1,354	1,213	1,072	836
기타유동자산	306	268	404	32	25
비유동자산	2,599	2,561	2,527	2,575	2,448
유형자산	2,386	2,394	2,385	2,357	2,231
무형자산	9	7	6	8	5
투자자산	13	17	22	9	9
기타비유동자산	191	143	114	201	203
자산총계	5,089	4,972	5,018	4,917	4,876
유동부채	2,914	1,957	4,110	1,134	1,050
단기차입금	449	294	373	471	471
매입채무	109	210	231	141	110
기타유동부채	2,356	1,453	3,506	522	469
비유동부채	1,895	2,561	292	831	802
사채	0	0	0	0	0
장기차입금	1,703	2,361	122	685	685
기타비유동부채	192	200	170	146	117
부채총계	4,808	4,518	4,402	1,965	1,852
지배주주지분	280	454	616	2,951	3,024
자본금	188	205	238	890	890
자본잉여금	1,121	1,184	1,309	1,840	1,840
자본조정 등	-11	-11	-11	-1	-1
기타포괄이익누계액	195	198	205	206	206
이익잉여금	-1,212	-1,122	-1,125	-1,011	-939
자본총계	281	454	616	2,952	3,024

주요투자지표

	2020	2021	2022	2023	2024F
P/E(배)	350.8	6.7	N/A	5.2	20.1
P/B(배)	3.3	1.4	0.8	0.5	0.5
P/S(배)	0.2	0.1	0.1	0.2	0.5
EV/EBITDA(배)	10.2	9.4	9.8	5.0	5.4
배당수익률(%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
EPS(원)	7	239	-40	174	40
BPS(원)	748	1,109	1,295	1,658	1,699
SPS(원)	14,037	11,272	8,951	4,134	1,587
DPS(원)	0	0	0	0	0
수익성(%)					
ROE	1.2	25.2	-3.4	8.5	2.4
ROA	0.0	1.8	-0.4	3.1	1.5
ROIC	-0.2	5.3	-6.6	10.7	5.2
안정성(%)					
유동비율	85.4	123.2	60.6	206.5	231.2
부채비율	1,714.2	995.5	714.5	66.6	61.3
순차입금비율	1,363.9	754.7	527.2	20.3	6.1
이자보상배율	1.3	1.3	1.1	1.4	1.6
활동성(%)					
총자산회전율	0.9	0.9	0.8	0.7	0.6
매출채권회전율	15.8	13.4	11.0	9.4	8.2
재고자산회전율	2.2	3.0	3.2	3.2	3.0

최근 3개월간 한국거래소 시장경보제도 지정 여부

시장경보제도란?

한국거래소 시장감시위원회는 투기적이거나 불공정거래 개연성이 있는 종목 또는 주가가 비정상적으로 급등한 종목에 대해 투자자주의 환기 등을 통해 불공 정거래를 사전에 예방하기 위한 제도를 시행하고 있습니다. 시장경보제도는 '투자주의종목 투자경고종목 투자위험종목'의 단계를 거쳐 이루어지게 됩니다. ※관련근거 시장감시규정 제5조의2, 제5조의3 및 시장감시규정 시행세칙 제3조~제3조의 7

종목명	투자주의종목	투자경고종목	투자위험종목
페이퍼코리아	X	X	X

Compliance notice

본 보고서는 한국거래소, 한국예탁결제원, 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 텔레그램에서 "한국IR협의회(https://t.me/ksrofficial)" 채널을 추가하시어 보고서 발간 소식을 안내받으실 수 있습니다.
- 한국IR협의회가 운영하는 유튜브 채널 'IRTV에서 1) 애널리스트가 직접 취재한 기업탐방으로 CEO인터뷰 등이 있는 '소중한탐방'과 2) 기업보고서 심층해설방송인 '소중한 리포트 가치보기'를 보실 수 있습니다.