

대림제지, 준비됐지!

0. Intro

1. 산업분석

2. 기업분석

3. 투자포인트 1: 종이가 아니라 금이다, 골판지 원지

4. 투자포인트 2: 2022년부터는 중국 수요로 핫지!

5. Issue & Risk

6. Valuation - Historical PER Method

7. Appendix

<Earning Table>

(단위: 백만 원)	2016	2017	2018	2019	2020	21'1Q	2021E
매출액	67,431	118,019	146,502	105,900	128,737	37,256	160,049
매출액 YoY (%)		75%	24%	-28%	22%		24%
매출원가	56,010	104,251	118,558	90,510	101,506	27,242	117,029
매출총이익	11,421	13,768	27,945	15,390	27,231	10,014	43,019
GPM (%)	16.9%	11.7%	19.1%	14.5%	21.2%	26.9%	26.9%
판매비와관리비	4,230	8,788	14,585	9,451	10,834	3,011	12,783
영업이익	7,191	4,980	13,359	5,939	16,397	7,003	30,236
OPM (%)	10.7%	4.2%	9.1%	5.6%	12.7%	18.8%	18.9%
관계기업투자(관련)손익	9,423	1,853	0	0	253	0	0
종속기업투자주식처분손실				3,875	0	0	0
기타수익	3,485	6,090	1,442	787	750	187	749
기타비용	16	7,470	2,960	53	527	132	527
금융수익	120	173	101	330	169	24	96
금융비용	30	673	1,334	1,448	918	172	689
법인세자감전순이익	20,173	4,953	10,608	1,680	16,123	6,910	29,866
법인세비용	3,219	1,699	-2,266	741	3,042	1,493	6,452
유효법인세율	16%	34%	-21%	44%	19%	22%	22%
계속영업이익(손실)				939	13,081	5,417	23,413
중단영업이익(손실)				1,573	0	0	0
당기순이익	16,954	3,255	12,874	2,511	13,081	5,417	23,413
지배기업소유주지분	16,954	3,255	12,874	2,511	13,081	5,417	23,413
비지배기업소유주지분	0	0	0	0	0	0	0

Rating

Buy

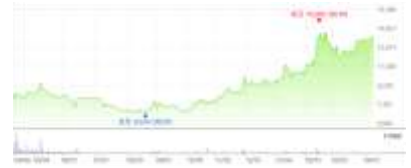
목표주가: 21,500원

현재주가: 13,800원

상승여력: 56%

12M 주가추이

시가총액 1,242억원



Balance sheet data

순자산 1,851억원

PBR 0.46배

ROE 7.73%

Earning data

PER 9.49 배

12M EPS 1,453 원

EV/EBITDA 246.8 억원

주요 주주

권오달 외 8인 61.89%

SMIC 3팀

팀장 42기 서주은

팀원 42기 문인우

42기 최재원

43기 김필호

43기 박규형

0. Intro

골판지 원지 업계에 역대급 호황이 다가오고 있다. COVID-19 상황 하 택배 물동량 증가와 친환경 규제 강화로 인한 대체재 퇴출은 골판지 상자의 수요가 이례적으로 급증할 것을 예고한다. 반면, 2020년 10월 국내 골판지 원지 생산량의 7%를 담당하는 대양제지에서 화재가 발생하여 늘어난 수요를 채워줄 원지 공급은 턱없이 부족한 상태이다. 하지만 이런 사실은 시장이 모두 공유하고 있는 정보이다.

시장이 의심하고 있는 정보는 과연 이러한 수급불균형 상황이 얼마나 지속될 것인가에 대한 문제이다. 그래서 본 보고서에서는 1) 이번 수급 불균형이 2016년 신대양제지 화재 당시와는 달리 장기화될 것임을 수치적으로 증명할 것이다. 또한, 2) 동사가 이러한 장기적 수급 불균형의 가장 큰 수혜를 입을 것이고, 3) 수급 불균형이 해소된 이후에도 중국 시장의 수요가 동사를 기다리고 있다고 설명할 것이다.

