

소재 골판지

Analyst 김선호 shkim@kirs.or.kr

RA 이희경 hk.lee@kirs.or.kr

종목명	시가총액(억원)	현재가(원)
신대양제지(016590)	2,253	5,590
대영포장(014160)	1,047	966
삼보판지(023600)	1,392	8,610
대림제지(017650)	613	6,810
태림포장(011280)	1,410	1,992
한국수출포장(002200)	1,086	2,715

SUMMARY

골판지 산업은 5개사 과점체제 지속

국내 골판지 시장의 과점 5사(아세아제지, 신대양제지, 삼보판지, 태림포장, 한국수출포장)의 지위는 견고한 상태. 2023년 기준 과점 5사의 점유율은 골판지 원지 시장에서 72.6%, 골판지 원단 시장에서 65.9%를 차지. 원지 및 원단 시장에서 높은 점유율은 과점화 및 수직계열화에 성공했다는 증거.

과점화를 바탕으로 골판지 원지 시장에서는 두 자릿대 높은 영업이익률, 골판지 원단 및 상자 시장에서는 5% 미만의 안정적인 영업이익률을 기록하고 있음. 5년 평균 기준으로 과점 5사의 원지 사업 이익률은 13.9%, 골판지 원단 및 상자 사업 이익률은 3.4%.

골판지 시장을 대응하는 업체들의 방법은 제각각

신대양제지는 골판지 원지를 중심으로 M&A를 통해 골판지 공급망 전반에 걸쳐 지배력 확장에 성공했으나, 2020년 10월 주요 골판지 원지 공급사인 대양제지공업 화재로 주춤한 상태. 골판지 원지 점유율 회복이 과제. 삼보판지는 2005년 고려제지 인수를 통해 골판지 원지 물량을 확보. 이후 골판지 원단 및 상자 설비를 적극적으로 확대.

태림포장은 두번의 지배구조 변화를 겪으면서 태림페이퍼 그룹 내 역할 변경이 있었음. 대주주 변경 전까지 지분 확보를 통한 수직계열화에 힘썼다면, 변경 후에는 골판지 원단 및 상자 설비를 적극적으로 확대.

한국수출포장은 가장 보수적인 업체. 골판지 원단 및 상자 부문 점유율을 유지하는 데 중점을 두고 있음.

아세아제지는 골판지 원지를 중심으로 한 M&A를 통해 골판지 공급망 전반에 걸쳐 지배력 확장에 성공.

2025년에는 정상화된 실적으로 복귀 예상

코로나19로 비대면 생활양식으로서의 전환이 가속화되면서 골판지 원지 생산은 2020년 8.9%, 2021년 3.5% 증가. 하지만 2022년 성장률 -5.6%, 2023년 성장률 -3.4%로 골판지 원지 생산이 역성장 하며 제품 단가와 이익률 모두 하락. 2024년 수요가 3.4% 정도 성장하며 다시 수요 성장기에 진입할 것으로 보이지만 여전히 2020년 생산에는 못 미치는 수준.

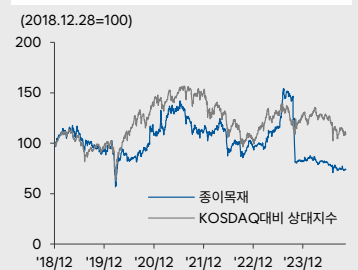
2024년 8~9월에 걸쳐 골판지 원지 가격 인상이 진행되며 골판지 원지 업체는 2024년 4분기부터, 골판지 원단 및 상자 업체는 2025년 1분기부터 실적이 개선될 것으로 전망. 2025년 골판지 수요 회복 속도에 따라서 실적 개선 강도가 결정될 것으로 전망.

2024F	PER(배)	PBR(배)
신대양제지	6.6	0.4
대림포장	32.3	0.6
삼보판지	4.0	0.2
대림제지	65	0.2
태림포장	-33.4	0.4
한국수출포장	46.8	0.4

Sector Index



Sector Index



COTENTS

산업분석

I. 골판지 산업 수요와 공급	4
II. 과점화	11
III. 과점 5사 개별 기업의 전략	15

기업분석

I. 신대양제지 (016590) : 신대양제지 계열의 골판지 원지 제조 업체	23
II. 대영포장(014160) : 신대양제지 계열의 골판지 원단 및 상자 제조 업체	38
III. 삼보판지(023600) : 삼보판지 계열의 골판지 원단 및 상자 제조 업체	51
IV. 대림제지(017650) : 삼보판지 계열의 골판지 원지 제조 업체	66
V. 태림포장(011280) : 태림페이퍼 계열의 골판지 원단 및 상자 제조 업체	80
VI. 한국수출포장(002200) : 골판지 일괄 생산 업체	97

I. 골판지 산업 수요와 공급

1 골판지의 수요

종이와 판지로 구분
골판지는 판지의 한 종류

종이는 인쇄용지, 신문용지, 포장용지 등으로 나뉘며, 판지는 종이에 대응하는 용어로 펄프 또는 폐지 등을 배합하여 여러 층으로 겹뜨기 한 두꺼운 종이를 말하고, 일반적으로 0.3mm 이상의 두께를 갖는다. 판지에는 골판지, 백판지, 컵 원지, 지관원지 등이 있다.

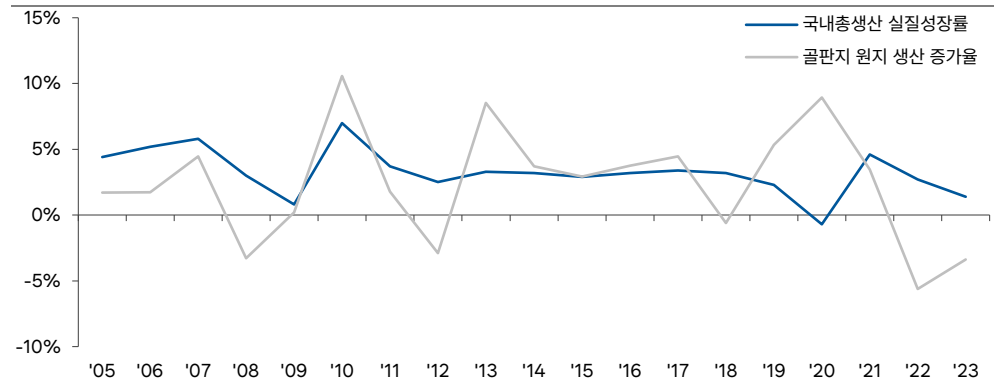
골판지는 주로 포장재료로 사용

골판지란 우리 주변에서 흔히 볼 수 있는 각종 물건의 포장 및 보관에 쓰이는 두꺼운 갈색 상자 및 종이를 말한다. 섬유제품, 전자제품, 식품, 의약품 및 농수산물 등 각종 제품의 내용을 보호를 목적으로, 공산품 및 소비재의 포장재료로 널리 사용되고 있다.

골판지 수요는 국내 GDP와
유의미한 상관관계를 갖고 있음

2023년 골판지 원지 생산량은 546만 톤을 기록하여 353만 톤을 생산한 2004년 이후 연평균 2.3% 성장하였다. 골판지 산업은 전형적인 내수산업으로 내국민의 생활 수준과 밀접한 연관성을 갖고 있다. 국내 GDP가 꾸준한 우상향 추세를 보여왔듯이, 국내 골판지 산업의 수요도 꾸준히 성장했다. 2020년 코로나19로 비대면 생활양식으로의 전환이 가속화됨에 따라 온라인 거래액이 크게 증가하면서 GDP가 역성장한 해에 골판지 수요가 증가한 사례가 있으나, 전반적으로 GDP 성장과 흐름을 같이 해왔다. 2005년부터 2023년까지 국내총생산 실질증가율과 골판지 생산량 증가율의 상관계수는 0.24를 기록하고 있지만, 코로나19 전인 2005년부터 2019년까지 상관계수는 0.5로 유의미한 상관관계를 보이고 있다.

연간 골판지 생산량 증가율과 국내총생산 실질증가율



자료: 한국제지연합회, 한국R협회의 기업리서치센터

골판지는 친환경 포장재로 부각

미국의 골판지 1위 생산 업체 International Paper는 북미 지역의 골판지 수요 구성을 음식료 45%, 내구재 및 비내구재 35%, 이커머스를 포함한 운송 수요 20%로 파악하고 있다. 온라인 수요가 증가함에 따라 운송을 중심으로 수요가 성장할 것으로 전망하고 있으며, 국내 골판지 수요도 비슷한 흐름을 띠 것으로 보인다.

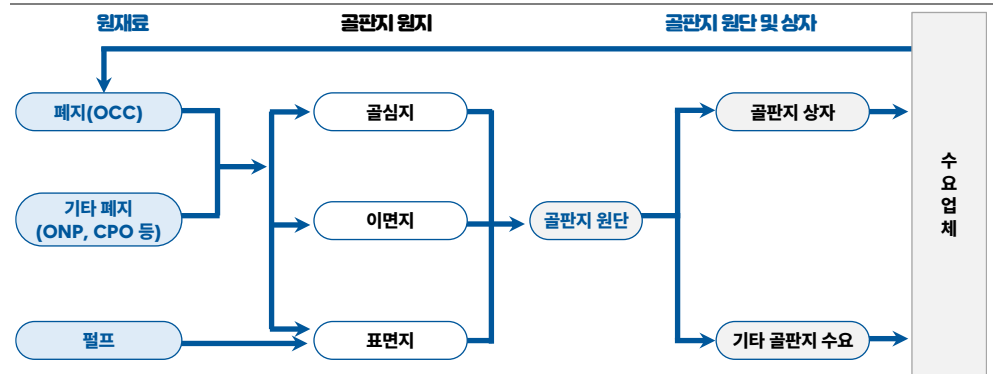
골판지 포장재는 폐지를 주 원재료로 사용하며, 포장재로 사용된 골판지는 폐지로 재활용되어 골판지 원지의 원재료로 재사용되는 선순환 구조를 갖고 있는 대표적인 친환경 소재로 꼽힌다. 친환경에 대한 소비자의 관심이 높아지고, 기업의 ESG 경영이 대두됨에 따라 기업들의 친환경 포장재 사용이 증가하는 추세에 있어, 골판지가 플라스틱 용기 등 여타 다른 포장재의 대체제가 될 수 있다.

국내 GDP의 성장, 온라인 수요 성장에 따른 운송 수요 증가, 친환경 포장재 사용에 대한 선호도가 증가하며 골판지의 수요는 꾸준히 증가할 것으로 전망된다.

2 골판지의 공급망

골판지 산업은 골판지 원지, 골판지 원단 및 골판지 상자 업체로 구분하여 살펴볼 수 있다.

골판지 산업의 밸류체인



자료: 태림페이퍼, 한국IR협회의 기업리서치센터

골판지 원지의 종류: 표면지, 골심지, 이면지

골판지 원지 업체는 골판지의 원재료인 폐지와 펄프를 매입하여 골판지 원지를 만든다. 골판지 원지는 표면지, 이면지, 골심지 3개 지종으로 구분할 수 있으며, 이중 표면지와 이면지를 통칭해 라이너(Liner)라 부른다. 표면지는 상자의 겉표면지를 말한다. 상자 겉표면은 상품명 또는 상품제조원 등이 인쇄되기 때문에 상자 안을 구성하는 골심지와 이면지에 비해 제품 가격이 2배 정도 비싸다. 또한, 주 원재료도 보통 국제펄프 30%, 국산고지(폐지)와 수입고지를 배합한 고지가 70% 정도 투입되기 때문에 제조원가도 골심지와 이면지에 비해 비싸다. 골심지는 상자 겉표면과 상자 안쪽 면 사이에 들어가는 지종을 말하며 원재료는 고지가 100%이다. 이면지는 상자 안쪽 면을 구성하는 지종으로 인쇄가 되지 않기 때문에, 표면지와 달리 펄프가 투입되지 않으며 골심지와 마찬가지로 고지 100%가 원재료이다.

골판지 원단의 구조



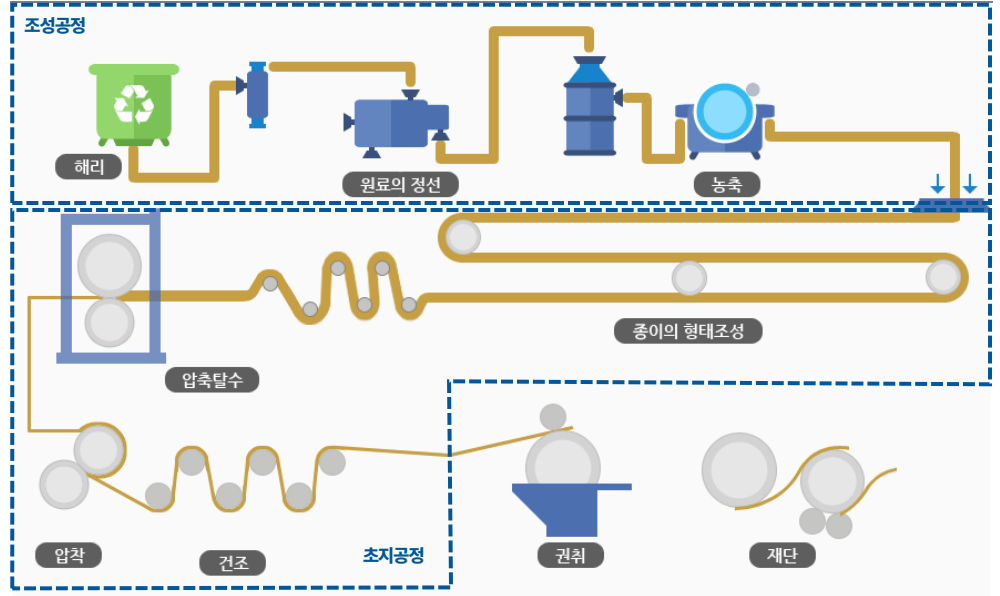
자료: 태림페이퍼, 한국IR협회의 기업리서치센터

골판지 원지 제조 공정

골판지 원지를 제조하는 공정은 크게 종이를 만들기 위해 원료를 조성하는 조성 공정과 완료된 원료를 종이모양으로 성형하는 초지 공정으로 구분된다. 조성 공정은 원료인 펄프와 재활용된 폐지들을 물에 해리 시킨 다음 불필요한 물질을 제거하고 원료를 세척하고 농축하는 과정이다. 초지 공정은 초지기로 투입된 종이원료를 평평하게 펼친 상태에서 탈수, 압착, 건조 과정을 거쳐 종이의 형태를 만드는 과정이다. 이렇게 완성된 종이는 종이를 감는 권취 공정과 사용자가 사용할 수 있는 폭으로 가르고 다시 감는 재단 공정을 통해 유통이 가능해진다.

골판지 원지 제조 공정에 핵심 장비라 할 수 있는 초지기는 독일, 일본 등지에서 전량 수입해오고 있으며, 대당 가격이 1,500억 원 수준으로 골판지 원지 산업이 자본 집약적인 주요 이유 중에 하나이다.

골판지 원지 제조 공정



자료: 동광, 한국R협의회 기업리서치센터

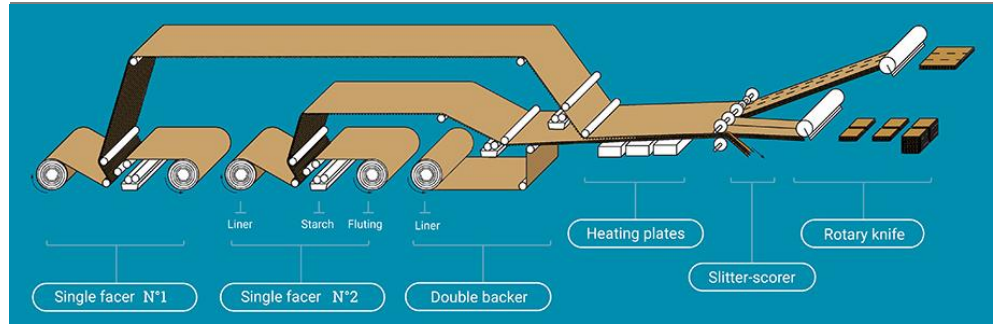
골판지 원단 및 골판지 상자 제조 공정

골판지 원단은 골판지 원지로부터 구매한 각각의 표면지, 골심지, 이면지를 연속적인 공정을 통해 여러 장의 종이를 모아 골판지 원단을 형성하도록 설계된 골게이터(Corrugator)를 통해 합지하여 생산된다. 골게이터 1대 설치를 위해서는 5천 평 이상의 공장부지를 필요로 하며, 원재료를 보관할 수 있는 창고도 있어야 한다.

골판지 상자 업체는 골판지 원단을 구매하여 각종 상자를 제조하여 생산하는 업체를 일컫는다. 골판지 포장산업은 일반 소비자에게 직접 판매하지 못하는 중간재로서 수요처 생산제품의 특성에 맞도록 재단과 인쇄가 이루어지는 100% 주문생산 방식에 의하여 거래가 이루어지고 있다. 부피가 커 운송비용이 높아 포장수요 지역에 분산 분포하는 지역산업 특성이 있다. 상자를 제조하기 위해서 필요한 인쇄기는 주문에서 가공까지 7~8개월의 시간을 필요로 한다. 골판지 원지와 골판지 원단 생산보다는 덜하지만 여전히 자본집약적이다.

골판지 원단 업체는 직접 골판지 상자를 제조하여 최종 소비자에게 판매하거나, 골판지 상자 업체에게 원단을 판매하기도 한다.

골판지 원단 제작하는 골게이터(Corrugator)



자료: fefco.org, 한국R협의회 기업리서치센터

업체 수:
골판지 상자>골판지>골판지 원지

통계청 조사에 따르면 2022년 기준으로 골판지 원지 업체는 27개, 골판지 원단 업체 56개, 골판지 상자 업체 567개가 있다. 대규모 자본 투자를 필요로 하는 골판지 원지 및 원단 업체의 수는 한정되어 있는 반면, 고도의 기술이 필요하지 않은 골판지 상자 업체의 수는 훨씬 많다.

품목에 따른 업체 수 및 생산액(2022년)

	사업체수 (개)	생산액 (십억 원)	출하액 (십억 원)	완제품 연말재고액 (십억 원)
골판지원지	27	3,221	3,199	99
골판지	56	1,251	1,249	21
골판지 상자	567	5,569	5,562	124
기타 골판지제 관련제품	13	144	143	2

자료: 통계청, 한국R협의회 기업리서치센터

3 골판지 업체의 이익

골판지 원지 업체의 이익 구조:
원지-고지 가격 차이

골판지 원지 업체의 이익은 판매 단가인 골판지 원지 가격과 원재료의 가격 차이에 의해 결정된다. 골판지 원지 업체 제조원가는 원재료비 약 60~65%, 제조경비 약 30%와 부재료비, 노무비로 구성된다. 가장 큰 원가를 차지하는 것은 국내 폐지이며 민간소비, 수입 및 수출 물량 증감에 따라 가격 변동이 발생한다. 고지를 100% 사용하는 이면지나 골심지와 다르게 표면지는 고지 70%, 펄프 30%를 사용하고 있다. 펄프는 대부분 수입에 의존하고 있기 때문에 해외 펄프 가격 및 환율 변동 등에 의해 영향을 받는다.

골판지 원지 업체의 이익을 결정하는 것은 원자재 가격 변동을 원지 가격에 연동시킬 수 있는지 여부이다. 원지 업체들의 영업이익률을 살펴보면 원지업체들은 충분한 협상력을 갖고 있는 것으로 보인다. 골판지 원지 시장은 상위 5사(아세아제지, 신대양제지, 삼보판지, 태림페이퍼, 한국수출포장) 계열의 회사들을 중심으로 과점화 되어 있다. 2023년 기준 5사의 생산 점유율은 72.6%로 추정된다¹. 1990년대 말부터 다수의 M&A를 통해 점유율 확대와 수직계열화에 힘쓴 결과이다. 과점 5사의 원지 업체들²의 과거 5년 평균 영업이익률은 13.9%로 상당히 높은 수준이다.

¹ 태림페이퍼의 판매량은 추정치, 나머지는 사업보고서를 참조했음

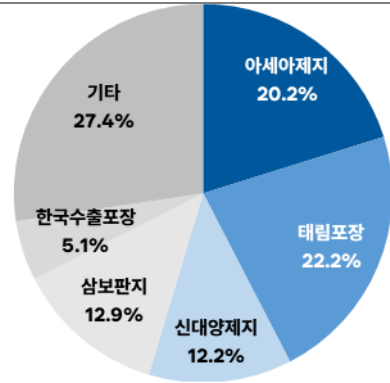
² 아세아제지 계열의 아세아제지와 경산제지, 신대양제지 계열의 신대양제지와 신대양제지반월, 태림페이퍼 계열의 태림페이퍼, 동원페이퍼, 삼보판지 계열의 대림제지, 고려제지 개별기준 영업이익률 평균

과점 5사의 수직계열화

계열별	주요제품	업체명
아세아제지	골판지원지	아세아제지, 경산제지
	골판지상자	제일산업, 에이팩, 유진판지
신대양제지	골판지원지	신대양제지, 대양제지공업, 신대양제지반월
	골판지상자	대영포장, 광신판지, 신대한판지, 대양판지
태림페이퍼	골판지원지	태림페이퍼, 동원페이퍼
	골판지상자	태림포장, 태림판지
삼보판지 (대림제지)	골판지원지	대림제지, 고려제지
	골판지상자	삼보판지, 한청판지, 삼화판지, 동진판지,
한국수출포장	골판지원지	한국수출포장
	골판지상자	한국수출포장, 한수팩

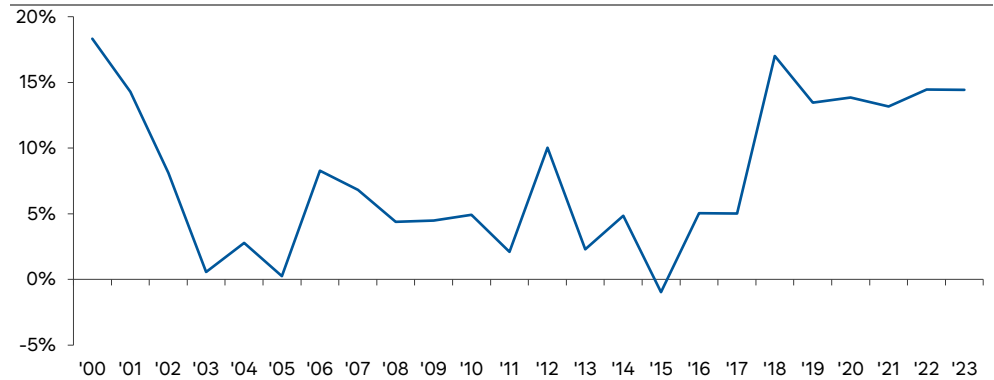
자료: 아세아제지, 한국R협회의 기업리서치센터
 주: 상장사는 굵은 글씨로 표기

2023년 골판지 원지 업체 생산량 점유율 추정치



자료: 각사, 한국제지연합회, 한국R협회의 기업리서치센터

과점 5사 주요 골판지 원지 업체들의 평균 영업이익률 추이



자료: 전자공시, 한국R협회의 기업리서치센터

골판지 원단 및 상자 마진은

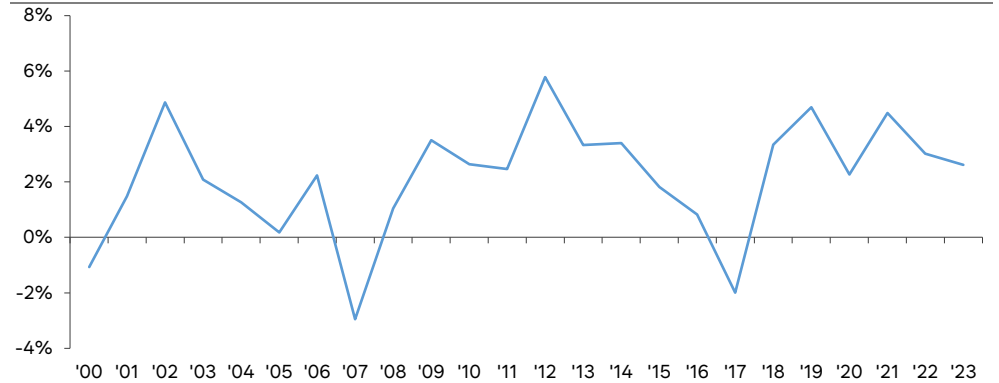
단순 가공 마진

골판지 원단 및 상자 제조 업체의 이익은 단순 가공 마진에 가깝다. 업체는 골판지 원지를 매입하여 원단 및 상자로 가공한다. 골판지 원단 제조원가에서 골판지 원지가 차지하는 비중은 70% 정도로 원자재에서 차지하는 비중이 높다. 골판지 원단을 만들기 위해서는 골게이터(Corrugator) 설비가 필요하고, 원단을 박스로 가공하기 위해서는 인쇄기가 필요하다. 원단 및 상자 제조 업체는 수요업체에게 원가에 일정 마진을 더해 수주를 받아 제품을 납품한다.

골판지 원단 및 상자 제조업의 이익률을 살펴보면 상하단이 제한되어 있는 모습을 볼 수 있다. 과점 5사의 골판지 원단 및 상자 업체들³의 과거 5년 평균 영업이익률은 3.4%로 과점 5사의 원지 업체들 평균 13.9% 보다 낮다. 2000년부터 2023년까지 24년 동안 평균 영업이익률은 2.1%를 기록하고 있다.

³ 아세아제지 계열의 제일산업과 유진판지, 신대양제지 계열의 대영포장, 신대한판지, 대양판지와 광신판지, 태림페이퍼 계열의 태림포장과 태림판지, 삼보판지 계열의 삼보판지, 한청판지, 삼화판지, 동진판지

과점 5사 주요 골판지 원단 및 상자 업체의 평균 영업이익률 추이

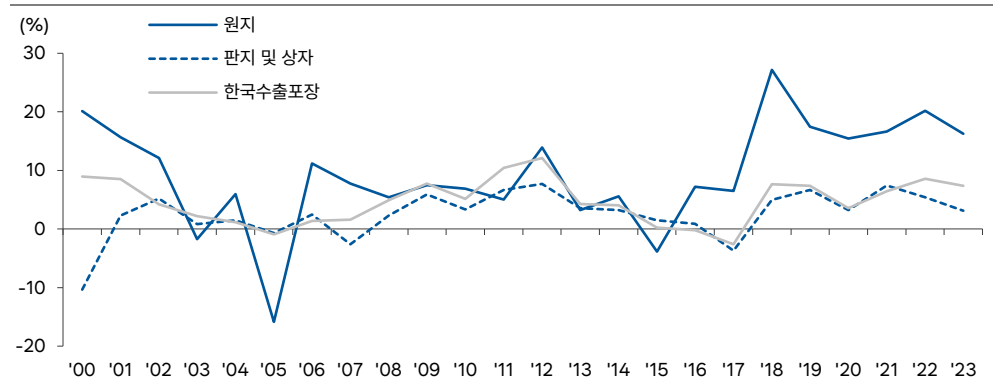


자료: 전자공시, 한국IR협회의 기업리서치센터

ROIC는 영업이익률과 비슷한 흐름

공급망 별로 ROIC(Noplat⁴/투하자본⁵)를 구해보면 영업이익률과 비슷한 흐름을 보이고 있다. ROIC는 영업활동에 투입된 자본에서 어느 정도 수준의 이익을 거뒀는지 평가하는 지표이다. 2000년부터 2023년까지 24년 동안 ROIC 평균을 계산하면 골판지 원지사는 9.4%, 한국수출포장 4.8%, 골판지 원단 및 상자 업체가 2.5%를 기록했다. 매출액 대비 영업이익률과 투하자본 대비 이익률 모두 골판지 원지사가 골판지 원단 및 상자 업체 대비 우위에 있다.

과점 5사 주요 골판지 원지 업체와 골판지 원단 및 상자 업체의 ROIC 추이



자료: 전자공시, 한국IR협회의 기업리서치센터

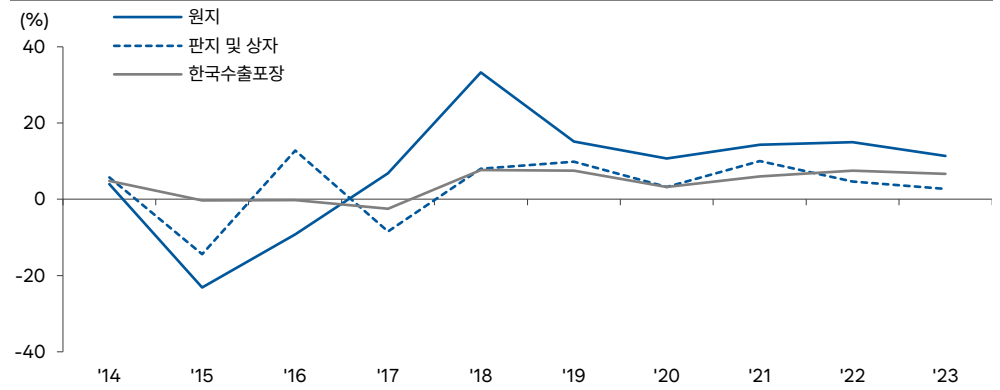
⁴ Noplat(Net Operating Profit After Tax)=세후 영업이익

⁵ 투하자본(Invested capital)=재고자산+매출채권 및 기타채권+기타유동자산-매입채무및기타채무-기타유동부채+유형자산+무형자산+생물자산+기타비유동자산

**영업이익률, ROIC, ROE 모두
골판지 원지>골판지 원단 및 상자**

공급망 별 영업이익률과 ROIC 구조는 ROE(당기순이익/자기자본)에도 그대로 반영되고 있다. ROE는 기업의 기대성장률, 배당성향, 요구수익률과 함께 적정 PBR을 결정하는 핵심 변수이다. 2014년부터 2023년까지 10년 동안 ROE 평균을 개별 기준으로 계산하면 골판지 원지사는 7.8%, 한국수출포장 4.0%, 골판지 원단 및 상자 업체가 3.4%이다. 골판지 원지사의 적정 PBR이 골판지 원단 및 상자 업체의 적정 PBR 보다 높게 거래될 주요 근거가 된다.

과점 5사 주요 골판지 원지 업체와 골판지 원단 및 상자 업체의 ROE 추이



자료: 전자공시, 한국IR협의회 기업리서치센터

II. 과점화

1️⃣ 상장되어 있는 골판지 업체

KOSPI 및 KOSDAQ에 상장되어 있는 골판지 업체는 10개 이상

KOSPI 및 KOSDAQ에 상장되어 있는 골판지 업체 수는 10개가 넘는다. 골판지 업계는 2000년 중반 이후 M&A를 통해 과점 5사(신대양제지, 삼보판지, 태림포장, 한국수출포장, 아세아제지) 위주로 재편되었는데, 시장에 상장된 골판지 업체 중 7개가 과점 5사와 관련 있다. 신대양제지 계열에서는 신대양제지, 대영포장이 상장되어 있고, 삼보판지 그룹에서는 대림제지, 삼보판지가 상장되어 있다. 태림페이퍼 계열에서는 태림포장이, 한국수출포장 계열에서는 한국수출포장이 상장되어 있다. 아세아제지 계열에서는 아세아제지가 상장되어 있다.

그 외에 상장된 골판지 업체는 한솔홀딩스, 영풍제지, 리더스코스메틱, 한국팩키지 등이 있다.

신대양제지 그룹에서는 골판지 원지사인 신대양제지와 골판지 원단 및 상자 업체인 대영포장이 상장되어 있다. 골판지 원지사인 신대양제지가 그룹의 골판지 원단 및 상자 업체들 중 4개의 회사(대영포장, 광신판지, 대양판지, 신대양판지)를 종속회사로 두어 연결실적으로 반영하고 있다. 신대양제지의 5개 골판지 원단 및 상자 업체들 중 신대한판지는 신대양제지의 지분율이 4.08%로 낮아 연결대상이 아니다.

신대양제지 그룹의 골판지 원지사인 대양제지공업이 코스닥에 상장되어 있었으나, 2024년 6월 21일 주식분산 미달에 의해 상장폐지 되었다.

삼보판지 그룹은 골판지 원지사인 대림제지와 골판지 원단 및 상자 업체인 삼보판지가 상장되어 있다. 삼보판지 그룹의 두 개의 골판지 원지사 중 상장되어 있지 않은 고려제지와 골판지 원단 및 상자 업체인 한청판지, 삼화판지는 삼보판지의 연결대상 자회사로 분류되어 있다. 삼보판지의 연결실적을 통해 골판지 원지사인 고려제지와 골판지 원단 및 상자 업체 삼보판지, 한청판지, 삼화판지의 실적을 확인할 수 있다. 삼보판지 그룹으로 분류되는 동진판지는 류동원 동진판지 대표이사가 지분을 100% 보유하고 있다.

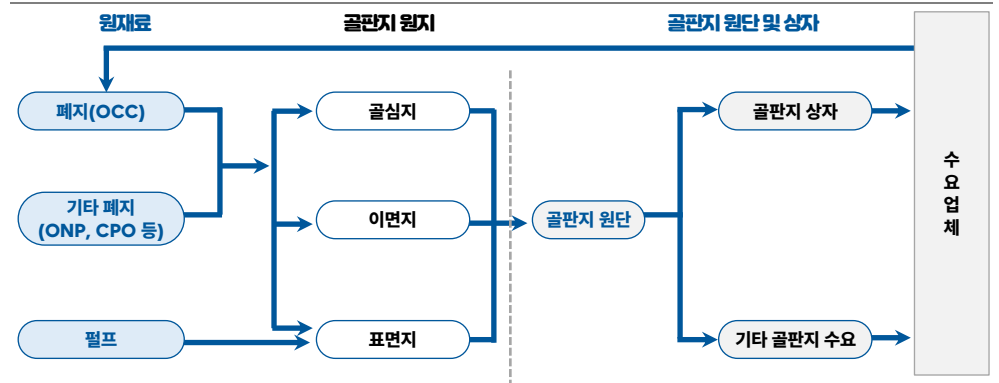
태림페이퍼 그룹은 골판지 원단 및 상자 업체인 태림포장이 상장되어 있다. 태림포장 연결실적에는 골판지 원지 업체인 동원페이퍼(지분율 60%)가 포함되어 있다. 태림포장의 대주주는 태림페이퍼로, 태림포장 및 그룹의 또 다른 골판지 원단 및 상자회사 태림판지를 보유하고 있다. 골판지 원지 회사인 태림페이퍼가 골판지 원단 및 상자 업체들을 보유하고 있는 구조이다.

한국수출포장은 골판지 원지부터 골판지 원단 및 상자까지 일괄 생산하는 업체로 지배구조가 단순하다. 한수팩이라는 골판지 원단 및 상자 업체를 100% 보유하고 있다.

아세아제지는 골판지 원지사 경산제지와 골판지 원단 및 상자업체 제일산업, 에이팩, 유진판지의 지분을 모두 100%씩 보유하고 있다. 아세아제지의 연결기준 실적을 통해 그룹의 모든 골판지 업체 실적을 확인할 수 있다.

이 외에도 한솔홀딩스, 영풍제지, 리더스코스메틱 등이 상장되어 있다. 한솔홀딩스는 골판지 원지를 생산하는 한솔페이퍼텍의 지분 100%를 보유하고 있다. 영풍제지는 골판지 원지 사업을 영위하면서, 종속회사로 골판지 원단 및 상자 업체 영풍팩키지를 보유하고 있다. 리더스코스메틱, 한국팩키지는 골판지 및 상자 사업을 영위하고 있다.

상장되어 있는 골판지 업체



계열별	골판지 원지 업체	골판지 원단 및 상자 업체
신대양제지	신대양제지, 대양제지공업, 신대양제지반월	대영포장, 광신판지, 신대한판지, 대양판지, 신대양포장
삼보판지	대림제지, 고려제지	삼보판지, 대림제지, 한청판지, 삼화판지, 동진판지
태림페이퍼	태림페이퍼, 동원페이퍼	태림포장, 태림판지
한국수출포장	한국수출포장	한국수출포장, 한수팩
아세아제지	아세아제지, 경산제지	제일산업, 에이팩, 유진판지
기타	한솔홀딩스의 한솔페이퍼텍, 영풍제지	영풍팩키지, 리더스코스메틱, 한국팩키지

자료: 각사, 한국IR협의회 기업리서치센터
 주: 상장사는 파란색 굵은 글씨로 표기

과점 5사 계열사들의 합산 설비 규모(2023년 말 기준)

(단위: 천 톤, 백만m³)

	골판지 원지	골판지 원단	특이사항
신대양제지	694	1,127	원지에서 대양제지공업 제외, 골판지에서 신대한판지 제외
삼보판지	813	1,089	동진판지 제외
태림페이퍼	1,278	1,359	태림판지 제외
한국수출포장	286	656	
아세아제지	1,238	977	

자료: 각사, 한국IR협의회 기업리서치센터

2 과점화

2006년을 기점으로 과점화 심화

골판지 원지산업은 1990년대 후반 생산설비 증설로 인하여 2005년까지 공급과잉의 상태가 지속되어 출혈경쟁으로 인한 수익성 악화를 경험했다. 2005년에 삼보판지가 고려제지(舊 화승제지)를 인수하고, 2006년에 아세아제지가 아세아페이퍼텍(舊 조일제지)을 각각 인수하면서 아세아제지, 신대양제지, 태림포장, 삼보판지, 한국수출포장 상위 5개 회사의 과점 체제가 강화되었다. 2004년 기준 과점 5사의 골판지 원지 시장 점유율은 51.0%였으나 고려제지와 아세아페이퍼텍이 과점 5사에 편입되면서 과점 5사의 골판지 원지 시장 점유율은 2006년 68.6%에 달했다.

지속적인 구조조정 및 원가절감을 통한 경영 내실화에 힘입어 원지 수요와 공급의 수급균형이 점차 맞춰지면서 가격안정과 함께 골판지 업계는 2006년을 기점으로 턴어라운드 하였다. 과점화 및 수직계열화를 구축함으로써 원지회사는 원재료 가격 상승분을 탄력적으로 제품가격에 반영할 수 있었으며, 판지 회사는 원지 가격 인상분을 판지 판매가격에 반영할 수 있어 전체적으로 수익개선이 가능한 구조로 전환되었다. 2014년 하반기 유가가 급락하고, 골판지 원지 업체들의 공급량이 증가하면서 골판지 원지 업체들의 수익성이 악화된 적이 있으나, 부진이 길지 않았고 과점 5사의 지배력은 유지되었다. 2019년 기준 과점 5사의 골판지 원지 시장 점유율은 80.8%에 달했다.

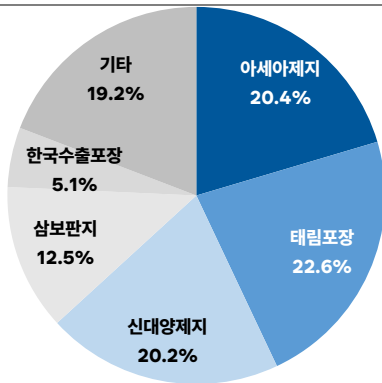
2020년 10월 신대양제지의 종속회사 대양제지의 안산공장 화재 사고가 있었다. 골판지 원지를 생산하던 대양제지 안산공장은 2019년 생산량이 39.2만 톤으로 국내 골판지 원지 생산량의 7.4%를 차지하고 있었다. 화재로 인해 대양제

지는 현재까지 골판지 원지를 생산하지 못하고 있다. 신대양제지 계열(신대양제지, 신대양제지반월 및 대양제지)의 원지 생산량은 2019년 107.3만 톤에서 2023년 66.7만 톤까지 감소하였으며, 그룹의 원지 생산량 점유율은 2019년 20.2%에서 2023년 12.2%까지 줄어들었다.

2023년 기준 과점 5사의 골판지 원지 시장 점유율은 72.6%로 2019년 80.8% 대비 8.2%p 축소되었다. 신대양제지를 제외한 4사의 점유율이 유지되는 가운데 대양제지의 화재로 신대양제지는 점유율이 8%p 하락했다.

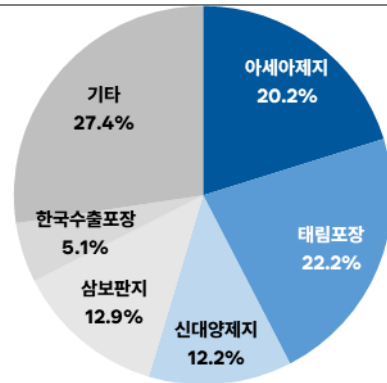
전주페이퍼는 대양제지의 공백을 시장 확대의 기회로 잘 활용했다. 전주페이퍼는 국내 최대 신문용지 제조사이다. 신문용지는 대표적으로 수요가 감소하는 제지 분야이다. 2023년 국내 신문용지 생산량은 45만 톤으로, 2009년 생산량 146만 톤 대비 69.2% 감소했다. 전주페이퍼는 2018년부터 기존 신문용지 생산설비를 골심지 생산까지 가능하도록 개조해 골판지 원지 시장에 진입했다. 2021년에는 추가 설비 투자를 단행하여 매년 20만 톤의 골심지 생산량을 추가로 확보하여 연산 80만 톤의 설비를 확보하였다.

2019년 골판지 원지 생산량 점유율



자료: 한국제지연합회, 한국IR협의회 기업리서치센터

2023년 골판지 원지 생산량 점유율 추정치

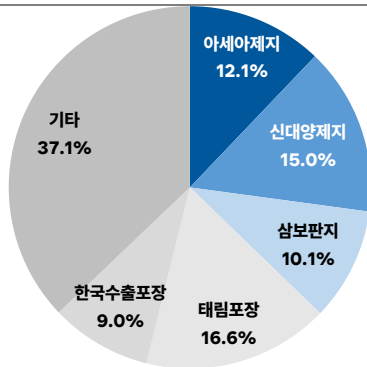


자료: 한국제지연합회, 한국IR협의회 기업리서치센터

대양제지의 화재가 골판지 원지 시장에서 과점 5사의 점유율 하락으로 연결된 것과 다르게, 골판지 원단 및 상자 시장에서 과점 5사의 점유율은 상승했다. 과점 5사의 골판지 원단 판매량 기준 점유율은 2023년 기준 65.9%를 차지하여 2019년 62.9% 대비 3.0%p 증가하였다.

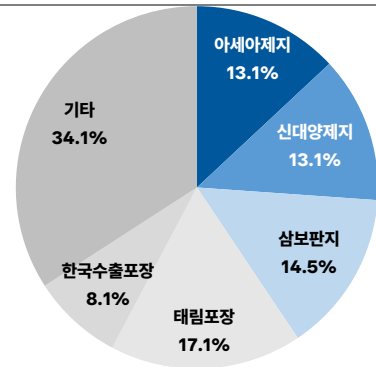
과점 5사의 판매량 점유율은 상승하였지만, 업체마다 차별적인 움직임을 띄고 있다. 신대양제지의 원지 생산량 감소는 골판지 원단 및 상자 매출에도 부정적인 영향을 미친 것으로 보인다. 신대양제지의 골판지 원단 및 상자 업체 4사(대영포장, 신대한판지, 대양판지, 광신판지)의 2023년 판매량 점유율은 13.1%로 2019년 점유율 15.0% 대비 1.9%p 하락하였다. 신대양제지의 부진을 가장 잘 활용하고 있는 업체는 삼보판지 계열사이다. 2023년 판매량 점유율은 14.5%를 기록하여 2019년 10.1% 대비 4.4%p 상승하였다.

2019년 골판지 원단 생산량 점유율



자료: 한국골판지포장산업협동조합, 한국R협의회 기업리서치센터

2023년 골판지 원단 생산량 점유율



자료: 한국골판지포장산업협동조합, 한국R협의회 기업리서치센터

III. 과점 5사 개별 기업의 전략

골판지 시장에서 높은 점유율을 차지하는 상위 5개 기업을 묶어 과점 5사라고 불렀지만, 골판지 시장에 대응하는 개별 기업의 전략에는 차이가 있다. 과점 5사의 과거 재무제표를 살펴보면 각 사 전략의 차이점을 비교해 보려 한다.

골판지 업체의 전략을 파악하기 위해 재무상태표에서 확인할 수 있는 유형자산과 투자자산을 중점적으로 살펴보았다. 유형자산에는 토지 및 설비자산, 건설중인 자산 등이 포함되어 있다. 유형자산의 대부분이 골판지 원지, 골판지 원단 및 상자를 생산하는 설비로 유형자산의 증가는 생산시설의 증가로 해석할 수 있다.

투자자산에는 관계기업 등 종속기업 및 관계기업투자와 공정가치측정금융자산 등이 포함되어 있다. 업황의 부침을 겪으면서 골판지 업체들은 산업의 위기를 점유율 확대, 수직 계열화의 기회로 활용했다. 별도 기준으로 투자자산의 흐름을 통해 M&A에 대한 태도를 확인할 수 있다.

단, 과점 5사가 공통적으로 2011년 IFRS(국제회계기준) 도입이 있었기 때문에 2000년부터 2023년까지 재무상태표의 연속성이 떨어지는 한계가 있다. 기업마다 생산 규모나 타법인출자현황을 추가로 검토하여 약점을 보완하려 했다.

1 신대양제지 계열

M&A를 적극 활용한 골판지 원지 중심의 신대양제지

신대양제지 계열은 신대양제지가 골판지 원지 생산을 책임지는 가운데 골판지 및 상자 업체를 보유하고 있는 구조이다.

신대양제지 계열회사 출자현황(2024년 9월 말)

(단위: %)

	피출자							
	대양제지공업	신대양제지	신대양제지반월	대영포장	광신판지	신대한판지	대양판지	신대양포장
대양제지공업					39		65	
신대양제지	60		100	46	60	4	15	
신대양제지반월				3				65
대영포장	2						13	35
광신판지				2			7	
신대한판지	2	10						

자료: 신대양제지, 한국R협의회 기업리서치센터

신대양제지는 1998년 광신판지 지분 확보를 시작으로 골판지 원단 및 상자 업체에 대한 지분을 늘려왔다. 2002년에는 대영포장, 2003년에는 신대한판지, 2006년에는 대양판지에 대한 지분을 확보하였다. 이후 증자나 시장에서 지분을 확보해 나가며 서서히 골판지 원단 및 상자 업체에 대한 지배력을 확대했다. 2017년에는 대양제지의 지분을 확보하여 종속회사로 편입했다. 고 권혁용 전 대양그룹 회장의 아들인 권영 전 대양제지공업 대표이사도 보유 주식 전량을 신대양제지로 매각하며 은퇴를 선언했다. 고 권혁용 전 대양그룹 회장은 권혁홍 신대양제지 대표이사의 형이다. 대양제지는 1970년에 고 권혁용 전 대양그룹 회장이 설립한 회사로 신대양제지 계열로 이미 분류되어왔기 때문에, 해당 거래는 점유율 확대가 아닌 그룹 내에서 신대양제지의 지배력이 강화된 거래로 볼 수 있다.

연도별 신대양제지의 주요기업 타법인출자현황(연말 기준)

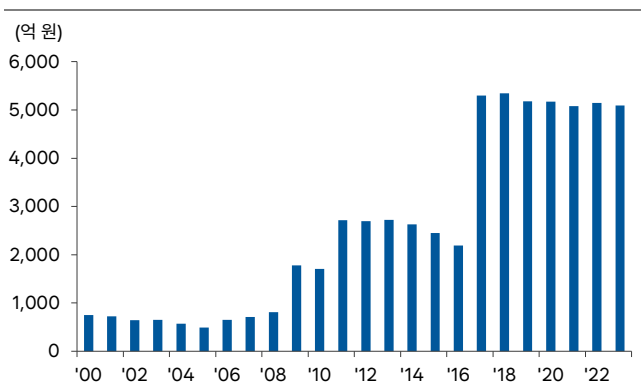
	'97	'98	'99	'00	'01	'02	'03	'04	'05	'06	'07	'08	'09	'10
대양제지	7%	17%	13%	13%	18%	18%	18%	18%	18%	18%	16%	16%	15%	9%
광신판지	0%	59%	59%	59%	59%	59%	59%	59%	59%	59%	59%	59%	59%	59%
대영포장			4%			16%	16%	26%	15%	15%	16%	17%	17%	17%
대양판지										13%	13%	27%	27%	27%
신대양제지반월														
신대한판지							21%	44%	43%	43%	43%	43%	43%	43%
	'11	'12	'13	'14	'15	'16	'17	'18	'19	'20	'21	'22	'23	
대양제지	9%						46%	46%	46%	47%	59%	59%	59%	
광신판지	59%	59%	59%	59%	59%	59%	59%	60%	60%	60%	60%	60%	60%	
대영포장	18%	18%	18%	18%	20%	19%	26%	46%	46%	46%	46%	46%	46%	
대양판지	27%	19%	15%	15%	15%	15%	15%	15%	15%	15%	15%	15%	15%	
신대양제지반월									100%	100%	100%	100%	100%	
신대한판지	43%	51%	84%	84%	84%	30%	32%				4%	4%	4%	

자료: 신대양제지, 한국IR협의회 기업리서치센터

신대양제지의 연결기준 유형자산은 2023년 말 기준 5,090억 원으로 2000년 752억 원 대비 연평균 8.7% 증가했다. 같은 기간 신대양제지의 별도기준 투자자산은 2023년 말 기준 1,868억 원을 기록하여 2000년 말 기준 194억 원 대비 8.64 배 증가했다.

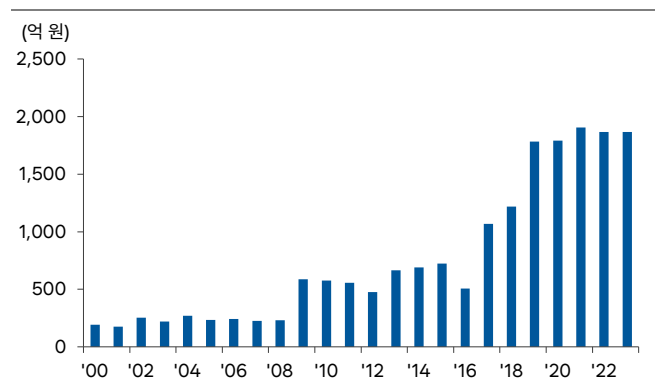
신대양제지 그룹은 M&A를 통해 골판지 원지와 골판지 원단 및 상자에 대한 시장 지배력을 확대해 왔다.

신대양제지 연결기준 유형자산 추이



자료: 신대양제지, 한국IR협의회 기업리서치센터

신대양제지 별도기준 투자자산 추이



자료: 신대양제지, 한국IR협의회 기업리서치센터

신대양제지는 2020년 10월 대양제지 안산공장의 화재를 겪었다. 신대양제지 그룹은 2019년 국내 골판지 원지 생산의 20.2%를 차지하였으나, 2023년 점유율은 12.2%로 급격하게 점유율이 축소되었다. 골판지 원지 시장에서 점유율을 회복하는 게 신대양제지 그룹이 당면한 과제로 보인다.

2. 삼보판지

M&A와 증설을 병행한 골판지 원단 및 상자 중심의 삼보판지

삼보판지 계열은 골판지 원단 및 상자 업체인 삼보판지가 골판지 원지사인 고려제지의 지분을 보유하고 있고, 대림제지와 협업을 하고 있다.

삼보판지 계열회사 출자현황(2024년 9월 말)

(단위: %)

		피출자					
		삼보판지	대림제지	고려제지	한청판지	삼화판지	현대에코텍
출자	삼보판지	2		86			
	대림제지		7	14			100
	고려제지				100	100	50

자료: 삼보판지, 한국IR협의회 기업리서치센터

삼보판지는 2005년에 골판지 원지사인 고려제지의 지분 60%를 확보하였다. 그전까지 대림제지가 삼보판지의 주요 골판지 원지 구매처였다. 2007년에는 골판지 원단 및 상자 제조사인 한청판지, 삼화판지, 동진판지의 지분을 각각 100%씩 확보하였다. 2017년에는 대림제지로부터 고려제지의 지분 25.76%를 추가로 확보하면서 동진판지의 지분 100%와 삼보판지의 파주 공장을 매각했다. 2019년에는 보유하고 있던 한청판지, 삼화판지 지분 전량을 고려제지에 매각하여, 직접 지분을 보유하고 있는 회사는 고려제지 하나이다.

연도별 삼보판지의 주요기업 타법인출자현황(연말 기준)

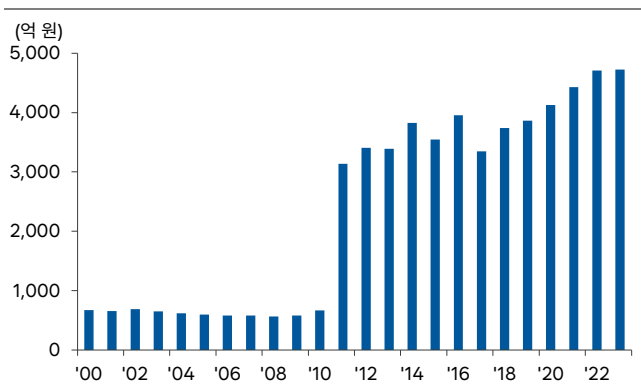
	'04	'05	'06	'07	'08	'09	'10	'11	'12	'13	'14	'15	'16	'17	'18	'19	'20	'21	'22	'23
고려제지		60%	60%	60%	60%	60%	60%	60%	60%	60%	60%	60%	60%	85.8%	85.8%	85.8%	85.8%	85.8%	85.8%	85.8%
한청판지				100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%					
삼화판지				100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%					
동진판지				100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%							

자료: 삼보판지, 한국IR협의회 기업리서치센터

삼보판지의 연결기준 유형자산은 2023년 말 기준 4,727억 원으로 2000년 671억 원 대비 연평균 8.9% 증가했다. 같은 기간 삼보판지의 별도기준 투자자산은 2023년 말 기준 767억 원을 기록하여 2000년 말 기준 2억 원 대비 409배 증가했다. 삼보판지의 연결기준 골판지 원단 생산량은 2023년 8.4억 m²로 2000년 생산량 1.8억 m² 대비 연평균 6.9% 성장했다.

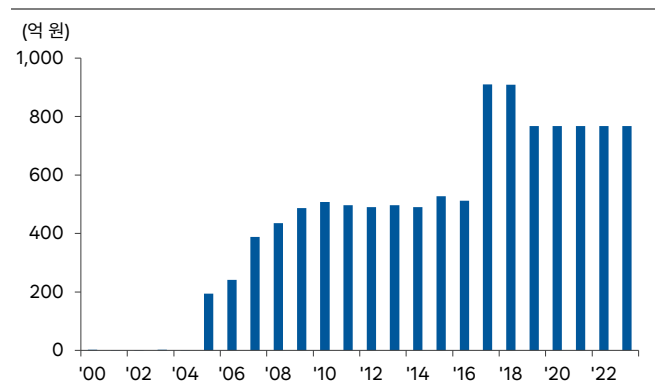
삼보판지는 증설 및 M&A를 통해 골판지 원단 및 상자를 중심으로 시장 지배력을 확대해 왔다.

삼보판지 연결기준 유형자산 추이



자료: 삼보판지, 한국IR협의회 기업리서치센터

삼보판지 별도기준 투자자산 추이



자료: 삼보판지, 한국IR협의회 기업리서치센터

3 태림포장

태림포장 중심에서
태림페이퍼 중심으로

태림페이퍼 계열은 골판지 원지 회사인 태림페이퍼가 태림포장을 포함한 골판지 원단 및 상자 회사를 보유하고 있는 구조이다.

태림포장 계열회사 출자현황(2024년 9월 말)

(단위: %)

	피출자				
	태림페이퍼	태림포장	동원페이퍼	태림판지	동림로지스틱스
세아상역	100				
출자	태림페이퍼	69	40	100	
	태림포장	3	60		100

자료: 태림포장, 한국IR협의회 기업리서치센터

태림포장은 1996년 태림페이퍼(舊 동일제지), 1998년 월산페이퍼(舊 월산) 지분을 확보하기 시작하여 골판지 원지사에 대한 지분을 늘렸다. 2005년에는 골판지 원단 및 상자 업체인 동광판지의 지분을 확보하였으며, 2011년에는 동원페이퍼의 지분을 취득하였다.

2015년 대주주 변경 이후 2016년에 태림페이퍼와 월산페이퍼의 지분은 골판지 원단 및 상자 설비로 대체되면서 골판지 원지 업체의 지분은 동원페이퍼만 남게 된다.

연도별 태림포장의 주요기업 타법인출자현황(연말 기준)

	'97	'98	'99	'00	'01	'02	'03	'04	'05	'06	'07	'08	'09	'10
태림페이퍼	3%	11%	10%	9%	9%	9%	9%	9%	9%	9%	12%	14%	16%	30%
월산페이퍼		24%	24%	10%	10%	10%	10%	10%	10%	10%	10%	10%	10%	10%
동일팩키지									49%	49%	49%	49%	49%	49%
동광판지											50%	50%	50%	50%
동림로지스틱												50%	50%	50%
동원페이퍼														
	'11	'12	'13	'14	'15	'16	'17	'18	'19	'20	'21	'22	'23	
태림페이퍼	33%	33%	33%	33%	33%									
월산페이퍼	28%	33%	33%	33%	50%									
동일팩키지	49%	49%	49%	49%										
동광판지	50%													
동림로지스틱	50%	50%	50%	50%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	
동원페이퍼	21%	26%	26%	26%	50%	50%	60%	60%	60%	60%	60%	60%	60%	

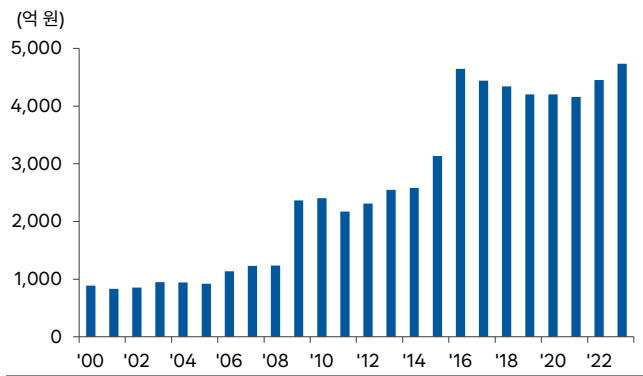
자료: 태림포장, 한국IR협의회 기업리서치센터

증설 중심으로 골판지 원단 및
상자 설비 확대

태림포장의 연결기준 유형자산은 2023년 말 기준 4,733억 원으로 2000년 889억 원 대비 연평균 7.5% 증가했다. 같은 기간 태림포장의 별도기준 투자자산은 2023년 말 기준 173억 원을 기록하여 2000년 말 기준 128억 원 대비 34.9% 증가했다. 증가율보다 눈에 띄는 것은 2000년부터 2013년까지 투자자산이 증가했다가 감소세로 전환되었다는 점이다. 대주주의 변경 전에는 태림포장이 그룹의 중심이 되어 골판지 원지사의 지분을 늘렸으나, 대주주 변경 후에는 이미 보유하고 있던 투자자산을 줄이고 설비 투자에 집중했다. 태림포장의 연결기준 골판지 원단 생산량은 2023년 11.2억 m²로 2000년 생산량 1.2억 m²대비 연평균 10.1% 성장했다.

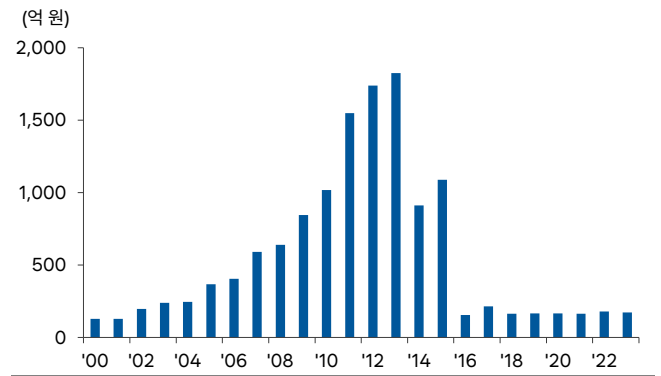
태림포장은 공격적인 증설을 통해 골판지 원단 및 상자 시장에서 지배력을 확대해 왔다.

태림포장 연결기준 유형자산 추이



자료: 태림포장, 한국IR협회의 기업리서치센터

태림포장 별도기준 투자자산 추이



자료: 태림포장, 한국IR협회의 기업리서치센터

4 한국수출포장

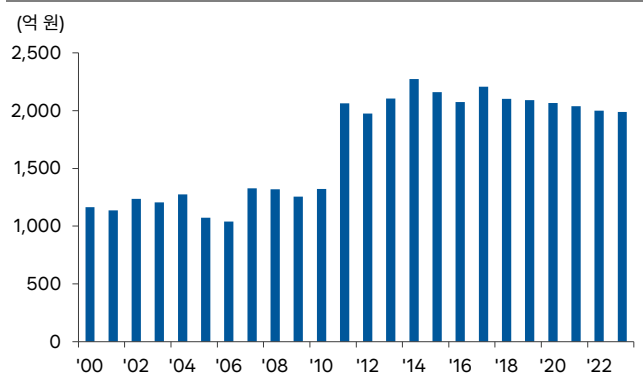
보수적인 일괄생산기업

한국수출포장은 골판지 원지부터 골판지 원단 및 상자까지 일괄 생산하는 업체이다. 눈에 띄는 M&A는 2006년에 인수한 한수팩 정도이며 지분 100%에 대한 취득가액이 16.8억 원으로 규모가 작다.

한국수출포장의 연결기준 유형자산은 2023년 말 기준 1,990억 원으로 2000년 1,166억 원 대비 연평균 2.4% 증가했다. 같은 기간 한국수출포장의 별도기준 투자자산은 2023년 말 기준 25억 원을 기록하여 2000년 말 기준 179억 원 대비 86.3% 감소하였다. 2000년에는 기타금융자산이 178억 원 잡혀 있었으며, 실질적인 증가는 한수팩 인수가 있었던 2006년에 한 번 있었다. 골판지 원지 생산량은 2023년 27.9만 톤을 기록하여 2000년 20.3만 톤 대비 연평균 1.4% 성장했으며, 골판지 원단의 생산은 2023년 5.3억 m²로 2000년 1.4억 m² 대비 연평균 5.9% 성장했다.

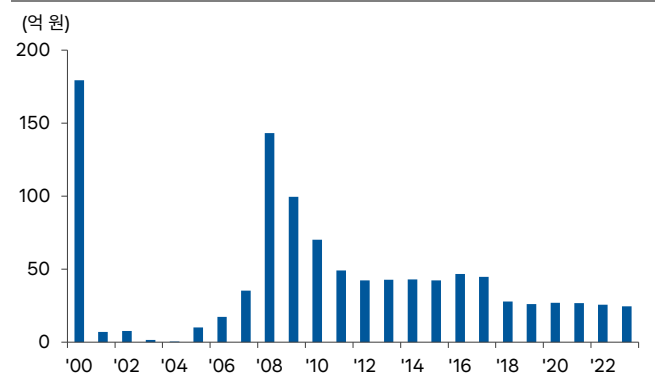
한국수출포장은 과점 5사 중 가장 보수적이며, 골판지 원단 및 상자 시장에 초점을 두고 대응해 왔다.

한국수출포장 연결기준 유형자산 추이



자료: 한국수출포장, 한국IR협회의 기업리서치센터

한국수출포장 별도기준 투자자산 추이



자료: 한국수출포장, 한국IR협회의 기업리서치센터

아세아제지

M&A를 적극 활용한 골판지 원지 중심의 아세아제지

아세아제지는 골판지 원지사인 아세아제지가 골판지 원지와 골판지 원단 및 상자 업체의 지분을 확보한 구조이다. 신 대양제지와 구조가 비슷한데 종속회사들에 대한 지분율이 모두 100%라는 점에서 차이가 있다.

아세아제지 계열회사 출자현황(2024년 9월 말)

(단위: %)

		피출자					
		아세아제지	경산제지	제일산업	에이팩	유진판지	AP 리사이클링
출자	아세아	48					
	아세아제지	9	100	100	100	100	100

자료: 아세아제지, 한국IR협의회 기업리서치센터

아세아제지는 2001년 유진판지, 제일산업, 2002년 에이팩의 지분을 확보하여 골판지 원단 및 상자 설비에 대한 수직 계열화에 성공했다. 2006년에는 아세아페이퍼텍을 인수하여 골판지 원지 설비에 대한 시장 지배력을 확대할 수 있었다. 2010년 아세아페이퍼텍이 상장하면서 아세아제지의 지분율이 낮아졌으나, 2013년부터 아세아제지가 아세아페이퍼텍을 흡수합병하면서 경영권에 대한 지배력이 확대되었다. 참고로 경산제지는 아세아페이퍼텍이 100% 보유한 회사로 흡수합병으로 인해 종속회사에 추가되었다. 2018년 제일산업의 잔여지분을 인수하면서 모든 종속회사에 대한 지분율이 100%가 되었다.

연도별 아세아제지의 주요기업 타법인출자현황(연말 기준)

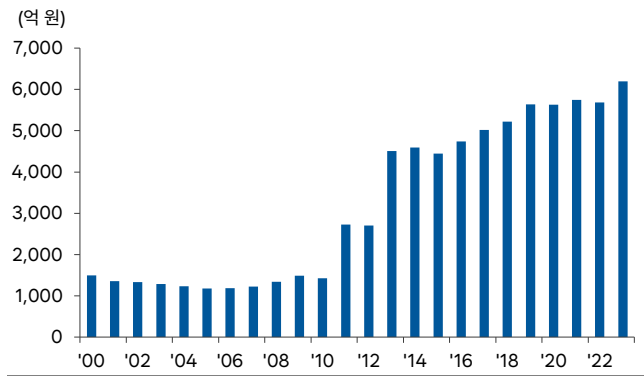
	'00	'01	'02	'03	'04	'05	'06	'07	'08	'09	'10	'11
유진판지		100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%
제일산업		99.3%	99.3%	99.3%	99.3%	99.3%	99.3%	99.3%	99.3%	99.8%	99.8%	99.8%
에이팩			100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%
경산제지												
아세아페이퍼텍(보통주)							21.2%	21.2%	21.2%	21.2%	13.9%	13.9%
	'12	'13	'14	'15	'16	'17	'18	'19	'20	'21	'22	'23
유진판지	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%
제일산업	99.8%	99.8%	99.8%	99.8%	99.9%	99.9%	100%	100%	100%	100%	100%	100%
에이팩	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%
경산제지		100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%
아세아페이퍼텍(보통주)	13.9%											

자료: 아세아제지, 한국IR협의회 기업리서치센터

아세아제지의 연결기준 유형자산은 2023년 말 기준 6,200억 원으로 2000년 1,498억 원 대비 연평균 6.4% 성장했다. 같은 기간 아세아제지의 별도기준 투자자산은 2023년 말 기준 2,213억 원을 기록하여 2000년 말 기준 308억 원 대비 6.2배 증가했다.

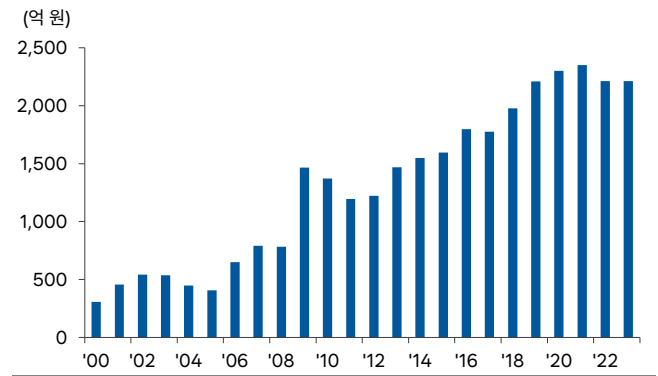
아세아제지는 M&A를 통해 골판지 원지와 골판지 원단 및 상자에 대한 시장 지배력을 확대해 왔다.

아세아제지 연결기준 유형자산 추이



자료: 아세아제지, 한국IR협회의 기업리서치센터

아세아제지 별도기준 투자자산 추이



자료: 아세아제지, 한국IR협회의 기업리서치센터

기업분석

I. 신대양제지 (016590) : 신대양제지 계열의 골판지 원지 제조 업체	23
II. 대영포장(014160) : 신대양제지 계열의 골판지 원단 및 상자 제조 업체	38
III. 삼보판지(023600) : 삼보판지 계열의 골판지 원단 및 상자 제조 업체	51
IV. 대림제지(017650) : 삼보판지 계열의 골판지 원지 제조 업체	66
V. 태림포장(011280) : 태림페이퍼 계열의 골판지 원단 및 상자 제조 업체	80
VI. 한국수출포장(002200) : 골판지 일괄 생산 업체	97



Analyst 김선호 shkim@kirs.or.kr

RA 이희경 hk.lee@kirs.or.kr

신대양제지 계열의 골판지 원지 제조 업체

1982년에 설립된 골판지 원지 회사로, 2023년 말 기준 골판지 원지 연간 110.5만 톤(실질 설비 69.5만 톤) 설비와 골판지 원단 연간 11.3억 m² 설비를 보유. 2024년 3분기 누적 매출 비중은 골판지 원지 40.4%, 골판지 원단 및 상자 59.6%로 구성

골판지 원지 사업은 호황

신대양제지 골판지 원지 사업부문(신대양제지 본사+신대양제지반월) 6년 평균 영업이익률은 15.1%. 산업의 과점화, 대양제지의 화재, 과점 5사 외 업체들 대비 원가 구조 우위가 지속되고 있어 한동안 높은 마진 지속될 것

대양제지공업 증설은 점유율 회복의 기회

신대양제지는 2020년 10월 대양제지 화재로 골판지 시장에서 점유율 하락. 증설 일정 가시화되면 기업 가치에 긍정적

현주가는 2024년 추정실적대비 PER 6.6배, PBR 0.4배

골판지 원지 사업 부문은 가격 인상으로 2024년 3분기를 저점으로 실적 개선될 것으로 기대. 골판지 원단 및 상자 사업 부문은 원료인 원지 가격 인상으로 실적이 부진할 것으로 전망되나, 제품 가격 인상이 진행되며 2024년 4분기를 저점으로 이익률 반등 전망

Forecast earnings & Valuation

	2020	2021	2022	2023	2024F
매출액(억원)	6,092	6,816	6,764	6,454	6,466
YoY(%)	-5.8	11.9	-0.8	-4.6	0.2
영업이익(억원)	646	544	509	585	326
OP 마진(%)	10.6	8.0	7.5	9.1	5.0
지배주주순이익(억원)	424	541	476	479	339
EPS(원)	1,053	1,343	1,181	1,188	842
YoY(%)	-24.0	27.5	-12.1	0.6	-29.1
PER(배)	6.1	6.4	7.3	4.7	6.6
PSR(배)	0.4	0.5	0.5	0.4	0.3
EV/EBITDA(배)	3.5	5.1	4.9	2.5	3.1
PBR(배)	0.6	0.7	0.6	0.4	0.4
ROE(%)	9.7	11.3	9.0	8.4	5.7
배당수익률(%)	1.0	1.5	1.5	2.7	2.7

자료: 한국R협회의 기업리서치센터

Company Data

현재주가 (11/22)	5590원
52주 최고가	6550원
52주 최저가	4,915원
KOSPI (11/22)	2,501.24p
자본금	201억원
시가총액	2,253억원
액면가	500원
발행주식수	40백만주
일평균 거래량 (60일)	3만주
일평균 거래액 (60일)	2억원
외국인지분율	31.6%
주요주주	권혁홍 외 6인 57.08%

Price & Relative Performance



Stock Data

주가수익률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	-2.3	-9.4	-1.4
상대주가	0.4	-1.4	-1.0

기업 개요

1 수직계열화 된 골판지 업체

**골판지 원지 생산부터
골판지 원단 및 상자까지
수직계열화**

신대양제지는 골판지 원지 제조 사업을 영위하면서 다수의 골판지 원지, 골판지 원단 및 상자 제조 기업을 종속회사로 보유하고 있다.

신대양제지는 1982년 12월에 설립되어, 1985년에 반월공장에서 일산 130톤 규모의 골심지 생산을 시작하였다. 1988년에는 일산 200톤의 신규 설비를 추가로 도입했으며, 1991년에는 추가증설을 통해 일산 580톤의 설비를 갖추었다. 1995년 유가증권시장에 상장되었다. 1996년에는 시화공장에 일산 800톤의 설비를 추가하면서 지종을 이면지까지 확장하였다. 1998년에는 표면지까지 생산을 시작하여 국내 업계 최초로 골판지용 원지를 전지종 생산, 판매하게 되었다. 당사는 1998년부터 M&A를 통해 골판지 및 상자 업체를 인수하기 시작하였다. 1998년에는 광신평지, 2002년에는 대영포장, 2003년에는 신대한판지를 인수했다. 2007년에는 3호기를 증설하여 총 일산 1,800톤의 생산능력을 갖추게 되었다. 2017년에는 대양제지공업의 지분을 인수하여 대양제지공업 및 대양판지가 종속회사로 편입되었으며, 2019년에는 사업 전문성을 강화하고자 골판지 원지 생산 부문인 반월공장을 물적 분할하여 신대양제지반월 법인을 새로 설립하였다. 2022년 12월 신대양포장이 설립되어 종속회사로 편입되면서 현재 3개(신대양제지, 신대양제지반월, 대양제지공업)의 골판지원지 제조회사와 4개(광신평지, 신대한판지, 대영포장, 신대양포장)의 골판지 원단 및 상자 제조회사를 종속회사로 포함하며 수직계열화를 이루고 있다.

2 사업영역

**3Q24 누적 매출액 기준
골판지 원지 40.4%,
골판지 원단 및 상자 59.6%**

골판지 원지와 골판지 원단 및 상자를 생산하고 있으며, 2024년 3분기 누적 기준 사업부문별 매출비중은 골판지원지 40.4%, 골판지 원단 및 상자 59.6%이다.

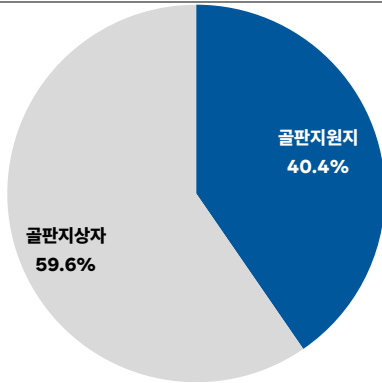
골판지 원지

골판지 원지를 생산하여 골판지 원단 및 상자 업체에게 판매한다. 골판지 원지는 골을 만들어서 완충역할을 하는 골심지, 골심지의 표면에 접합하여 인쇄하는 표면지, 그리고 안쪽의 이면지로 구분되는데, 당사는 골판지용 골심지, 표면지, 이면지 등 골판지용 원지 전지종을 생산하고 있다. 골판지 원지는 반월과 시화 공장에서 생산되고 있으며, 연간 생산능력은 각각 23.3만 톤, 46.2만 톤이며, 대양제지의 안산공장은 화재로 인하여 생산이 중단된 상태이다. 2023년 기준으로 66.7만 톤을 생산하여 국내 총 생산량 545.5만 톤에서 12.2%를 차지하였다.

골판지 원단 및 상자

골판지 원지를 구매하여 골판지 원단 및 상자를 제조하여 판매한다. 골판지 상자는 섬유, 전자제품 및 식품 등 각종 제품의 외부 포장에 사용되는 내용물을 보호하는 필수적인 제품으로, 고객의 주문에 따라서 제조하여 판매하는 수주산업이다. 종속회사인 대영포장, 광신평지, 대양판지, 신대양포장에서 사업을 영위하고 있다. 2023년 기준으로 8.5억 m²를 생산하여 국내 총 생산량 65.1억 m²에서 13.1%를 차지하였다.

사업부문별 매출비중(3Q24)



자료: 신대양제지, 한국IR협의회 기업리서치센터

신대양제지 계열회사 지배구조(3Q24)

(단위: %)

	피출자							
	대양 제지 공업	신대양 제지	신대양 제지 반월	대영 포장	광신 판지	신대한 판지	대양 판지	신대양 포장
대양제지공업					39		65	
신대양제지	60		100	46	60	4	15	
출 신대양제지반월				3				65
자 대영포장	2						13	35
광신판지				2			7	
신대한판지	2	10						

자료: 신대양제지, 한국IR협의회 기업리서치센터

3 종속회사

골판지 원지 제조 회사:

대양제지공업, 신대양제지반월

골판지 원단 및 상자 제조 회사:

광신판지, 대양판지, 대영포장,

신대양포장

종속회사로는 골판지 원지 부문에 해당하는 대양제지공업, 신대양제지반월이 있으며, 골판지 원단 및 상자 부문에 해당하는 광신판지, 대양판지, 대영포장, 신대양포장이 있다.

대양제지공업과 신대양제지반월은 골판지 원지를 전문적으로 생산하는 업체이며, 연간 생산능력은 각각 41.0만 톤, 23.3만 톤이다. 다만, 대양제지공업은 2020년 10월 안산공장의 화재로 인해 생산이 중단되었으며, 2024년 6월 코스닥 시장에서 상장폐지 되었다. 대영포장, 광신판지, 대양판지, 신대양포장은 모두 골판지 원단 및 상자를 제조하는 회사이다.

종속회사(3Q24)

회사명	설립일	주소	주요사업	지분율(%)
대양제지공업(주)	1970.02.11	경기도 안산시 단원구	골판지원지 제조업	84.8
신대양제지반월(주)	2019.10.02	경기도 안산시 단원구	골판지원지 제조업	100.0
대영포장(주)	1979.06.01	경기도 안산시 단원구	골판지 원단, 상자 제조업	52.3
대양판지(주)	2006.03.03	전라남도 장성군	골판지 원단, 상자 제조업	15.0
(주)광신판지	1983.05.11	경기도 안산시 단원구	골판지 원단, 상자 제조업	60.6
신대양포장(주)	2022.12.01	경기도 안산시 단원구	골판지 원단, 상자 제조업	-

자료: 신대양제지, 한국IR협의회 기업리서치센터

4 주주현황

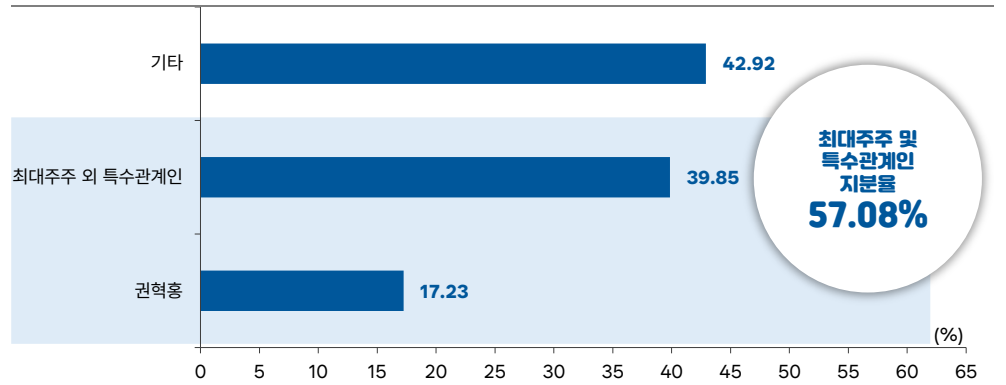
3Q24기준 최대주주는

권혁홍 대표이사로,

지분율 17.23%

2024년 3분기말 기준으로 최대주주는 권혁홍 대표이사로 지분율 17.23%를 보유하고 있다. 권혁홍 대표이사는 대양 그룹의 회장이자 현재 한국제지공업 협동조합의 이사장직을 맡고 있다. 권혁홍 대표이사의 장남인 권택환 이사와 차남인 권우정 이사, 장녀인 권지혜 이사가 각각 13.75%, 8.02%, 7.08%의 지분을 가지고 있으며, 신대한판지가 10.26%의 지분을 보유하고 있어 최대주주 및 특수관계인의 지분율은 총 57.08%이다.

주주현황(3Q24)



자료: 신대양제지, 한국IR협의회 기업리서치센터

투자포인트

1 골판지 원지의 높은 가격 협상력

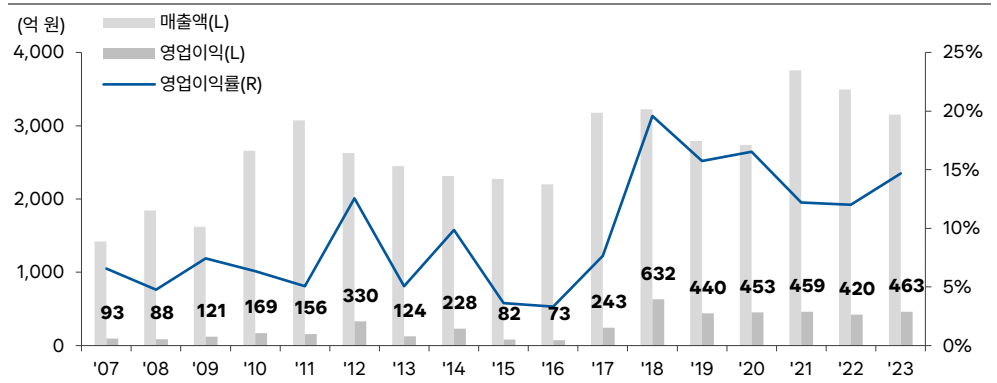
**골판지 원지는
신대양제지의 핵심사업**

신대양제지는 2023년 기준으로 연간 110.5만 톤의 골판지 원지 설비를 보유하고 있다. 하지만 화재로 가동을 멈춘 대양제지의 설비 연간 41.0만 톤을 고려하면 실질적인 생산 설비 규모는 연간 69.4만 톤이라 할 수 있다. 대양제지의 화재에도 불구하고 신대양제지의 골판지 원지 부문(신대양제지 본사+신대양제지반월+대양제지공업)의 2023년 영업이익은 430억 원으로 전사 영업이익의 73.4%를 차지하는 핵심 사업이라 할 수 있다.

**과거 대비 높은 수준의 이익이
지속되고 있는
골판지 원지 사업부문 이익**

비록 화재로 골판지 원지 부문에서 거두는 수익이 줄어들었지만 신대양제지의 골판지 원지 사업이 기록하고 있는 실적은 여전히 높은 수준이다. 신대양제지 본사 및 신대양제지반월의 실적을 합산한 신대양제지 골판지 원지 사업부(신대양제지 본사+신대양제지반월)의 실적은 2023년 기준으로 매출액 3,153억 원, 영업이익 463억 원, 영업이익률은 14.7%를 기록하였다. 2018년부터 2023년까지 6년 평균 영업이익은 478억 원, 6년 평균 영업이익률은 15.1%를 기록하였다. 2008년부터 2017년까지 10년 평균 영업이익 161억 원 대비 약 3배 수준이다. 제지산업이 경기에 따른 수요의 변동 및 산업의 증설 사이클에 따라 이익 변동성이 큰 경기 순환적인 장치 산업임을 감안하면 10% 중반의 이익률이 6년이나 지속되고 있는 것은 이례적이라 할 수 있다.

신대양제지 골판지 원지 사업부(신대양제지 본사+신대양제지반월) 이익 추이



자료: 신대양제지, 한국IR협의회 기업리서치센터

**골판지 원지 업체들의 높은 수준의
수익 구조는 한동안 지속될 것**

골판지 원지 업체의 높은 수준의 수익 구조는 한동안 지속될 것으로 보인다.

첫째, 과점을 하고 있는 골판지 원지 업체들이 수직계열화에 성공했기 때문이다. 생산한 물량의 대부분을 계열사에 판매할 수 있기 때문에 안정적으로 가동률을 유지할 수 있다. 재고 소진을 위해 판매 가격을 낮출 필요가 없으며, 원지를 확보하지 못한 골판지 원단 및 상자 업체와의 협상에서 우위에 설 수 있다.

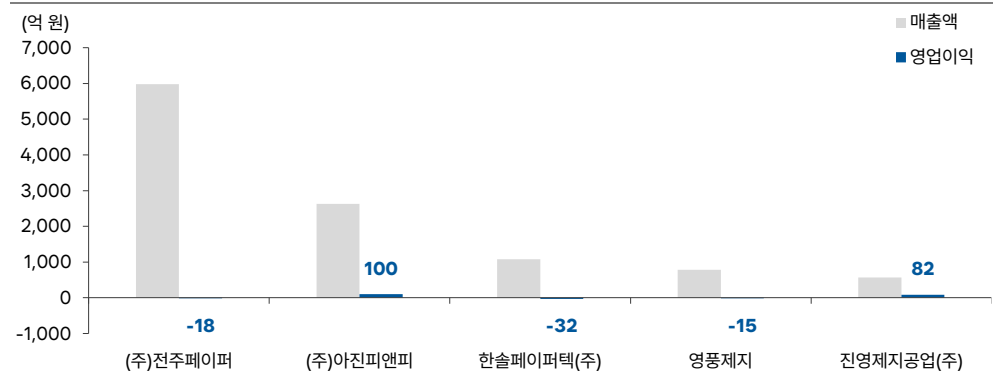
둘째, 2020년 대양제지공업의 화재가 여전히 시장에 영향을 미치고 있기 때문이다. 대양제지가 2019년 생산한 물량은 39.2만 톤으로 2019년 업계 생산량 531만 톤의 7.4%를 차지하였다. 2004년부터 2023년까지 19년 평균 연간 수요 성장률이 2.3%임을 감안하면 수급 균형을 위해 매년 10만 톤¹ 이상의 설비 증설이 필요하다. 설비능력 41만 톤의

¹ 2023년 연간 내수 수요 499만 톤 * 19년 평균 수요 성장률 2.3% = 115만 톤

대양제지 화재는 골판지 원지 공급 능력을 4년 전으로 되돌린 셈이다.

셋째, 과점 5사를 제외한 골판지 원지 업체들의 수익성이 낮기 때문이다. 비교적 규모가 큰 업체들로 꼽히는 전주페이퍼, 아진피앤피, 한솔페이퍼텍, 영풍제지, 진영제지 5사의 2023년 합산 실적은 매출액 1조 1,042억 원, 영업이익 117억 원, 영업이익률 1.1%를 기록하였다. 2023년 신대양제지 골판지 원지 사업부의 영업이익률 14.7%와 상당한 격차가 있다. 과점 5사를 제외한 업체들의 원가 경쟁력이 열위이기 때문에 경쟁이 제한적일 것으로 보인다.

2023년 과점5사 외 주요 골판지 원지 회사의 실적



자료: 각사, 한국IR협의회 기업리서치센터

2 대양제지공업 원지 설비의 재가동

**대양제지공업 화재로
신대양제지의 원지 점유율 하락**

신대양제지는 2017년 2분기 대양제지의 지분을 취득하여 종속회사로 편입하였다. 신대양제지의 골판지 원지 설비규모는 연간 69.4만 톤에서 대양제지 연 41.0만 톤을 더하여 연간 110.4만 톤으로 확대되었다. 신대양제지의 대양제지 지분 취득은 2017년 하반기부터 시작된 골판지 원지 시장 스프레드 개선세까지 더해지며 실적 증가에 크게 기여하였다. 신대양제지의 2016년 82억 원 수준의 영업이익은 2017년 288억 원, 2018년 1,166억 원, 2019년 947억 원까지 증가하였다. 같은 기간 신대양제지의 골판지 원지 매출액은 2016년 2,202억 원에서 2017년 4,495억 원, 2018년 4,894억 원, 2019년 4,216억 원을 기록하였다.

이러한 실적 개선세는 2020년 10월을 기점으로 전환점을 맞는다. 대양제지 안산공장에 대형 화재로 인해 초지기 2대가 소실되었기 때문이다. 초지기는 골판지 원지를 생산하는 기계인데 화재로 소실되면서 정상적인 공장 가동이 어려워졌다. 2019년 39.2만 톤의 골판지 원지를 생산했던 대양제지 안산 공장은 2020년 31.7만 톤 생산에 그쳤으며, 2021년부터는 생산이 없다.

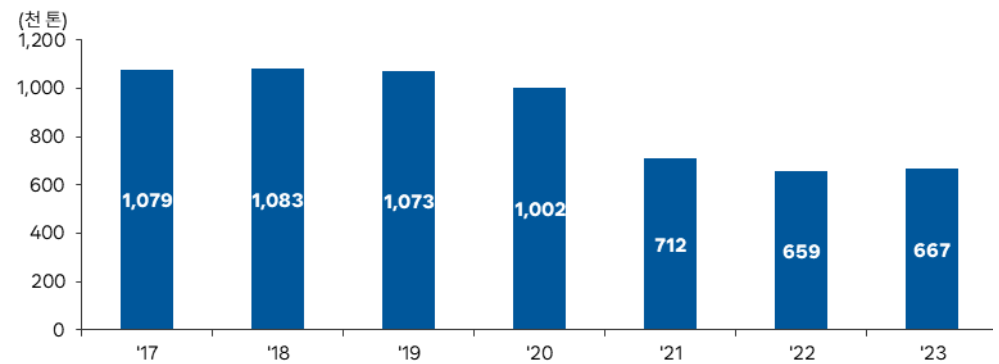
2023년 신대양제지 계열의 골판지 원지 생산업체(신대양제지, 신대양제지반월, 대양제지공업)는 66.7만 톤을 생산하여 국내 골판지 생산량에서 12.2%를 차지하였다. 이는 100.2만 톤을 생산하여 국내 골판지 생산량에서 17.0%를 차지하였던 2020년 대비 물량은 33.4%, 점유율은 4.8%p 하락한 수치이다. 2023년 과점 5사 중 나머지 4개 업체(아세아제지, 태림페이퍼, 삼보판지, 한국수출포장)의 점유율은 60.4%로 2020년 56.3% 대비 4.1%p 상승하였다. 수요 측면에서 2021년과 2022년이 온라인 수요가 급증해 골판지 업계가 호황이었던 것을 감안하면 신대양제지 계열의 기회손실이 컸음을 짐작할 수 있다.