즉, 현재 시장이 동사를 저평가하고 있는 원인, 즉 골판지 원지 시장의 수급 불균형이 단기적일 것일 수 있다는 의심을 해소하고, 이로 인해 동사의 당기순이익이 폭발적으로 성장하여 동사의 주가가 상승할 것임을 보여줄 것이다.

1. 산업 분석

1.1. 골판지 산업 개괄

골판지 원지
=표면지+골심지
+이면지!

골판지란 물결 모양으로 골을 만든 골심지에 라이너지(표면지, 이면지)라는 판지를 한 면 또는 양면에 접착하여 완충도를 높인 것이다. 골심지, 표면지, 그리고 이면지를 통틀어 골판지 원지라고 하는데, 이 골판지 원지는 국내 폐지와 일부 수입 폐지를 원재료로 하여 생산된다. 골판지 원지(표면지, 골심지, 이면지)를 원단 생성기에 넣어 골을 성형하고 라이너를 접착시켜 골판지 원단을 만들고, 골판지 원단을 조립하여 골판지 상자가 만들어진다.



출처: 동사 홈페이지, SMIC 3팀

출처: 신대양제지 사업보고서, SMIC 3팀

골판지, 안 쓰이는 곳이 없다!

이렇게 만들어진 골판지 상자는 섬유제품, 전자제품, 식품, 의약품 및 농수산물 등 각종 제품의 내수 및 수출용 외부 포장에 사용된다. 즉, 골판지의 전방 산업은 섬유, 전기전자, 식료품, 농수산물, 화학, 그리고 일반 택배 등으로 다양하다. 따라서 각 기업체로부터 내용물의 규격에 맞게 따로 주문을 받아 생산과 판매가 이루어진다. 이러한 제작주문의 특성 때문에, 골판지 업체들은 설비자산 외 재고자산을 거의 쌓아 두지 않는다.

골판지 산업은 기본적으로 설비투자에 상당한 자본 투입이 요구되는 자본집약적인 장치 산업으로 신규 진입이 굉장히 어려우며, 동시에 산업 활동을 위해 필수적인 소재 산업이라고 할 수 있다.

1.2. 골판지 산업 구조 및 현황

앞서 말했듯이, 골판지 산업의 전체적인 제조 과정은 아래와 같다.

- ① 제지사는 영세업자들로부터 주요 원재료인 폐지(주로 폐골판지인 OCC)와 펄프를 구입하여 **골판지 원지**(표면지, 골심지, 이면지)를 제조한다. 본 보고서에서 다룬 동사는 제지사에 속한다.

- ② 판지사에서 원지를 수합하여 롤링 과정을 거쳐서 **골판지 원단**을 제작한다.
- ③ 지함소에서 이를 포장하여 **골판지 상자**를 조립한다.

수직계열화한 업체들이 과점 중

한편, 골판지 업계에서 2000년 중반 이후 인수합병을 거치면서 주요 제지사가 판지사와 지함소를 계열사로 두는 수직계열화를 시작하였다. 따라서 현재 원지 제조업체는 과점 시장이 형성되어 있으며, 태림포장, 태림페이퍼, 신대양제지, 아세아제지, 대림제지, 한국수출포장등의 주요 계열사가 전체 골판지 시장의 약 70%를 차지한다.

그림 1-3. 골판지 업계 수직계열화 현황			그림 1-4. 골판지 원지 시장점유율 (단위: %)		
계열별	제품 항목	업체명	회사명	점유율	주력제품
아세아제지	골판지원지	아세아제지, 경산제지	신대양제지	14.90%	골심지, 이면지
	골판지상자	제일산업, 에이백, 유진판지	태림페이퍼	10.90%	골심지, 이면지
신대양제지	골판지원지	신대양제지, 대양제지공업	아세아제지	9.40%	표면지
	골판지상자	대영포장, 광신판지, 신대한판지	고려제지	8.10%	이면지, 표면지
태림포장	골판지원지	태림페이퍼, 월산페이퍼, 동원페이퍼	대양제지	7.40%	골심지, 이면지
	골판지상자	태림포장, 태림판지	아세아페이퍼텍	7.20%	표면지
삼보판지	골판지원지	대림제지, 고려제지	한국수출포장	5.40%	표면지
	골판지상자	삼보판지, 동진판지, 한청판지	대림제지	4.20%	골심지, 이면지
한국수출포장	골판지원지	한국수출포장	기타	32.50%	-
	골판지상자	한국수출포장, 한수팩			

출처: 동사 홈페이지, SMIC 3팀

출처: 한국제지연합회, SMIC 3팀

1.3. 골판지 산업의 성장성

골판지의 미래 날씨는 밝음!