대양제지의 화재는 골판지 원지 생산 실적뿐만 아니라 연결대상인 골판지 원단 및 상자 업체에게도 부정적인 영향을 미쳤다.

대양판지는 신대양제지가 15.03%, 대양제지가 65.04% 지분을 보유하고 있는 연결대상 종속회사이다. 대양판지는 대양제지로부터 골판지 원지를 조달하고 있었는데 대양제지 화재로 원지 조달에 어려움을 겪고 있다. 대양판지가 생산한 골판지 규모는 2019년 2.6억 m²에서 2023년 2.2억 m²로 축소되었다. 같은 기간 시장 규모는 7.2% 확대되었다.

대영포장도 비슷한 상황을 겪고 있다. 대영포장은 신대양제지가 45.97%, 신대양제지반월이 3.26% 지분을 보유하고 있는 연결대상 종속회사이다. 대영포장 또한 대양제지로부터 골판지 원지를 조달하고 있었는데 대양제지 화재로 원지 조달에 어려움을 겪고 있다. 대영포장이 생산한 골판지 규모는 2019년 5.1억 m²에서 2023년 4.8억 m²로 축소되었다.

신대양제지 계열(신대양제지, 신대양제지반월, 대양제지)의 골판지 원지 생산량



자료: 신대양제지, 한국IR협의회 기업리서치센터

대양제지 원지 투자 발표

대양제지는 2022년 3월 4일 안산공장 복구를 위해 2025년 2월 28일까지 1,900억 원을 신규시설에 투자하겠다고 공시하였다. 해당 공시는 2023년 12월 27일 정정공시를 통해 원자재 값 상승 등 국내의 경제사정의 급격한 변동으로 인해 투자 시점에 대해 재검토하고 있다고 정정되었다. 신대양제지 그룹의 골판지 원단 및 상자 업체는 원지를 확보할 수 있는 시기가 늦춰졌다고 볼 수 있다.

2024년 8월에 나온 기사에 따르면 대양제지는 안산공장에 지폭 2,600m, 일일 생산량 1,200 톤 규모로 골판지 원지를 생산할 수 있는 설비를 도입하기로 결정했다고 한다. 회사에서 공식적인 발표를 한 것은 아니지만 신대양제지 계열의 골판지 원지 설비 확장 가능성은 높아 보인다. 첫째, 골판지 원지 사업의 마진율이 높다. 신대양제지의 과거 5년 평균 영업이익률은 13.4%이다. 둘째, 원지 투자가 신대양제지 그룹 전체의 이익을 끌어 올릴 수 있다. 골판지 및 상자 업체 사례에서 확인할 수 있듯이, 그룹의 원지 생산량은 그룹의 골판지 박스 판매량을 결정한다. 셋째, 일정 수준의 점유율을 유지하고자 할 것이다. 2019년에 선두업체와 격차가 2.4%p 수준이었다면 2023년에는 10%p 수준으로 선두업체인 태림페이퍼 계열(점유율 22.2%) 및 아세아제지 계열(점유율 20.2%)과의 격차가 크게 벌어져 있다.

대양제지공업의 투자는 기업가치에 긍정적

단, 대양제지공업의 투자 결정이 실질적으로 매출액 증가로 연결되기까지 상당한 시간이 걸릴 것으로 보인다. 골판지 원지 생산을 위해 초지기를 주문해야 하는데, 해당 설비를 주문하고 설치에 걸리는 시간이 길기 때문이다. 초지기가 완성되어 공장에 들여놓아도 설치에만 1년 이상의 시간이 필요하다.

그럼에도 불구하고 주가는 미래 기업의 현금흐름을 할인해서 결정되기 때문에 투자 결정이 구체화되는 것만으로도 기업 가치에 긍정적인 영향을 미칠 것으로 전망된다.

 **실적 추이 및 전망**

1 2023년 실적 분석

2023
매출액 6,454억 원(yoy -4.6%)
영업이익 585억 원(yoy 15.0%)

2023년 매출액은 6,454억 원(yoy -4.6%), 영업이익은 585억 원(yoy 15.0%)을 기록하였다. 영업이익률은 9.1%로 전년 대비 1.6%p 개선되었다. 2022년에는 매출원가에 재고자산 평가손실이 89.7억 원 발생하였으나, 2023년에는 매출원가에 재고자산 평가손실 환입이 7.5억 원 발생하였다. 대양제지공업의 영업이익이 15억 원을 기록하여 2022년 영업이익 -37억 원 대비 흑자 전환한 것 또한 실적 개선에 기여하였다.

골판지 원지

매출액은 3,269억 원(yoy -9.0%), 영업이익 430억 원(yoy -9.6%)을 기록했다. 원지 생산량은 66.7만 톤으로 전년 대비 1.3% 증가하였다. 원지 가격은 467원/kg으로 전년 대비 11.3% 하락하였으며, 원지 스프레드(골판지 원지 가격-고지 가격)는 306원/kg으로 전년 대비 13원/kg 축소되었다. 개별기준 신대양제지의 영업이익은 326억 원으로 전년대비 52.3% 증가하였는데, 2022년에 매출원가에 재고자산 평가손실이 66.2억 반영되었기 때문이다.

골판지 원단 및 상자

매출액은 4,975억 원(yoy -3.6%), 영업이익 156억 원(yoy 362.3%)을 기록했다. 골판지 원단 생산량은 8.5억 m²로 전년 대비 2.5% 증가하였다. 대양제지의 골판지 상자 생산량이 2.2억 m²로 전년 1.7억 m² 대비 27.3% 증가하면서 실적이 개선되었다. 대양제지는 화재 후 2022년 10월에 대영포장의 달성공장을 영업양수한 바 있다.

2 2024년 3분기 누적 실적 분석

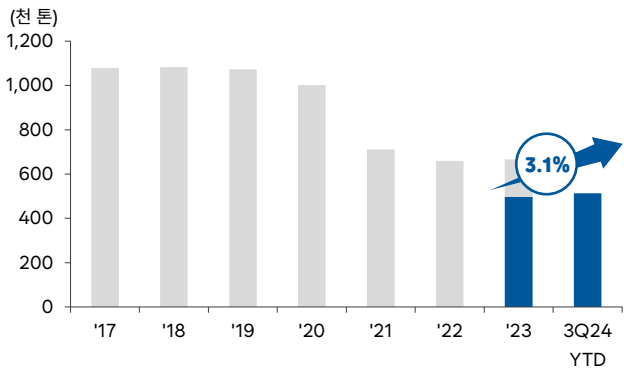
2024년 3분기 누적
매출액 4,877억 원(yoy 1.6%)
영업이익 230억 원(yoy -53.5%)

2024년 3분기 누적 매출액은 4,877억 원(yoy 1.6%), 영업이익은 230억 원(yoy -53.5%)을 기록했다. 영업이익률은 4.7%로 전년 같은 기간 대비 5.6%p 악화되었다. 재고자산과 관련하여 매출원가에 더해진 재고자산평가손실 환입이 32.2억 원 포함되어 있다. 2024년 9월까지 국내 골판지 생산은 동기 대비 2.8% 증가하였으나, 수요의 고점이었던 2021년 같은 기간 대비 7.1% 하락해 있다. 인플레이션으로 전반적인 비용이 상승하는 가운데, 산업 내 경쟁이 심화되면서 마진이 악화되었다.

골판지 원지

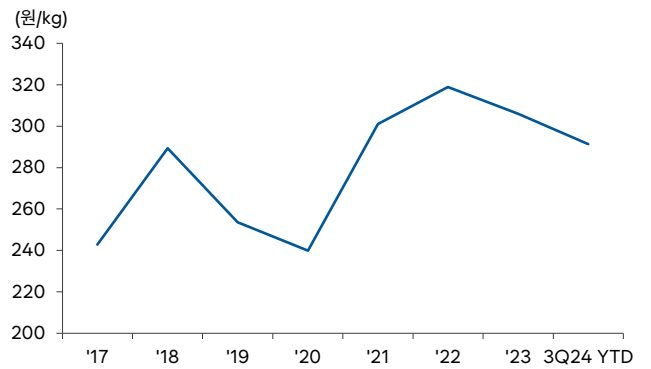
골판지 원지 생산량은 51.3만 톤으로 전년 대비 3.1% 증가하였다. 원지 가격은 456원/kg으로 전년 동기 대비 3.3% 하락하였으며, 원지 스프레드(골판지 원지 가격-고지 가격)는 291원/kg으로 전년 대비 18원/kg 축소되었다. 별도기준 신대양제지의 영업이익은 120억 원으로 전년 동기 영업이익 267억 원 대비 54.9% 하락했다. 신대양제지를 비롯한 골판지 원지업체들은 7월과 8월에 걸쳐 골판지 원지 가격 인상을 발표하였으며, 9월부터 본격적으로 인상된 가격에 원지를 판매하고 있다.

연간 골판지 원지 생산량



자료: 신대양제지, 한국IR협의회 기업리서치센터

연간 골판지-원지 스프레드 추이



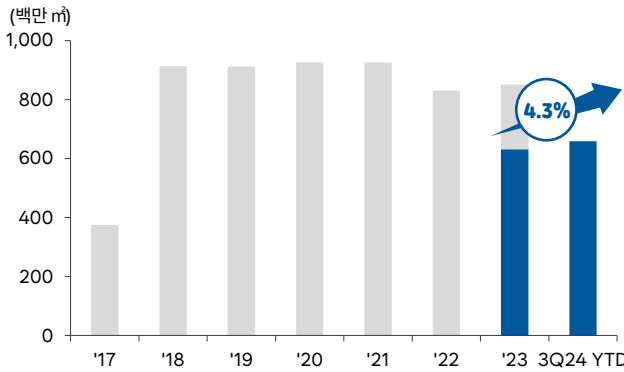
자료: 신대양제지, 한국IR협의회 기업리서치센터

골판지 원단 및 상자

골판지 원단 생산량은 66억 m²로 전년 대비 4.3% 증가하였다. 골판지 원단의 단가는 479원/m²로 전년 동기 대비 6.7% 하락했다. 구매 골판지 원지의 가격은 491원/kg으로 전년 동기 대비 3.5% 하락했다. 골판지 원지 가격 하락으로 원가율 개선이 2.5%² 있었는데 판가 하락폭이 더 컸다.

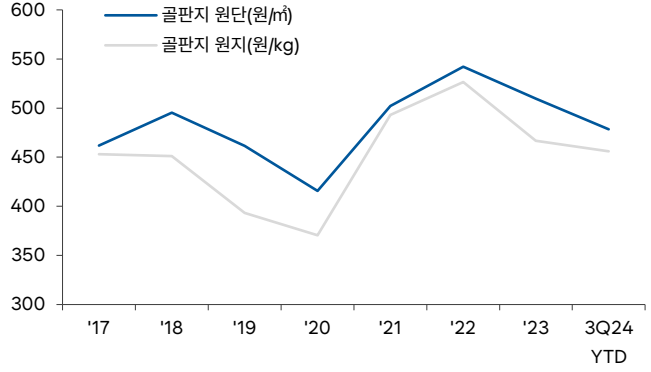
주요 종속회사 중 분기로 실적 확인이 가능한 골판지 원단 및 상자 업체인 대영포장의 영업이익은 45억 원으로 전년 동기 영업이익 104억 원 대비 56.7% 하락했으며, 3분기에는 영업적자를 기록했다.

연간 골판지 원단 생산량



자료: 신대양제지, 한국IR협의회 기업리서치센터

골판지 원단, 골판지 원지 가격 추이



자료: 신대양제지, 한국IR협의회 기업리서치센터

² 골판지 원단 제조원가의 골판지 원지가 70%를 차지한다는 것을 활용하여 계산한 수치

분기 실적 추이

(단위: 억 원, 천 톤, 백만 m)

구분	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	3Q23 YTD	3Q24 YTD
매출액	1,587	1,622	1,592	1,652	1,564	1,656	1,657	4,801	4,877
원지	853	863	758	795	797	840	853	2,474	2,489
골판지	1,204	1,247	1,247	1,277	1,183	1,244	1,245	3,698	3,672
기타 및 연결조정	-470	-488	-413	-419	-416	-428	-440	-1,371	-1,284
생산실적									
원지	166	168	163	169	169	186	158	498	513
골판지	202	213	216	219	212	222	225	631	659
영업이익	162	196	137	90	102	108	20	495	230
영업이익률	10.2%	12.1%	8.6%	5.5%	6.5%	6.5%	1.2%	10.3%	4.7%

자료: 신대양제지, 한국R협회의 기업리서치센터

2024년 연간 실적 전망

2024E

매출액 6,466억 원(yoy 0.2%)

영업이익 326억 원(yoy -44%)

2024년 매출액은 6,466억 원으로 전년대비 0.2% 증가하고, 영업이익은 326억 원으로 전년대비 44.3% 감소할 전망이다. 영업이익률은 5.0%로 전년 대비 4.1%p 하락할 전망이다. 골판지 원지 부문은 4분기부터 인상된 골판지 가격이 적용된다. 하지만 연간 기준으로 원지 스프레드(골판지 원지 가격-고지 가격)가 축소되면서 연간 실적은 감소될 전망이다. 골판지 및 상자 부문은 주요 원료인 골판지 원지 가격이 9월부터 인상되면서 연말까지 마진이 축소되며 부진한 실적을 기록할 것으로 보인다.

골판지 원지

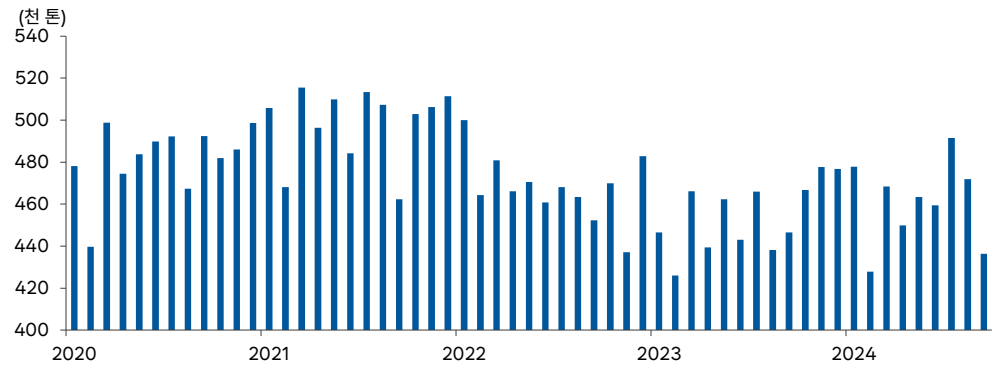
국내 골판지 수요를 가능할 수 있는 월별 골판지 원지 생산량을 살펴보면 2024년 9월까지 전년 동기 대비 2.8% 증가했고, 2021년 같은 기간 대비 7.1% 감소했다. 수요 회복 속도가 더디지만 골판지 원지 업체의 가격 협상력이 높아 마진을 방어하고 있다. 신대양제지를 비롯한 골판지 원지 업체는 지난 7월 가격을 20% 인상하겠다고 발표하였으며, 9월부터 인상된 단가가 적용되어 4분기부터 실적 회복이 전망된다. 연간으로는 평균 스프레드가 축소되어 영업이익이 감소할 것으로 보인다.

골판지 원단 및 상자

산업 'I. 골판지 산업 수요와 공급'에서 살펴보았듯이 골판지 원단 및 상자 산업은 가격 협상력이 높은 골판지 원지 업체와 최종 수요자 사이에서 제한된 마진(과점 5사의 골판지 원단 및 상자 업체들³의 2000년부터 2023년까지 평균 영업이익률 2.1%)을 기록해 왔다. 지난 3년 간 골판지 원단 및 상자 업체들의 증설은 지속되었던 반면 수요 회복속도가 더디어 역사적 저점 수준의 마진을 기록할 것으로 전망된다. 2024년 4분기에는 골판지 상자 제조업체들을 중심으로, 2025년 1분기에는 상자를 구매하는 최종 고객들을 중심으로 가격 인상이 진행될 전망이다. 가격 인상이 완료되기 전까지 실적이 부진할 것으로 보인다.

³ 아세아제지 계열의 제일산업과 유진판지, 신대양제지 계열의 대영포장, 신대한판지, 대양판지와 광신판지, 태림페이퍼 계열의 태림포장과 태림판지, 삼보판지 계열의 삼보판지, 한성판지, 삼화판지, 동진판지

월별 국내 골판지 원지 생산량



자료: 한국제지연합회, 한국R협의회 기업리서치센터

연간 실적 추이 및 전망

(단위: 억 원, 천 톤, 백만 m)

구분	2020	2021	2022	2023	2024F
매출액	6,092	6,816	6,764	6,454	6,466
원지	3,816	3,834	3,590	3,269	3,118
골판지	4,445	5,251	5,159	4,975	4,926
기타 및 연결조정	-2,169	-2,269	-1,985	-1,790	-1,577
생산실적					
원지	1,002	712	659	667	
골판지	926	926	830	851	
영업이익	646	544	509	585	326
원지			475	430	306
골판지			34	156	20
영업이익률	10.6%	8.0%	7.5%	9.1%	5.0%
원지	0.0%	0.0%	13.2%	13.1%	9.8%
골판지	0.0%	0.0%	0.7%	3.1%	0.4%

자료: 신대양제지, 한국R협의회 기업리서치센터

Valuation

1 역사적 PBR Band 하단에서 거래

**업황이 회복국면에 진입하여
PBR Band 하단 탈피 가능**

신대양제지 주가는 2024년 연초대비 0.5% 하락하여 동기간 코스피지수 하락률 5.8% 대비 양호한 수익률을 기록하고 있다.

신대양제지 PBR은 0.4배이다. 2020년 이후 PBR은 0.4배~0.8배 사이에서 움직였다. 이를 감안하면 동사의 주가는 PBR Band 하단에서 거래되고 있다.

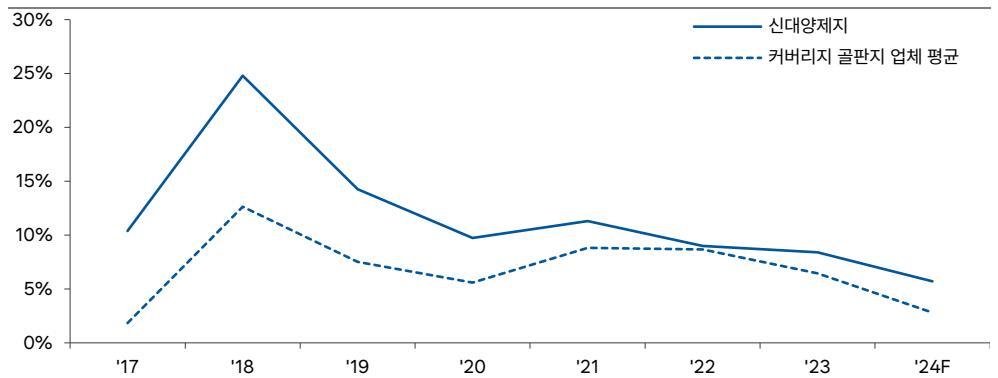
신대양제지의 ROE는 2021년 11.3%를 고점으로 2024년에는 5.7%까지 하락할 것으로 전망된다. 2025년 ROE는 2024년보다 개선될 것으로 예상된다. 골판지 원지 단가가 인상되며 2024년 4분기부터 실적이 개선되기 때문이다. 적정 PBR의 주요 변수인 ROE가 개선되면서 2025년에는 현재보다 더 높은 PBR Band에서 거래될 것으로 기대된다.

신대양제지 PBR Band



자료: Quantwise, 한국IR협회의 기업리서치센터

신대양제지와 골판지업체의 ROE



자료: Quantwise, 한국IR협회의 기업리서치센터

동종 업체 수준에서 거래

동종 업체 대비 높은 ROE 구조

신대양제지의 현재 주가는 2024년 추정 실적 대비 PBR 0.4배로 기업리서치센터가 추정한 여섯 개의 골판지 기업 평균 0.4배와 동일한 배수에서 거래되고 있다.

대양제지공업이 종속기업으로 편입된 2017년부터 2020년까지 신대양제지의 평균 ROE는 14.8%로 같은 기간 기업리서치센터가 추정한 여섯 개의 골판지 기업의 평균 ROE 6.9% 대비 7.9%p 높다.

대양제지공업의 화재가 발생한 2020년 이후 신대양제지의 ROE는 한단계 내려왔다. 동사의 2021년부터 2023년까지 3년 동안 ROE는 9.6%로 여섯 개의 골판지 기업 평균 8.0% 대비 1.6%p 높다. 동사의 2024년 예상 ROE 5.7%는 기업리서치센터가 추정한 여섯 개의 골판지 기업 평균 ROE 2.8% 대비 2.9%p 높다. 여전히 업계 평균보다 높은 ROE를 기록하고 있지만 과거보다 경쟁사들과 ROE 차이가 좁혀졌다.

경쟁사들보다 여전히 높은 ROE를 기록하고 있어, 신대양제지가 업계 평균보다 높은 PBR 배수에서 거래될 이유는 충분하다. 아쉬운 부분은 대양제지공업의 화재로 이익 체력이 낮아져 있다는 점이다. 대양제지공업이 골판지 원자 설비 투자를 결정하고, 실적 회복에 성공한다면 ROE가 추가적으로 개선되면서 더 높은 PBR 배수에서 거래될 수 있을 것으로 기대된다.

동종 업체 밸류에이션

기업명	종가 (원/주)	시가총액 (십억 원)	YTD수익률 (%)	매출액(십억 원)		영업이익(십억 원)		P/E(배)		P/B(배)		ROE					
				'23	'24E	'23	'24E	'23	'24E	'23	'24E	'20	'21	'22	'23	'24E	
코스피	2,481	2,032,824	-6.6	3,530,937	2,714,729	171,757	258,156	19.4	10.1	1.0	0.9	5.3%	10.8%	8.1%	5.0%		
코스닥	681	339,015	-21.5	331,733	105,015	11,079	8,012	166.8	30.5	2.0	2.1	3.4%	7.4%	4.4%	1.2%		
신대양제지	5,550	224	-1.3	645	647	59	33	4.7	6.6	0.3	0.4	9.7%	11.3%	9.0%	8.4%	5.7%	
대영포장	968	105	-14.8	283	281	11	2	15.5	32.3	0.6	0.6	2.2%	6.3%	7.7%	4.6%	1.9%	
삼보판지	8,530	138	-9.5	556	556	67	40	2.9	4.0	0.3	0.2	9.6%	12.7%	11.9%	10.2%	6.2%	
대림제지	6,850	62	-15.6	164	166	22	9	3.9	6.5	0.3	0.2	7.7%	11.0%	10.7%	7.4%	3.5%	
태림포장	2,005	142	-16.8	720	685	22	-8	33.8		0.5	0.4	1.0%	5.4%	5.3%	1.5%	-1.3%	
한국수출포장	2,670	107	-10.0	312	299	23	0	6.2	46.8	0.4	0.4	3.3%	6.2%	7.5%	6.6%	0.8%	
아세아제지	7,700	329	-6.7	908		88		4.6		0.4		8.9%	13.5%	12.4%	9.8%		
커버리지 골판지 업체 평균												0.4	5.6%	8.8%	8.7%	6.4%	2.8%

자료: Quantwise, 한국IR협회의 기업리서치센터

주: 2024년 11월 21일 기준

⚠ 리스크 요인

1 대양제지 투자 결정 지연 우려

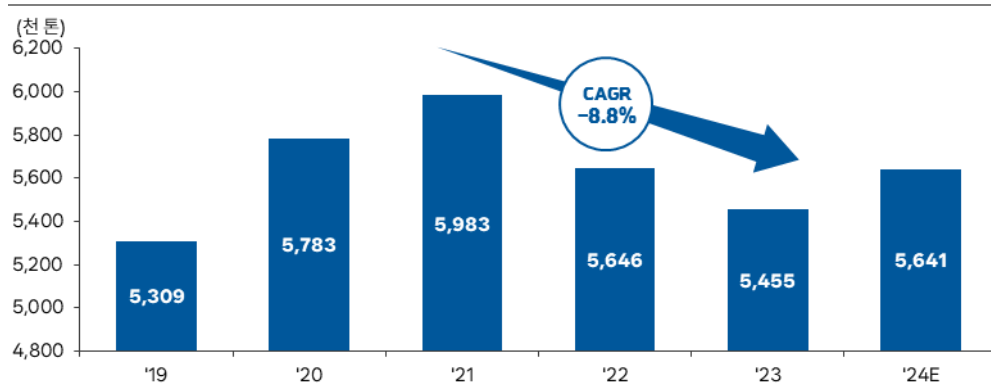
**대양제지 증설 발표 후
국내 골판지 수요 부진**

대양제지 골판지 원지에 대한 투자가 한차례 늦어졌다. 대양제지는 2022년 3월 4일 안산공장 복구를 위해 2025년 2월 28일까지 1,900억 원을 신규시설에 투자하겠다고 공시하였다. 해당 공시는 2023년 12월 27일 정정공시를 통해 원자재 값 상승 등 국내외 경제사정의 급격한 변동으로 인해 투자 시점에 대해 재검토하고 있다고 정정되었다.

투자시기가 한 차례 밀린 배경에는 골판지 수요 둔화 우려가 있는 것으로 보인다. 2020년, 2021년 국내 골판지 생산량은 각각 578만 톤, 598만 톤을 기록하여 전년 대비 각각 8.9%, 3.5% 성장했다. 코로나19로 비대면 생활양식으로의 전환이 가속화됨에 따라 온라인 거래액이 크게 증가했다. 대양제지가 2022년 3월에 증설을 발표할 수 있었던 배경에는 골판지 시장의 성장이 가정되어 있었을 것이다.

하지만 2022, 2023년 국내 골판지 생산량은 565만 톤, 546만 톤을 기록하여 전년 대비 각각 5.6%, 3.4% 시장 규모가 축소되었다. 2024년에는 골판지 원지 업체 생산량이 증가 추세에 있으나, 여전히 2020년 생산에는 미치지 못할 것으로 전망된다.

국내 골판지 원지 총생산량



**증설 시기가 빨라지기 위해서는
국내 골판지 수요가 중요**

신대양제지는 2023년 영업이익의 73.4%가 골판지 원지에서 발생했다. 골판지 원지 설비 증설이 골판지 원지 업황 하락으로 연결되기를 원하지 않을 것이다. 국내 골판지 수요가 회복이 늦춰질수록 대양제지공업의 증설은 지연될 수 있다.

포괄손익계산서

(억원)	2020	2021	2022	2023	2024F
매출액	6,092	6,816	6,764	6,454	6,466
증가율(%)	-5.8	11.9	-0.8	-4.6	0.2
매출원가	4,746	5,562	5,557	5,144	5,369
매출원가율(%)	77.9	81.6	82.2	79.7	83.0
매출총이익	1,346	1,253	1,207	1,310	1,097
매출이익률(%)	22.1	18.4	17.8	20.3	17.0
판매관리비	700	709	698	725	771
판매비율(%)	11.5	10.4	10.3	11.2	11.9
EBITDA	936	809	781	898	639
EBITDA 이익률(%)	15.4	11.9	11.5	13.9	9.9
증가율(%)	-24.5	-13.6	-3.4	14.9	-28.8
영업이익	646	544	509	585	326
영업이익률(%)	10.6	8.0	7.5	9.1	5.0
증가율(%)	-31.8	-15.8	-6.5	15.0	-44.3
영업외손익	-47	219	100	83	136
금융수익	30	52	106	146	214
금융비용	49	24	76	130	108
기타영업외손익	-28	190	70	67	30
종속/관계기업관련손익	4	22	9	4	4
세전계속사업이익	603	785	617	672	466
증가율(%)	-37.5	30.1	-21.4	8.9	-30.6
법인세비용	146	180	104	159	103
계속사업이익	457	604	513	513	364
중단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익	457	604	513	513	364
당기순이익률(%)	7.5	8.9	7.6	7.9	5.6
증가율(%)	-36.8	32.2	-15.1	-0.1	-29.1
지배주주지분 순이익	424	541	476	479	339

현금흐름표

(억원)	2020	2021	2022	2023	2024F
영업활동으로인한현금흐름	982	207	925	847	662
당기순이익	457	604	513	513	364
유형자산 상각비	286	261	269	309	310
무형자산 상각비	4	4	4	4	3
외환손익	19	0	9	15	0
운전자본의감소(증가)	130	-614	22	12	4
기타	86	-48	108	-6	-19
투자활동으로인한현금흐름	-656	-37	-604	-351	-354
투자자산의 감소(증가)	3,195	1,814	4,029	11,860	4
유형자산의 감소	1	16	2	11	0
유형자산의 증가(CAPEX)	-346	-167	-506	-240	-365
기타	-3,506	-1,700	-4,129	-11,982	7
재무활동으로인한현금흐름	-118	-294	-242	-502	-50
차입금의 증가(감소)	90	-247	-2	-25	0
사채의증가(감소)	0	300	0	-280	0
자본의 증가	0	0	0	0	0
배당금	-29	-26	-46	-46	-50
기타	-179	-321	-194	-151	0
기타현금흐름	-1	-0	-0	-0	6
현금의증가(감소)	207	-124	79	-6	265
기초현금	39	246	122	201	196
기말현금	246	122	201	196	461

재무상태표

(억원)	2020	2021	2022	2023	2024F
유동자산	2,810	3,182	3,301	3,309	3,577
현금성자산	246	122	201	196	461
단기투자자산	1,437	1,411	1,468	1,628	1,628
매출채권	820	911	907	862	864
재고자산	261	689	517	421	422
기타유동자산	45	48	207	202	202
비유동자산	5,281	5,277	5,545	5,453	5,505
유형자산	5,170	5,080	5,147	5,090	5,145
무형자산	46	42	23	19	16
투자자산	36	101	163	122	122
기타비유동자산	29	54	212	222	222
자산총계	8,091	8,460	8,845	8,762	9,082
유동부채	1,196	1,125	1,575	1,234	1,235
단기차입금	443	356	381	435	435
매입채무	183	197	341	263	263
기타유동부채	570	572	853	536	537
비유동부채	900	1,067	698	661	662
사채	0	272	0	0	0
장기차입금	369	270	286	238	238
기타비유동부채	531	525	412	423	424
부채총계	2,096	2,192	2,272	1,895	1,897
지배주주지분	4,547	5,020	5,561	5,825	6,119
자본금	201	201	201	201	201
자본잉여금	284	462	539	540	540
자본조정 등	-112	-318	-318	-470	-470
기타포괄이익누계액	-3	-12	-12	-13	-13
이익잉여금	4,177	4,687	5,150	5,567	5,861
자본총계	5,995	6,268	6,573	6,868	7,185

주요투자지표

	2020	2021	2022	2023	2024F
P/E(배)	6.1	6.4	7.3	4.7	6.6
P/B(배)	0.6	0.7	0.6	0.4	0.4
P/S(배)	0.4	0.5	0.5	0.4	0.3
EV/EBITDA(배)	3.5	5.1	4.9	2.5	3.1
배당수익률(%)	1.0	1.5	1.5	2.7	2.7
EPS(원)	1,053	1,343	1,181	1,188	842
BPS(원)	11,285	12,458	13,799	14,455	15,185
SPS(원)	15,118	16,913	16,785	16,015	16,046
DPS(원)	63	125	125	150	150
수익성(%)					
ROE	9.7	11.3	9.0	8.4	5.7
ROA	5.8	7.3	5.9	5.8	4.1
ROIC	7.9	7.4	5.9	7.4	4.3
안정성(%)					
유동비율	234.9	283.0	209.6	268.2	289.6
부채비율	35.0	35.0	34.6	27.6	26.4
순차입금비율	-12.5	-8.7	-9.9	-15.5	-18.5
이자보상배율	34.4	23.9	13.2	12.5	8.1
활동성(%)					
총자산회전율	0.8	0.8	0.8	0.7	0.7
매출채권회전율	7.3	7.9	7.4	7.3	7.5
재고자산회전율	20.3	14.3	11.2	13.8	15.3

Analyst 김선호 shkim@kirs.or.kr

RA 이희경 hk.lee@kirs.or.kr

소재

신대양제지 계열의 골판지 원단 및 상자 제조 업체

1979년에 설립된 골판지 원단 및 상자 제조 회사로, 2023년 말 기준 연간 5.9억 m² 설비를 보유. 2024년 3분기 누적 매출 비중은 골판지 원단 41.7%, 골판지 상자 50.5%, 상품 및 부설물 7.8%로 구성

대양제지 증설은 점유율 회복의 기회

2020년 10월 신대양제지 계열의 주요 골판지 원지 공급사인 대양제지공업 화재 영향을 크게 받음. 대영포장은 2019년에 골판지 원단을 5.1억 m² 생산했으나 2023년에는 4.8억 m²를 생산. 같은 기간 골판지 원단 국내 총생산은 7.2% 증가. 이미 증설을 발표한 대양제지의 일정이 가시화된다면 기업 가치에 긍정적

현주가는 2024년 추정실적대비 PBR 0.6배

골판지 원지 가격이 인상되며 하반기 영업적자 전망. 4분기부터 본격적으로 제품 가격을 인상하며 4Q24를 저점으로 실적 개선될 것으로 기대

Forecast earnings & Valuation

	2020	2021	2022	2023	2024F
매출액(억원)	2,607	2,958	3,026	2,835	2,807
YoY(%)	-3.5	13.4	2.3	-6.3	-1.0
영업이익(억원)	47	115	119	111	19
OP 마진(%)	1.8	3.9	3.9	3.9	0.7
지배주주순이익(억원)	33	100	129	79	33
EPS(원)	31	93	119	73	30
YoY(%)	-69.3	203.3	27.9	-38.3	-58.6
PER(배)	54.1	27.9	12.9	15.5	31.9
PSR(배)	0.7	0.9	0.5	0.4	0.4
EV/EBITDA(배)	12.2	14.3	7.5	5.2	8.6
PBR(배)	1.2	1.7	1.0	0.7	0.6
ROE(%)	2.2	6.3	7.7	4.6	1.9
배당수익률(%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0

자료: 한국R협회의 기업리서치센터

Company Data

현재주가 (11/22)	966원
52주 최고가	1,902원
52주 최저가	954원
KOSPI (11/22)	2,501.24p
자본금	542억원
시가총액	1,047억원
액면가	500원
발행주식수	108백만주
일평균 거래량 (60일)	46만주
일평균 거래액 (60일)	5억원
외국인지분율	1.06%
주요주주	신대양제지 외 3인 50.81%

Price & Relative Performance



Stock Data

주가수익률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	-5.9	-23.6	-14.6
상대주가	-3.3	-16.8	-14.2

기업 개요

1 신대양제지 계열의 골판지 원단 및 상자 제조 업체

1979년 설립된 골판지 전문업체

대영포장은 신대양제지 계열의 골판지 원단 및 상자를 생산하는 골판지 전문업체이다.

대영포장은 1979년에 설립되었으며, 1981년 반월공장 골게이터(Corrugator) 1호기를 설치하고 골판지 판매를 개시하였다. 1987년에 골게이터 2호기를 가동하였으며, 1990년 한국증권거래소에 상장하였다. 1996년 골게이터 3호기를 가동했으며, 1999년 대규모 골판지 공장인 발안공장을 준공하며 골게이터 4호기를 가동하면서 일반골판지 및 이층골심 판지, 삼중골판지 등을 대량생산하였다. 2000년 5월 자금 사정 및 구조적 유동성 악화를 근본적으로 해결하고자 수원 지방법원에 화의'절차개시를 신청하여 6월에 화의개시가 결정되었으며, 2002년 화의 조건 이행여부 및 자금수지 상황 보고 의무 면제를 허가 받았다. 이후, 2003년 관리종목에서 해제되어 일반종목으로 편입되었다. 이 과정에서 신대양제지, 대양제지공업이 각각 15.79%의 지분을 확보하면서 대주주가 되었다. 동사는 2007년 6월에 골게이터 5호기를 도입했으며, 같은 해 12월 대구 소재의 골판지원지와 상자 제조업체인 삼화포장을 인수하였다. 2012년 안산공장에서 대구공장으로 본점을 이전하였으며, 성서공장을 매각하며 사업장을 폐지하였다. 이후, 2015년 대구에서 안산으로 다시 본점을 이전하였다. 2017년에는 신대양제지가 장내 매수를 통해 대영포장의 지분을 26.34%까지 확대하면서 최대 주주가 되었으며, 2018년에는 신대양제지가 대양제지공업이 보유하고 있던 19.88%의 지분 중 16.98% 매수하고, 장내 매수를 통해 추가로 지분을 확대하면서 그 해 연말 기준으로 신대양제지의 지분율이 45.97%까지 확대되었다. 대영포장은 2022년 대구 달성공장의 골판지 상자 가공 사업을 대양제지공업에게 양도하였다.

2 사업영역

3Q24 누적 매출비중
골판지 원단 41.7%,
골판지 상자 50.5%,
상품 및 부설물 7.8%

2024년 3분기 누적 사업부문별 매출비중을 살펴보면 골판지 원단 41.7%, 골판지 상자 50.5%, 상품 및 부설물 7.8%이다. 내수/수출비중을 보면, 국내 96.4%, 수출 3.6%로 거의 국내 시장 위주로 사업을 영위하고 있다. 2023년 기준으로 연간 59억 m² 설비를 보유하고 있으며, 국내 골판지 원단 총생산량 65.1억 m² 중 4.7억 m²를 생산하여 대영포장의 골판지 원단 시장 점유율은 7.3%이다.

골판지 원단

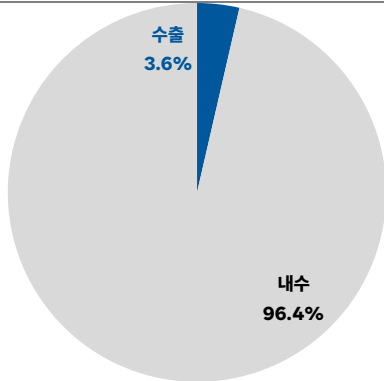
상자를 만들기 전 골판지 원지를 한꺼번에 압축한 골판지를 의미한다. 골판지 원단은 상자 제조업체를 대상으로 판매하고 있으며, 현재 600여개의 거래처와 거래하고 있다.

골판지 상자

식품, 약품, 섬유 및 전자제품 등 각종 제품의 외부 포장에 사용되는 내용물 보호에 필수적인 제품으로, 포장할 제품에 따라 규격과 인쇄사양 등이 다양하다. 동사는 피자, 택배박스 및 공산품 업체, 홈쇼핑 등의 거래처를 대상으로 직접 주문을 받아 판매하고 있다. 현재 약 850개의 거래처를 확보하고 있으며, 3중 골판지의 수요 증가로 3중 골판지 가공시장을 개척하고 있다.

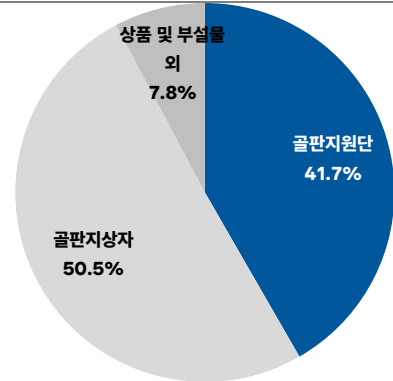
¹ 기업이 파산 및 부도 위험에 직면했을 때 법원의 중재를 받아 채권자들과 채무변제 협정을 체결해 파산을 피하는 제도

내수/수출 매출비중(3Q24)



자료: 대영포장, 한국IR협의회 기업리서치센터

사업부문별 매출비중(3Q24)



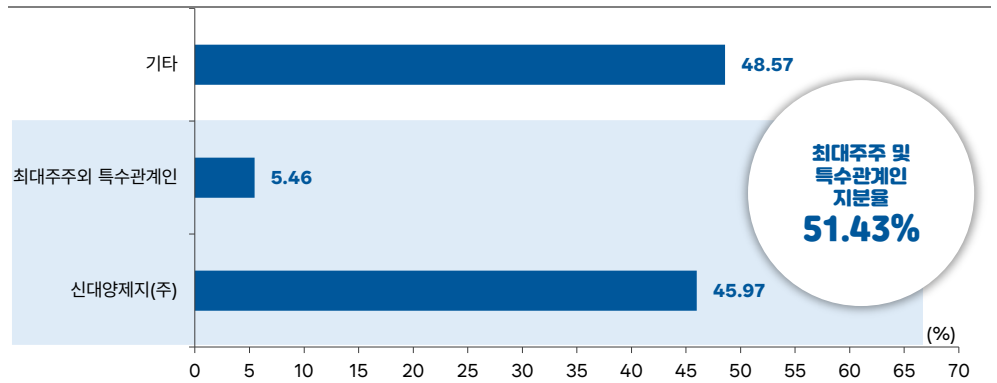
자료: 대영포장, 한국IR협의회 기업리서치센터

3 주주현황

**3Q24기준 최대주주는
신대양제지로, 지분율은 45.97%**

최대주주는 신대양제지로, 2024년 3분기말 기준 지분율은 45.97%이다. 신대양제지는 골판지 원지와 골판지 및 상자를 제조하는 회사로 3Q24 기준 매출액은 4,877억 원이다. 신대양제지 그룹의 계열사에서 골판지 원지는 신대양제지, 대양제지공업, 신대양제지반월이, 골판지 원단은 신대양제지, 대양제지, 신대양포장 및 대영포장이 사업을 영위하고 있다.

주주현황(3Q24)



자료: 대영포장, 한국IR협의회 기업리서치센터

 투자포인트

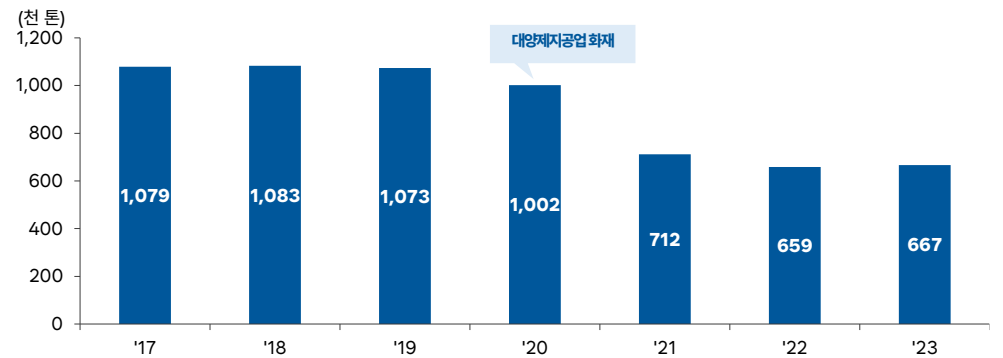
1 대양제지의 골판지 원지 투자

신대양제지 계열의 점유율 하락

2023년 신대양제지 계열의 골판지 원지 생산업체(신대양제지, 신대양제지반월, 대양제지공업)는 66.7만 톤을 생산하여 국내 골판지 생산량에서 12.2%를 차지하였다. 이는 100.2만 톤을 생산하여 국내 골판지 생산량에서 17.0%를 차지하였던 2020년 대비 물량은 33.4%, 점유율은 4.8%p 하락한 수치이다. 2023년 과점 5사 중 나머지 4개 업체(아세아제지, 태림페이퍼, 삼보판지, 한국수출포장)의 점유율은 60.4%로 2020년 56.3% 대비 4.1%p 상승하였다.

신대양제지만 다른 행보를 보인 것은 대양제지공업의 화재 때문이다. 2020년 10월 대양제지공업 안산공장에 대형 화재로 인해 초지기 2대가 소실됐다. 초지기는 골판지 원지를 생산하는 기계인데 화재로 소실되면서 정상적인 공장 가동이 어려워졌다. 대양제지는 연간 41.0만 톤의 골판지 원지 생산설비를 갖추고 있었으며, 2019년에 39.2만 톤의 골판지 원지를 생산했던 공장이었다. 공장 화재로 2020년에는 31.7만 톤 생산에 그쳤으며, 2021년부터 생산은 없다. 수요 측면에서 2021년과 2022년이 코로나19로 온라인 수요가 급증해 골판지 업계가 호황이었던 것을 감안하면 신대양제지 계열의 기회손실이 컸을 것임을 짐작할 수 있다.

신대양제지 계열(신대양제지, 신대양제지반월, 대양제지공업)의 골판지 원지 생산량



자료: 신대양제지, 한국R협회의 기업리서치센터

대양제지공업 화재는

대영포장 점유율 축소로 연결

골판지 시장의 과점 업체 5사가 골판지 원지 업체와 골판지 원단 및 상자 업체를 수직 계열화를 할 때 손꼽은 이점 중 하나는 원지 업체 입장에서는 판매량 확대였고, 원단 및 상자업체 입장에서는 원지 조달 능력 강화였다. 신대양제지 계열의 골판지 원단 및 상자업체인 대영포장에게 대양제지공업의 화재는 원지 조달 능력이 약화되었음을 의미했다. 대영포장의 2023년 생산량은 4.8억 m²로 2019년 생산량 5.1억 m² 대비 6.7% 감소하였는데, 골판지 원단의 국내 총생산량이 2023년 65.1억 m²를 기록해 2019년 생산량 60.1억 m² 대비 7.2% 증가한 것을 감안하면 대양제지 화재의 영향을 짐작할 수 있다.

대양제지공업 원지 투자 가능

대양제지공업은 2022년 3월 4일 안산공장 복구를 위해 2025년 2월 28일까지 1,900억 원을 신규시설에 투자하겠다고 공시하였다. 해당 공시는 2023년 12월 27일 정정공시를 통해 원자재 값 상승 등 국내외 경제사정의 급격한 변동으로 인해 투자 시점에 대해 재검토하고 있다고 정정되었다. 대영포장 입장에서는 원지를 확보할 수 있는 시기가 늦

취졌다고 볼 수 있다.

2024년 8월에 나온 기사에 따르면 대양제지공업은 안산공장에 지폭 2,600m, 일일 생산량 1,200 톤 규모로 골판지 원지를 생산할 수 있는 설비를 도입하기로 결정했다고 한다. 회사에서 공식적인 발표를 한 것은 아니지만 신대양제지 계열의 골판지 원지 설비 확장 가능성은 높아 보인다. 첫째, 골판지 원지 사업의 마진율이 높다. 신대양제지의 과거 5년 평균 영업이익률은 13.4%이다. 둘째, 원지 투자가 신대양제지 그룹 전체의 이익을 끌어 올릴 수 있다. 대영포장 사례에서 확인할 수 있듯이, 그룹의 원지 생산량은 그룹의 골판지 박스 판매량을 결정한다. 셋째, 일정 수준의 점유율을 유지하고자 할 것이다. 2019년에 선두업체와 격차가 2.4%p 수준이었다면 2023년에는 10%p 수준으로 선두업체인 태림페이퍼 계열(점유율 22.2%) 및 아세아제지 계열(점유율 20.2%)과의 격차가 너무 벌어져 있다.

**대양제지공업 투자는
기업가치에 긍정적**

단, 대양제지공업의 투자 결정이 대영포장의 물량증가로 연결되기까지 상당한 시간이 걸릴 것으로 보인다. 골판지 원지 생산을 위해 초지기를 주문해야 하는데 해당 설비를 주문하고 설치에 걸리는 시간이 길기 때문이다. 초지기가 완성되어 공장에 들여놓아도 설치에만 1년 이상의 시간이 필요하다.

그럼에도 불구하고 주가는 미래 기업의 현금흐름을 할인해서 결정되기 때문에 투자 결정이 구체화되는 것만으로도 대영포장의 기업 가치에 긍정적으로 영향을 미칠 것으로 전망된다.

실적 추이 및 전망

2023년 실적 분석

2023

매출액 2,835억 원(yoy -6.3%)

영업이익 111억 원(yoy -7.0%)

2023년 매출액은 2,835억 원(yoy -6.3%), 영업이익은 111억 원(yoy -7.0%)을 기록하였다. 영업이익률은 3.9%로 전년과 동일하였다.

골판지 판매량은 47.7만 m²로 전년대비 1.4% 감소하였고, 골판지 상자의 판매량은 24.7만 m²로 전년대비 8.1% 증가하였다.

골판지 원단의 판매단가가 540원/m²로 전년 대비 5.2% 하락하였다. 같은 기간 골심지 구매 단가는 461원/kg으로 11.6% 하락했다. 원지 가격 하락으로 8.1%² 원가 개선 요인이 있었고, 골판지 원단 판매단가 하락률은 5.2%에 그쳐 성공적으로 제품 단가를 방어했다. 매출총이익률이 14.2%로 전년 대비 1.1%p 개선되었다.

고정비로 분류할 수 있는 비용인 종업원 급여 15억 원, 감가상각비 3억 원 등이 증가하여 영업이익이 감소했다.

2024년 3분기 누적 실적 분석

2024년 3분기 누적

매출액 2,086억 원(yoy -1.2%)

영업이익 45억 원(yoy -56.7%)

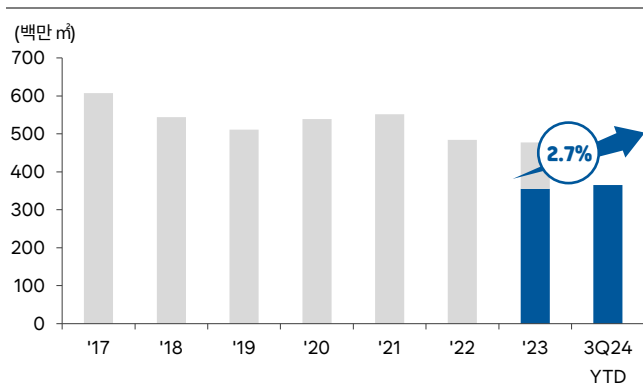
2024년 3분기 누적 매출액은 2,086억 원(yoy -1.2%), 영업이익은 45억 원(yoy -56.7%)을 기록하였다. 영업이익률은 2.2%로 전년 동기 대비 2.7%p 하락하였다.

골판지의 판매량은 36.5만 m²로 전년 동기 대비 2.7% 증가하였고, 골판지 상자의 판매량은 19.5만 m²로 전년 동기 대비 6.6% 증가하였다.

골판지 판매단가는 513원/m²로 5.4% 하락했다. 같은 기간 골심지 구매 단가는 447원/kg으로 6.2% 하락했다. 골판지 원지 가격 하락으로 4.3% 원가 개선 요인이 있었지만, 제품 단가 하락률이 5.4%로 더 컸기 때문에 마진율이 악화되었다.

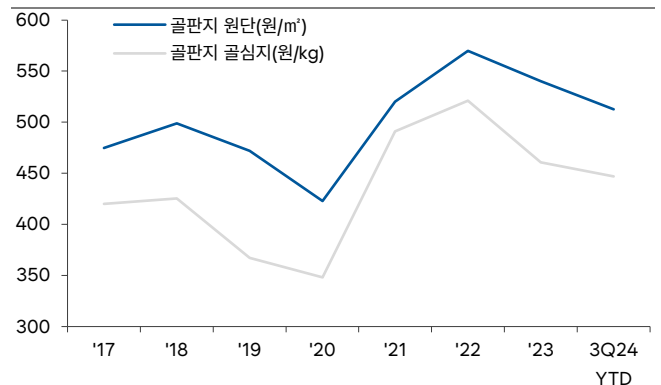
9월부터 본격적으로 인상된 골판지 원지가 투입되었으나, 제품 단가 인상은 이뤄지지 않아 3분기에 영업적자를 기록했다.

연간 골판지 원단 생산량



자료: 대영포장, 한국R협의회 기업리서치센터

골판지 원단, 구매 골심지 가격 추이



자료: 대영포장, 한국R협의회 기업리서치센터

² 골판지 원단 제조원가의 골판지 원지가 70%를 차지한다는 것을 활용하여 계산한 수치

분기 실적 추이

(단위: 억 원, 천 톤, 백만 m)

구분	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	3Q23 YTD	3Q24 YTD
매출액	694	710	707	724	685	705	695	2,111	2,086
골판지	315	310	308	309	292	293	285	934	870
상자	354	371	361	366	341	358	355	1,086	1,054
생산실적									
골판지	116	120	119	122	119	124	123	356	365
상자	58	63	62	64	62	66	67	183	195
영업이익	34	38	32	7	27	22	-4	104	45
영업이익률	4.9%	5.3%	4.5%	1.0%	4.0%	3.1%	-0.6%	4.9%	2.2%

자료: 대영포장, 한국R협의회 기업리서치센터

2024년 연간 실적 전망

2024E

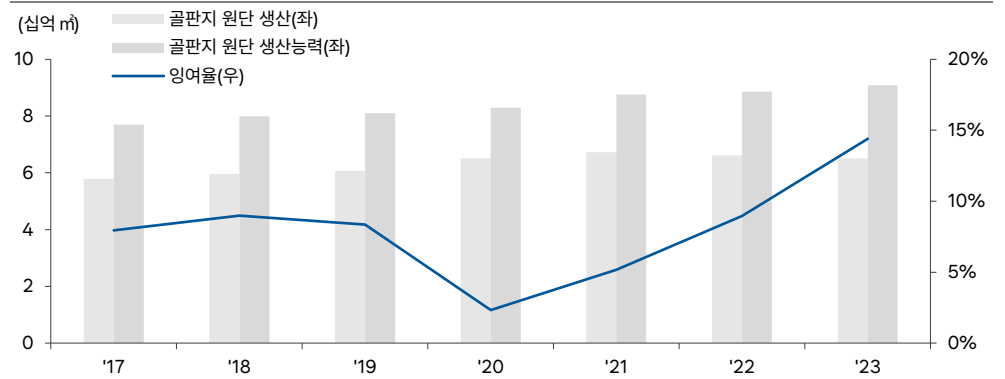
매출액 2,807억 원(yoy -1.0%)

영업이익 19억 원(yoy -63%)

2024년 매출액은 2,807억 원으로 전년대비 1.0% 감소하고, 영업이익은 19억 원으로 전년대비 63.0% 감소할 전망이다.

골판지 원단의 잉여율³은 2020년 2.3%를 저점으로 2023년 14.4%까지 상승했다. 골판지 원단 업체가 가격 협상력이 높은 골판지 원지사와 택배사 및 공산품 업체, 홈쇼핑 등과 같은 최종 수요자 사이에서 가격 협상력이 약한 것을 감안하면 좋은 실적을 거두기 힘든 상황이다. 판매량은 소폭 증가할 것으로 보이지만 판매를 위해 제품 마진 하락을 감내해야 하는 상황이다. 9월부터 본격적으로 진행된 골판지 원지 가격은 실적에 큰 부담이 될 것으로 보인다. 9월에는 원가 인상에도 불구하고 제품 가격을 인상하지 못했으며, 4분기부터 골판지 상자 업체 중심으로 단가 인상을 시도하고 있다. 택배사 및 공산품 업체, 홈쇼핑 등과 같은 최종 수요자에 대한 단가 인상은 2025년 1분기에 본격적으로 이뤄질 것으로 전망되어 2024년에는 부진한 실적이 예상된다.

국내 골판지 원단 생산 및 생산능력 & 잉여율



자료: 한국골판지포장산업협동조합, 한국R협의회 기업리서치센터

³ 생산능력/국내총생산 - 125%(적정과잉율)

연간 실적 추이 및 전망

(단위: 억 원, 천 톤, 백만 m)

구분	2020	2021	2022	2023	2024F
매출액	2,607	2,958	3,026	2,835	2,807
골판지	1,218	1,426	1,451	1,242	
상자	1,311	1,683	1,458	1,452	
생산실적					
골판지	539	552	484	477	
상자	252	278	229	247	
영업이익	47	115	119	111	19
영업이익률	1.8%	3.9%	3.94%	3.91%	0.7%

자료: 대영포장, 한국IR협회의 기업리서치센터

Valuation

1 역사적 PBR Band 하단에서 거래

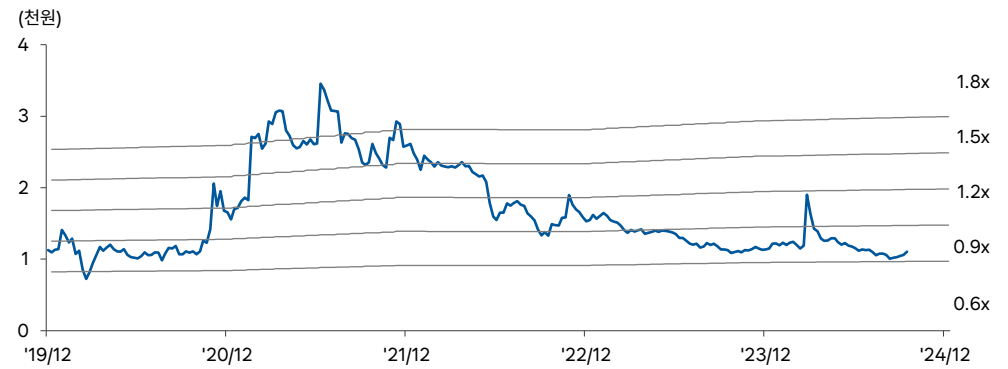
대영포장의 주가는 2024년 연초대비 15.0% 하락하여 동기간 코스피지수 하락률 5.8% 대비 부진한 수익률을 기록하고 있다.

현재 대영포장의 PBR은 0.6배이다. 2020년 이후 PBR은 0.6~1.8배 사이에서 움직였다. 이를 감안하면 동사의 주가는 PBR Band 하단에 위치해 있다.

ROE는 2024년을 바닥으로 회복 국면에 진입할 것으로 보인다. 2024년에는 전방 산업 부진과 골판지 원지 가격 인상이라는 두 가지 실적 약화요인이 겹치는 해이다. 9월부터 인상된 골판지 원지가 투입되며 실적에 부담이 되고 있지만 4분기부터 골판지 상자 업체를 중심으로 단가를 인상하고 있으며, 2025년 1분기에는 상자를 구매하는 최종 소비자를 중심으로 단가 인상에 나서고 있어 2025년에는 실적 개선이 전망된다.

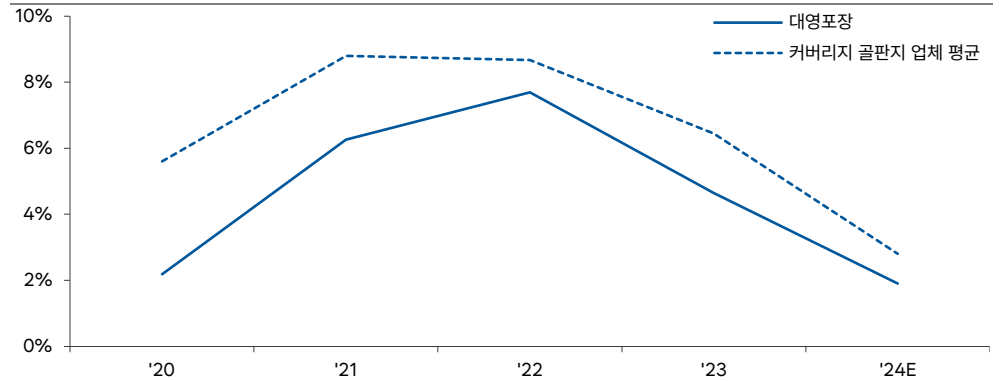
아쉬운 점은 국내 골판지 원단 공급이 빠르게 늘어나고 있다는 점이다. 3Q24까지 주요 회사의 사업보고서를 통해 확인한 원단 설비의 증가분은 연환산 1.9억 m²로 2023년 국내 원단 설비 증가분 연간 2.2억 m²에 근접해 있다. 잉여율도 이미 높은 수준이기 때문에 업황 회복 속도가 빠르지 않을 것으로 보인다.

대영포장 역사적 PBR Band



자료: Quantwise, 한국IR협의회 기업리서치센터

대영포장과 골판지업체의 ROE



자료: Quantwise, 한국IR협의회 기업리서치센터

동종 업체 종목 대비 할증 영역

동종 업체 대비 낮은 ROE 구조

대영포장의 현재 주가는 2024년 추정 실적 대비 PBR 0.6배로 기업리서치센터가 추정한 여섯 개의 골판지 기업 평균 0.4배 대비 높은 PBR 배수에서 거래되고 있다.

대영포장은 신대양제지 그룹의 골판지 원단 및 상자 업체로 골판지 및 상자만을 제조하고 있다. 기업리서치센터가 추정한 대영포장을 제외한 다섯 개의 골판지 기업들이 이익률이 높은 골판지 원지 사업이 일부라도 포함되어 있는 것과 비교하면 아쉬운 부분이다. 동사의 2024년 예상 ROE는 1.9%로 기업리서치센터에서 추정한 여섯 개의 골판지 기업 평균 ROE 2.8% 대비 0.9%p 낮다. 대영포장의 2020년부터 2023년까지 4년 동안 ROE는 5.2%로 여섯 개의 골판지 기업 평균 ROE 7.4% 대비 2.2%p 낮다.

대영포장은 신대양제지 그룹의 주요 골판지 원지사인 대양제지공업의 화재 영향을 받고 있다. 경쟁 구도 때문에 과점 5사로부터 조달할 수 있는 골판지 원지 물량이 제한적이다. 결국 판매량 회복을 위해서는 관계회사인 대양제지공업의 설비 증설이 전제되어야 한다. 대양제지공업이 골판지 원지 설비 투자를 결정하고, 점유율 회복에 성공한다면 ROE가 개선될 여지가 있다.

동종 업체 밸류에이션

기업명	종가 (원/주)	시가총액 (십억 원)	YTD수익률 (%)	매출액(십억 원)		영업이익(십억 원)		P/E(배)		P/B(배)		ROE				
				'23	'24E	'23	'24E	'23	'24E	'23	'24E	'20	'21	'22	'23	'24E
코스피	2,481	2,032,824	-6.6	3,530,937	2,714,729	171,757	258,156	19.4	10.1	1.0	0.9	5.3%	10.8%	8.1%	5.0%	
코스닥	681	339,015	-21.5	331,733	105,015	11,079	8,012	166.8	30.5	2.0	2.1	3.4%	7.4%	4.4%	1.2%	
신대양제지	5,550	224	-1.3	645	647	59	33	4.7	6.6	0.3	0.4	9.7%	11.3%	9.0%	8.4%	5.7%
대영포장	968	105	-14.8	283	281	11	2	15.5	32.3	0.6	0.6	2.2%	6.3%	7.7%	4.6%	1.9%
삼보판지	8,530	138	-9.5	556	556	67	40	2.9	4.0	0.3	0.2	9.6%	12.7%	11.9%	10.2%	6.2%
대림제지	6,850	62	-15.6	164	166	22	9	3.9	6.5	0.3	0.2	7.7%	11.0%	10.7%	7.4%	3.5%
태림포장	2,005	142	-16.8	720	685	22	-8	33.8		0.5	0.4	1.0%	5.4%	5.3%	1.5%	-1.3%
한국수출포장	2,670	107	-10.0	312	299	23	0	6.2	46.8	0.4	0.4	3.3%	6.2%	7.5%	6.6%	0.8%
아세아제지	7,700	329	-6.7	908		88		4.6		0.4		8.9%	13.5%	12.4%	9.8%	
커버리지 골판지 업체 평균										0.4		5.6%	8.8%	8.7%	6.4%	2.8%

자료: Quantwise, 한국IR협회의 기업리서치센터

주: 2024년 11월 21일 기준

! 리스크 요인

1 그룹 단위의 의사결정

신대양제지 중심의 지배 구조

신대양제지 그룹은 신대양제지가 골판지 계열사 대부분을 보유하고 있다. 신대양제지는 골판지 원지회사로 대양제지공업 59.3%와 신대양제지반월 100%를 보유하고 있고, 골판지 및 상자 회사로는 광신판지 59.9%, 대영포장 45.9%, 대양판지 15.0%, 신대한판지 4.1%를 보유하고 있다. 지분율이 낮아 보이는 대양판지의 1대 주주는 대양제지로 65.04%를 보유하고 있으며, 신대한판지는 권택한 및 특수관계인이 100%를 확보하고 있는 신대한인쇄가 50.5%를 보유하고 있어 실질적으로 지배력이 공고한 상태이다.

대양제지의 화재 후 2022년 10월 대영포장의 대구 달성공장 사업부문은 대양제지공업에 양도되었다. 대영포장의 2023년 골판지 원단 설비 규모는 5.9억 m²로 2021년 6.4억 m² 대비 축소되었다. 그룹 단위에 변화 및 의사 결정이 대영포장에 영향을 미친 사례라 할 수 있다. 투자자들은 신대양제지 그룹의 결정이 대영포장에게 영향을 미칠 수 있음을 염두에 두어야 하겠다.

신대양제지 그룹 계열회사 현황

(단위: %)

	피출자							
	대양제지공업	신대양제지	신대양제지반월	대영포장	광신판지	신대한판지	대양판지	신대양포장
출자								
대양제지공업					39		65	
신대양제지	60		100	46	60	4	15	
신대양제지반월				3				65
대영포장	2						13	35
광신판지				2			7	
신대한판지	2	10						

자료: 대영포장, 한국IR협의회 기업리서치센터

포괄손익계산서

(억원)	2020	2021	2022	2023	2024F
매출액	2,607	2,958	3,026	2,835	2,807
증가율(%)	-3.5	13.4	2.3	-6.3	-1.0
매출원가	2,273	2,556	2,628	2,433	2,487
매출원가율(%)	87.2	86.4	86.8	85.8	88.6
매출총이익	334	402	397	402	320
매출이익률(%)	12.8	13.6	13.1	14.2	11.4
판매관리비	287	287	278	291	301
판매비율(%)	11.0	9.7	9.2	10.3	10.7
EBITDA	156	199	202	194	98
EBITDA 이익률(%)	6.0	6.7	6.7	6.8	3.5
증가율(%)	-36.3	28.1	1.1	-4.0	-49.4
영업이익	47	115	119	111	19
영업이익률(%)	1.8	3.9	3.9	3.9	0.7
증가율(%)	-64.9	145.1	3.4	-7.0	-82.9
영업외손익	-2	6	42	2	27
금융수익	1	2	9	14	28
금융비용	5	8	18	20	10
기타영업외손익	2	13	51	8	8
중속/관계기업관련손익	-0	4	4	-3	-2
세전계속사업이익	44	126	165	109	44
증가율(%)	-67.8	200.8	31.6	-38.0	-59.9
법인세비용	11	33	47	30	11
계속사업이익	33	96	121	79	33
중단사업이익	0	8	11	0	0
당기순이익	33	100	129	79	33
당기순이익률(%)	1.3	3.4	4.2	2.8	1.2
증가율(%)	-69.3	203.3	27.9	-38.3	-58.6
지배주주지분 순이익	33	100	129	79	33

현금흐름표

(억원)	2020	2021	2022	2023	2024F
영업활동으로인한현금흐름	170	100	267	145	108
당기순이익	33	100	129	79	33
유형자산 상각비	109	84	82	83	79
무형자산 상각비	0	0	0	0	0
외환손익	0	0	0	1	0
운전자본의감소(증가)	8	-129	35	-13	1
기타	20	45	21	-5	-5
투자활동으로인한현금흐름	-33	-308	-39	155	-119
투자자산의 감소(증가)	-2	31	981	1,617	6
유형자산의 감소	0	1	2	0	0
유형자산의 증가(CAPEX)	-16	-44	-139	-55	-127
기타	-15	-296	-883	-1,407	2
재무활동으로인한현금흐름	-125	186	-196	-289	-0
차입금의 증가(감소)	-120	-113	-48	0	-0
사채의증가(감소)	0	300	0	-280	0
자본의 증가	0	0	0	0	0
배당금	0	0	0	0	0
기타	-5	-1	-148	-9	0
기타현금흐름	0	0	0	0	-0
현금의증가(감소)	12	-22	32	11	-12
기초현금	20	32	11	42	53
기말현금	32	11	42	53	41

재무상태표

(억원)	2020	2021	2022	2023	2024F
유동자산	586	964	1,003	772	754
현금성자산	32	11	42	53	41
단기투자자산	40	290	412	206	204
매출채권	395	486	417	416	412
재고자산	103	156	113	90	89
기타유동자산	15	21	17	7	7
비유동자산	1,494	1,497	1,471	1,439	1,486
유형자산	1,401	1,368	1,172	1,151	1,199
무형자산	12	12	2	2	2
투자자산	73	93	115	111	111
기타비유동자산	8	24	182	175	174
자산총계	2,080	2,461	2,474	2,211	2,240
유동부채	416	406	695	357	354
단기차입금	95	48	0	0	0
매입채무	159	216	256	215	213
기타유동부채	162	142	439	142	141
비유동부채	125	383	108	109	108
사채	0	272	0	0	0
장기차입금	13	0	0	0	0
기타비유동부채	112	111	108	109	108
부채총계	541	788	803	466	462
지배주주지분	1,539	1,672	1,670	1,745	1,778
자본금	542	542	542	542	542
자본잉여금	344	378	378	378	378
자본조정 등	-52	-52	-190	-190	-190
기타포괄이익누계액	-3	-1	-2	0	0
이익잉여금	708	805	942	1,015	1,048
자본총계	1,539	1,672	1,670	1,745	1,778

주요투자지표

	2020	2021	2022	2023	2024F
P/E(배)	54.1	27.9	12.9	15.5	31.9
P/B(배)	1.2	1.7	1.0	0.7	0.6
P/S(배)	0.7	0.9	0.5	0.4	0.4
EV/EBITDA(배)	12.2	14.3	7.5	5.2	8.6
배당수익률(%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
EPS(원)	31	93	119	73	30
BPS(원)	1,420	1,543	1,541	1,610	1,640
SPS(원)	2,405	2,729	2,791	2,615	2,590
DPS(원)	0	0	0	0	0
수익성(%)					
ROE	2.2	6.3	7.7	4.6	1.9
ROA	1.6	4.4	5.2	3.4	1.5
ROIC	2.2	5.6	6.3	6.3	1.0
안정성(%)					
유동비율	140.8	237.6	144.2	216.5	213.2
부채비율	35.1	47.1	48.1	26.7	26.0
순차입금비율	6.3	2.6	-8.5	-12.7	-11.6
이자보상배율	9.9	13.8	6.6	9.2	7.2
활동성(%)					
총자산회전율	1.2	1.3	1.2	1.2	1.3
매출채권회전율	6.8	6.7	6.7	6.8	6.8
재고자산회전율	23.8	22.9	22.4	27.8	31.3

Analyst 김선호 shkim@kirs.or.kr

RA 이희경 hk.lee@kirs.or.kr

삼보판지 계열의 골판지 원단 및 상자 제조 업체

1973년에 설립된 골판지 원단 및 상자 제조 업체로, 2023년 말 기준 골판지 원단 연간 9.6억 m² 설비와 골판지 원지(종속회사 고려제지 85.76%) 연간 49.5만 톤 설비를 보유. 2024년 3분기 누적 매출 비중은 골판지 원단 및 상자 72.0%, 골판지 원지 28.0%로 구성

골판지 원단 및 상자 물량 확대

2017년 이후 지속적으로 골판지 원단 및 상자 설비 확대 중. 증설된 설비의 가동률이 높게 유지되며 실적 상승을 견인 중

골판지 원지 사업 호황

2023년 기준 골판지 원지 부문 영업이익 비중이 54.6%를 차지. 골판지 원지 사업부문 6년 평균 영업이익률은 17.6%. 산업의 과점화, 경쟁사의 화재, 과점 5사 외 업체들 대비 원가 구조 우위가 지속되고 있어 한동안 높은 마진 지속될 것

현주가는 2024년 추정실적대비 PER 4.0배, PBR 0.2배

업황 부진과 골판지 원지 가격 인상으로 2024년은 실적은 감소 전망. 골판지 원단 및 상자 사업 부문은 골판지 원지 가격 인상을 4분기부터 본격적으로 반영하며 분기 기준으로 실적 저점이 될 것. 골판지 원지 부문은 가격 인상에 성공하며 2024년 3분기를 저점으로 실적 반등 전망

Forecast earnings & Valuation

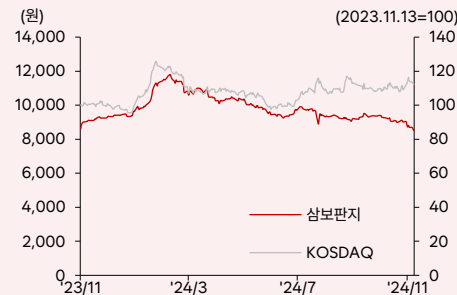
	2020	2021	2022	2023	2024F
매출액(억원)	4,034	5,340	5,820	5,556	5,560
YoY(%)	9.9	32.4	9.0	-4.5	0.1
영업이익(억원)	469	702	676	674	398
OP 마진(%)	11.6	13.2	11.6	12.1	7.2
지배주주순이익(억원)	362	531	562	535	348
EPS(원)	2,241	3,286	3,478	3,306	2,149
YoY(%)	26.0	46.6	5.9	-5.0	-35.0
PER(배)	5.4	4.9	2.9	2.9	4.0
PSR(배)	0.5	0.5	0.3	0.3	0.3
EV/EBITDA(배)	3.9	3.6	2.4	1.8	2.3
PBR(배)	0.5	0.6	0.3	0.3	0.2
ROE(%)	9.6	12.7	11.9	10.2	6.2
배당수익률(%)	1.0	1.1	1.7	3.3	3.6

자료: 한국R협회의 기업리서치센터

Company Data

현재주가 (11/22)	8610원
52주 최고가	11,800원
52주 최저가	8,510원
KOSDAQ (11/22)	6770p
자본금	81억원
시가총액	1,392억원
액면가	500원
발행주식수	16백만주
일평균 거래량 (60일)	1만주
일평균 거래액 (60일)	1억원
외국인지분율	37.4%
주요주주	류진호 외 7인 64.62%

Price & Relative Performance



Stock Data

주가수익률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	-6.5	-14.7	-5.6
상대주가	2.0	6.6	13.6

기업 개요

1 수직계열화를 이룬 골판지 전문생산기업

원지생산부터 골판지상자
가공까지 수직계열화를 이룬
골판지 전문생산기업

삼보판지는 골판지 원단 및 골판지 상자 제조 사업을 영위하면서 골판지 원지 회사인 고려제지를 종속기업으로 보유하고 있다.

삼보판지는 1973년 3월 삼보판지공업사로 설립되어 1981년 법인으로 전환하였다. 1984년 생산능력을 확대하기 위해 부천 제1공장을, 6년 후 부천 제2공장을 준공하였다. 1994년 코스닥 시장에 상장하였다. 1998년 경기도 시흥시 시화국가산업단지 내 시화공장을 준공하였으며 1999년 삼보판지로 사명을 변경하였다. 2002년 노후화된 부천 제 1공장을 폐쇄하고, 시흥공장을 증설하는 데에 투자하였다. 2005년 경기도 시흥 소재의 고려제지(舊 화승제지), 2007년에는 동진판지, 한청판지, 삼화판지를 인수하였다. 2010년부터는 전라북도 익산시 용제동의 익산공장을 가동하기 시작하였다. 2013년에는 소각로용 보일러 가동의 원료인 고품원료와 고지의 원활한 공급을 위하여 폐지업체인 현대자원을 인수하였으며, 부천2공장의 생산설비를 이전하여 파주공장에서 가동하였다. 당사는 2017년 대림제지에 동진판지 지분 100%와 파주공장을 함께 매각하면서 고려제지의 지분을 추가로 확보하였다. 2019년 4월부터 생산능력 확충 및 노후 시설 교체를 위해 지은 익산공장이 이전 준공되어 4월부터 가동했다. 2019년 하반기에는 동사가 직접 보유하고 있던 한청판지와 삼화판지의 지분을 종속회사인 고려제지에 매각했다.

2 사업영역

3Q24 누적 매출비중은
골판지 원단 및 상자 72.0%,
골판지용 원지 28.0%

사업부문은 골판지와 골판지용 원지로 이루어져 있으며, 2024년 3분기 누적 기준 매출비중은 골판지 원단 및 상자 부문 72.0%, 골판지용 원지 부문 28.0%이다.

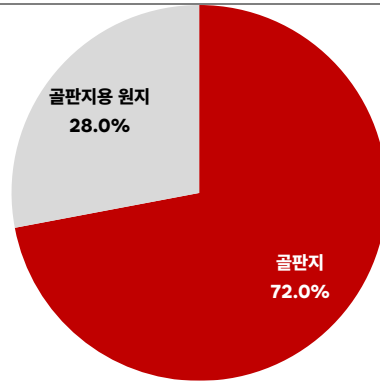
골판지 원단 및 상자

삼보판지는 골판지 원지를 구매하여 골판지 및 상자를 제조하여 판매한다. 원재료인 골판지용 원지는 주로 고려제지, 대림제지 등의 계열회사를 비롯하여 국내에서 조달하고 있다. 삼보판지의 사업장인 경기 시흥과 전북 익산 공장 및 계열사 공장인 경기 포천, 충북 청주, 경북 성주에서 골판지 및 골판지 상자를 제조하기 위해 8대의 골게이터 설비가 가동 중이다. 시흥공장과 익산 공장에서의 연간 생산능력은 2023년 기준 연간 4.3억 m²이며, 계열사를 포함한 5개 공장의 총 연간 생산능력은 9.6억 m²이다. 당사는 쿠팡, CJ제일제당, 롯데알미늄, 오리온, 켈리 등의 주요 거래처를 포함한 약 1,000개의 업체에 주문 생산방식으로 직접 납품하고 있다.

골판지용 원지

골판지 원지를 생산하여 골판지 원단 및 상자 업체에게 판매한다. 골판지 원지는 골을 만들어서 완충역할을 하는 골심지, 골심지의 표면에 접합하여 인쇄하는 표면지, 그리고 안쪽의 이면지로 구분되는데, 당사는 골판지용 골심지, 표면지, 이면지 등 골판지용 원지 전지종을 생산하고 있다. 골판지 원지 제조는 종속회사인 고려제지의 경기도 시흥 공장에서 이뤄지고 있다. 연간 생산능력은 49.5만 톤이며, 2023년 기준 국내 총생산량 545.5만 톤 중 44.0만 톤을 생산하여 8.1%의 시장점유율을 차지하고 있다. 2023년 기준으로 주요 원재료인 고지는 국내에서 92% 조달하고 있으며, 펄프는 94% 수입하여 사용하고 있다.

사업부문별 매출비중(3Q24)



자료: 삼보판지, 한국R협회의 기업리서치센터

공산품 상자(골판지 사업부문)



자료: 삼보판지, 한국R협회의 기업리서치센터

골판지(골판지용 원지부문)



자료: 삼보판지, 한국R협회의 기업리서치센터

시화공장



자료: 삼보판지, 한국R협회의 기업리서치센터

익산공장



자료: 삼보판지, 한국R협회의 기업리서치센터

3 종속회사

종속회사는 고려제지, 한청판지, 삼화판지로 비상장사 3개 보유

종속회사는 고려제지(지분율 85.8%), 한청판지(지분율 100.0%), 삼화판지(지분율 100.0%) 비상장사 3개가 있다. 고려제지는 1977년 설립되어 골판지용 원지를 제조를 주력으로 하고 있으며, 골판지 원단 및 골판지 상자도 생산하고 있다. 2024년 3분기 기준으로 매출액 2,290억 원, 당기순이익 261억 원을 기록했다. 삼화판지와 한청판지에서는 골판지 및 골판지 상자를 생산하고 있으며, 지분관계를 살펴보면 고려제지가 두 회사의 지분을 각각 100% 보유하고 있다. 2024년 3분기 기준으로 한청판지는 매출액 740억 원, 당기순이익 21억 원, 삼화판지는 매출액 359억 원, 당기순이익 15억 원을 기록하였다.

종속회사(3Q24)

(단위: 억 원)

종속기업명	주요 영업활동	영업	지분율	지분관계	매출액	당기순이익
(주)고려제지	골판지용 원지 제조 및 판매업	한국	85.76%	(주)삼보판지가 85.76% 보유	2,290	261
(주)한청판지	골판지,골판지상자 제조 및 판매	한국	100.0%	(주)고려제지가 100% 보유	740	21
(주)삼화판지	골판지,골판지상자 제조 및 판매	한국	100.0%	(주)고려제지가 100% 보유	359	15

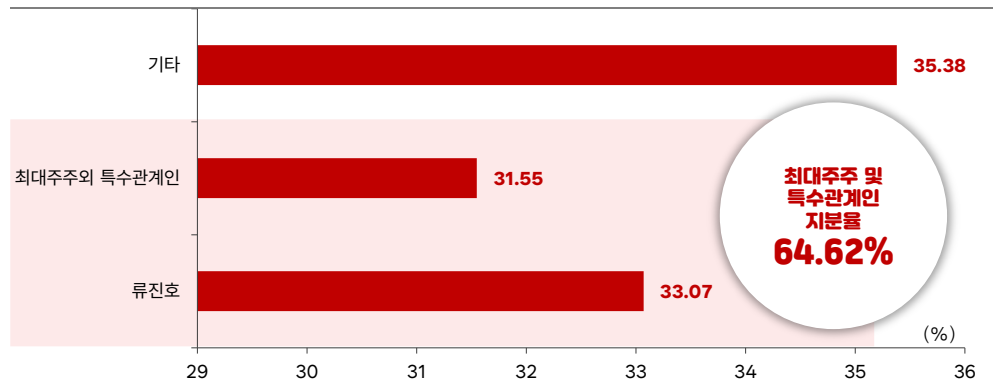
자료: 삼보판지, 한국IR협의회 기업리서치센터

주주현황

**최대주주는 류진호 대표이사로,
지분율 33.07% 보유**

최대주주는 류진호 대표이사로, 주식수 5,349,000주(지분율 33.07%)을 보유하고 있다. 류진호 대표이사는 삼보판지 외에 고려제지, 한청판지, 삼화판지의 대표이사도 겸직하고 있다. 이 외 5%이상 주주로는 류진호 대표이사의 사촌인 류동원 동진판지 대표이사(지분율 15.18%), 형 류경호 삼보개발 대표이사(지분율 13.69%)가 있다.

주주현황(3Q24)



자료: 삼보판지, 한국IR협의회 기업리서치센터

 투자포인트

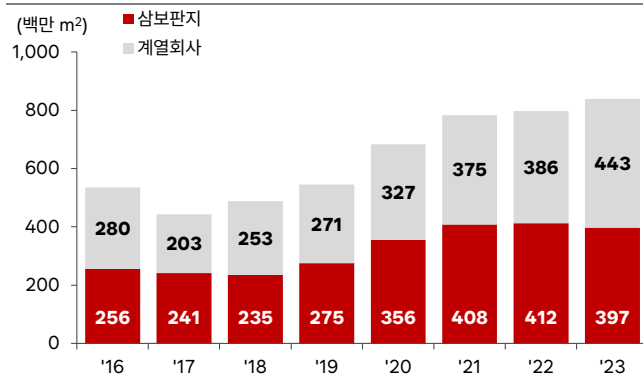
1 골판지 물량 확대

골판지 및 상자 시장 점유율 상승

삼보판지는 2017년 대림제지에게 동진판지 지분 100%와 파주 골판지 공장을 함께 매각했다. 매각 후 삼보판지의 골판지 원단 설비규모는 연결기준으로 2016년 연간 6.5억 m²에서 2017년 연간 5.6억 m²로 축소되었다. 하지만 2018년부터 순차적으로 설비를 확대해 나가며 2023년에는 연결기준으로 연간 9.6억 m² 규모의 생산설비를 갖추었다. 동사의 골판지 원단 생산 설비는 2016년 대비 48.6% 증가하였다. 이는 같은 기간 국내 골판지 생산능력 공급 증가율 20.7% 대비 월등히 높은 수치이다.

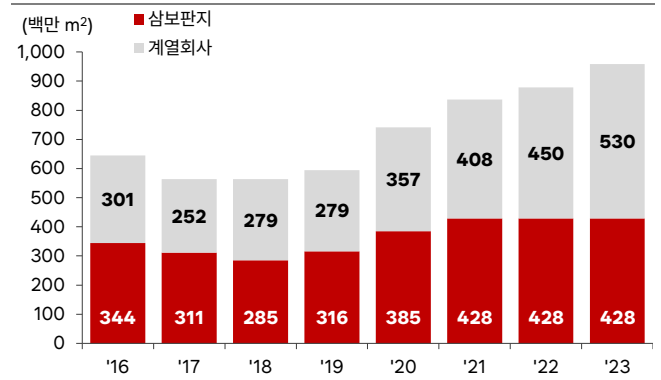
공격적으로 설비를 확장했음에도 생산량 증가율은 공급량 증가율을 상회한다. 2023년 생산량은 8.4억 m² 로 2016년 생산량 5.4억 m² 대비 56.9% 증가하였다. 같은 기간 국내 골판지 생산 증가율 16.0%를 상회하고 있다. 생산기준으로 시장 점유율은 2016년 9.5%에서 2023년 12.9%로 3.4%p 확대되었다.

삼보판지 골판지 원단 생산 규모



자료: 삼보판지, 한국IR협의회 기업리서치센터

삼보판지 골판지 원단 설비 규모



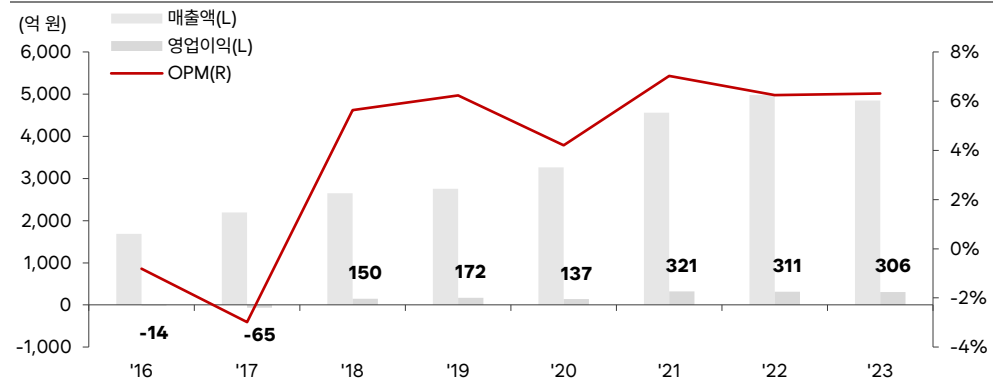
자료: 삼보판지, 한국IR협의회 기업리서치센터

판매 물량 증가는

실적 상승으로 연결

삼보판지의 골판지 원단 판매량이 증가하며 실적도 개선되었다. 골판지 및 상자 부문의 2023년 매출액은 4,847억 원을 기록하여 2016년 매출액 1,684억 원 대비 1.9배 증가하였다. 2023년 영업이익은 306억 원을 기록하여, 2016년 영업이익 -14억 원 대비 흑자 전환하며 크게 개선되었다.

삼보판지 골판지 및 상자 부문 실적 추이



자료: 삼보판지, 한국IR협의회 기업리서치센터

증설 진행중

삼보판지의 증설은 지속되고 있다. 골판지 및 상자 설비를 추가하여 2024년 3분기 말 기준으로 연간 생산 가능 설비가 연간 9.8억 m²로 전년 말 대비 2.3% 설비 규모를 확장하였으며, 유형자산에서 건설중인 자산의 규모가 2024년 3분기 말 기준 650억 원으로 전년 말 대비 400억 원 증가하였다. 골판지 및 상자 사업 부문의 안정적인 이익률을 감안하면 설비의 증가가 이익의 증가로 연결될 것으로 전망된다.

골판지 원지의 높은 가격 협상력

골판지 원지는 2023년 영업이익의 54.6%를 차지

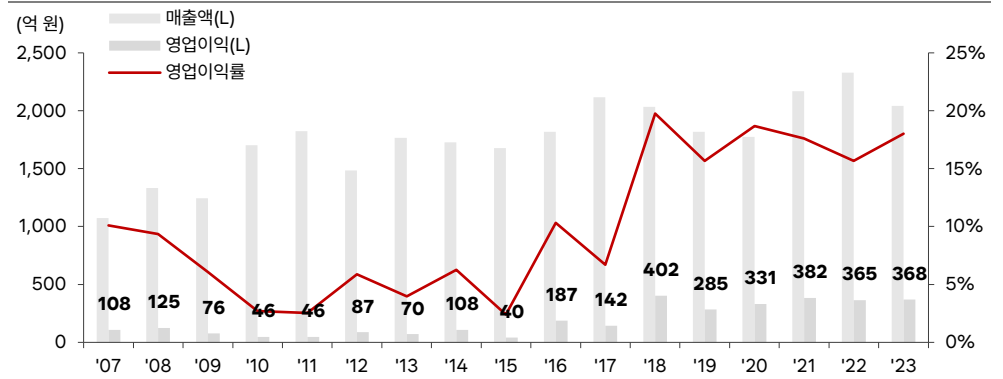
삼보판지는 상호 그대로 골판지 및 상자를 제조하는 업체이며, 판지 중심으로 설비를 확장하고 있다. 그럼에도 불구하고 골판지 원지 부문은 2023년 기준으로 매출액에서 29.7%, 영업이익에서 54.6%를 차지하고 있는 중요한 사업부이다. 삼보판지의 원지 부문 관련 매출은 연결대상인 고려제지로부터 발생하고 있다. 삼보판지는 고려제지의 지분 85.76%를 확보하여 연결대상 종속회사로 분류하고 있어, 고려제지의 원지 부문 실적이 삼보판지 연결재무제표에 포함되어 있다.

고려제지는 2023년 기준 44.0만 톤의 골판지 원지를 생산하여 국내에서 생산되는 원지에서 8.8%를 차지하고 있다. 고려제지의 2023년 원지 매출 2,043억 원 중 삼보판지 관계기업들(삼보판지, 삼화판지, 한청판지, 동진판지) 향으로 발생한 매출은 1,392억 원으로, 삼보판지 계열의 판지 업체들에게 원지를 공급하는 역할을 맡고 있다.

원지 사업부문의 높은 이익이 오랜기간 지속되고 있음

2023년 고려제지의 골판지 원지 사업부문은 매출액 2,043억 원, 영업이익 368억원, 영업이익률 18.0%를 기록하였다. 2023년과 같은 높은 수준의 영업이익이 한 해만의 일은 아니다. 고려제지의 골판지 원지 사업 부문의 2018년부터 2023년까지 6년 동안 평균 영업이익은 355억 원, 평균 영업이익률은 17.6%를 기록하였다. 제지산업이 경기기에 따른 수요의 변동 및 산업의 증설 사이클에 따라 이익 변동성이 큰 경기 순환적인 장치 산업임을 감안하면 고려제지의 높은 이익률은 이례적인 일이라 할 수 있다.

고려제지 골판지 원지 실적 추이



자료: 삼보판지, 한국R협의회 기업리서치센터

원지 부문의 높은 수익구조
한동안 지속될 것

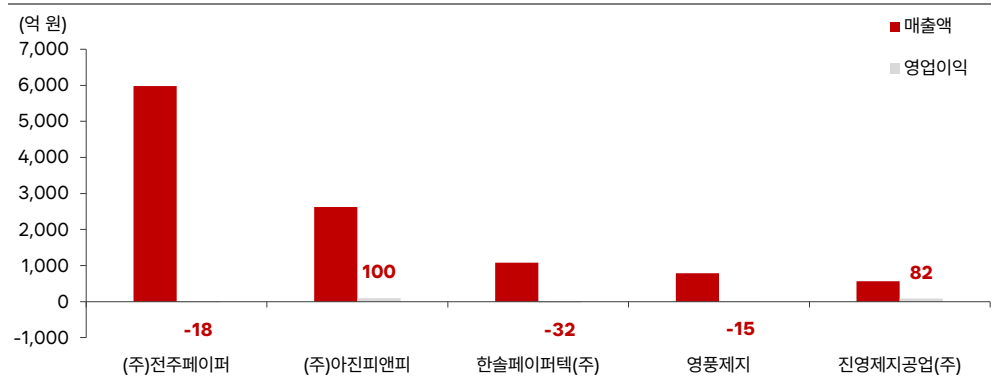
고려제지의 원지 부문의 높은 수준의 수익 구조는 한동안 지속될 것으로 보인다.

첫째, 과점을 하고 있는 골판지 원지 업체들이 수직계열화에 성공했기 때문이다. 생산한 물량의 대부분을 계열사에 판매할 수 있기 때문에 안정적으로 가동률을 유지할 수 있다. 재고 소진을 위해 판매 가격을 낮출 필요가 없으며, 원지를 확보하지 못한 골판지 및 상자 업체와의 협상에서 우위에 설 수 있다.

둘째, 2020년 대양제지공업의 화재가 여전히 시장에 영향을 미치고 있기 때문이다. 대양제지공업이 2019년 생산한 물량은 39.2만 톤으로, 2019년 업계 생산량 531만 톤의 7.4%를 차지하였다. 2004년부터 2023년까지 19년 평균 연간 수요 성장률이 2.3% 임을 감안하면 수급 균형을 위해 매년 10만 톤¹ 이상의 설비 증설이 필요하다. 설비능력 41만 톤의 대양제지 화재는 골판지 원지 공급 능력을 4년 전으로 되돌린 셈이다.

셋째, 과점 5사를 제외한 골판지 원지 업체들의 수익성이 낮기 때문이다. 비교적 규모가 큰 업체들로 꼽히는 전주페이퍼, 아진피앤피, 한솔페이퍼텍, 영풍제지, 진영제지 5사의 2023년 합산 실적은 매출액 1조 1,042억 원, 영업이익 117억 원, 영업이익률 1.1%를 기록하였다. 2023년 고려제지 골판지 원지 사업부의 영업이익률 17.6%와 상당한 격차가 있다. 과점 5사를 제외한 업체들의 원가 경쟁력이 열위이기 때문에 경쟁이 제한적일 것으로 보인다.

2023년 과점5사 외 주요 골판지 원지 회사의 실적



자료: 각사, 한국R협의회 기업리서치센터

¹ 2023년 연간 내수 수요 499만 톤 *19년 평균 수요 성장률 2.3%=11.5만 톤

 **실적 추이 및 전망**

2023년 실적 분석

2023
매출액 5,556억 원(yoy -4.5%)
영업이익 674억 원(yoy -0.3%)

2023년 매출액은 5,556억 원(yoy -4.5%), 영업이익은 674억 원(yoy -0.3%)을 기록하였다. 영업이익률은 12.1%로 전년 대비 0.5%p 개선되었다. 골판지 원지 실적이 견조한 가운데 골판지 원단 물량이 증가하며 실적을 잘 방어하였다.

골판지 원단 및 상자

매출액 4,847억 원(yoy -2.7%), 영업이익 306억 원(yoy -1.6%)을 기록하였다. 영업이익률은 6.3%로 전년 대비 0.1%p 개선되었다. 삼보판지의 골판지 원단 생산량은 8.4억 m²로 전년 대비 5.2% 증가하였다. 골판지 원단 가격은 549원/m²로 전년 대비 5.8% 하락했다. 골판지 원단의 주요 원료인 원지 구매 가격은 493원/kg으로 전년 대비 10.5% 하락했다. 원재료비 하락으로 7.4%² 원가 개선 요인이 발생했지만, 제품 가격은 5.8% 하락에 그쳐 제품 가격을 잘 방어하였다.

골판지용 원지 매입액 중 고려제지와 대림제지가 약 57%를 차지하였으며, 2023년 2분기에 골게이터 1기가 추가되며 연환산 0.4억 m² 규모의 설비 증가가 있었다.

골판지 원지

매출액 2,043억 원(yoy -12.2%), 영업이익 368억 원(yoy 0.8%)을 기록했다. 영업이익률은 18.0%로 전년 대비 2.3%p 개선되었다. 종속회사 고려제지의 골판지 원지 생산량은 44.0만 톤으로 전년 대비 0.4% 감소하였다. 원지 가격은 553원/kg으로 전년 대비 8.0% 하락했으나, 원지 스프레드(골판지 원지 가격-고지 가격)는 389원/kg으로 전년 대비 2원/kg 확대되었다.

2024년 3분기 누적 실적 분석

2024년 3분기 누적
매출액 4,121억 원(yoy -0.5%)
영업이익 324억 원(yoy -39%)

2024년 3분기 누적 매출액은 4,121억 원(yoy -0.5%), 영업이익은 324억 원(yoy -39.4%)을 기록했다. 영업이익률은 7.9%로 전년 같은 기간 대비 5.0%p 하락했다. 골판지 산업 전반적인 이익률 하락추세를 벗어날 수 없었지만, 계속되는 증설과 높은 가동률이 눈에 띈다.

2024년 3분기 말 기준으로 삼보판지의 유형자산은 5,104억 원으로 2023년 말 4,727억 원 대비 8.0% 증가하였다. 건설중인 자산이 650억 원으로 2023년 말 250억 원 대비 400억 원 증가하였다.

골판지 원단의 2024년 3분기 누적 가동률은 92.5%로 2019년부터 2023년까지 5년 평균 가동률 91.2%를 상회하고 있다.

골판지 원단 및 상자

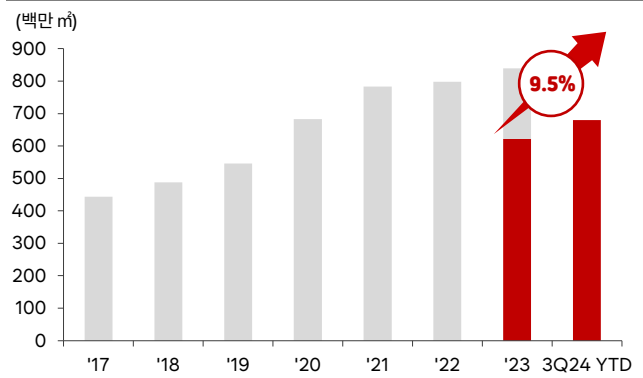
매출액 3,689억 원(yoy 2.8%), 영업이익 137억 원(yoy -43.6%)을 기록하였다. 영업이익률은 3.7%로 전년 같은 기간 대비 3.1%p 하락했다. 삼보판지의 골판지 원단 생산량은 6.8억 m²로 전년 동기 대비 9.5% 증가하였다. 골판지 원

² 골판지 원단 제조원가의 골판지 원지가 70%를 차지한다는 것을 활용하여 계산한 수치

단가는 509원/m²로 전년 동기 대비 7.8% 하락했으며, 구매 원지 가격은 478원/kg으로 전년 대비 0.8% 상승하였다. 원재료비가 상승하여 원가 부담이 늘어났으나, 제품 가격은 하락하여 영업이익률이 하락했다. 설비 가동률은 92.5%를 기록하여 전년 동기 대비 5.8%p 개선되었다.

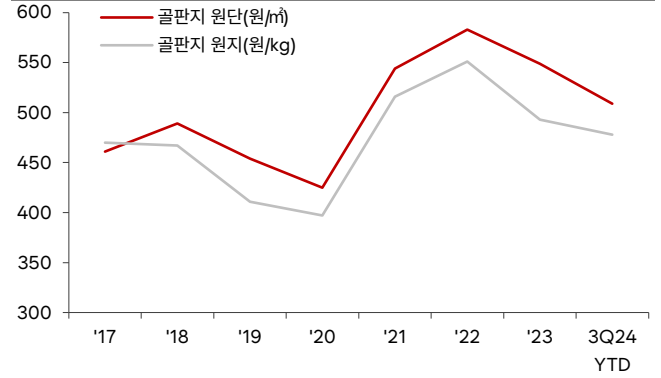
골판지용 원지 매입액 중 고려제지와 대림제지가 약 54%를 차지하였다.

삼보판지 골판지 원단 생산 규모



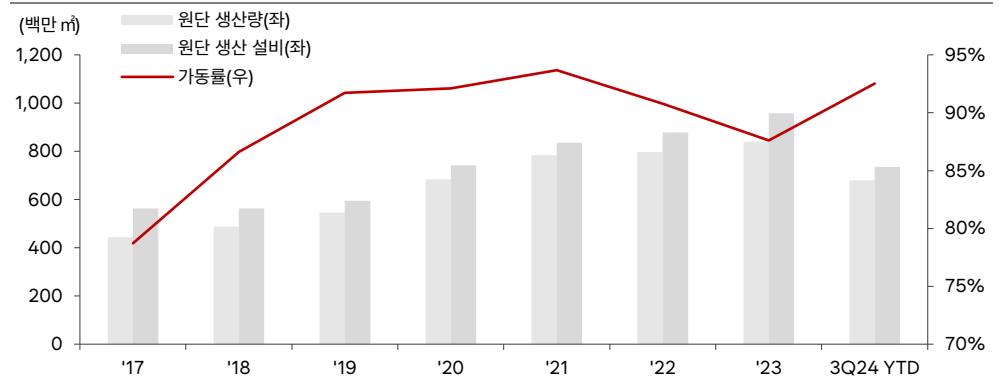
자료: 삼보판지, 한국R협의회 기업리서치센터

삼보판지 골판지 원단 및 구매 원지 가격



자료: 삼보판지, 한국R협의회 기업리서치센터

삼보판지 원단 설비 가동률

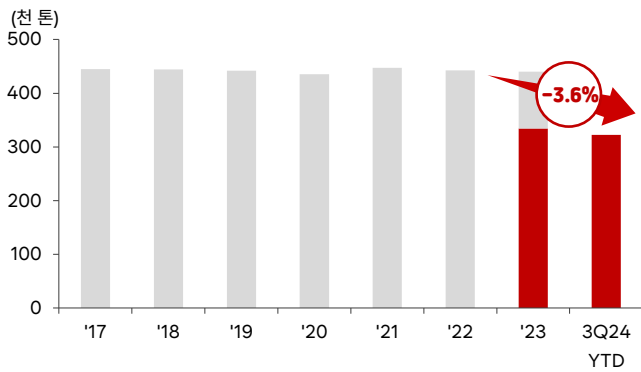


자료: 삼보판지, 한국R협의회 기업리서치센터

골판지 원지

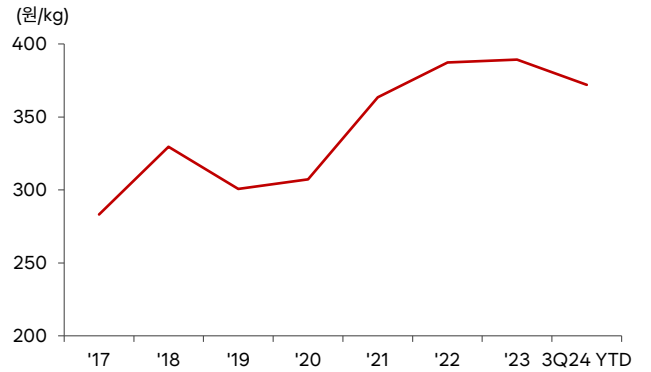
매출액 1,432억 원(yoy -7.8%), 영업이익 184억 원(yoy -36.9%)을 기록하였다. 영업이익률은 12.9%로 전년 같은 기간 대비 5.9%p 하락했다. 종속회사 고려제지의 골판지 원지 생산량은 32.2만 톤으로 전년 동기 대비 3.6% 감소했다. 원지 가격은 541원/kg으로 전년 동기 대비 2.6% 하락하였으며, 원지 스프레드(골판지 원지 가격-고지 가격)는 372원/kg으로 전년 동기 대비 19원/kg 축소되었다.

삼보판지 골판지 원지 생산 규모



자료: 삼보판지, 한국R협회의 기업리서치센터

삼보판지 골판지 원지 스프레드



자료: 삼보판지, 한국R협회의 기업리서치센터

분기 실적 추이

(단위: 억 원, 천 톤, 백만 m)

구분	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	3Q23 YTD	3Q24 YTD
매출액	1,324	1,399	1,417	1,416	1,349	1,376	1,396	4,140	4,121
골판지	1,131	1,214	1,242	1,259	1,213	1,231	1,244	3,587	3,689
원지	529	513	510	490	466	466	500	1,553	1,432
기타 및 연결조정	-336	-328	-336	-334	-330	-321	-348	-1,000	-999
생산실적									
골판지	195	212	214	218	225	227	229	621	680
원지	109	112	113	106	106	105	111	335	322
영업이익	161	174	199	139	133	123	68	535	324
골판지	64	87	93	62	59	66	12	244	137
원지	100	86	106	76	73	56	56	292	184
영업이익률	12.2%	12.5%	14.0%	9.8%	9.9%	8.9%	4.9%	12.9%	7.9%
골판지	5.6%	7.2%	7.5%	4.9%	4.8%	5.4%	1.0%	6.8%	3.7%
원지	18.9%	16.8%	20.8%	15.5%	15.6%	11.9%	11.2%	18.8%	12.9%

자료: 삼보판지, 한국R협회의 기업리서치센터

2024년 연간 실적 전망

2024E

매출액 5,560억 원(yoy 0.1%)

영업이익 398억 원(yoy -41%)

2024년 매출액은 5,560억 원으로 전년대비 0.1% 증가하고, 영업이익은 398억 원으로 전년 대비 40.9% 감소할 전망이다. 영업이익률은 7.2%로 전년 대비 4.9%p 하락할 전망이다. 2024년은 골판지 업황 부진과 골판지 원지 단가 인상이 겹친 해이다. 골판지 원단 업체의 단가 인상에는 시간이 필요하기 때문에 일시적으로 마진 악화가 불가피하다.

골판지 원단 및 상자

골판지 원지 업체들은 9월을 기점으로 골판지 원지 가격을 인상했다. 고객수가 많아 계약의 형태가 다양한 골판지 원단 업체는 일괄적으로 가격 인상이 어려운 구조이다. 2024년 4분기부터 2025년 1분기까지 가격 인상이 진행될 것으로 보인다. 업황이 저조하여 2024년 3분기까지 실적이 부진했고, 주요 원재료인 골판지 원지 가격 인상이 겹치며 2024년에는 부진한 실적이 전망된다.

골판지 원지

지속적으로 하락세였던 원지 스프레드(골판지 원지 가격-고지 가격)는 9월을 기점으로 반등에 성공했다. 골판지 업황이 부진함에도 불구하고 원지 업체들의 가격 협상력이 눈에 띄는 해이다. 2024년 3분기를 바닥으로 마진이 개선될 것으로 기대된다.

연간 실적 추이 및 전망

(단위: 억 원, 천 톤, 백만 m)

구분	2020	2021	2022	2023	2024F
매출액	4,034	5,340	5,820	5,556	5,560
골판지	3,266	4,565	4,980	4,847	5,053
원지	1,773	2,169	2,328	2,043	1,826
기타 및 연결조정	-1,005	-1,394	-1,487	-1,333	-1,319
생산실적					
골판지	683	784	798	840	
원지	436	447	442	440	
영업이익	469	702	676	674	398
골판지	137	321	311	306	126
원지	331	382	365	368	272
영업이익률	11.6%	13.2%	11.6%	12.1%	7.2%
골판지	4.2%	7.0%	6.2%	6.3%	2.5%
원지	18.7%	17.6%	15.7%	18.0%	14.9%

자료: 삼보판지, 한국IR협회의 기업리서치센터

Valuation

역사적 PBR Band 하단에서 거래

업황이 회복국면에 진입하여
PBR Band 하단 탈피 가능

삼보판지 주가는 2024년 연초대비 8.7% 하락하여 동기간 코스닥지수 하락률 21.9% 대비 양호한 수익률을 기록하고 있다.

삼보판지 PBR은 0.2배이다. 2020년 이후 PBR은 0.2배~0.7배 사이에서 움직였다. 이를 감안하면 동사의 주가는 PBR Band 하단에서 거래되고 있다.

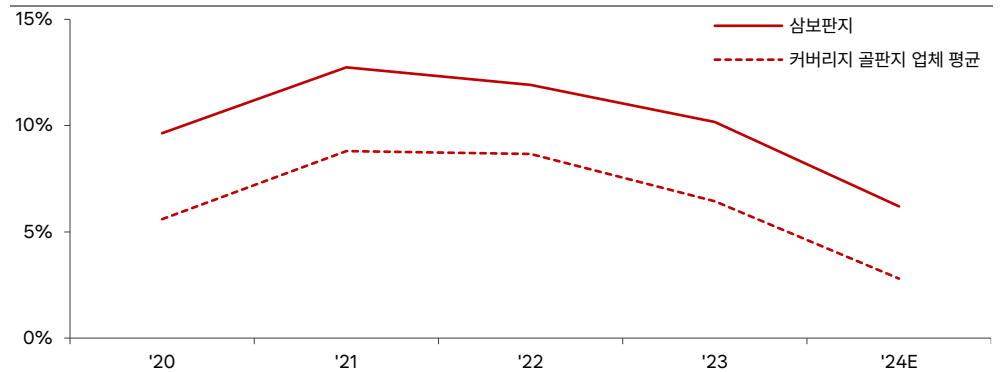
삼보판지의 ROE는 2021년 12.7%를 고점으로 2024년에는 6.2%까지 하락할 것으로 전망된다. 2024년은 업황 부진과 골판지 원지 가격 인상이 겹쳐 실적이 부진하다. 2024년 4분기부터 2025년 1분기에 걸쳐 골판지 원단 가격 인상이 진행되고 있어 2025년에는 ROE가 회복 국면에 진입할 것으로 전망한다. ROE가 PBR의 주요 변수이기 때문에 ROE가 반등하는 국면에서 PBR Band 저점을 탈피할 수 있을 것으로 기대된다.

삼보판지 역사적 PBR



자료: Quantwise, 한국R협회의 기업리서치센터

삼보판지와 골판지업체의 ROE



자료: Quantwise, 한국R협회의 기업리서치센터

동종 업체 대비 할인 영역

**동종 업체 대비
높은 ROE 구조**

삼보판지 현재 주가는 2024년 추정 실적 대비 PBR 0.2배로 기업리서치센터가 추정한 여섯 개의 골판지 기업 평균 0.4배보다 할인된 배수에서 거래되고 있다.

삼보판지는 골판지 및 상자 업체이지만 종속회사 고려제지로부터 골판지 원지 실적이 연결 손익계산서에 포함되어 있으며, 2023년 영업이익에서 차지하는 비중도 54.6%로 높다. 고려제지에 대한 지분율도 85.76%로 지배주주순이익에서 차지하는 비중도 높다.

골판지 원지 실적이 연결 손익계산서의 포함되면서 삼보판지는 높은 ROE를 보여주고 있다. 삼보판지의 2024년 예상 ROE는 6.2%로 기업리서치센터에서 추정한 여섯 개의 골판지 기업 평균 ROE 2.8% 대비 3.4%p 높다. 삼보판지의 2020년부터 2023년까지 4년 동안 ROE는 11.1%로 여섯 개의 골판지 기업 평균 ROE 7.4% 대비 3.7%p 높다.

삼보판지의 높은 ROE는 골판지 업체 중 상대적으로 높은 PBR을 받을 수 있는 근거가 될 수 있다.

동종 업체 밸류에이션

기업명	종가 (원/주)	시가총액 (십억 원)	YTD수익률 (%)	매출액(십억 원)		영업이익(십억 원)		P/E(배)		P/B(배)		ROE				
				'23	'24E	'23	'24E	'23	'24E	'23	'24E	'20	'21	'22	'23	'24E
코스피	2,481	2,032,824	-6.6	3,530,937	2,714,729	171,757	258,156	19.4	10.1	1.0	0.9	5.3%	10.8%	8.1%	5.0%	
코스닥	681	339,015	-21.5	331,733	105,015	11,079	8,012	166.8	30.5	2.0	2.1	3.4%	7.4%	4.4%	1.2%	
신대양제지	5,550	224	-1.3	645	647	59	33	4.7	6.6	0.3	0.4	9.7%	11.3%	9.0%	8.4%	
대영포장	968	105	-14.8	283	281	11	2	15.5	32.3	0.6	0.6	2.2%	6.3%	7.7%	4.6%	
삼보판지	8,530	138	-9.5	556	556	67	40	2.9	4.0	0.3	0.2	9.6%	12.7%	11.9%	10.2%	
대림제지	6,850	62	-15.6	164	166	22	9	3.9	6.5	0.3	0.2	7.7%	11.0%	10.7%	7.4%	
태림포장	2,005	142	-16.8	720	685	22	-8	33.8		0.5	0.4	1.0%	5.4%	5.3%	1.5%	
한국수출포장	2,670	107	-10.0	312	299	23	0	6.2	46.8	0.4	0.4	3.3%	6.2%	7.5%	6.6%	
아세아제지	7,700	329	-6.7	908		88		4.6		0.4		8.9%	13.5%	12.4%	9.8%	
커버리지 골판지 업체 평균										0.4		5.6%	8.8%	8.7%	6.4%	

자료: Quantwise, 한국IR협회의 기업리서치센터

주: 2024년 11월 21일 기준

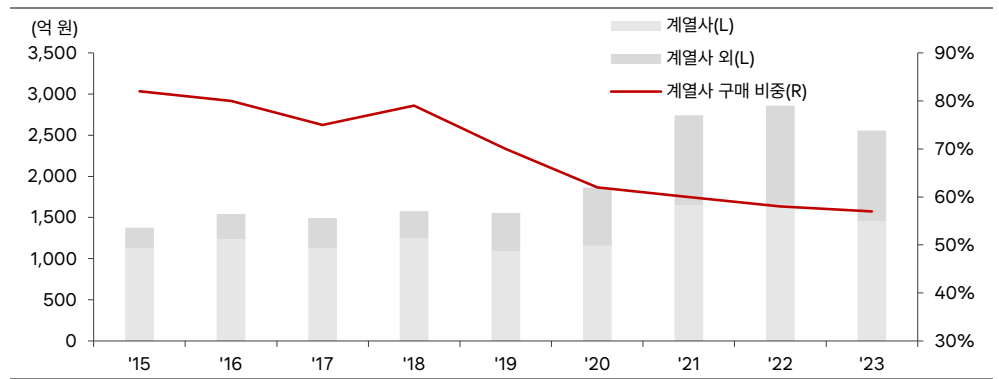
⚠ 리스크 요인

1 원지 외부 조달

원지 외부 조달 비중 상승

삼보판지가 골판지 원단 및 상자를 만들기 위해 구매하는 골판지 원지 구매에서 계열사인 고려제지와 대림제지 구매 비중은 감소세에 있다. 삼보판지가 공격적으로 골판지 원단 및 상자의 설비 규모를 늘리고 있지만, 고려제지의 설비는 2013년 이후 연 495만 톤을 유지하고 있으며, 대림제지는 2021년부터 연 32~33만 톤을 유지하고 있다. 대림제지는 자체적으로 골판지 원단 및 상자 설비를 확장하고 있기 때문에 원지 조달에 불확실성이 있다.

삼보판지 골판지 원지 구매금액



자료: 삼보판지, 한국R협의회 기업리서치센터

지금은 골판지 원지 조달에 문제 없는 상황

2023년 골판지 원지 생산량은 546만 톤을 기록하여, 골판지 생산이 역대 최고치를 기록했던 2021년 598만 톤 대비 8.8% 낮다. 현재는 골판지 시장의 수요가 기대보다 저조하여 골판지 원지 조달에 문제가 없는 상황으로 파악된다.

골판지 원지 수급이 어려워질 때 조달 능력 검토 필요

삼보판지는 지속적으로 골판지 원단 및 상자 설비를 확장하고 있다. 골판지 시장 수요가 회복되어 원지 수급이 타이트해지는 시기에는 원지 조달 능력을 관심있게 지켜봐야 할 것이다.

포괄손익계산서

(억원)	2020	2021	2022	2023	2024F
매출액	4,034	5,340	5,820	5,556	5,560
증가율(%)	9.9	32.4	9.0	-4.5	0.1
매출원가	3,122	4,133	4,579	4,254	4,509
매출원가율(%)	77.4	77.4	78.7	76.6	81.1
매출총이익	913	1,207	1,241	1,302	1,051
매출이익률(%)	22.6	22.6	21.3	23.4	18.9
판매관리비	444	505	565	629	653
판매비율(%)	11.0	9.5	9.7	11.3	11.7
EBITDA	644	890	896	908	641
EBITDA 이익률(%)	16.0	16.7	15.4	16.3	11.5
증가율(%)	3.8	38.3	0.6	1.4	-29.5
영업이익	469	702	676	674	398
영업이익률(%)	11.6	13.2	11.6	12.1	7.2
증가율(%)	2.6	49.9	-3.8	-0.3	-40.9
영업외손익	49	53	62	83	93
금융수익	5	6	18	36	45
금융비용	11	10	17	15	14
기타영업외손익	55	57	62	62	62
중속/관계기업관련손익	0	0	0	0	0
세전계속사업이익	517	756	738	757	491
증가율(%)	24.7	46.1	-2.3	2.6	-35.1
법인세비용	102	154	103	149	96
계속사업이익	415	602	635	608	395
중단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익	415	602	635	608	395
당기순이익률(%)	10.3	11.3	10.9	10.9	7.1
증가율(%)	29.3	44.9	5.6	-4.2	-35.0
지배주주지분 순이익	362	531	562	535	348

현금흐름표

(억원)	2020	2021	2022	2023	2024F
영업활동으로인한현금흐름	581	589	727	749	601
당기순이익	415	602	635	608	395
유형자산 상각비	175	188	220	235	243
무형자산 상각비	0	0	0	0	0
외환손익	0	0	1	1	0
운전자본의감소(증가)	-13	-272	-127	-96	-0
기타	4	71	-2	1	-37
투자활동으로인한현금흐름	-580	-642	-487	-694	-550
투자자산의 감소(증가)	0	1,068	2,092	1,590	-0
유형자산의 감소	3	10	3	1	0
유형자산의 증가(CAPEX)	-484	-516	-517	-246	-549
기타	-99	-1,204	-2,065	-2,039	-1
재무활동으로인한현금흐름	8	189	-268	-61	-49
차입금의 증가(감소)	53	223	-229	5	0
사채의증가(감소)	0	0	0	0	0
자본의 증가	0	0	0	0	0
배당금	-20	-20	-28	-28	-49
기타	-25	-14	-11	-38	0
기타현금흐름	0	-0	-1	-1	37
현금의증가(감소)	9	136	-29	-7	40
기초현금	174	182	319	290	283
기말현금	182	319	290	283	322

재무상태표

(억원)	2020	2021	2022	2023	2024F
유동자산	1,593	2,190	2,142	2,618	2,659
현금성자산	182	319	290	283	322
단기투자자산	328	459	442	901	902
매출채권	832	992	989	1,046	1,047
재고자산	238	406	403	371	371
기타유동자산	12	14	18	17	17
비유동자산	4,273	4,628	4,952	5,000	5,306
유형자산	4,128	4,427	4,707	4,727	5,033
무형자산	24	24	24	24	24
투자자산	79	96	122	158	158
기타비유동자산	42	81	99	91	91
자산총계	5,866	6,818	7,094	7,618	7,965
유동부채	731	1,029	664	933	933
단기차입금	112	114	5	45	45
매입채무	261	340	279	258	258
기타유동부채	358	575	380	630	630
비유동부채	787	866	871	591	591
사채	0	0	0	0	0
장기차입금	477	526	576	301	301
기타비유동부채	310	340	295	290	290
부채총계	1,517	1,895	1,535	1,524	1,524
지배주주지분	3,918	4,423	5,025	5,488	5,787
자본금	81	81	81	81	81
자본잉여금	32	32	33	33	33
자본조정 등	-17	-17	-14	-35	-35
기타포괄이익누계액	-0	-0	-0	-0	-0
이익잉여금	3,822	4,327	4,925	5,410	5,709
자본총계	4,349	4,923	5,559	6,094	6,441

주요투자지표

	2020	2021	2022	2023	2024F
P/E(배)	5.4	4.9	2.9	2.9	4.0
P/B(배)	0.5	0.6	0.3	0.3	0.2
P/S(배)	0.5	0.5	0.3	0.3	0.3
EV/EBITDA(배)	3.9	3.6	2.4	1.8	2.3
배당수익률(%)	1.0	1.1	1.7	3.3	3.6
EPS(원)	2,241	3,286	3,478	3,306	2,149
BPS(원)	24,231	27,351	31,076	33,942	35,791
SPS(원)	24,950	33,025	35,993	34,362	34,385
DPS(원)	125	175	175	310	310
수익성(%)					
ROE	9.6	12.7	11.9	10.2	6.2
ROA	7.4	9.5	9.1	8.3	5.1
ROIC	8.4	11.8	10.6	9.5	5.6
안정성(%)					
유동비율	217.9	212.9	322.8	280.6	284.9
부채비율	34.9	38.5	27.6	25.0	23.7
순차입금비율	3.3	2.0	-1.5	-8.7	-8.8
이자보상배율	43.7	72.0	40.9	50.2	29.5
활동성(%)					
총자산회전율	0.7	0.8	0.8	0.8	0.7
매출채권회전율	5.4	5.9	5.9	5.5	5.3
재고자산회전율	16.4	16.6	14.4	14.4	15.0

삼보판지 계열의 골판지 원지 제조 업체

1984년에 설립된 골판지 원지 회사로, 2023년 말 기준 골판지 원지 연간 31.8만 톤 설비와 골판지 원단 연간 1.3억 m² 설비를 보유. 2024년 3분기 누적 매출 비중은 골판지 원지 64.4%, 골판지 원단 및 상자 34.8%, 기타 0.8%로 구성

골판지 원지 사업은 호황

골판지 원지 사업부문 6년 평균 영업이익률 12.8%. 산업의 과점화, 경쟁사의 화재, 과점 5사 외 업체들 대비 원가 구조 우위가 지속되고 있어 한동안 높은 마진 지속될 것

순조로운 골판지 원단 및 상자의 물량 증가

2017년부터 자체 골판지 원단 및 상자 설비를 성공적으로 증설 중. 대림제지의 골판지 원지 생산 능력을 감안하면 증설은 지속될 것

현주가는 2024년 추정실적대비 PER 6.5배, PBR 0.2배

골판지 원지 영업이익은 3Q24, 골판지 원단 및 상자 영업이익은 4Q24를 저점으로 회복세에 접어들 전망

Forecast earnings & Valuation

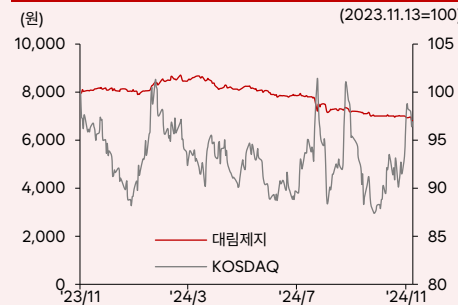
	2020	2021	2022	2023	2024F
매출액(억원)	1,287	1,813	1,874	1,644	1,656
YoY(%)	21.6	40.8	3.4	-12.3	0.7
영업이익(억원)	164	261	292	218	91
OP 마진(%)	12.7	14.4	15.6	13.3	5.5
지배주주순이익(억원)	131	215	244	188	95
EPS(원)	1,453	2,392	2,713	2,089	1,053
YoY(%)	420.9	64.5	13.4	-23.0	-49.6
PER(배)	6.5	5.0	3.2	3.9	6.5
PSR(배)	0.7	0.6	0.4	0.4	0.4
EV/EBITDA(배)	3.8	2.8	1.1	0.7	0.0
PBR(배)	0.5	0.5	0.3	0.3	0.2
ROE(%)	7.7	11.0	10.7	7.4	3.5
배당수익률(%)	0.8	0.8	1.1	1.2	1.5

자료: 한국IR협회의 기업리서치센터

Company Data

현재주가 (11/22)	6,810원
52주 최고가	8,700원
52주 최저가	6,810원
KOSDAQ (11/22)	677.01p
자본금	45억원
시가총액	613억원
액면가	500원
발행주식수	9백만주
일평균 거래량 (60일)	0만주
일평균 거래액 (60일)	0억원
외국인지분율	1.29%
주요주주	권오달 외 8인 61.89%

Price & Relative Performance



Stock Data

주가수익률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	-2.7	-16.7	-15.5
상대주가	6.1	4.0	1.7

기업 개요

1 **삼보판지 계열의 골판지 원지와 골판지 원단 및 상자 제조기업**

1984년 설립된 골판지 제조용 원지와 골판지 원단 및 상자 제조 전문기업

대림제지는 고지를 원재료로 한 골판지 원지와 골판지 원단 및 골판지 상자 제조 전문기업이다.

대림제지는 1984년 3월 설립되었으며, 1994년 11월 코스닥 시장에 상장하였다. 1987년 이면지 일산 120톤을 생산하는 1호기를 준공하였으며, 1989년, 1993년 1호기를 추가 증설하며 일산 200톤을 생산하게 되었다. 2호기는 1991년 준공하여 골심지 300톤을 생산하였으며, 1997년, 2002년에 증설하여 일산 450톤으로 생산량을 늘렸다. 2005년 골판지 원지 제조업체인 화승제지(現 고려제지)를 삼보판지와 공동으로 인수하여 동사 40%, 삼보판지 60% 비율로 지분을 보유하였다. 2006년 1호기를 폐쇄하였으며, 2009년 2호기를 증설하며 일산 600톤을 생산하게 되었다. 2017년 삼보판지에 고려제지의 지분 일부를 양도하고, 이에 상응하는 동진판지의 지분 전량과 삼보판지의 파주공장을 취득하였다. 2019년 동진판지의 소유지분 69.56%를 매각하며 연결대상에서 제외하였으며, 2021년 3월 잔여지분 30.44%도 처분하였다. 2022년 대림씨앤비를 설립하며 종속기업으로 편입하였다.

2 **사업영역**

3Q24기준 매출액 비중은 골판지 원지 64.4%, 골판지 및 골판지 상자 34.8%, 기타 0.8%

사업부문은 골판지원지 부문, 골판지 및 골판지 상자 부문, 기타로 이루어져 있다. 2024년 3분기 누적 매출액 비중은 골판지원지 64.4%, 골판지 원단 및 골판지 상자 34.8%, 기타 0.8%이다.

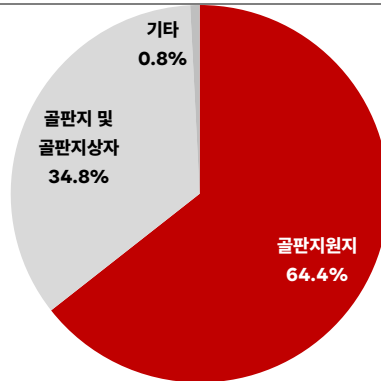
골판지 원지

골판지원지는 종이포장 상자의 원재료로, 포장용도의 종이상자에 사용되는 내·외장의 라이너와 중간에 골을 형성하기 위해 사용되는 골심지로 구분된다. 골판지 원지용 원재료인 고지는 동사가 소요하는 자원 중 가장 큰 비중을 차지하며, 주로 서울과 경인 지역에서 협력업체로부터 수집한다. 동사는 오산공장에서 골판지 원지를 생산하며, 2023년 기준 연간 생산능력은 31.8만 톤이다. 2023년 기준 국내 총 생산량은 545.5만 톤이며, 그 중 동사가 26.3만 톤을 생산하여 생산점유율 4.8%를 차지했다. 동사는 삼보판지, 동진판지, 한청판지, 삼화판지 등의 여러 업체를 주 거래처로 확보하고 있다.

골판지 원단 및 상자

골판지 원단 및 상자는 섬유·전자제품, 식품, 의약품 및 농수산물 등 각종제품의 외부 포장에 사용되는 내용물을 보호하기 위한 제품으로 기업체로부터 포장할 제품에 따라 제품규격에 맞게 100% 주문을 받아 판매하고 있다. 골판지 원단의 원재료인 골판지 원지는 계열회사인 고려제지를 비롯하여 국내에서 조달하고 있다. 골판지 원단 및 상자는 파주공장에서 제조되며, 파주공장에서의 연간 생산능력은 2023년 기준 1.3억 m²이다.

사업부문별 매출비중(3Q24)



자료: 대림제지, 한국IR협의회 기업리서치센터

3 종속회사

종속회사는 대림씨앤비
(지분율 100%)

종속회사는 대림씨앤비로, 2024년 3분기 기준 지분율은 100%이다. 대림씨앤비는 2022년 2월에 설립되었으며, 골판지 및 골판지 상자 제조를 주 사업으로 영위하고 있다. 2024년 3분기 기준 매출은 발생하지 않고 있다.

종속회사(3Q24)

(단위: 억 원)

회사명	설립일	소재지	업종	지분율	자산총액	자본총액	당기순이익
대림씨앤비	2022.02.22	대한민국	골판지, 골판지상자 제조업	100%	21	21	0.4

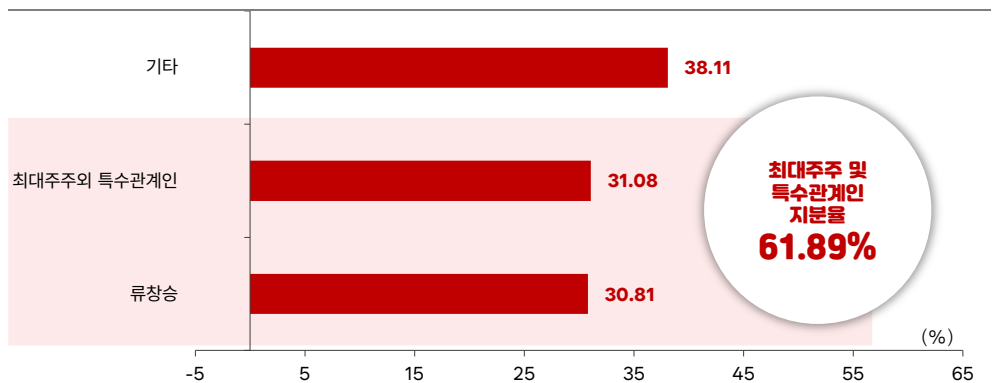
자료: 대림제지, 한국IR협의회 기업리서치센터

4 주주현황

3Q24기준 최대주주는
류창승 대표이사로,
지분율 30.81% 보유

최대주주는 2024년 3분기말 기준으로 류창승 대표이사로, 지분율은 30.81%이다. 류창승 대표이사는 대림제지 류종우 회장의 차남으로, 대림씨앤비와 이엠에이파트너스의 대표이사를 겸임하고 있다. 최대주주 및 특수관계인의 지분율은 총 61.89%이다.

주주현황(3Q24)



자료: 대림제지, 한국IR협의회 기업리서치센터

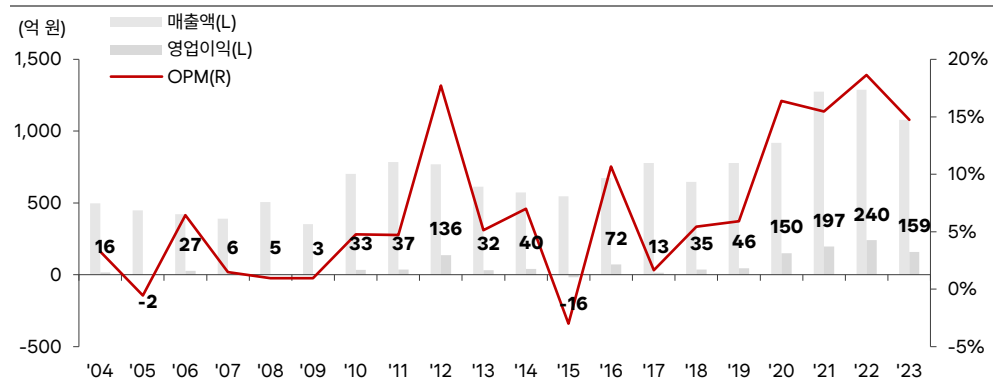
투자포인트

1 골판지 원지의 높은 가격 협상력

높은 수준의 골판지 원지 영업이익

2023년 대림제지 골판지 원지 사업부는 매출액 1,078억 원, 영업이익 159억 원, 영업이익률은 14.7%를 기록했다. 2023년과 같은 높은 수준의 영업이익률이 한 해만의 일이 아니다. 동사 골판지 원지 사업부의 2018년부터 2023년까지 6년 평균 영업이익은 138억 원, 영업이익률은 12.8%를 기록하였다. 2004년부터 2023년까지 20년 평균 영업이익이 61억 원, 영업이익률이 6.9%임을 감안하면 이익 레벨이 이전 대비 한단계 올라가 있다.

대림제지 골판지 원지 사업부 이익 추이



자료: 대림제지, 한국IR협의회 기업리서치센터

높은 수준의 수익 구조 지속 전망

골판지 원지 업체의 높은 수준의 수익 구조는 한동안 지속될 것으로 보인다.

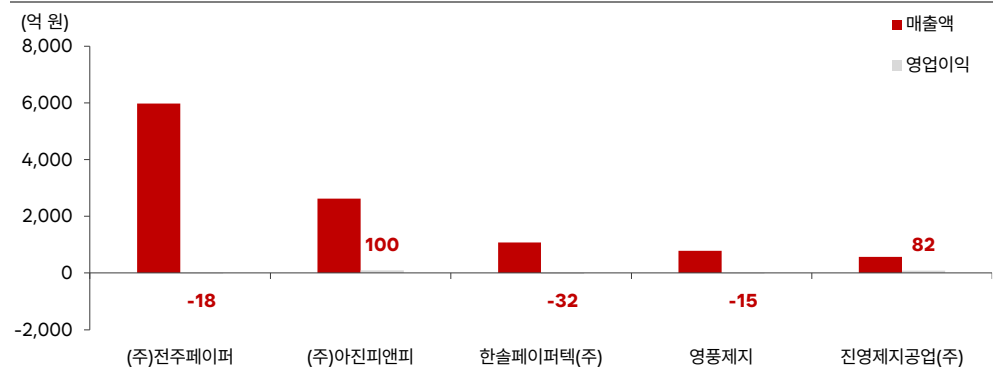
첫째, 과점을 하고 있는 골판지 원지 업체들이 수직계열화에 성공했기 때문이다. 생산한 물량의 대부분을 계열사에 판매할 수 있기 때문에 안정적으로 가동률을 유지할 수 있다. 재고 소진을 위해 판매 가격을 낮출 필요가 없으며, 원지를 확보하지 못한 골판지 원단 및 상자 업체를 대상으로 하는 협상에서 우위에 설 수 있다.

둘째, 2020년 대양제지 공업의 화재가 여전히 시장에 영향을 미치고 있기 때문이다. 대양제지가 2019년 생산한 물량은 39.2만 톤으로 2019년 업계 생산량 531만 톤의 7.4%를 차지하였다. 2004년부터 2023년까지 19년 평균 연간 수요 성장률이 2.3% 임을 감안하면 수급 균형을 위해 매년 10만 톤¹이상의 설비 증설이 필요하다. 설비능력 41만 톤의 대양제지 화재는 골판지 원지 공급 능력을 4년 전으로 되돌린 셈이다.

셋째, 과점 5사를 제외한 골판지 원지 업체들의 수익성이 낮기 때문이다. 비교적 규모가 큰 업체들로 꼽히는 전주제지, 아진피앤피, 한솔페이퍼텍, 영풍제지, 진영제지 5사의 2023년 합산 실적은 매출액 1조 1,042억 원, 영업이익 117억 원, 영업이익률 1.1%를 기록하였다. 2023년 대림제지 골판지 원지 사업부의 영업이익률 14.7%와 상당한 격차가 있다. 과점 5사를 제외한 업체들의 원가 경쟁력이 열위이기 때문에 경쟁이 제한적일 것으로 보인다.

¹ 2023년 연간 내수 수요 499만 톤 * 19년 평균 수요 성장률 2.3% = 11.5만 톤

과점 5사 외 주요 골판지 원지 회사의 2023년 실적



자료: 각사, 한국IR협의회 기업리서치센터

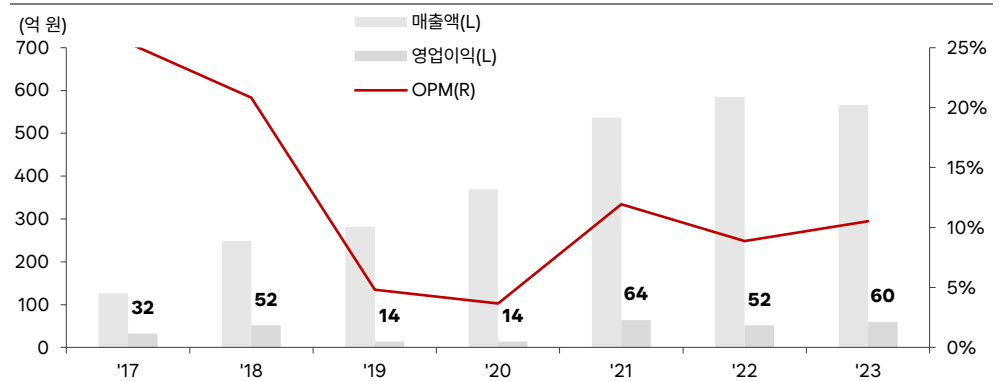
골판지 원단 및 상자의 물량 증가

골판지 원단 및 상자 설비 확대가 실적 상승에 기여

대림제지는 자체 골판지 원단 및 상자 설비를 확대함으로써 수직계열화 및 실적 증가에 성공했다.

대림제지는 2017년 삼보판지에게 고려제지의 일부 지분을 매각하면서 동진판지 주식 100%와 삼보판지의 파주공장에 대한 인수 계약을 체결하였다. 이때 삼보판지의 파주공장 생산 설비 규모가 연간 0.6억 m²였다. 당사는 골판지 원단 생산설비의 생산효율을 끌어올리며 설비 규모를 2023년 기준 연간 1.3억 m²까지 확대시켰으며, 이에 맞춰 골판지 원단 생산량도 2017년 0.3억 m²에서 2023년 1.0억 m²까지 증가하였다. 생산량이 증가한만큼 실적도 증가하여 골판지 원단 및 상자 사업부 실적은 2017년 매출액 127억 원, 영업이익 32억 원에서 2023년 매출액 566억 원, 영업이익 60억 원으로 증가하였다.

대림제지 골판지 원단 및 상자 이익 추이



자료: 대림제지, 한국IR협의회 기업리서치센터

증설의 배경에는 사촌간 사업 정리

삼보판지 그룹은 1973년 류종욱 삼보판지 회장과 동생 대림제지 류종우 회장이 함께 설립한 삼보판지를 모태로 한다. 형제는 공동 경영으로 사세를 확장하며 삼보판지 그룹을 키웠다. 과거 형제경영 형태로 이뤄지던 그룹 경영은 2000년에 들어서며 사촌 경영으로 서서히 전환되었다.

2016년에서 2017년에 걸쳐 사촌경영을 위한 준비 작업이 있었다. 류종욱 회장의 차남인 류진호 이사가 2016년 4월부터 삼보판지의 대표이사가 되면서, 2009년부터 삼보판지의 대표이사였던 류동원 現 동진판지 대표이사(류창승 現

대림제지 대표이사의 형)와 공동대표가 된다. 2017년 3월에 류동원 씨가 삼보판지의 대표이사직을 사임하면서, 삼보판지 경영은 류종욱 삼보판지 회장의 차남 류진호 대표가 주도하게 되고, 대림제지 경영은 류종우 회장의 차남 류창승 대표가 주도하게 된다. 이어서 삼보판지는 동진판지 주식 100% 및 삼보판지의 파주공장을 대림제지에게 각각 127억 원, 268억 원에 매각하고, 반대급부로 고려제지의 지분 24.25%를 359억 원에 취득한다. 이로써 두 사촌 간의 사업 정리는 일단락이 된 것으로 보인다.

삼보판지그룹 가계구조도



자료: 대림제지, 한국IR협의회 기업리서치센터

**여전히 부족한 골판지 설비 규모
감안하면 추가 증설 전망**

대림제지의 2023년 골판지 생산량은 26.4만 톤이며 국내 생산량에서 4.8%를 차지한다. 반면에 대림제지의 골판지 원단 설비규모는 연간 1.3억 m² 규모로 국내 설비에서 1.4%를 차지한다. 류동원 대표가 운영하는 동진판지와 설비규모를 합산하여도 3.1억 m²(동진판지 연간 1.8억 m²) 규모로 2023년 국내 골판지 원단 설비 규모의 3.4%를 차지하고 있어 추가적으로 골판지 및 골판지 상자 설비를 확대할 여력이 있다.

대림제지의 골판지 원단 및 상자 사업부는 증설을 이어 나가며 실적 성장의 한 축이 될 것으로 보인다.

실적 추이 및 전망

2023년 실적 분석

2023

매출액 1,644억 원(yoy-12.3%)

영업이익 218억 원(yoy-25.2%)

2023년 매출액은 1,644억 원(yoy -12.3%), 영업이익은 218억 원(yoy -25.2%)을 기록하였다. 영업이익률은 13.3%로 전년 대비 2.3%p 하락했다. 원지 스프레드(골판지 원지 가격-고지 가격)가 악화된 영향 및 매출액 대비 전력비가 2022년 6.1%에서 2023년 8.9%로 증가한 영향이 컸다.

골판지 원지

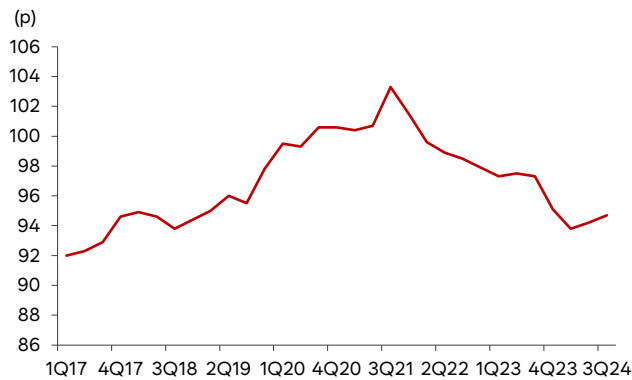
매출액 1,078억 원(yoy -16.4%), 영업이익 159억 원(yoy -33.9%)을 기록하였다. 영업이익률은 14.7%로 전년 대비 3.9%p 하락했다. 골판지 원지 생산량은 26.4만 톤으로 전년 대비 4.5% 감소했다. 원지 가격은 445원/kg으로 전년 대비 13.7% 하락하였으며, 원지 스프레드(골판지 원지 가격-고지 가격)는 291원/kg으로 전년 대비 24원/kg 축소되었다.

수요 상황을 판단하기 위해 통계청에서 발표하는 계절조정 소매판매액지수를 살펴보면, 음식료품은 3Q21에 기록했던 103.3pt를 고점으로, 가전제품은 1Q22에 기록했던 114.8pt를 고점으로 지속적으로 하락세에 있다. 산업의 수요 부진이 골판지 업체의 이익률에 하락 압력으로 작용하고 있다.

골판지 원단 및 상자

매출액 566억 원(yoy -3.2%), 영업이익 60억 원(yoy 14.7%)을 기록하였다. 골판지 생산량은 1.0 억 m²로 전년 대비 0.2% 증가하였다. 골판지 원단 가격은 491원/m²로 전년 대비 3.2% 하락했으며, 골판지 원지 구매 단가는 532원/kg으로 전년 대비 8.0% 하락했다. 원지 가격 하락으로 인한 구매 원가는 5.6%² 하락한 반면, 골판지 원단 제품 가격은 3.2% 하락에 그쳐 이익률이 개선될 수 있었다.

분기별 계절조정 음식료품 소매판매액지수



자료: 통계청, 한국R협회의 기업리서치센터

분기별 계절조정 가전제품 소매판매액지수



자료: 통계청, 한국R협회의 기업리서치센터

² 골판지 원단 제조원가의 골판지 원지가 70%를 차지한다는 것을 활용하여 계산한 수치

2024년 3분기 누적 실적 분석

2024년 3분기 누적

매출액 1,234억 원(yoy 1.8%)

영업이익 70억 원(yoy -58.1%)

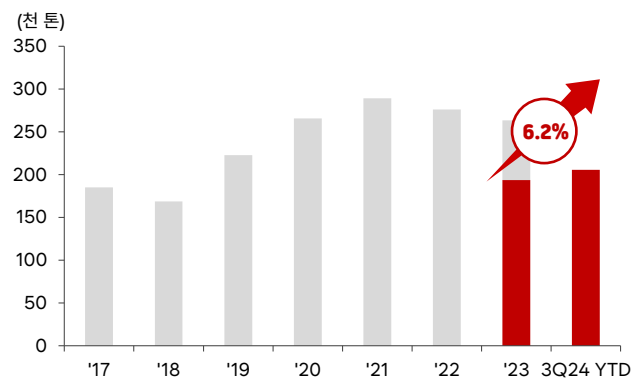
2024년 3분기 누적 매출액은 1,234억 원(yoy 1.8%), 영업이익은 70억 원(yoy -58.1%)을 기록하였다. 영업이익률은 5.7%로 전년 같은 기간 대비 8.1%p 악화되었다. 골판지 원지와 골판지 및 상자 부문의 스프레드 축소는 골판지 산업 공통적이나 회계적인 차이로 이익률 하락폭이 큰 편이다. 대림제지는 제품 가격이 하락하는 시기에 이익률 하락폭이 크다. 재고자산을 평가하는 데 있어 대부분의 업체들이 평균법을 쓰고 있는 반면, 대림제지는 선입선출법으로 결정하고 있기 때문이다. 매출액 대비 전력비가 9.3%를 기록하여 전년 동기 8.8% 대비 0.5%p 상승한 것도 영업이익률 하락에 영향을 미쳤다.

3Q24까지 유형자산 취득 금액은 132억 원으로 2023년 유형자산 취득 금액 83억 원을 넘어섰다. 유형자산 항목에서 건물, 기계장치, 건설중인 자산의 증가가 있었다.

골판지 원지

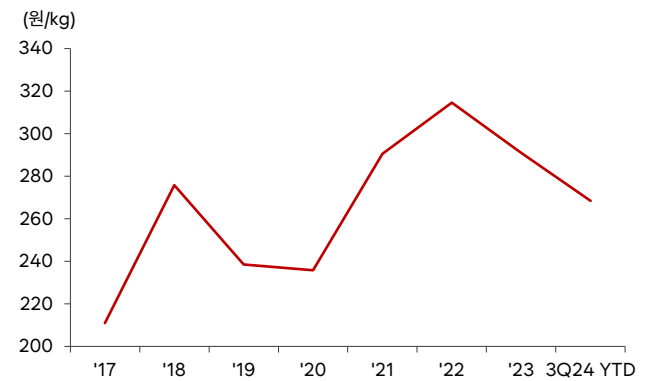
매출액 802억 원(yoy 1.0%), 영업이익 52억 원(yoy -56.8%)을 기록하였다. 영업이익률은 6.5%로 전년 동기 대비 8.7%p 하락했다. 원지 생산량은 206만 톤으로 전년 동기 대비 6.2% 증가했다. 원지 가격은 428원/kg으로 전년 동기 대비 5.2% 하락했으며, 원지 스프레드(골판지 원지 가격-고지 가격)는 268원/kg으로 전년 동기 대비 28원/kg 축소되었다.

대림제지 골판지 원지 생산 규모



자료: 대림제지, 한국IR협회의 기업리서치센터

대림제지 골판지 원지 스프레드

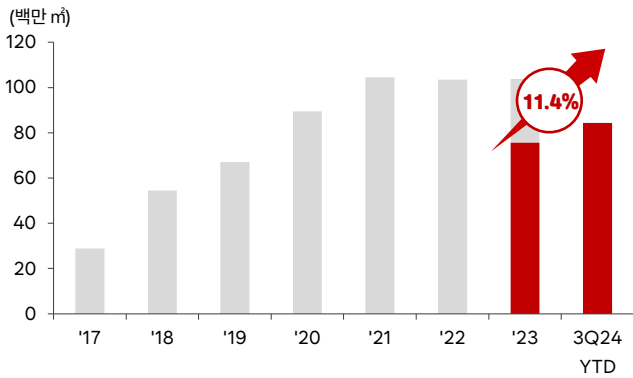


자료: 대림제지, 한국IR협회의 기업리서치센터

골판지 원단 및 상자

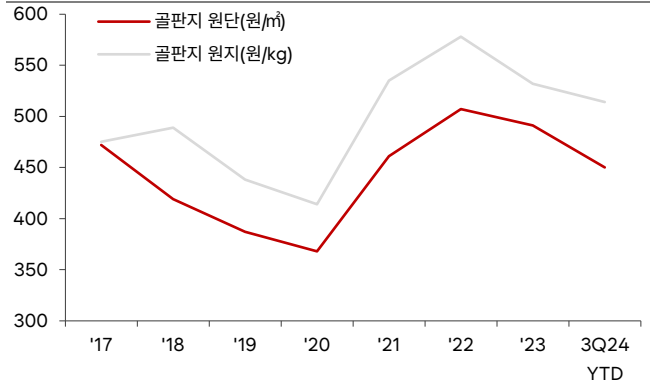
매출액 432억 원(yoy 3.3%), 영업이익 18억 원(yoy -61.7%)을 기록하였다. 영업이익률은 4.1%로 전년 동기 대비 6.9%p 하락했다. 골판지 생산량은 0.8억 m²로 전년 동기 대비 11.4% 증가했다. 골판지 원단의 단가는 450원/m²로 전년 동기 대비 9.8% 하락했고, 구매 골판지 원지의 가격은 514원/kg으로 전년 동기 대비 4.5% 하락했다. 골판지 원지 가격 하락으로 3.1% 원가가 절감되었지만, 골판지 원단 가격 하락률이 커 영업이익률 하락폭이 컸다.

대림제지 골판지 원단 생산 규모



자료: 대림제지, 한국R협의회 기업리서치센터

대림제지 골판지 원단 및 구매 원지 가격



자료: 대림제지, 한국R협의회 기업리서치센터

분기 실적 추이

(단위: 억 원, 천 톤, 백만 m)

구분	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	3Q23 YTD	3Q24 YTD
매출액	415	387	410	432	411	397	426	1,212	1,234
원지	281	249	264	284	266	251	285	794	802
골판지	134	138	146	148	145	146	141	418	432
생산실적									
원지	67	59	68	70	71	65	70	194	206
골판지	24	25	26	28	28	29	27	76	84
영업이익	65	44	58	51	48	14	8	167	70
원지	52	28	41	38	34	5	13	121	52
골판지	13	16	17	13	14	9	-5	46	18
영업이익률	15.6%	11.4%	14.2%	11.8%	11.7%	3.6%	1.8%	13.8%	5.7%
원지	18.5%	11.2%	15.6%	13.3%	12.9%	2.0%	4.6%	15.2%	6.5%
골판지	9.6%	11.6%	11.8%	9.1%	9.4%	6.4%	-3.7%	11.0%	4.1%

자료: 대림제지, 한국R협의회 기업리서치센터

2024년 연간 실적 전망

2024E

매출액 1,656억 원(yoy 0.7%)

영업이익 91억 원(yoy -58.4%)

2024년 매출액은 1,656억 원으로 전년대비 0.7% 증가하고, 영업이익은 91억 원으로 전년대비 58.4% 감소할 전망이다. 영업이익률은 5.5%로 전년 대비 7.8%p 하락할 전망이다. 골판지 원지 수요는 부진하지만 가격 협상력이 높은 골판지 원지 업체들의 가격 인상이 9월부터 진행되며 골판지 원지 부문 실적 개선이 기대된다. 골판지 원단 및 상자 부문은 제품 가격 인상까지 걸리는 시차 때문에 4분기에는 영업적자가 전망된다.

2024년 3분기 기준 통계청이 발표하는 계절조정 소매판매액지수를 살펴보면 가전제품이 87.6pt를 기록하여 전년 동기 대비 2.9% 하락했고, 음식료품이 94.7pt를 기록하여 전년 동기 대비 2.7% 하락했다. 부진한 내수 수요는 2024년 내내 골판지 업황에 부담으로 작용했다. 수요 부진에도 불구하고 가격 협상력이 높은 골판지 원지 업체들의 가격 인상이 9월부터 적용되었다. 골판지 원지 부문의 실적은 3분기를 저점으로 4분기부터 반등이 기대된다.

올해 내내 부진했던 골판지 원단 및 상자 업체들은 2024년 4분기에 추가적인 마진 압박을 받게 된다. 주요 원료인 골판지 원지 가격은 9월부터 인상되었으나, 골판지 원단 가격 인상에는 시간이 걸릴 것으로 전망되기 때문이다. 일반적으로 골판지 원단 업체는 고객수가 많아 일괄적인 가격 인상이 어려우며, 최종 소비자 대상으로 가격 협상력이 열위에

있어 가격 인상에는 반년 정도 시간이 필요하기 때문이다.

연간 실적 추이 및 전망

(단위: 억 원, 천 톤, 백만 m)

구분	2020	2021	2022	2023	2024F
매출액	1,287	1,813	1,874	1,644	1,656
원지	918	1,276	1,289	1,078	1,051
골판지	369	537	584	566	604
생산실적					
원지	266	289	276	264	
골판지	89	104	104	104	
영업이익	164	261	292	218	91
원지	150	197	240	159	84
골판지	14	64	52	60	7
영업이익률	12.7%	14.4%	15.6%	13.3%	5.5%
원지	16.4%	15.5%	18.6%	14.7%	8.0%
골판지	3.7%	11.9%	8.9%	10.5%	1.1%

자료: 대림제지, 한국IR협의회 기업리서치센터

Valuation

역사적 PBR Band 하단에서 거래

업황이 회복국면에 진입하여
PBR Band 하단 탈피 기대

대림제지 주가는 2024년 연초대비 16.1% 하락하여 동기간 코스닥지수 하락률 21.9% 대비 양호한 수익률을 기록하고 있다.

대림제지 PBR은 0.2배이다. 2020년 이후 PBR은 0.2배~0.6배 사이에서 움직였다. 이를 감안하면 동사의 주가는 PBR Band 하단에서 거래되고 있다.

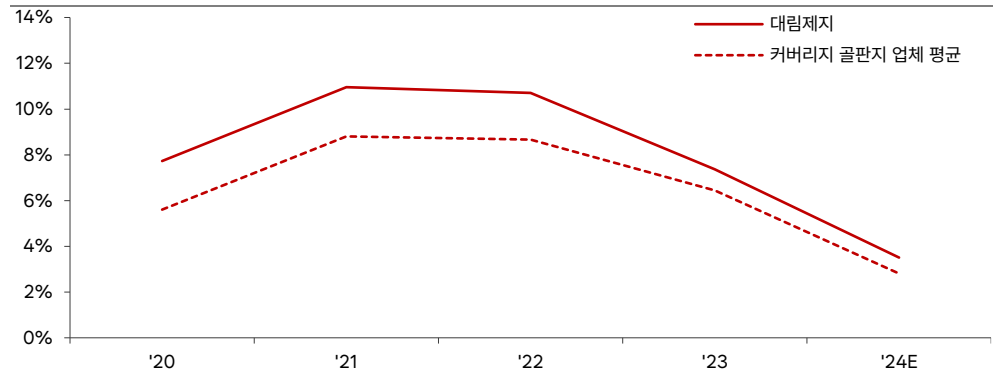
대림제지의 ROE는 2021년 11.0%를 고점으로 2024년에는 3.5%까지 하락할 것으로 전망된다. 골판지 업황이 부진하지만 골판지 원지 업체는 높은 가격 협상력을 바탕으로 2024년 9월 가격 인상을 진행했다. 골판지 원지 업체들 전반적으로 2024년 3분기를 저점으로 실적이 개선될 것으로 전망되어 2025년 ROE가 개선될 것으로 기대된다. 골판지 원단 및 상자 부문은 2024년 4분기를 저점으로 실적이 개선될 것으로 전망되어 2025년 ROE 개선에 기여할 것으로 기대된다. 적정 PBR의 중요 변수라 할 수 있는 ROE가 개선이 되면서 2025년에는 현재보다 더 높은 PBR Band에서 거래될 것으로 기대된다.

대림제지 역사적 PBR



자료: Quantwise, 한국IR협의회 기업리서치센터

대림제지와 골판지업체의 ROE



자료: Quantwise, 한국IR협의회 기업리서치센터

동종 업체 대비 할인 영역

동종 업체 대비 높은 ROE 구조

대림제지 현재 주가는 2024년 추정 실적 대비 PBR 0.2배로 기업리서치센터가 추정하는 여섯 개의 골판지 기업 평균 0.4배보다 할인된 배수에서 거래되고 있다.

골판지 원지 업체는 골판지 원단 및 상자 업체 대비 높은 ROE를 기록하고 있다. 대림제지의 2024년 예상 ROE 3.5%는 기업리서치센터에서 추정하는 여섯 개의 골판지 기업 평균 ROE 2.8% 대비 0.7%p 높다. 동사 2020년부터 2023년까지 4년 동안 ROE는 9.2%로 여섯 개의 골판지 기업 평균 7.4% 대비 1.8%p 높다.

대림제지는 기업리서치센터가 추정하는 여섯 개의 골판지 업체 중 평균 이상의 ROE를 기록하고 있다. 대림제지의 상대적으로 높은 ROE는 골판지 업체 중에서 높은 PBR에서 거래될 수 있는 근거가 될 수 있다.

동종 업체 밸류에이션

기업명	종가 (원/주)	시가총액 (십억 원)	YTD수익률 (%)	매출액(십억 원)		영업이익(십억 원)		P/E(배)		P/B(배)		ROE				
				'23	'24E	'23	'24E	'23	'24E	'23	'24E	'20	'21	'22	'23	'24E
코스피	2,481	2,032,824	-6.6	3,530,937	2,714,729	171,757	258,156	19.4	10.1	1.0	0.9	5.3%	10.8%	8.1%	5.0%	
코스닥	681	339,015	-21.5	331,733	105,015	11,079	8,012	166.8	30.5	2.0	2.1	3.4%	7.4%	4.4%	1.2%	
신대양제지	5,550	224	-1.3	645	647	59	33	4.7	6.6	0.3	0.4	9.7%	11.3%	9.0%	8.4%	5.7%
대영포장	968	105	-14.8	283	281	11	2	15.5	32.3	0.6	0.6	2.2%	6.3%	7.7%	4.6%	1.9%
삼보판지	8,530	138	-9.5	556	556	67	40	2.9	4.0	0.3	0.2	9.6%	12.7%	11.9%	10.2%	6.2%
대림제지	6,850	62	-15.6	164	166	22	9	3.9	6.5	0.3	0.2	7.7%	11.0%	10.7%	7.4%	3.5%
태림포장	2,005	142	-16.8	720	685	22	-8	33.8		0.5	0.4	1.0%	5.4%	5.3%	1.5%	-1.3%
한국수출포장	2,670	107	-10.0	312	299	23	0	6.2	46.8	0.4	0.4	3.3%	6.2%	7.5%	6.6%	0.8%
아세아제지	7,700	329	-6.7	908		88		4.6		0.4		8.9%	13.5%	12.4%	9.8%	
커버리지 골판지 업체 평균											0.4	5.6%	8.8%	8.7%	6.4%	2.8%

자료: Quantwise, 한국IR협회의 기업리서치센터

주: 2024년 11월 21일 기준

리스크 요인

계열 분리

**계열사로 분류되지만
사촌간 경영권이 분리된 상태**

대림제지는 삼보판지 계열사로 분류된다. 그룹의 골판지 원지사인 고려제지를 삼보판지가 85.76%, 대림제지가 14.24%씩 보유하고 있다. 하지만 경영현황을 살펴보면 삼보판지, 고려제지, 한청판지, 삼화판지에 대한 경영은 류종욱 류진호 삼보판지 대표이사가 책임지고 있으며, 대림제지, 동진판지는 류종우 대림제지 회장의 자제들인 류창승 대림제지 대표이사와 류동원 동진판지 대표이사가 담당하고 있다. 실질적으로 경영권은 분리가 된 것으로 보인다.

삼보판지 계열사간 출자현황

(단위: %)

	피출자						
	삼보판지	대림제지	고려제지	한청판지	삼화판지	현대에코텍	대림씨앤비
출자	삼보판지	2		86			
	대림제지		7	14			100
	고려제지				100	100	50

자료: 대림제지, 한국IR협회의 기업리서치센터

관계 변화 가능성

대림제지와 삼보판지 모두 골판지 원단 및 상자 부문을 지속적으로 확대하고 있다. 하나의 계열사로 분류되었던 회사들이 독자적인 경영체제에 들어선 만큼 협력관계 변화를 주의 깊게 지켜봐야 하겠다.

포괄손익계산서

(억원)	2020	2021	2022	2023	2024F
매출액	1,287	1,813	1,874	1,644	1,656
증가율(%)	21.6	40.8	3.4	-12.3	0.7
매출원가	1,015	1,434	1,447	1,286	1,422
매출원가율(%)	78.9	79.1	77.2	78.2	85.9
매출총이익	272	378	426	358	234
매출이익률(%)	21.2	20.9	22.7	21.8	14.2
판매관리비	108	117	134	140	143
판매비율(%)	8.4	6.5	7.2	8.5	8.6
EBITDA	247	346	380	309	182
EBITDA 이익률(%)	19.2	19.1	20.3	18.8	11.0
증가율(%)	68.7	40.2	9.8	-18.8	-40.9
영업이익	164	261	292	218	91
영업이익률(%)	12.7	14.4	15.6	13.3	5.5
증가율(%)	176.1	59.3	11.8	-25.2	-58.2
영업외손익	-5	10	16	26	28
금융수익	2	3	10	22	26
금융비용	9	3	4	5	5
기타영업외손익	2	9	10	9	7
중속/관계기업관련손익	3	-0	0	0	0
세전계속사업이익	161	271	308	244	120
증가율(%)	395.7	68.0	13.8	-20.9	-51.0
법인세비용	30	56	64	56	25
계속사업이익	131	215	244	188	95
중단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익	131	215	244	188	95
당기순이익률(%)	10.2	11.9	13.0	11.4	5.7
증가율(%)	420.9	64.5	13.4	-23.0	-49.6
자배주주지분 순이익	131	215	244	188	95

현금흐름표

(억원)	2020	2021	2022	2023	2024F
영업활동으로인한현금흐름	288	248	314	295	189
당기순이익	131	215	244	188	95
유형자산 상각비	83	85	88	90	91
무형자산 상각비	0	0	0	0	0
외환손익	4	0	1	0	0
운전자본의감소(증가)	35	-90	-17	17	1
기타	35	38	-2	0	2
투자활동으로인한현금흐름	-19	-60	-231	-253	-99
투자자산의 감소(증가)	0	60	-7	-4	-0
유형자산의 감소	0	0	2	0	0
유형자산의 증가(CAPEX)	-16	-80	-26	-83	-93
기타	-3	-40	-200	-166	-6
재무활동으로인한현금흐름	-301	-52	-105	-74	-8
차입금의 증가(감소)	-300	-44	-74	-23	0
사채의증가(감소)	0	0	0	0	0
자본의 증가	0	0	0	0	0
배당금	0	-7	-9	-9	-8
기타	-1	-1	-22	-42	0
기타현금흐름	-4	0	-1	0	0
현금의증가(감소)	-36	137	-23	-32	82
기초현금	129	93	230	206	175
기말현금	93	230	206	175	257

재무상태표

(억원)	2020	2021	2022	2023	2024F
유동자산	443	640	807	899	987
현금성자산	93	230	206	175	257
단기투자자산	1	43	250	408	411
매출채권	246	298	273	249	251
재고자산	35	60	71	56	57
기타유동자산	68	9	7	11	11
비유동자산	1,979	1,998	2,168	2,229	2,231
유형자산	1,369	1,367	1,507	1,515	1,517
무형자산	2	2	4	10	10
투자자산	552	575	600	652	652
기타비유동자산	56	54	57	52	52
자산총계	2,422	2,638	2,975	3,128	3,217
유동부채	204	280	208	184	186
단기차입금	26	0	0	0	0
매입채무	63	81	62	58	59
기타유동부채	115	199	146	126	127
비유동부채	367	283	297	314	316
사채	0	0	0	0	0
장기차입금	145	71	48	27	27
기타비유동부채	222	212	249	287	289
부채총계	571	563	505	498	501
자배주주지분	1,851	2,075	2,469	2,630	2,716
자본금	45	45	45	45	45
자본잉여금	3	3	3	3	3
자본조정 등	-0	0	-17	-55	-55
기타포괄이익누계액	562	579	758	784	784
이익잉여금	1,242	1,448	1,680	1,853	1,939
자본총계	1,851	2,075	2,469	2,630	2,716

주요투자지표

	2020	2021	2022	2023	2024F
P/E(배)	6.5	5.0	3.2	3.9	6.5
P/B(배)	0.5	0.5	0.3	0.3	0.2
P/S(배)	0.7	0.6	0.4	0.4	0.4
EV/EBITDA(배)	3.8	2.8	1.1	0.7	0.0
배당수익률(%)	0.8	0.8	1.1	1.2	1.5
EPS(원)	1,453	2,392	2,713	2,089	1,053
BPS(원)	20,571	23,055	27,438	29,220	30,180
SPS(원)	14,304	20,140	20,817	18,265	18,400
DPS(원)	75	100	100	100	100
수익성(%)					
ROE	7.7	11.0	10.7	7.4	3.5
ROA	5.5	8.5	8.7	6.2	3.0
ROIC	11.7	13.5	17.1	12.0	4.4
안정성(%)					
유동비율	216.8	228.3	387.7	487.4	531.4
부채비율	30.8	27.1	20.5	18.9	18.5
순차입금비율	5.4	-5.7	-15.4	-19.9	-22.4
이자보상배율	42.1	122.3	132.9	128.7	62.1
활동성(%)					
총자산회전율	0.5	0.7	0.7	0.5	0.5
매출채권회전율	6.6	6.7	6.6	6.3	6.6
재고자산회전율	35.2	38.2	28.6	25.9	29.4

Analyst 김선호 shkim@kirs.or.kr

RA 이희경 hk.lee@kirs.or.kr

태림페이퍼 계열의 골판지 원단 및 상자 제조 업체

1976년에 설립된 골판지 원단 및 상자 제조 업체로, 2023년 말 기준 골판지 원단 연간 13.6억 m²의 설비와 골판지 원지(종속회사 동원페이퍼 60%) 연간 26.0만 톤 설비 보유. 2024년 3분기 누적 매출 비중은 골판지 원단 및 상자 85.6%, 골판지 원지 13.5%, 화물운송업 0.8%로 구성

적극적인 설비 증설 중

태림포장의 골판지 원단 설비 규모는 2014년 연간 7억 m²에서 2023년 연간 13.6억 m²로 증가하여 연평균 7.6% 성장률을 기록. 이는 같은 기간 국내 총생산능력 연평균 증가율 2.7%를 크게 웃도는 수치. 그러나 수익성이 악화된 부분이 아쉬움. 2008년부터 2014년까지 태림포장의 평균 영업이익률 5.1%는 업계 평균을 2.1%p 상회하였으나, 2015년부터 2023년까지 평균 영업이익률 2.0%는 업계 평균을 0.4%p 하회

설비 효율화 진행중

공장 증설을 하면서 기존 생산 기지를 매각하여 설비 효율화 진행중. 자산 효율화를 통해 이익률 반등 기대

현주가는 2024년 추정실적대비 PBR 0.4배

골판지 원단의 주요 원료인 골판지 원지 가격 인상으로 2024년 4분기부터 2025년 1분기까지 실적 부진 전망

Forecast earnings & Valuation

	2020	2021	2022	2023	2024F
매출액(억원)	5,620	7,129	7,840	7,196	6,854
YoY(%)	-1.9	26.8	10.0	-8.2	-4.8
영업이익(억원)	95	302	309	222	-78
OP 마진(%)	1.7	4.2	3.9	3.1	-1.1
지배주주순이익(억원)	30	170	174	50	-43
EPS(원)	42	240	246	71	-60
YoY(%)	-83.9	468.8	2.6	-71.1	적전
PER(배)	138.4	18.2	11.6	33.8	N/A
PSR(배)	0.7	0.4	0.3	0.2	0.2
EV/EBITDA(배)	16.0	8.3	6.6	7.4	14.8
PBR(배)	1.3	1.0	0.6	0.5	0.4
ROE(%)	1.0	5.4	5.3	1.5	-1.3
배당수익률(%)	0.0	1.1	1.7	2.1	2.5

자료: 한국R협의회 기업리서치센터

Company Data

현재주가 (11/22)	1,992원
52주 최고가	3,495원
52주 최저가	1,991원
KOSPI (11/22)	2,501.24p
자본금	354억원
시가총액	1,410억원
액면가	500원
발행주식수	71백만주
일평균 거래량 (60일)	4만주
일평균 거래액 (60일)	1억원
외국인지분율	0.38%
주요주주	태림페이퍼 68.78%

Price & Relative Performance



Stock Data

주가수익률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	-6.3	-28.1	-14.0
상대주가	-3.7	-21.7	-13.6

기업 개요

1 태림페이퍼 계열의 골판지 원단 및 상자 업체

**태림페이퍼 계열의
골판지 원단 및 상자 제조 업체**

태림포장은 골판지 원단 및 상자 제조 전문기업이다.

태림포장은 1976년 태림포장공업으로 설립되어, 1981년 반월공단 제1공장, 1984년 반월공단 제2공장을 가동하기 시작하였다. 동사는 1988년에 거래소에 상장되었으며, 1993년 시화공단 제3공장, 1999년 구미공장, 2001년 청원과 포천 공장, 2008년 용인공장, 2011년 마산공장, 2012년 울산공장, 2014년 파주공장을 가동하였다.

2015년에는 IMM 프라이빗에쿼티가 운영하는 트리니티원 유한회사가 창업주 정동섭 회장 외 8명의 태림포장 지분을 인수하여 경영권 변경이 있었다. 2016년 태림포장공업에서 태림포장으로 사명 변경이 있었고, 월산페이퍼와 태림페이퍼의 골판지 사업을 인수하였다. 2020년에는 글로벌세아 그룹이 트리니티원 유한회사가 보유하고 있던 태림페이퍼, 태림포장, 태림판지 지분을 인수하여 두번째 경영권 변경이 있었다. 2023년에는 울촌화학의 경상남도 양산공장을 인수하였으며, 2024년 3월에는 생산능력 연 1.9억 m² 규모의 청원캠퍼스 2공장을 완공하였다.

2 사업영역

**3Q24 누적 매출액 기준
골판지 원단 및 상자 85.6%,
골판지 원지 13.5%,
화물운송업 0.8%**

사업부문은 골판지 원단 및 상자, 골판지 원지, 화물운송업으로 이루어져 있다. 2024년 3분기 누적 매출 비중은 골판지 원단 및 상자 85.6%, 골판지 원지 13.5%, 화물운송업 0.8%로 대부분의 매출은 골판지 원단 및 상자 사업부문에서 발생하고 있다.

골판지 원단 및 상자

골판지 원지를 구매하여 골판지 원단 및 상자를 제조하여 판매한다. 태림포장은 시화, 구미, 포천, 용인, 파주, 청원, 마산 공장에서 골판지를 생산하고 있다. 2023년 기준 골판지 원단 생산능력은 연간 13.6억 m²이며, 국내 골판지 원단 생산능력의 15.0%를 차지하고 있다. 주요 원재료 매입처로는 계열회사인 태림페이퍼와 동원페이퍼가 있다.

골판지 원지

골판지 원지를 생산하여 골판지 원단 및 상자 업체에게 판매한다. 골판지 원지 중 골을 만들어서 완충역할을 하는 골심지, 안쪽의 이면지와 종이지관에 필요한 지관원지를 생산하고 있다. 골판지 원지 사업부문은 종속회사인 동원페이퍼에서 사업을 영위하고 있다. 동원페이퍼의 원지 연간 생산능력은 연간 26.0만 톤이며, 2023년 기준 23.6만 톤을 생산하여 국내 생산의 4.3%를 차지하였다. 골판지 원지의 원재료는 대양리싸이클링, 이수페이퍼, 정주산업 등 국내외 해외에서 매입하고 있다.

화물운송업

화물운송업 사업부문은 종속회사인 동림로지스틱에서 이루어지고 있으며, 동사의 골판지 완제품 운송을 담당하고 있다. 3Q24기준으로 매출은 48억 원이 발생하였으며, 매출액의 0.1%로 연결 매출 비중은 미미하다.

3 종속회사

종속회사:
동원페이퍼(지분율 60.14%),
동림로지스틱(지분율 100.0%)

종속회사는 비상장사 2개로, 동원페이퍼(지분율 60.14%)와 동림로지스틱(지분율 100.0%)이 있다. 동원페이퍼는 2001년 7월 골판지원지 제조를 목적으로 설립되었으며, 경기도 시흥시에 본사를 두고, 전라북도 정읍시에 생산공장을 두고 있다. 2023년 기준 연간 생산능력은 26.0만 톤이다. 동사가 가지고 있는 동원페이퍼의 지분율은 60.14%이며, 나머지 39.84%는 태림페이퍼가 보유하고 있다. 2024년 3분기 사업보고서 기준으로 매출액은 786억 원, 순이익은 29억 원을 기록했다. 동림로지스틱은 2008년 7월에 설립되었으며 사업부문 중 화물운송업 사업을 담당하고 있다.

종속회사(3Q24) (단위: %, 억 원)

상호	설립일	주소	주요사업	지분율	매출액	순손익
동원페이퍼	2001.07.12	경기도 시흥시	골판지원지 제조업	60.14	786.2	28.5
동림로지스틱	2008.07.21	경기도 시흥시	화물운송업	100	1.8	0.6

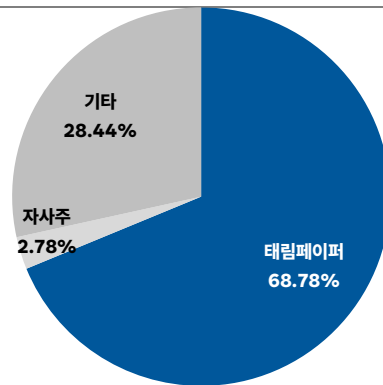
자료: 태림포장, 한국IR협의회 기업리서치센터

4 주주현황

최대주주: 태림페이퍼
(지분율 68.78%)

최대주주는 태림페이퍼로, 2024년 9월 말 기준 48,701,350주(지분율 68.78%)를 보유하고 있다. 태림페이퍼의 최대주주는 세아상역으로 태림페이퍼의 지분 100%를 보유하고 있다. 세아상역은 2020년 1월에 트리니티원 유한회사로부터 지분을 인수하여 최대주주가 되었다. 세아상역은 미주지역을 주요 수출 지역으로 중남미 및 동남아시아지역에서 의류 제조업을 하고 있다. 세아상역은 2023년 매출액 1.8조 원, 영업이익 622억 원을 기록하였다.

주주현황(3Q24)



자료: 태림포장, 한국IR협의회 기업리서치센터



투자포인트

1 효율화를 통한 수익성 개선 기대

지난 10년 간 크게 변한 태림포장

지난 10년을 돌아보면 골판지 시장의 과점 5사 중 가장 큰 변화가 있었던 회사는 태림포장이다. 대주주가 두 번 변경되면서, 태림페이퍼 계열의 업체들이 골판지 시장에 대응하는 전략에도 변화가 있었다.

대주주 변경 전 태림포장은 본업인 골판지 원단 및 상자 제조 업체일 뿐만 아니라, 그룹의 지주사 역할을 하며 골판지 원지사들의 지분을 보유하고 있었다. 태림포장은 골판지 원지 업체인 태림페이퍼의 지분 32.8%, 월산페이퍼의 지분 32.6%, 동원페이퍼(舊 동원제지)의 지분 25.5%를 확보하고 있었다. 같은 시기 태림페이퍼는 월산페이퍼의 지분 50.1%를 보유하고 있었기 때문에 태림포장은 골판지 원지사들에 대한 높은 지배력을 갖고 있었다. 2014년 말 기준으로 골판지 원지 설비규모는 태림페이퍼 연 48.5만 톤, 월산페이퍼 연 41.6만 톤, 동원페이퍼 연 25.0만 톤이었다.

2014년 12월 말 기준 태림포장의 주요 계열사 지배구조 (단위: %)

		피출자			
		태림포장	태림페이퍼	월산페이퍼	동원페이퍼
출자	태림포장		33	33	26
	태림페이퍼			50	
	월산페이퍼	10			30

자료: 태림포장, 한국IR협의회 기업리서치센터

대주주 변경 1

창업주 → 트리니티원

태림포장의 첫번째 대주주 변경은 2015년에 발생하였다. IMM프라이빗에쿼티가 출자한 계열회사 트리니티원 유한회사는 창업주 정동섭 회장 외 8명의 태림포장 지분 58.85%를 2,755억 원에 인수하였다. 태림포장 인수와 동시에 트리니티원 유한회사는 창업주 정동섭 회장 외 8명의 태림페이퍼(舊 동일제지) 지분 34.54%도 736억 원에 인수하였다. 이 시기에 태림포장은 태림페이퍼의 지분을 32.82% 보유하고 있었다.

대주주의 태림페이퍼에 대한

지배력 강화

트리니티원 유한회사가 태림포장의 대주주로 있는 기간에 가장 유의미한 변화는 태림페이퍼에 대한 지배력 강화이다. 거래소 시장에 상장되어 있던 태림페이퍼는 대주주 변경 후 상장폐지를 위해 공개매수를 실시했다. 태림페이퍼는 2016년 8월 11일에 상장폐지 되었으며, 그 시점에 주요 주주구성은 트리니티원 유한회사 34.54%, 태림포장 32.82%, 태림페이퍼 자사주 27.92%로 이루어졌다.

태림페이퍼는 2016년 12월 22일을 기준으로 감자를 실시한다. 태림페이퍼가 파주에 갖고 있는 골판지 및 상자 설비를 태림포장에 양도하면서 그 대가로 태림포장이 보유하고 있던 태림페이퍼의 지분에 대해 유상감자를 실시한다. 해당 거래로 태림포장이 보유한 태림페이퍼의 주식수 13,025,000주는 모두 소멸되었으며, 태림페이퍼의 주식수는 39,690,000주에서 26,665,000주로 감소하였다. 주식수가 감소하면서 2016년 말 기준으로 태림페이퍼의 주요주주는 트리니티원 유한회사 51.41%, 태림페이퍼 자사주 47.28%가 된다. 이후 자사주 취득 및 소수주주에 대한 주식매도청구권 행사를 통해 주요주주는 트리니티원 유한회사 52.2%, 태림페이퍼 자사주 47.8%가 된다.

2016년 6월말 기준 태림포장의 주요 계열사 지배구조 (단위: %)

	피출자			
	태림포장	태림페이퍼	월산페이퍼	동원페이퍼
트리니티원(유)	58.9	34.5		
출자 태림포장		33	50	50
자 태림페이퍼		26	50	
월산페이퍼	10			30

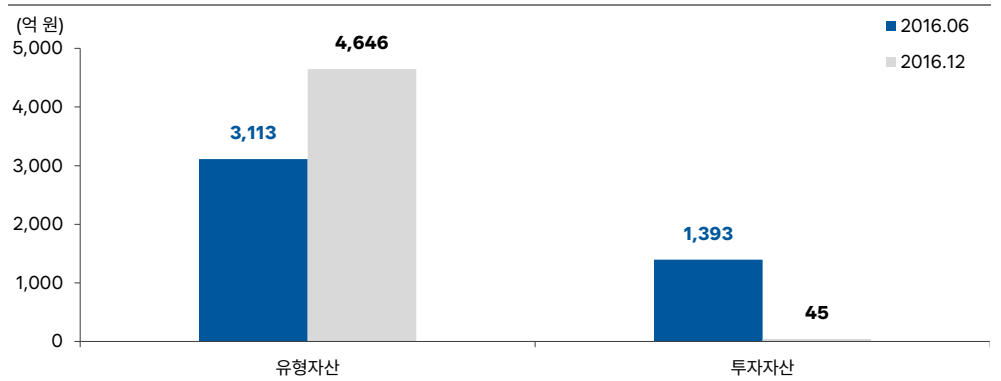
자료: 태림포장, 한국IR협회의 기업리서치센터

2016년 12월 말 기준 태림포장 주요 계열사 지배구조 (단위: %)

	피출자			
	태림포장	태림페이퍼	월산페이퍼	동원페이퍼
트리니티원(유)	58.9	51.4		
출자 태림포장				50
태림페이퍼		47	100	
월산페이퍼	10			30

자료: 태림포장, 한국IR협회의 기업리서치센터

2016년 하반기 태림포장 유형자산과 투자자산 변화



자료: 태림포장, 한국IR협회의 기업리서치센터

대주주 변경 2

트리니티원 → 세아상역

태림포장의 두 번째 대주주 변경은 2020년에 이뤄졌다.

2019년 10월 세아상역의 태림포장, 태림페이퍼, 태림판지 인수 계약이 체결되었다.

2020년 1월 3일에는 세아상역과 트리니티원 유한회사 사이의 거래가 이뤄졌다. 세아인베스트먼트는 트리니티원 유한 회사로부터 태림페이퍼의 지분 52.2%를 4,728억 원에, 태림포장의 지분 58.85%를 1,876억 원에, 태림판지의 지분 100%를 409억 원에 매수하였다.

2020년 1월 31일 세아인베스트먼트는 태림포장의 지분 58.85%와 태림판지의 지분 100%를 태림페이퍼에게 인수 가격과 동일한 가격에 매도하였다.

해당 거래로 세아인베스트먼트는 태림페이퍼 지분 52.2%를 통해 태림포장과 태림판지를 보유하는 지분구조를 완성 하였다.

2020년 12월 태림페이퍼와 태림포장의 지분 9.93%를 보유하고 있던 월산페이퍼(舊 월산)의 합병이 이뤄지며 태림 페이퍼가 보유한 태림포장의 지분율은 68.78%가 되어 현재의 지분율 구도를 갖추게 된다.

태림페이퍼가 태림포장을

68.78% 보유

태림페이퍼는 2022년에 상장을 준비하면서 자기주식 4.78%를 소각하였고, 세아인베스트먼트는 세아상역에 흡수합병 되면서, 세아상역은 태림페이퍼를 100% 보유하게 되어 현재의 지분율 구도를 갖추게 된다.

2020년 3월말 기준 태림포장의 주요 계열사 지배구조 (단위: %)

	피출자				
	태림포장	태림페이퍼	월산페이퍼	동원페이퍼	태림판지
세아인베스트먼트	58.9	34.5			
출자 태림포장		33	50	50	
자 태림페이퍼		26	50		100
월산페이퍼	10			30	

자료: 태림포장, 한국R협의회 기업리서치센터

2024년 2분기 말 기준 태림포장 주요 계열사 지배구조 (단위: %)

	피출자				
	태림페이퍼	태림포장	동원페이퍼	태림판지	동림로지스틱스
세아상역	100				
출자 태림페이퍼		69	40	100	
태림포장		3	60		100

자료: 태림포장, 한국R협의회 기업리서치센터

10년동안 변화1

원지 업체에 대한 지배력 약화

10년에 걸쳐서 태림포장에게는 크게 세가지 변화가 있었다.

첫째, 태림포장의 골판지 원지 업체에 대한 지배력이 약화되었다.

대주주 변경 전 골판지 및 상자 업체인 태림포장은 골판지 원지 업체인 태림페이퍼의 지분 32.8%, 월산페이퍼의 지분 32.6%, 동원페이퍼(舊 동원제지) 25.5%를 확보하고 있었다. 같은 시기 태림페이퍼는 월산페이퍼의 지분 50.1%를 보유하고 있었기 때문에, 태림포장은 골판지 원지사들에 대한 높은 지배력을 갖고 있었다. 2014년 말 기준으로 골판지 원지 설비규모는 태림페이퍼 연간 48.5만 톤, 월산페이퍼 연간 41.6만 톤, 동원페이퍼 연간 25.0만 톤이었다.

2016년 10월 태림포장은 월산페이퍼와 태림페이퍼 지분에 대한 유상감자를 실시했고, 그 대가로 골판지 상자 제조사 업을 양수 받았다. 유상감자 과정에서 태림포장이 보유하고 있던 월산페이퍼와 태림페이퍼의 지분은 소멸되었다.

태림포장이 보유하고 있던 동원페이퍼의 지분율은 2014년 말 25.5%에서 2015년 말 50.17%까지 확대되었다. 경영권 매각 과정에서 대주주 일가의 지분 24.72%를 태림포장이 인수했다. 2017년에는 태림포장이 보유하고 있던 동원페이퍼의 지분율이 60.14%로 확대되었다. 동원페이퍼에 대한 무상감자 및 특정 주주에게 지분비율을 초과하여 배정하는 불균등 유상증자가 있었다.

2024년 3분기 말 기준으로 태림포장이 갖고 있는 골판지 원지 업체의 지분은 동원페이퍼 60.14%만 남았다. 태림페이퍼와 월산페이퍼의 지분이 골판지 및 상자 설비로 전환되면서 골판지 원지 업체에 대한 지배력은 약화되었다.

10년동안 변화2

태림페이퍼 중심의 지배구조

둘째, 태림페이퍼 중심으로 지배구조가 변경되었다.

창업주가 지분을 매각하기 전 태림포장은 그룹의 실질적인 지주사 역할을 하고 있었다. 하지만 두차례 매각 과정에서 현재의 대주주는 태림페이퍼 지분 100%를 보유하고 있으며, 태림페이퍼가 태림포장의 지분 68.78%를 보유하고 있다. 과점 5사의 구조를 살펴보면 아세아제지나 신대양제지와 같이 골판지 원지 업체가 골판지 원단 및 골판지 상자 업체를 보유하고 있는 구조가 있고, 삼보판지와 같이 골판지 원단 및 골판지 상자 업체가 골판지 원지 업체를 보유하는 형태로 구분할 수 있다. 태림포장은 과거 삼보판지와 같은 골판지 원단 및 골판지 상자를 중심으로 하는 지배 구조에서 아세아제지, 신대양제지와 같은 골판지 원지를 중심으로 하는 구조로 변경되었다.

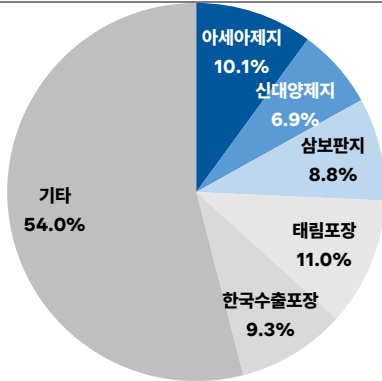
10년동안 변화3

공격적인 확장

셋째, 태림포장의 골판지 원단 생산량이 급격하게 증가했다.

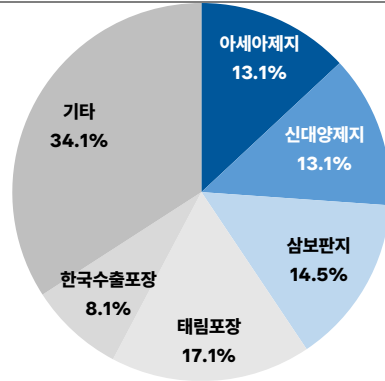
태림포장의 골판지 원단 생산 규모는 2023년 기준 11.2억 m²로 국내 생산의 17.1%를 차지했다. 태림포장이 2014년 골판지 원단 생산 규모가 5.7억 m²로 국내 생산의 11.0%를 차지했던 것을 감안하면 점유율이 6.1%p 상승했다.

2014년 골판지 원단 생산 점유율



자료: 한국골판지포장산업협동조합, 한국R협의회 기업리서치센터

2023년 골판지 원단 생산 점유율



자료: 한국골판지포장산업협동조합, 한국R협의회 기업리서치센터

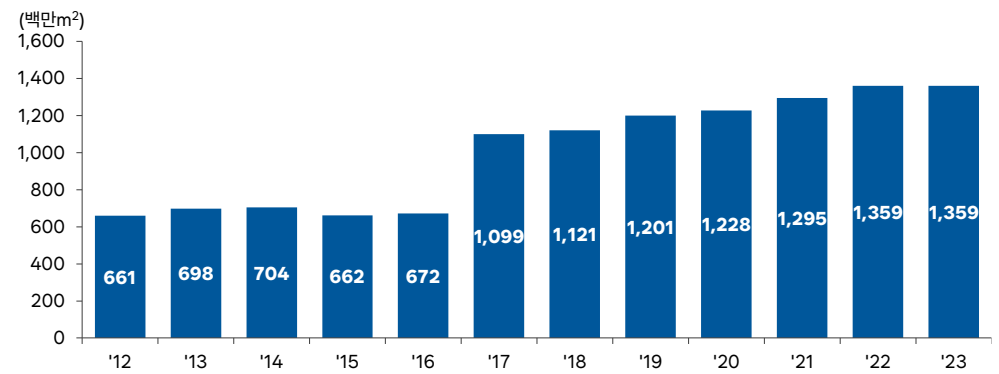
**M&A, 증설을 통해 설비 규모
지속적으로 확장**

태림포장은 설비 확장 과정에서 계열사 설비 인수, M&A, 신규 공장 증설을 통해 공격적으로 골판지 원단 및 상자 점유율을 확대했다.

2016년 12월 태림포장은 태림페이퍼의 파주, 월산페이퍼 청원, 마산 골판지 설비를 인수하면서, 보유하고 있던 지분에 대한 유상감자를 실시하였다. 인수한 설비의 규모는 연 2.8억 m² 규모였다. 기존에 구미, 포천, 용인, 울산에 공장을 두고 있던 태림포장은 이 과정에서 파주, 청원, 마산까지 설비를 추가하게 되었다.

2023년 10월에는 울촌화학의 골판지 사업부문을 430억 원에 인수하였다. 공장은 경상남도 양산에 위치하고 있다. 2024년 3월에는 충북 청주 오창읍에 청원캠퍼스2 공장을 준공하였다. 설비 규모는 연 1.9억 m² 규모이다.

태림포장 골판지 원단 설비 규모

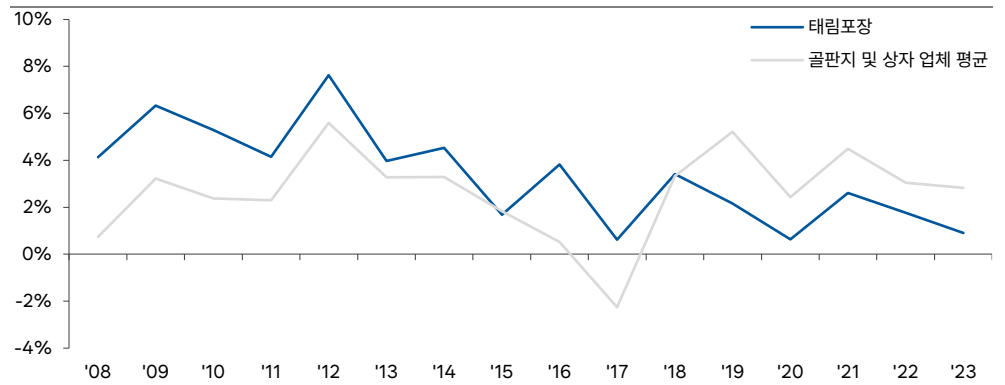


자료: 태림포장, 한국R협의회 기업리서치센터

**점유율은 상승하였지만
수익성은 하락**

태림포장의 10년간의 변화는 골판지 원단 및 상자 시장에서 점유율 상승을 이끌었지만, 수익성에 부정적으로 영향을 미쳤다. 태림포장의 골판지 원단 및 상자 사업부와 판지업체들의 영업이익률을 비교해 보면, 대주주 변경 이후 이익률이 하락추세라는 것을 확인할 수 있다. 2008년부터 2014년까지 태림포장의 평균 영업이익률은 5.1%로 같은 기간 골판지 업체 평균 영업이익률¹ 3.0%보다 2.1%p 높았다. 그러나 2015년부터 2023년까지 태림포장의 평균 영업이익률은 2.0%로 같은 기간 업계 평균 영업이익률 2.4%보다 0.4%p 낮아졌다. 2019년을 기점으로 태림포장의 영업이익률이 업계 평균보다 낮아지기 시작한 점도 눈에 띄는 부분이다.

태림포장의 골판지 원단 및 상자 사업부문 이익률와 판지 업체 평균 이익률

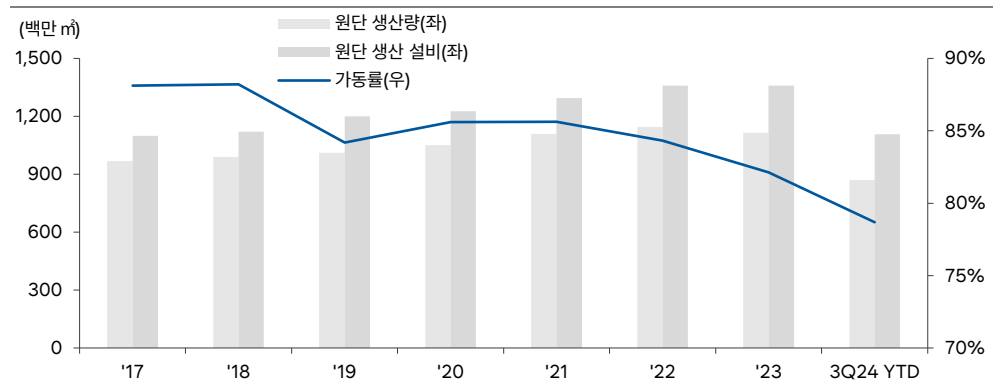


자료: 태림포장, 각사, 한국R협회의 기업리서치센터

가동률 하락

태림포장의 수익성이 하락 추세를 보이고 있는 이유는 설비 규모를 확장하는 과정에서 효율성에 문제가 있었던 것으로 보인다. 이러한 판단의 근거는 낮아지고 있는 가동률이다. 2024년 3분기 누적 가동률은 78.4%로 2017년 이후 최저치다. 동사의 공격적인 설비 확장을 생산이 따라잡지 못하고 있다.

태림포장의 골판지 원단 가동률 연간 추이



자료: 태림포장, 한국R협회의 기업리서치센터

사업지 구조조정 중

동사도 문제점을 인식하고 설비를 확장과 동시에 기존 사업지를 정리, 매각하고 있다. 태림포장은 양주 및 아산 소재 공장을 2018년 5월에 매각예정자산으로 분류하였다가, 2020년 매각이 장기화됨에 따

¹ 광신판지, 대양판지, 대영포장, 신대한판지, 제일산업, 유진판지, 삼보판지, 한형판지, 삼화판지, 동진판지의 영업이익률을 평균

라 유형자산으로 대체한 적이 있다. 참고로 유형자산으로 분류된다는 것은 영업자산이라는 것을 의미하며, 투자부동산이나 매각예정자산으로 분류된다는 것은 해당 부동산을 매각할 의지가 있다는 뜻이다. 2023년에는 울산공장의 전체 토지 및 건물, 포천공장의 일부 토지 및 건물을 자산 매각을 위해서 유형자산에서 투자 부동산으로 대체하였다. 투자부동산으로 대체된 토지 및 건물은 각각 189억 원, 49억 원이다. 2024년 상반기에는 청원공장의 전체 토지 중 일부가 투자부동산으로 대체되었다. 유형자산에서 대체된 토지는 56억 원이다. 2024년 하반기에는 울춘화학으로부터 인수한 경상남도 양산 공장을 매물로 내놓았다.

**턴어라운드 성공한다면
높은 매력을 갖고 있는 투자 대상**

태림포장은 비효율적인 자산을 매각하는 동시에 대규모 신규 설비를 도입하고 있다. 이러한 과정을 통해 가동률을 올릴 수 있다면 수익성 회복을 기대해 볼 수 있겠다. 국내 최대 설비 규모를 갖춘 태림포장이 턴어라운드에 성공한다면, 높은 투자 매력을 갖추게 될 것이다.

 **실적 추이 및 전망**

1 2023년 실적 분석

2023
매출액 7,196억 원(yoy -8.2%)
영업이익 222억 원(yoy -28%)

2023년 매출액은 7,196억 원(yoy -8.2%), 영업이익은 222억 원(yoy -28.2%)을 기록하였다. 영업이익률은 3.1%로 전년 대비 0.8%p 악화되었다. 골판지 원단 및 상자 부문의 가동률 하락이 눈에 띈다.

골판지 원단 및 상자

매출액 6,781억 원(yoy -7.9%), 영업이익 62억 원(yoy -52.3%)을 기록하였다. 영업이익률은 0.9%로 전년 대비 0.9%p 하락했다. 태림포장의 골판지 원단 생산량은 11.2억 m²로 전년 대비 2.6% 감소하였다.

골판지 원단 가격은 534원/m²로 전년대비 6.5% 하락했으며, 골판지 원지 외부 구매 가격은 512원/kg으로 9.4% 하락했다. 구매 원지 가격 하락으로 6.6%²의 원가율 개선이 있었고, 골판지 원단 가격도 비슷한 수준으로 하락하여 제품 스프레드는 소폭 축소되었다. 골판지 원단 및 상자 사업을 영위하는 별도기준 태림포장의 매출총이익률은 12.2%로 전년 대비 0.2%p 하락했다.

눈에 띄는 부문은 판관비율이다. 별도기준 태림포장의 매출액 대비 판관비율은 11.3%로 전년 대비 0.7%p 상승하여 영업이익률에 부정적인 영향을 미쳤다. 판관비율이 상승한 주요 원인은 가동률에 있는 것으로 보인다. 2023년 골판지 원단 및 상자 부문의 가동률은 82.1%를 기록하여 2023년 84.3% 대비 2.2%p 하락했다.

골판지 원지

매출액 1,126억 원(yoy -9.6%), 영업이익 159억 원(yoy -12.0%)을 기록하였다. 영업이익률은 14.1%로 전년 대비 0.4%p 하락했다. 종속회사 동원페이퍼의 골판지 원지 생산량은 236만 톤으로 전년 대비 0.8% 감소했다. 원지 가격은 450원/kg으로 전년 대비 10.7% 하락하였으며, 원지 스프레드(골판지 원지 가격-고지 가격)는 287원/kg으로 전년 대비 4원/kg 축소되었다.

2 3Q24 누적 실적 분석

3Q24 누적
매출액 5,247억 원(yoy -2.9%)
영업이익 -37억 원(적자 전환)

3Q24 누적 매출액은 5,247억 원(yoy -2.9%), 영업이익은 -37억 원(적자 전환)을 기록하였다. 영업이익률은 -0.7%로 전년 동기 대비 4.7%p 악화되었다. 산업 전반적으로 겪고 있는 이익률 하락 외에도 가동률 하락이 부담이다. 매출액 대비 판관비율이 12.4%로 전년 동기 대비 1.4%p 상승했다.

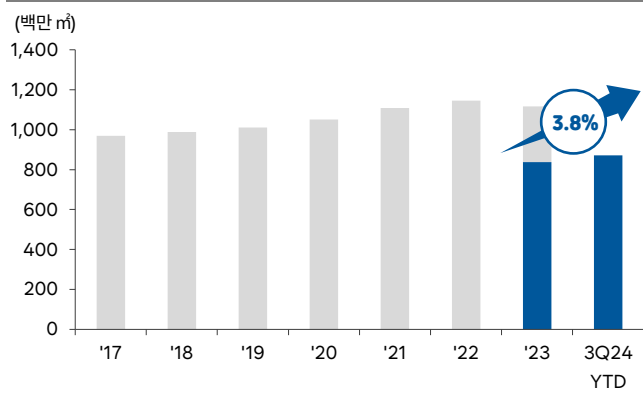
골판지 원단 및 상자

매출액 4,975억 원(yoy -2.4%), 영업이익 -91억 원(적자전환)을 기록했다. 영업이익률은 -1.8%로 전년 동기 대비 3.4%p 하락했다. 태림포장의 골판지 원단 생산량은 8.7억 m²로 전년 동기 대비 3.8% 증가했다. 골판지 원단의 단가는 494원/m²를 기록하여 전년 동기 대비 8.2% 하락했으며, 골판지 원지 외부 구매 가격은 496원/kg으로 4.1% 하락했다. 구매 원지 가격 하락으로 2.8%의 원가율 개선이 있었으나, 골판지 원단 가격 하락폭이 커 마진이 축소되었다. 골판지 수요가 전반적으로 부진한 가운데 9월 골판지 원지 가격 인상이 추가 부담이 되었다.

² 골판지 원단 제조원가의 골판지 원지가 70%를 차지한다는 것을 활용하여 계산한 수치

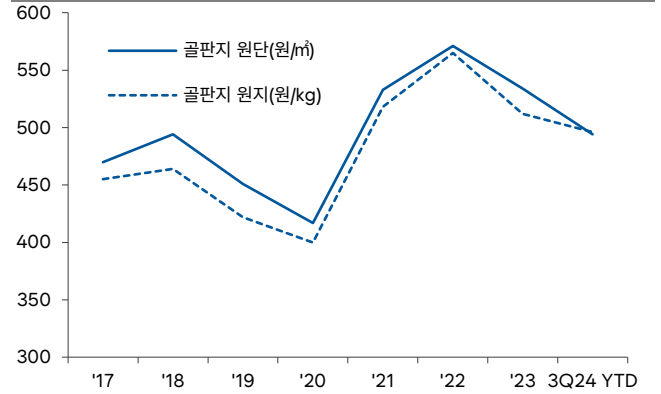
2024년 3분기 누계 기준 골판지 원단의 설비규모는 11.1억 m²으로 전년 동기 대비 8.8% 증가한 반면, 생산량은 8.7억 m²로 전년 동기 대비 3.8%로 증가했다. 태림포장의 골판지 원단 가동률은 3분기 누계 기준 78.7%를 기록하여 2023년 연간 가동률 82.1%에 미치지 못하고 있다.

태림포장 골판지 원단 생산량



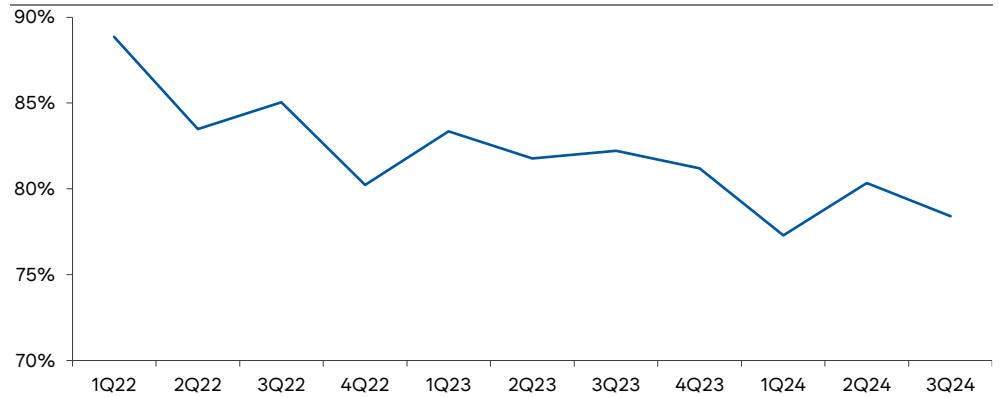
자료: 태림포장, 한국R협의회 기업리서치센터

태림포장 골판지 원단 및 구매 골판지 원지 가격 추이



자료: 태림포장, 한국R협의회 기업리서치센터

태림포장의 골판지 원단 가동률 분기별 추이

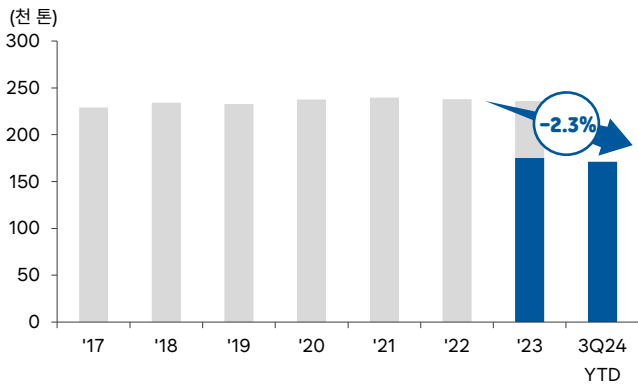


자료: 태림포장, 한국R협의회 기업리서치센터

골판지 원지

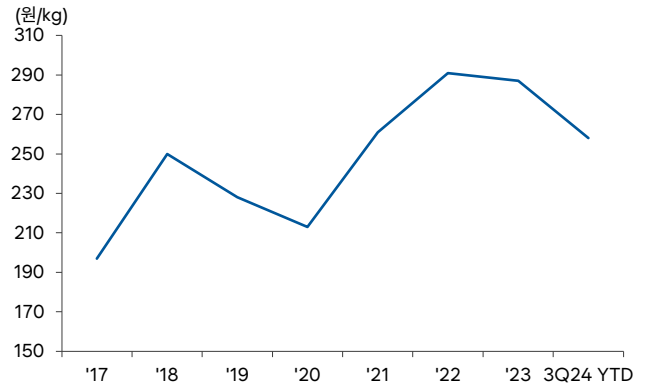
매출액 786억 원(yoy -7.7%), 영업이익 56억 원(yoy -57.0%)을 기록했다. 종속회사 동원페이퍼의 골판지 원지 생산량은 17.1만 톤으로 전년 대비 2.3% 감소하였다. 골판지 원지 가격은 427원/kg으로 전년 동기 대비 6.2% 하락했으며, 원지 스프레드(골판지 원지 가격-고지 가격)는 258원/kg으로 전년 동기 대비 32원/kg 축소되었다.

태림포장 골판지 원지 생산량



자료: 태림포장, 한국IR협회의 기업리서치센터

태림포장 골판지 원지 스프레드 추이



자료: 태림포장, 한국IR협회의 기업리서치센터

분기 실적 추이

(단위: 억 원, 천 톤, 백만 m)

구분	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	3Q23 YTD	3Q24 YTD
매출액	1,814	1,811	1,779	1,792	1,693	1,759	1,795	5,404	5,247
골판지	1,713	1,695	1,687	1,686	1,606	1,670	1,699	5,095	4,975
원지	289	296	267	274	251	253	282	852	786
기타 및 연결조정	-188	-180	-176	-168	-164	-164	-185	-543	-514
생산실적									
골판지	278	280	281	278	280	291	300	839	871
원지	57	62	56	61	57	55	59	175	171
영업이익	69	92	53	8	6	13	-55	214	-37
골판지	31	33	19	-21	-14	-11	-67	83	-91
원지	43	56	32	28	21	21	14	131	56
영업이익률	3.8%	5.1%	3.0%	0.4%	0.3%	0.7%	-3.1%	4.0%	-0.7%
골판지	1.8%	2.0%	1.1%	-1.3%	-0.8%	-0.6%	-3.9%	1.6%	-1.8%
원지	15.0%	18.9%	11.8%	10.3%	8.4%	8.5%	4.9%	15.4%	7.2%

자료: 태림포장, 한국IR협회의 기업리서치센터

2024년 연간 실적 전망

2024E

매출액 6,988억 원(yoy -2.9%)

영업이익 -78억 원(적자 전환)

2024년 매출액은 6,988억 원으로 전년대비 2.9% 감소하고, 영업이익은 -78억 원으로 적자전환이 예상된다. 영업이익률은 -1.1%로 전년 대비 4.2%p 하락할 전망이다. 업계 공통적으로 겪고 있는 업황 부진 및 골판지 원지 가격 인상에 낮은 가동률이 실적에 부담이 되고 있다.

골판지 원단 및 상자

9월부터 인상된 골판지 원지가 투입되면서 3Q24 영업적자 규모가 확대되었다. 4Q24 온기에 걸쳐 인상된 골판지 원지가 투입되기 때문에 실적은 추가적으로 악화될 전망이다. 하지만 4Q24에서 1Q25에 걸쳐 골판지 상자 제조 업체 및 골판지 상자의 구매자인 최종 소비자를 대상으로 가격 인상이 진행되면서 4Q24가 실적의 저점이 될 것으로 보인다.

골판지 원지

2024년 매출액은 1,039억 원(yoy -7.7%), 영업이익은 86억 원(yoy -45.8%), 영업이익률은 8.3%로 전년 대비 5.8%p 하락할 전망이다. 3분기까지 업황이 부진하여 이익률 감소가 있었지만, 4Q24부터 골판지 원지 가격이 인상되면서 이익률이 개선될 것으로 보인다.

연간 실적 추이 및 전망

(단위: 억 원, 천 톤, 백만 m)

구분	2020	2021	2022	2023	2024F
매출액	5,176	6,583	7,840	7,196	6,988
골판지	5,176	6,583	7,363	6,781	6,621
원지	932	1,187	1,246	1,126	1,039
기타 및 연결조정	-932	-1,187	-769	-711	-672
생산실적					
골판지	1,051	1,109	1,146	1,116	
원지	237	240	238	236	
영업이익	95	302	309	222	-78
골판지	33	172	129	62	-166
원지	66	129	181	159	86
영업이익률	1.8%	4.6%	3.9%	3.1%	-1.1%
골판지	0.6%	2.6%	1.8%	0.9%	-2.5%
원지	7.1%	10.9%	14.5%	14.1%	8.3%

자료: 태림포장, 한국IR협회의 기업리서치센터

Valuation

역사적 PBR Band 하단에서 거래

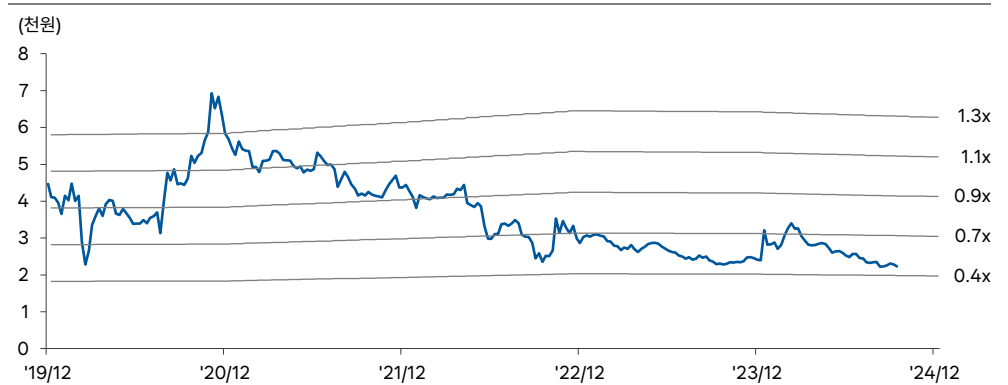
업황이 회복국면에 진입하여
PBR Band 하단 탈피 기대

태림포장 주가는 2024년 연초대비 17.3% 하락하여 동기간 코스피지수 하락률 5.8% 대비 부진한 수익률을 기록하고 있다.

태림포장 PBR은 0.4배이다. 2020년 이후 PBR은 0.4배~1.3배 사이에서 움직였다. 이를 감안하면 동사의 주가는 PBR Band 하단에서 거래되고 있다.

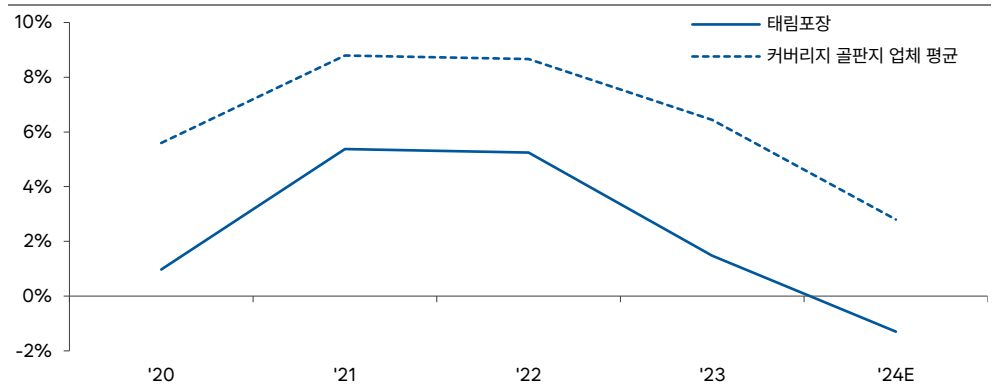
동사의 영업이익은 2024년 3분기를 저점으로 회복세에 접어들 것으로 보인다. 2024년 9월부터 골판지 원지 가격 인상이 진행되며 골판지 원단 및 상자 사업 부문은 이익률이 추가적으로 하락하겠지만, 골판지 원지 부문은 실적이 개선되며 전사 영업이익의 반등이 기대된다. 골판지 원단 및 상자에 대한 가격 인상이 진행중이며 2025년 1분기에 가격 인상이 마무리될 것으로 보인다. 실적이 저점을 찍으면서 2025년에는 현재보다 더 높은 PBR Band에서 거래될 수 있을 것으로 예상된다.

태림포장 역사적 PBR



자료: Quantwise, 한국IR협의회 기업리서치센터

태림포장과 골판지업체의 ROE



자료: Quantwise, 한국IR협의회 기업리서치센터

동종 업체 수준에서 거래

동종 업체 대비 낮은 ROE 구조

태림포장 현재 주가는 2024년 추정 실적 대비 P/B 0.4배로 기업리서치센터가 추정한 여섯 개의 골판지 기업 평균 0.4배과 동일한 배수에서 거래되고 있다.

태림포장의 2024년 예상 ROE -1.3%는 기업리서치센터에서 추정한 여섯 개의 골판지 기업 평균 ROE 2.8% 대비 4.1%p 낮다. 태림포장의 2020년부터 2023년까지 4년 동안 ROE는 3.3%로 여섯 개의 골판지 기업 평균 7.4% 대비 4.1%p 낮다.

동사의 ROE가 낮은 이유는 골판지 원단 및 상자 매출 비중이 높고, 원단 설비의 가동률이 낮기 때문이다. 설비 가동률이 회복되어야 ROE가 개선될 수 있을 것으로 보인다.

본격적인 주가 회복을 위해서는 가동률 회복이 필요해 보인다.

동종 업체 밸류에이션

기업명	종가 (원/주)	시가총액 (십억 원)	YTD수익률 (%)	매출액(십억 원)		영업이익(십억 원)		P/E(배)		P/B(배)		ROE				
				'23	'24E	'23	'24E	'23	'24E	'23	'24E	'20	'21	'22	'23	'24E
코스피	2,481	2,032,824	-6.6	3,530,937	2,714,729	171,757	258,156	19.4	10.1	1.0	0.9	5.3%	10.8%	8.1%	5.0%	
코스닥	681	339,015	-21.5	331,733	105,015	11,079	8,012	166.8	30.5	2.0	2.1	3.4%	7.4%	4.4%	1.2%	
신대양제지	5,550	224	-1.3	645	647	59	33	4.7	6.6	0.3	0.4	9.7%	11.3%	9.0%	8.4%	5.7%
대영포장	968	105	-14.8	283	281	11	2	15.5	32.3	0.6	0.6	2.2%	6.3%	7.7%	4.6%	1.9%
삼보판지	8,530	138	-9.5	556	556	67	40	2.9	4.0	0.3	0.2	9.6%	12.7%	11.9%	10.2%	6.2%
대림제지	6,850	62	-15.6	164	166	22	9	3.9	6.5	0.3	0.2	7.7%	11.0%	10.7%	7.4%	3.5%
태림포장	2,005	142	-16.8	720	685	22	-8	33.8		0.5	0.4	1.0%	5.4%	5.3%	1.5%	-1.3%
한국수출포장	2,670	107	-10.0	312	299	23	0	6.2	46.8	0.4	0.4	3.3%	6.2%	7.5%	6.6%	0.8%
아세아제지	7,700	329	-6.7	908		88		4.6		0.4		8.9%	13.5%	12.4%	9.8%	
커버리지 골판지 업체 평균											0.4	5.6%	8.8%	8.7%	6.4%	2.8%

자료: Quantwise, 한국IR협회의 기업리서치센터

주: 2024년 11월 21일 기준

! 리스크 요인

1 이익 관리 필요

태림페이퍼의 전주페이퍼 인수

태림페이퍼는 2023년 12월 모건스탠리PE와 신한자산운용으로부터 전주페이퍼 및 전주원파워 지분 100%를 인수하는 계약을 체결하였다. 2024년 5월 지분 인수 대금이 납입되며 태림페이퍼의 전주페이퍼 인수가 완료되었다.

전주페이퍼는 1965년에 세한제지로 설립된 국내 최대 신문용지 제조사이다. 신문용지는 대표적으로 수요가 감소하는 산업이다. 2023년 국내 신문용지 생산량은 45만 톤으로, 2009년 생산량 146만 톤 대비 69.2% 감소했다. 전주페이퍼는 2018년부터 기존 신문용지 생산설비를 골심지 생산까지 가능하도록 개조해 골판지 원지 시장에 진입했다. 2021년에는 추가 설비 투자를 단행하여 매년 20만 톤의 골심지 생산량을 추가로 확보하여 연간 80만 톤의 설비를 확보하였다.

태림페이퍼 계열은 전주페이퍼를 인수함으로써 국내 골판지 원지 생산에서 30% 이상의 점유율을 확보했다. 2023년 기준으로 태림페이퍼 계열(태림페이퍼, 동원페이퍼)의 생산량은 121만 톤으로 국내 생산의 22.2%를 차지하였다.

태림페이퍼 계열 생산기준 원지 점유율 > 원단 점유율

태림포장은 2023년 11.2억 m²의 골판지 원단을 생산하여 국내 생산에서 17.1%를 차지했다. 태림페이퍼 계열의 또 하나의 골판지 및 상자 회사 태림판지는 2023년 기준 태림포장 매출규모의 1/10이다. 태림포장과 태림판지의 물량을 합쳐도 골판지 원단 생산 점유율이 19% 수준일 것으로 추정된다. 이는 2023년 태림페이퍼 계열의 골판지 생산량 점유율 22.2%에 못 미치는 수치이다. 태림페이퍼가 전주페이퍼까지 인수하면서 태림페이퍼 계열의 골판지 원지가 골판지 원단 및 상자보다 많은 구조는 심화되었다.

증설 했을 때 이익률이 관건

그동안 증설에 대한 태림포장의 적극적인 행보와 전주페이퍼를 인수하면서 그룹 내 골판지 원지 물량 증가, 태림페이퍼 그룹 전체의 이익 상승을 고려해 봤을 때 태림포장의 추가적인 증설이 예상된다. 일반적으로 골판지 원단 및 상자 업체의 증설은 긍정적으로 평가할 수 있다. 증설이 실적 증가와 연결되기 때문이다. 하지만 증설이 진행되며 이익률이 하락하고 있는 동사에게 긍정적인 일로 평가할 수 있는지 판단이 어렵다. 동사에 대한 투자를 검토할 때 이익률 개선 여부를 유심히 지켜봐야 하는 이유이다.

태림포장 주요 계열사 지배구조

(단위: %)

	피출자				
	태림페이퍼	태림포장	동원페이퍼	태림판지	동림로지스틱스
세아상역	100				
출자 태림페이퍼		69	40	100	
태림포장		3	60		100

자료: 태림포장, 한국IR협의회 기업리서치센터

포괄손익계산서

(억원)	2020	2021	2022	2023	2024F
매출액	5,620	7,129	7,840	7,196	6,854
증가율(%)	-1.9	26.8	10.0	-8.2	-4.8
매출원가	4,819	6,061	6,686	6,138	6,041
매출원가율(%)	85.7	85.0	85.3	85.3	88.1
매출총이익	801	1,068	1,154	1,058	813
매출이익률(%)	14.3	15.0	14.7	14.7	11.9
판매관리비	706	766	845	836	891
판매비율(%)	12.6	10.7	10.8	11.6	13.0
EBITDA	356	561	579	496	219
EBITDA 이익률(%)	6.3	7.9	7.4	6.9	3.2
증가율(%)	-23.4	57.3	3.2	-14.2	-55.9
영업이익	95	302	309	222	-78
영업이익률(%)	1.7	4.2	3.9	3.1	-1.1
증가율(%)	-54.2	216.4	2.4	-28.2	적전
영업외손익	-38	-28	-48	-83	-31
금융수익	3	2	15	21	38
금융비용	39	28	56	83	112
기타영업외손익	-2	-1	-7	-21	43
중속/관계기업관련손익	0	0	0	0	0
세전계속사업이익	57	274	261	139	-109
증가율(%)	-79.1	378.1	-4.9	-46.6	적전
법인세비용	12	64	29	36	-22
계속사업이익	45	210	232	103	-87
중단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익	45	210	232	103	-87
당기순이익률(%)	0.8	2.9	3.0	1.4	-1.3
증가율(%)	-79.1	361.3	10.6	-55.7	적전
자배주주지분 순이익	30	170	174	50	-43

현금흐름표

(억원)	2020	2021	2022	2023	2024F
영업활동으로인한현금흐름	429	352	461	726	277
당기순이익	45	210	232	103	-87
유형자산 상각비	258	256	262	267	289
무형자산 상각비	3	3	7	7	8
외환손익	0	0	8	1	0
운전자본의감소(증가)	75	-247	-104	259	0
기타	48	130	56	89	67
투자활동으로인한현금흐름	-211	-214	-667	-845	-28
투자자산의 감소(증가)	0	0	0	0	0
유형자산의 감소	25	20	2	23	0
유형자산의 증가(CAPEX)	-228	-266	-600	-722	-59
기타	-8	32	-69	-146	31
재무활동으로인한현금흐름	-171	-79	292	128	659
차입금의 증가(감소)	-119	-36	388	292	789
사채의증가(감소)	0	0	0	0	0
자본의 증가	0	0	0	0	0
배당금	0	0	-34	-74	-34
기타	-52	-43	-62	-90	-96
기타현금흐름	-0	0	-0	-0	-2
현금의증가(감소)	47	60	87	8	906
기초현금	13	60	119	206	215
기말현금	60	119	206	215	1,121

재무상태표

(억원)	2020	2021	2022	2023	2024F
유동자산	1,148	1,532	1,714	1,788	2,629
현금성자산	60	119	206	215	1,121
단기투자자산	4	2	115	215	215
매출채권	890	1,047	1,024	976	930
재고자산	173	344	347	347	330
기타유동자산	22	20	22	35	33
비유동자산	4,520	4,476	4,798	5,372	5,134
유형자산	4,203	4,159	4,453	4,733	4,503
무형자산	111	125	126	131	123
투자자산	4	2	17	10	10
기타비유동자산	202	190	202	498	498
자산총계	5,668	6,009	6,512	7,160	7,763
유동부채	1,876	2,046	1,863	2,401	3,138
단기차입금	1,133	1,018	1,085	1,229	2,019
매입채무	372	473	402	719	685
기타유동부채	371	555	376	453	434
비유동부채	548	527	984	1,101	1,088
사채	0	0	0	0	0
장기차입금	228	190	698	826	826
기타비유동부채	320	337	286	275	262
부채총계	2,424	2,573	2,847	3,501	4,226
자배주주지분	3,082	3,236	3,406	3,390	3,313
자본금	354	354	354	354	354
자본잉여금	545	545	554	554	554
자본조정 등	-69	-69	-69	-69	-69
기타포괄이익누계액	-3	-3	-3	-3	-3
이익잉여금	2,255	2,409	2,571	2,554	2,477
자본총계	3,244	3,436	3,665	3,658	3,537

주요투자지표

	2020	2021	2022	2023	2024F
P/E(배)	138.4	18.2	11.6	33.8	N/A
P/B(배)	1.3	1.0	0.6	0.5	0.4
P/S(배)	0.7	0.4	0.3	0.2	0.2
EV/EBITDA(배)	16.0	8.3	6.6	7.4	14.8
배당수익률(%)	0.0	1.1	1.7	2.1	2.5
EPS(원)	42	240	246	71	-60
BPS(원)	4,352	4,570	4,811	4,787	4,678
SPS(원)	7,937	10,068	11,073	10,163	9,680
DPS(원)	0	50	50	50	50
수익성(%)					
ROE	1.0	5.4	5.3	1.5	-1.3
ROA	0.8	3.6	3.7	1.5	-1.2
ROIC	1.6	5.2	5.2	3.0	-1.5
안정성(%)					
유동비율	61.2	74.9	92.0	74.5	83.8
부채비율	74.7	74.9	77.7	95.7	119.5
순차입금비율	43.8	38.7	41.4	46.9	45.2
이자보상배율	2.5	11.0	6.6	3.0	-0.8
활동성(%)					
총자산회전율	1.0	1.2	1.3	1.1	0.9
매출채권회전율	6.6	7.4	7.6	7.2	7.2
재고자산회전율	26.2	27.6	22.7	20.7	20.2

Analyst 김선호 shkim@kirs.or.kr

RA 이희경 hk.lee@kirs.or.kr

골판지 일괄생산 업체

1957년에 설립된 골판지 일괄생산 기업으로, 2023년 기준 골판지 원지 연간 28.6만 톤, 골판지 원단 연간 6.56억 m² 설비 보유. 2024년 3분기 기준 골판지 원지의 약 63%는 자체 설비에서 조달하고 있으며 나머지는 외부에서 구매. 매출비중은 골판지 상자 77.0%, 골판지 원단 23.0%로 구성

일괄 생산이 갖고 있는 안정성의 매력

일괄 생산구조로 인해 골판지 원단 및 상자 부문 이익률에 일정 비중의 골판지 원지 이익률이 더해지는 수익 구조를 갖고 있어 골판지 업체 내에서 중위험 중수익 구조

높은 증설 가능성

골판지 원단 생산설비 점유율이 과거 저점 수준에 임박. 2023년 말까지 마무리를 목표로 했던 증설 계획이 3년 밀렸으나 점유율 방어를 위해 골판지 원단 및 상자 설비 증설 가능성 높음

현주가는 2024년 추정실적대비 PBR 0.4배

9월부터 진행된 골판지 원지 가격 인상으로 골판지 원단 및 상자 사업의 이익률 축소. 2024년 4분기를 저점으로 2025년 2분기에는 정상화 기대

Forecast earnings & Valuation

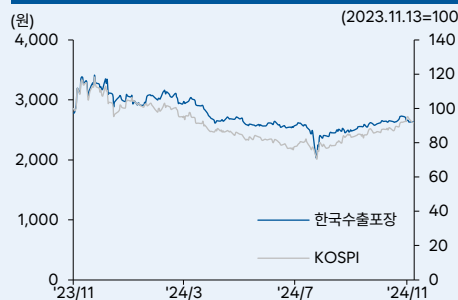
	2020	2021	2022	2023	2024F
매출액(억원)	2,648	3,192	3,414	3,123	2,987
YoY(%)	-2.5	20.5	7.0	-8.5	-4.4
영업이익(억원)	109	200	257	229	1
OP 마진(%)	4.1	6.3	7.5	7.3	0.0
지배주주순이익(억원)	84	159	203	190	23
EPS(원)	209	396	508	476	57
YoY(%)	-53.6	89.8	28.1	-6.3	-88.0
PER(배)	10.6	6.4	5.7	6.2	47.6
PSR(배)	0.3	0.3	0.3	0.4	0.4
EV/EBITDA(배)	2.4	1.9	1.5	1.2	3.8
PBR(배)	0.3	0.4	0.4	0.4	0.4
ROE(%)	3.3	6.1	7.5	6.6	0.8
배당수익률(%)	2.7	2.7	2.8	2.7	2.9

자료: 한국R협회의 기업리서치센터

Company Data

현재주가 (11/22)	2,715원
52주 최고가	3,415원
52주 최저가	2,035원
KOSPI (11/22)	2,501.24p
자본금	200억원
시가총액	1,086억원
액면가	500원
발행주식수	40백만주
일평균 거래량 (60일)	8만주
일평균 거래액 (60일)	2억원
외국인지분율	2.74%
주요주주	허정훈 외 2인 45.56%

Price & Relative Performance



Stock Data

주가수익률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	3.2	5.2	-19.8
상대주가	6.1	14.6	-19.5

기업 개요

1 골판지 원지부터 원단, 상자까지 골판지 일괄생산체제 전문기업

**1957년 설립되어 6개의 공장에서
골판지 원지부터 골판지 상자까지
제조하는 골판지전문기업**

한국수출포장은 골판지 원지, 골판지 원단 및 골판지 상자 제조사업을 영위하고 있는 골판지 전문기업이다.

한국수출포장은 1957년 설립되어 1974년 6월 한국증권거래소에 상장하였다
골판지 원단 및 상자는 1962년부터 부산 공장에서 생산을 시작했다. 1993년 안성 공장, 1997년 양산 공장을 준공 후
골판지 원단 및 상자 생산을 시작하여 판매 지역을 확대했다. 2007년에는 대전 지역까지 생산지역이 확대되었다. 골판
지 원지는 1963년부터 부산공장에서 생산을 시작했다. 골판지 원지 설비는 1974년, 1984년 부산공장 설비 증설을 통
해 일산 100톤까지 확대하였으며, 1988년부터는 오산공장에서 일산 200톤 생산설비를 시작으로 2000년 일산 520
톤까지 생산설비를 확대했다. 2004년 11월 부산공장 가동을 중단하며 2005년 부산공장 전체를 매각하였다. 2006년
에는 삼원포장산업을 인수하면서 한수팩으로 상호를 변경하였다.

동사는 현재 서울 본사를 포함하여 골판지 원지를 생산하는 오산공장, 골판지 상자 및 원단 생산공장인 안성, 양산, 대
전, 계열사인 한수팩 등 6개의 사업장을 보유하며 골판지 일괄 생산체제를 이루고 있다.

2 사업영역

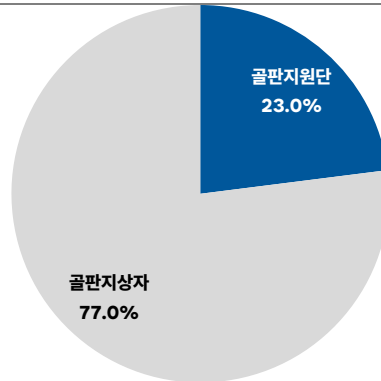
**3Q24 누적 매출비중은
골판지 상자 77.0%,
골판지 23.0%**

사업부문은 골판지 상자와 골판지로 나뉘며, 2024년 3분기 누적 매출비중은 골판지 상자 77.0%, 골판지 원단
23.0%이다. 2024년 3분기 기준 내수 매출이 100%이다.

골판지 원지는 오산공장에서 제조하고 있다. 주요 원재료인 고지는 태화리사이클링 등 국내 대형고지업체로부터 공급
받고 있으며, 펄프는 일본, 러시아 등에서 수입하고 있다. 오산공장의 골판지 원지 생산능력은 연간 28.6만 톤이다.

골판지 원단 및 골판지 상자는 안성, 양산, 대전공장에서 생산하고 있다. 원재료인 골판지 원지는 오산공장에서 2024
년 3분기 누적 기준 63%의 비율로 자체 공급받고 있으며, 나머지 37%는 국내와 수입업체로부터 구입하고 있다. 골
판지 상자는 100% 주문 접수 후 출하되며, 신속한 납품을 위해서 안성, 양산, 대전 공장 중 거래선과 가까운 공장에서
생산하여 판매한다. 연간 생산능력을 살펴보면, 안성공장 1.9억 m², 양산공장 2.54억 m², 대전공장 2.12억 m²로 골판
지 원단의 총 연간 생산능력은 6.56억 m²이다.

사업부문별 매출비중(3Q24)



자료: 한국수출포장, 한국IR협의회 기업리서치센터

3 종속회사

종속회사로는 한수팩(지분율 100%) 보유

종속회사는 비상장사 한수팩(지분율 100%)이 있다. 한수팩은 2002년 3월 설립되어 골판지 상자 및 부속품을 제조하는 지합업체이다. 2024년 3분기 사업보고서 기준으로 매출은 97억 원, 당기순이익은 1억 원을 기록하며 연결 매출액의 4.3% 기여하였다.

종속회사(3Q24)

(단위: 억 원)

상호	설립일	주요사업	지분율	자산총액	부채총액	자본총액	매출액	손익
한수팩	2002.03.02	골판지상자의 제조 및 판매	100.0%	80	12	68	97	1

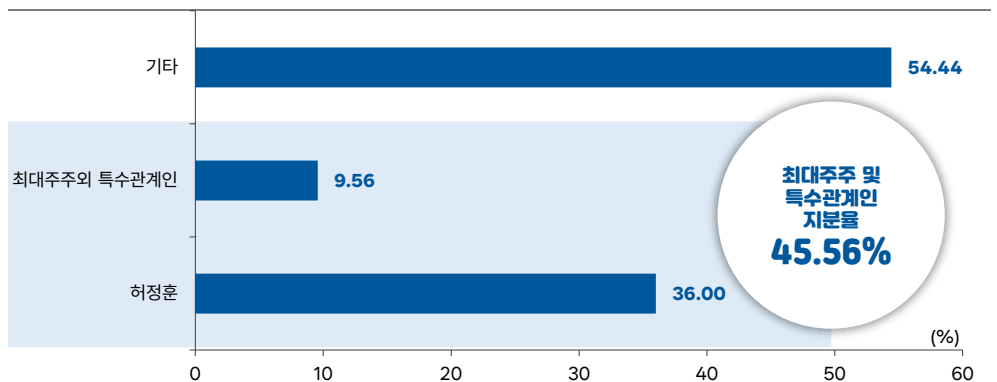
자료: 한국수출포장, 한국IR협의회 기업리서치센터

4 주주현황

최대주주는 허정훈 대표이사로, 지분율 36.0% 보유

최대주주는 허정훈 대표이사로, 2024년 9월 말 기준 주식수 14,400,000(지분율 36.0%)을 보유하고 있다. 허정훈 대표이사는 종속회사인 한수팩의 대표이사도 겸직하고 있다. 2017년 창업주인 故 허석락 회장의 장남인 허용삼 회장이 보유하고 있던 72만주를 아들 허정훈 대표이사에게 증여하여 최대주주가 변경되었다. 이외에 5%이상의 주주로는 허봉삼 5.72%, 산천교역 3.84%가 있다.

주주현황(3Q24)



자료: 한국수출포장, 한국IR협의회 기업리서치센터

투자포인트

1 일괄 생산이 갖고 있는 안정성의 매력

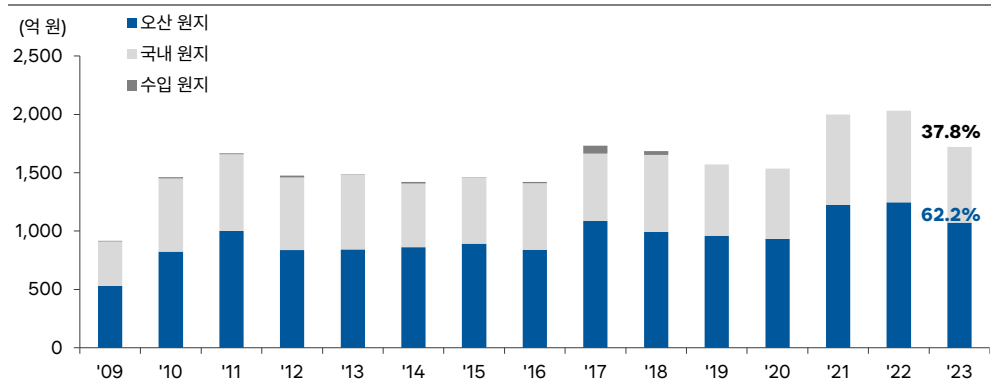
한국수출포장

원지 점유율 5.1%

골판지 점유율 8.1%

한국수출포장은 골판지 원지를 포함하여 골판지 원단 및 상자까지 제조하는 일괄 생산 업체로 골판지 원지 연간 28.6만 톤과 골판지 원단 생산 설비 연간 6.56억 m²를 보유하고 있다. 2023년 기준으로 골판지 원지는 279만 톤을 생산하여 국내 생산에서 5.1%를 차지하고 있고, 골판지는 5.3억 m²를 생산하여 국내 생산에서 8.1%를 차지하고 있다. 동사의 판매 제품은 골판지 원단 및 상자가 100%를 차지하며, 골판지 원지는 100% 자가 소비하고 있다. 2024년 3분기 누적 기준으로 골판지 원지의 63%를 오산 원지 공장에서 자체 조달하고 있으며, 나머지는 국내에서 외부 구매하고 있다.

한국수출포장 원지 조달



자료: 한국수출포장, 한국IR협회의 기업리서치센터

한국수출포장 이익률

=골판지 이익률

+일정 비중의 골판지 원지 이익률

한국수출포장의 일괄 생산 구조는 골판지 원지와 골판지 및 상자로 분리되어 있는 일반적인 골판지 업체의 이익 구조와 다른 형태를 보인다. 동사의 이익 구성을 분해해보면 전체 판매량에 해당하는 골판지 원단 및 상자 부분의 이익과 자체 공장인 오산 부문에서 생산한 골판지 원지 부분의 이익이 더해진 것으로 볼 수 있다. 수학적인 식으로 표현하자면 '한국수출포장 영업이익 = 전사 매출 * 골판지 원단 및 상자 부문 영업이익률 + 오산에서 생산한 원지의 예상 매출 * 골판지 원지의 영업이익률'로 나타낼 수 있다. 그러므로 '한국수출포장의 영업이익률 = 골판지 및 상자 부문 영업이익률 + 오산에서 생산한 원지 예상 매출을 한국수출포장 매출로 나눈 값 * 골판지 원지의 영업이익률'로 나타낼 수 있다. 간단히 말하자면 동사의 이익률은 골판지 영업이익률에 일정 비중의 골판지 원지의 영업이익률이 더해진다고 말할 수 있다.

한국수출포장의 이익률과 위험은

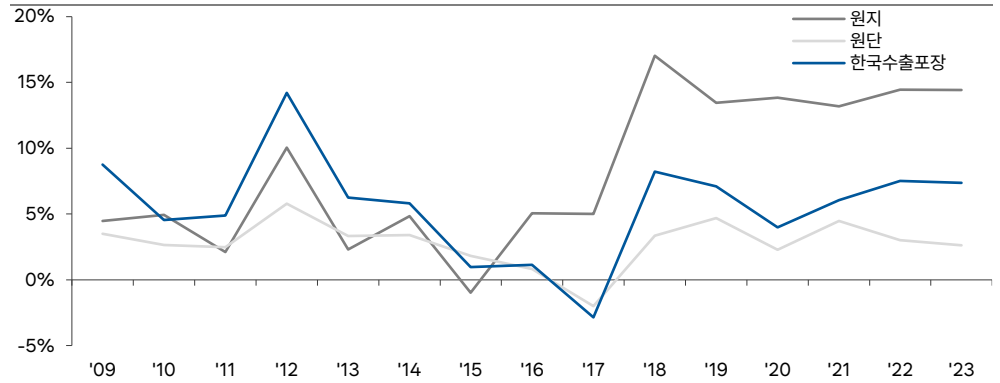
원지와 판지 중간 정도

한국수출포장이 갖고 있는 부분 일괄생산 구조 때문에 동사의 이익률은 골판지 및 상자 업체의 이익 안정성에 골판지 원지 업체의 높은 이익률이 섞여 있는 구조를 갖고 있다. 2009년부터 2023년까지 15년 동안 과점 4사와 한국수출포장의 평균 영업이익률을 비교하자면 원지 업체는 8.3%, 한국수출포장 5.6%, 판지 업체는 2.8%를 기록했다. 같은 기

¹ 양변을 한국수출포장 전사 매출로 나누었다.

간 영업이익률 변동성은 원지 업체는 5.7%, 한국수출포장 3.9%, 판지 업체 1.8%를 기록하였다. 동사의 이익구조와 과거 이익률 추이에서 확인할 수 있듯이, 한국수출포장은 원지 업체와 판지 업체 중간 수준의 이익률과 변동성을 갖고 있다.

원지, 판지, 한국수출포장의 과거 이익률 추이



자료: 한국수출포장, 한국IR협의회 기업리서치센터

투자 아이디어

- 1) 상대적 가격 매력
- 2) 골판지업에 대한 투자

투자자 입장에서는 두가지 관점에서 한국수출포장에 접근할 수 있을 것으로 보인다.

첫째, 골판지 업체 내 상대적 가격 매력으로 접근할 수 있다. 가격 협상력, 영업이익률의 수준, 과점화 등에 기준을 두고 판단하였을 때 골판지 원지 업체가 골판지 원단 및 상자 업체 대비 높은 이익 배수에서 거래되는 것이 적절하다고 판단한다. 한국수출포장은 골판지 원지 업체와 골판지 원단 및 상자 업체 중간 정도에서 거래되는 게 적절해 보인다. 시장에서 평가받는 가격 수준에 따라 한국수출포장의 가격 매력이 높아질 수 있다. 예를 들어 한국수출포장이 골판지 원단 및 상자 업체 수준에서 거래되고 있다면 좋은 투자 기회로 판단할 수 있을 것이다.

둘째, 골판지 산업을 긍정적으로 바라보는 투자자라면 언제든지 살 수 있는 종목이다. 골판지 산업의 성장이 골판지 원지 부문의 이익률 개선으로 연결될지 골판지 및 상자 부문의 이익률로 연결될지 확인할 수 없다면 한국수출포장이 훌륭한 대안이 될 것이다.

높은 증설 가능성

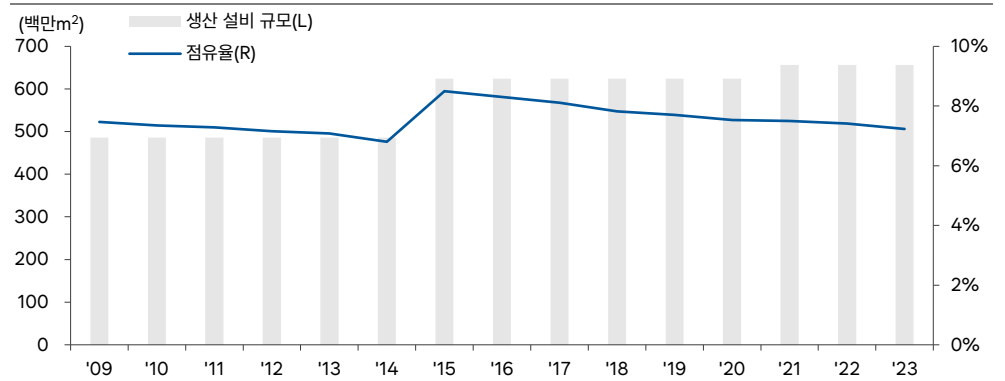
높은 수준의 가동률

한국수출포장의 물리적 설비의 잉여율(생산능력/실제 생산)은 2023년 기준 23.8%로 적정잉여율 25%에 미치지 못하고 있으며, 시간기준 가동률은 2023년 기준으로 95.06%로 실질적으로 최대 수준으로 가동을 하고 있는 것으로 보인다. 참고로 적정잉여율 25%는 한국골판지포장산업협동조합에서 언급한 수치를 인용하였다.

저점 수준에 가까워진 생산 점유율

동사의 2010년 이후 증설은 2015년, 2021년 두차례 진행되었다. 2015년에는 양산공장 설비규모를 확대하여 기존 연간 4.9억 m²에서 연간 6.2억 m²로 확대하였으며, 2021년에는 안성공장 설비규모를 확대하여 연간 6.6억 m²로 확대하였다. 2023년 국내 골판지 생산설비는 90.8억 m²로 2010년 66.1억 m² 대비 37.3% 증가하여, 같은 기간 동사의 생산설비 증가율 35.0%보다 높았다. 2023년 한국수출포장의 생산설비 기준 점유율은 7.2%를 기록하여 2014년에 기록하였던 저점 6.8%에 가까워지고 있다. 현재 증설중인 설비가 없기 때문에 2024년, 2025년에는 추가적으로 점유율 하락이 예상된다.

한국수출포장 생산설비 규모 및 생산설비의 시장 점유율



자료: 한국골판지포장산업협동조합, 한국수출포장, 한국IR협회의 기업리서치센터

증설 계획을 발표한 상태

2023년 12월 19일 한국수출포장은 충북 음성군 오선일반산업단지에 집행하기로 했던 골판지 원단 및 골판지상자 생산 공장 설비투자를 기존 2023년 말까지 마무리에서 2026년 말까지로 정정 공시하였다. 설비투자의 마무리 시점이 3년이나 밀린 것은 아쉽지만, 동사의 설비투자 가능성은 여전히 높아 보인다. 한국수출포장은 과점 5사 중 하나의 업체로서 시장 지배력을 유지하기 위해 일정 수준 이상의 설비 점유율을 유지하려 할 것이다. 동사의 설비 증설 결정은 2026년, 2027년 물량 증가를 기대할 수 있는 중요한 근거가 될 것이다.

실적 추이 및 전망

2023년 실적 분석

2023

매출액 3,123억 원(yoy -8.5%)

영업이익 229억 원(yoy -11.0%)

2023년 매출액은 3,123억 원(yoy -8.5%), 영업이익은 229억 원(yoy -11.0%)을 기록하였다. 영업이익률은 7.3%로 전년 대비 0.2%p 하락했다.

골판지 생산량은 5.3억 m²로 전년 대비 4.6% 감소하였으며, 국내 생산에서 5.8%를 차지하였다. 골판지 원단의 판매 가격은 506원/m²로 전년대비 5.8% 하락했으며, 외부에서 구매한 골심지의 가격은 450원/kg으로 12.8% 하락했다. 제품 가격 하락률 5.8%에 비해 골심지 가격 하락으로 인한 원가 개선이 9%² 있었기 때문에 제품 마진에 긍정적이었다. 매출원가율은 16.8%를 기록하여 전년 대비 0.7%p 개선되었다. 하지만 판매량 감소로 인해 매출액 대비 판매비율이 9.4%로 전년 대비 0.9%p 상승하며 영업이익률이 하락했다.

골판지 원지 생산량은 27.9만 톤으로 전년 대비 2.2% 감소하였다. 국내 생산 점유율은 8.1%이다.

2024년 3분기 누적 실적 분석

2024년 3분기 누적

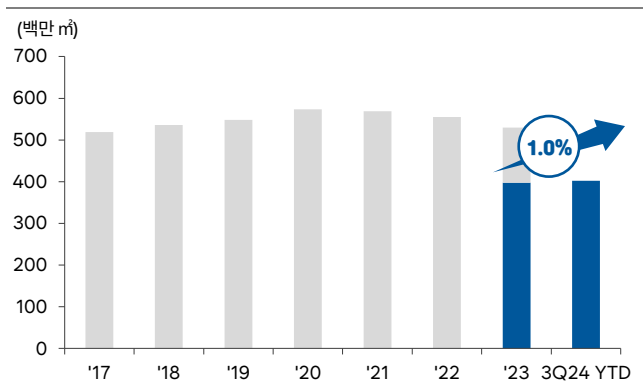
매출액 1,501억 원(yoy -4.4%)

영업이익 64억 원(yoy -82.1%)

2024년 3분기 누적 매출액은 2,256억 원(yoy -4.4%), 영업이익은 35억 원(yoy -82.1%)을 기록했다. 영업이익률은 1.6%로 전년 같은 기간 대비 6.8%p 악화되었다.

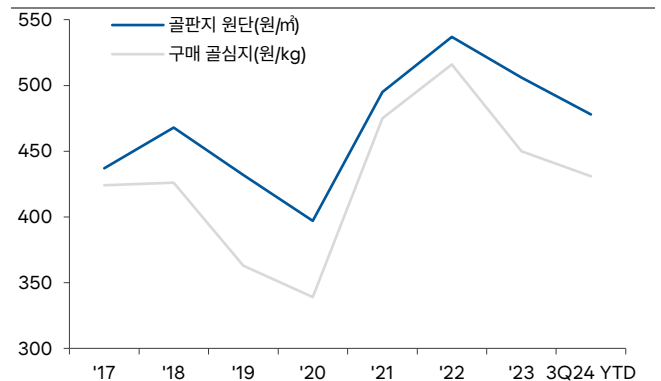
골판지 원단 생산량은 4.0억 m²로 전년 대비 1.0% 증가했다. 골판지 원단 판매 가격은 478원/m²로 전년대비 6.5% 하락했으며, 외부에서 구매한 골심지의 가격은 431원/kg으로 6.1% 하락했다. 골심지 가격 하락으로 인한 약 4.3% 정도의 원가 개선이 있었지만, 제품 가격 하락률이 더 컸기 때문에 마진에 부정적이었다. 9월부터 인상된 원지 가격도 실적에 부담이 됐다. 2023년 3분기 누적 기준으로 매출총이익률은 11.9%로 전년 동기 대비 5.5%p 하락했다. 원지 생산량은 21.0만 톤으로 전년 동기 대비 0.8% 감소했다.

한국수출포장 골판지 원단 생산량



자료: 한국수출포장, 한국R협회의 기업리서치센터

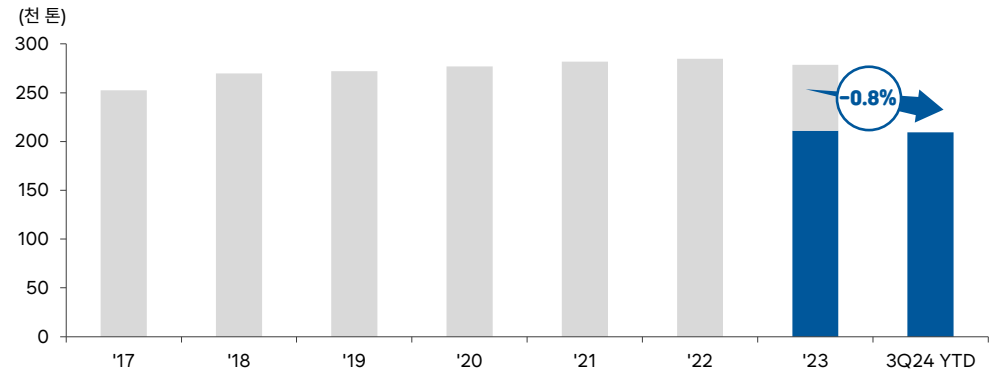
한국수출포장 골판지 원단 및 구매 골심지 가격 추이



자료: 한국수출포장, 한국R협회의 기업리서치센터

² 골판지 원단 제조원가의 골판지 원지가 70%를 차지한다는 것을 활용하여 계산한 수치

한국수출포장 원지 생산량



자료: 한국수출포장, 한국IR협의회 기업리서치센터

분기 실적 추이

(단위: 억 원, 천 톤, 백만 m)

구분	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	3Q23 YTD	3Q24 YTD
매출액	776	797	786	764	735	767	755	2,359	2,256
골판지	197	190	183	189	177	172	171	569	519
상자	579	607	604	575	558	595	584	1,790	1,737
생산실적									
원지	68	71	72	67	69	71	69	211	209
골판지	129	135	134	132	130	136	136	398	402
영업이익	51	81	65	32	33	31	-29	197	35
영업이익률	6.6%	10.2%	8.3%	4.1%	4.5%	4.0%	-3.9%	8.4%	1.6%

자료: 한국수출포장, 한국IR협의회 기업리서치센터

2024년 연간 실적 전망

2024E

매출액 2,987억 원(yoy -4.4%)

영업이익 1억 원(yoy -99.6%)

2024년 매출액은 2,987억 원으로 전년대비 4.4% 감소하고, 영업이익은 1억 원으로 전년대비 99.6% 감소할 전망이다. 영업이익률은 0.0%로 전년 대비 7.3%p 하락할 전망이다. 4Q24에도 3Q24에 이어 영업적자가 전망된다.

골판지 원지를 외부에 판매하지 않는 한국수출포장은 골판지 원지 가격이 인상되는 시기에 불리한 이익 구조를 갖고 있다. 동사가 생산한 골판지 원지는 외부 판매를 하지 않기 때문에 원지 가격 인상이 이익률 개선에 미치는 영향이 없으며, 외부 조달하고 있는 골판지 원지로 제조한 골판지 원단 및 상자는 원가율이 악화되며 이익률이 급격하게 하락한다.

한국수출포장의 실적은 제품 가격 인상이 마무리된 2025년 2분기부터 정상적인 수준의 이익률로 회복할 것으로 전망된다. 동사의 골판지 원단 및 상자를 구매하는 고객수가 많아 계약의 형태가 다양해 일괄적으로 가격 인상이 어렵다. 상승한 원가를 제품 가격에 반영하는 데 반 년 정도의 시간이 걸릴 것으로 보인다.

연간 실적 추이

(단위: 억 원, 천 톤, 백만 m)

구분	2020	2021	2022	2023	2024F
매출액	2,605	3,142	3,414	3,123	2,987
골판지	636	818	832	758	
상자	2,002	2,373	2,582	2,365	
생산실적					
원지	277	282	285	279	
골판지	573	569	555	530	
영업이익	104	190	257	229	1
영업이익률	4.0%	6.0%	7.5%	7.3%	0.0%

자료: 한국수출포장, 한국IR협의회 기업리서치센터

Valuation

1 역사적 PBR Band 중하단에서 거래

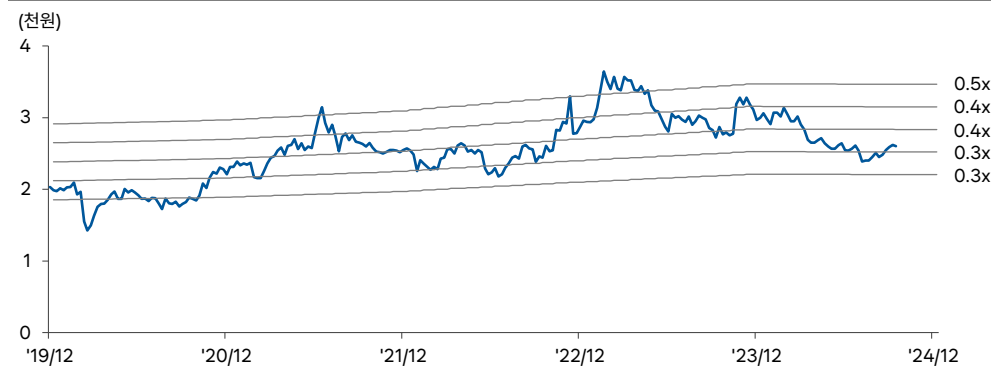
업황이 회복국면에 진입하여
PBR Band 중하단 탈피 기대

한국수출포장 주가는 2024년 연초대비 8.4% 하락하여 동기간 코스피지수 하락률 5.8% 대비 부진한 수익률을 기록하고 있다.

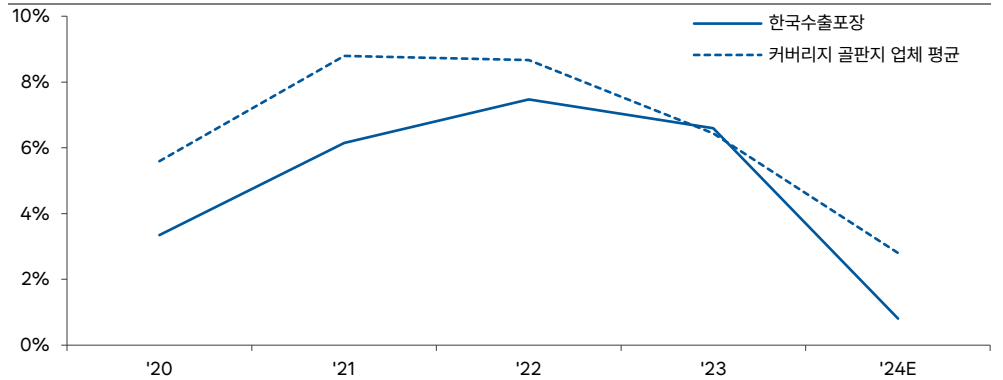
한국수출포장 PBR은 0.4배이다. 2020년 이후 PBR은 0.3배~0.5배 사이에서 움직였다. 이를 감안하면 동사의 주가는 PBR Band 중하단에서 거래되고 있다.

한국수출포장의 ROE는 2022년 7.5%를 고점으로 2024년에는 0.8%까지 하락할 것으로 전망된다. 골판지 원자 가격이 인상되면서 4분기 영업이익자가 확대될 것으로 보인다. 동사의 실적은 2024년 4분기를 저점으로 회복 국면에 진입할 것으로 전망된다. 4분기부터 골판지 원단 및 상자 가격 인상이 진행되고 있다. 가격 인상이 마무리된 2025년 2분기부터는 정상 수준의 이익률로 회복될 것으로 보인다. 2025년에는 ROE가 반등하면서 동사의 주가도 현재보다 높은 valuation을 적용 받을 것으로 예상된다.

한국수출포장 역사적 PBR Band



한국수출포장과 골판지업체의 ROE



동종 업체 수준에서 거래

골판지 원지 업체와 골판지 원단 및 상자 업체

한국수출포장 현재 주가는 2024년 추정 실적 대비 PBR 0.4배로 기업리서치센터가 추정한 여섯 개의 골판지 기업 평균 0.4배와 같은 배수에서 거래되고 있다.

중간 수준의 PBR이 적절

산업분석 '골판지 산업 수요와 공급'에서 살펴보았듯이 동사는 골판지 원지사와 골판지 원단 및 상자 업체 중간 수준의 수익률, ROE 구조를 갖고 있다. 기업리서치센터가 추정한 여섯 개의 골판지 기업의 2020년부터 2023년까지 4년 평균 ROE를 비교해보면 골판지 원지 업체인 삼보판지 11.1%, 신대양제지 9.6%, 대림제지 9.2%를 기록하고 있고, 골판지 원단 및 상자 업체인 대영포장이 5.2%, 태림포장이 3.3%를 기록하고 있으며, 동사는 골판지 원지 업체와 골판지 원단 및 상자 업체의 중간 수준인 5.9%를 기록하고 있다.

ROE는 적정 PBR을 결정하는 핵심 변수이기 때문에 동사는 골판지 원지 업체와 골판지 원단 업체의 PBR 배수 중간에 위치해 있는 것이 적절해 보인다.

동종 업체 밸류에이션

기업명	종가 (원/주)	시가총액 (십억 원)	YTD수익률 (%)	매출액(십억 원)		영업이익(십억 원)		P/E(배)		P/B(배)		ROE					
				'23	'24E	'23	'24E	'23	'24E	'23	'24E	'20	'21	'22	'23	'24E	
코스피	2,481	2,032,824	-6.6	3,530,937	2,714,729	171,757	258,156	19.4	10.1	1.0	0.9	5.3%	10.8%	8.1%	5.0%		
코스닥	681	339,015	-21.5	331,733	105,015	11,079	8,012	166.8	30.5	2.0	2.1	3.4%	7.4%	4.4%	1.2%		
신대양제지	5,550	224	-1.3	645	647	59	33	4.7	6.6	0.3	0.4	9.7%	11.3%	9.0%	8.4%	5.7%	
대영포장	968	105	-14.8	283	281	11	2	15.5	32.3	0.6	0.6	2.2%	6.3%	7.7%	4.6%	1.9%	
삼보판지	8,530	138	-9.5	556	556	67	40	2.9	4.0	0.3	0.2	9.6%	12.7%	11.9%	10.2%	6.2%	
대림제지	6,850	62	-15.6	164	166	22	9	3.9	6.5	0.3	0.2	7.7%	11.0%	10.7%	7.4%	3.5%	
태림포장	2,005	142	-16.8	720	685	22	-8	33.8		0.5	0.4	1.0%	5.4%	5.3%	1.5%	-1.3%	
한국수출포장	2,670	107	-10.0	312	299	23	0	6.2	46.8	0.4	0.4	3.3%	6.2%	7.5%	6.6%	0.8%	
아시아제지	7,700	329	-6.7	908		88		4.6		0.4		8.9%	13.5%	12.4%	9.8%		
커버리지 골판지 업체 평균												0.4	5.6%	8.8%	8.7%	6.4%	2.8%

자료: Quantwise, 한국IR협의회 기업리서치센터

주: 2024년 11월 21일 기준

리스크 요인

1 외부에서 조달하는 골판지 원지 비중 상승

**골판지 원단 및 상자를 중심으로
설비 증설**

산업분석 'Ⅲ.과점 5사 각각의 전략'에서 확인할 수 있었듯이 한국수출포장의 2000년부터 2023년까지 유형자산 연평균 증가율은 2.4%를 기록하여 5사 평균 6.8%에 미치지 못한다. 2023년 골판지 원지 생산량은 27.9만 톤으로 2000년 20.3만 톤 대비 연평균 1.4% 성장하여 같은 기간 국내 골판지 원지 생산량 증가율 3.0%에 미치지 못한다. 같은 기간 동사의 골판지 원단 생산량 증가율은 5.9%로 시장 성장을 초과했다.

현재 검토하고 있는 투자도 골판지 원단 및 상자에 대한 투자로, 한국수출포장은 골판지 원단 시장에서 점유율을 지키는 데 초점을 두고 있는 것으로 판단된다.

첫째, 한국수출포장은 과점 5사 내 가장 보수적인 업체로, 골판지 업체 내 점유율 상승보다는 유지에 가까운 전략을 취하고 있다. 골판지 산업 내에서 초과수익을 요구하는 투자자에게는 매력이 낮을 수 있다.

둘째, 투자포인트에서 밝혔듯이 동사의 이익률은 골판지 원단 및 상자 부문의 이익률에 '일정 비중'의 골판지 원지 영업이익률이 더해진다고 할 수 있다. 원지 설비 증설 없이 골판지 원단 및 상자 설비만 증설하게 되면 '일정 비중' 수치가 낮아지게 된다. 골판지 원지가 골판지 원단 및 상자보다 이익률이 높기 때문에 한국수출포장이 달성할 수 있는 이익률이 낮아질 가능성이 있다.

포괄손익계산서

(억원)	2020	2021	2022	2023	2024F
매출액	2,648	3,192	3,414	3,123	2,987
증가율(%)	-2.5	20.5	7.0	-8.5	-4.4
매출원가	2,263	2,716	2,866	2,599	2,685
매출원가율(%)	85.5	85.1	83.9	83.2	89.9
매출총이익	385	476	548	524	302
매출이익률(%)	14.5	14.9	16.1	16.8	10.1
판매관리비	276	276	291	295	301
판매비율(%)	10.4	8.6	8.5	9.4	10.1
EBITDA	200	281	330	294	63
EBITDA 이익률(%)	7.5	8.8	9.7	9.4	2.1
증가율(%)	-33.0	40.6	17.8	-11.1	-78.5
영업이익	109	200	257	229	1
영업이익률(%)	4.1	6.3	7.5	7.3	0.0
증가율(%)	-43.5	83.8	28.5	-11.0	-99.7
영업외손익	-3	3	12	27	29
금융수익	6	4	14	26	28
금융비용	2	3	6	3	3
기타영업외손익	-7	2	5	4	4
종속/관계기업관련손익	0	0	0	0	0
세전계속사업이익	106	203	269	256	30
증가율(%)	-45.6	92.0	32.8	-5.2	-88.4
법인세비용	22	44	66	65	7
계속사업이익	84	159	203	190	23
중단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익	84	159	203	190	23
당기순이익률(%)	3.2	5.0	6.0	6.1	0.8
증가율(%)	-53.6	89.8	28.1	-6.3	-88.0
지배주주지분 순이익	84	159	203	190	23

현금흐름표

(억원)	2020	2021	2022	2023	2024F
영업활동으로인한현금흐름	253	176	243	251	86
당기순이익	84	159	203	190	23
유형자산 상각비	91	80	73	65	62
무형자산 상각비	0	0	0	0	0
외환손익	0	0	0	0	0
운전자본의감소(증가)	81	-99	-46	14	6
기타	-3	36	13	-18	-5
투자활동으로인한현금흐름	-148	-49	-262	-263	-9
투자자산의 감소(증가)	0	0	0	-150	0
유형자산의 감소	1	0	0	1	0
유형자산의 증가(CAPEX)	-78	-48	-33	-53	-37
기타	-71	-1	-229	-61	28
재무활동으로인한현금흐름	-99	-49	-30	-49	-30
차입금의 증가(감소)	-62	5	-1	-5	-0
사채의증가(감소)	0	0	0	0	0
자본의 증가	0	0	0	0	0
배당금	-24	-24	-27	-31	-30
기타	-13	-30	-2	-13	0
기타현금흐름	0	0	0	0	1
현금의증가(감소)	6	78	-49	-61	47
기초현금	165	171	249	200	139
기말현금	171	249	200	139	186

재무상태표

(억원)	2020	2021	2022	2023	2024F
유동자산	997	1,253	1,431	1,556	1,548
현금성자산	171	249	200	139	186
단기투자자산	240	242	470	686	663
매출채권	445	544	541	534	510
재고자산	138	213	214	185	176
기타유동자산	3	5	6	12	12
비유동자산	2,094	2,065	2,024	2,014	1,989
유형자산	2,067	2,039	1,999	1,990	1,965
무형자산	15	14	14	13	13
투자자산	9	9	9	8	8
기타비유동자산	3	3	2	3	3
자산총계	3,091	3,318	3,455	3,570	3,537
유동부채	386	507	462	427	408
단기차입금	3	9	7	2	2
매입채무	199	284	241	221	211
기타유동부채	184	214	214	204	195
비유동부채	179	178	184	186	178
사채	0	0	0	0	0
장기차입금	0	0	0	0	0
기타비유동부채	179	178	184	186	178
부채총계	565	685	646	613	586
지배주주지분	2,526	2,634	2,809	2,957	2,950
자본금	200	200	200	200	200
자본잉여금	182	182	182	182	182
자본조정 등	-11	-40	-40	-51	-51
기타포괄이익누계액	-1	-1	-2	-2	-2
이익잉여금	2,155	2,292	2,469	2,629	2,622
자본총계	2,526	2,634	2,809	2,957	2,950

주요투자지표

	2020	2021	2022	2023	2024F
P/E(배)	10.6	6.4	5.7	6.2	4.76
P/B(배)	0.3	0.4	0.4	0.4	0.4
P/S(배)	0.3	0.3	0.3	0.4	0.4
EV/EBITDA(배)	2.4	1.9	1.5	1.2	3.8
배당수익률(%)	2.7	2.7	2.8	2.7	2.9
EPS(원)	209	396	508	476	57
BPS(원)	6,314	6,584	7,023	7,393	7,376
SPS(원)	6,620	7,981	8,536	7,808	7,468
DPS(원)	60	70	80	80	80
수익성(%)					
ROE	3.3	6.1	7.5	6.6	0.8
ROA	2.7	4.9	6.0	5.4	0.6
ROIC	3.6	6.8	8.8	7.4	-0.3
안정성(%)					
유동비율	258.3	247.3	310.0	364.4	379.0
부채비율	22.4	26.0	23.0	20.7	19.9
순차입금비율	-16.0	-18.2	-23.5	-27.7	-28.6
이자보상배율	85.2	475.2	706.1	419.4	1.6
활동성(%)					
총자산회전율	0.9	1.0	1.0	0.9	0.8
매출채권회전율	5.8	6.5	6.3	5.8	5.7
재고자산회전율	17.5	18.2	16.0	15.7	16.5

최근 3개월간 한국거래소 시장경보제도 지정 여부

시장경보제도란?

한국거래소 시장감시위원회는 투기적이거나 불공정거래 개연성이 있는 종목 또는 주가가 비정상적으로 급등한 종목에 대해 투자자들의 환기 등을 통해 불공 정거래를 사전에 예방하기 위한 제도를 시행하고 있습니다. 시장경보제도는 투자주의종목 투자경고종목 투자위험종목의 단계를 거쳐 이루어지게 됩니다.

※관련근거: 시장감시규정 제5조의2, 제5조의3 및 시장감시규정 시행세칙 제3조~제3조의 7

종목명	투자주의종목	투자경고종목	투자위험종목
산대양제지 (016590)	X	X	X
대영포장(014160)	X	X	X
삼보판지(023600)	X	X	X
대림제지(017650)	X	X	X
태림포장(011280)	O	X	X
한국수출포장(002200)	X	X	X

태림포장은 2024년 8월 27일 기준 증가급변으로 투자주의종목에 지정된 바 있음.

Compliance notice

본 보고서는 한국거래소, 한국예탁결제원, 한국증권금융이 공동으로 출연한 한국IR협의회 산하 독립 (리서치) 조직인 기업리서치센터가 작성한 기업분석 보고서입니다. 본 자료는 시가총액 5천억원 미만 중소형 기업에 대한 무상 보고서로, 투자자들에게 국내 중소형 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 중소형 기업 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 증명자료로 사용될 수 없습니다.
- 본 조사자료의 지적재산권은 당사에 있으므로, 당사의 허락 없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.
- 본 자료는 텔레그램에서 "한국IR협의회(https://t.me/irsofficial)" 채널을 추가하시어 보고서 발간 소식을 안내받을 수 있습니다.
- 한국IR협의회가 운영하는 유튜브 채널 'IRTV'에서 1) 애널리스트가 직접 취재한 기업탐방으로 CEO인터뷰 등이 있는 '소중한탐방'과 2) 기업보고서 심층해설방송인 '소중한 리포트 가치보기'를 보실 수 있습니다.