기본적으로 골판지는 산업활동과 문화생활에 있어서 필수적인 재료이다. 골판지 산업은 다양한 전방 산업을 가지고 있는 바, 국가 경제의 규모 및 국민 생활수준의 전체적인 향상과 밀접한 관계를 가지고 이에 비례하여 성장하는 양상을 보인다.

이러한 국민 경제의 지속적인 성장 국면과 더불어, 최근 COVID-19로 인해 언택트 소비가 가속화되면서 택배 산업이 급속도로 성장하고 있으며, 플라스틱 규제 등 각종 환경적인 이슈 때문에 포장재로서 골판지의 수요가 급증하고 있다. 이를 종합해 봤을 때 골판지의 수요는 지속적으로 증가할 것으로 예상된다.

그림 1-5. 국내 골판지 원지 생산 규모 (단위: 톤)			그림 1-6. 국내 택배 물동량 추이 (단위: 만 톤)	
구분	국내 총생산량	전년대비 증감율		
2020	5,783,055	8.93%		
2019	5,308,640	5.34%		
2018	5,039,285	-0.59%		
2017	5,069,354	4.46%		
2016	4,852,659	3.76%		

출처: 한국제지연합회, SMIC 3팀

출처: 한국통합물류협회, SMIC 3팀

2. 기업 분석

2.1. 기업 연혁

동사는 1984년 설립하여 골판지용 원지, 원단, 상자의 제조 및 판매를 위한 목적으로 설립되었다. 1994년 11월 코스닥시장에 상장하였으며, 주요 생산 제품은 골판지 제조를 위한 골판지용 라이너 및 골심지이다. 2017년에는 골판지사업부를 인수하여 골판지 원지부터 골판지 상자까지의 수직계열화를 완성하였다.

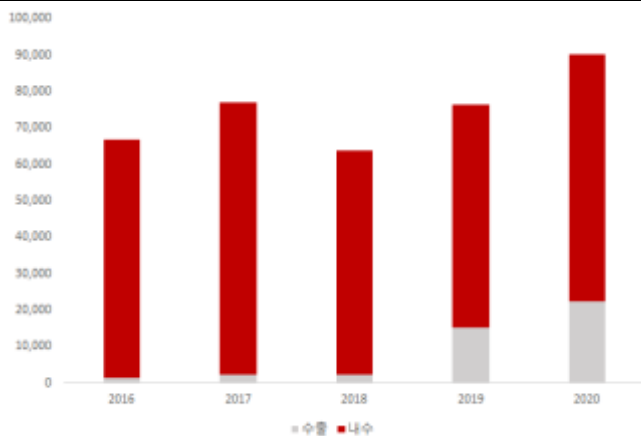
2.2. 사업 내용

**골판지 원지,
원단, 상자 판매**

동사의 사업부문으로는 제지 부문, 골판지 부문이 있다. 제지 부문은 골판지 원지, 즉 골심지, 표면지, 라이너지 등의 매출이고 골판지 부문은 골판지 원단 및 상자 관련 매출이다. 2020년 기준 매출액 1,287억원 중 제지 부문이 69.7%, 골판지 부문이 28.4%를 차지하고 있다.

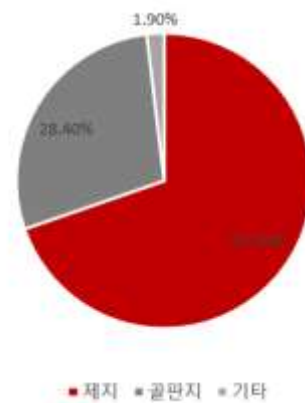
한편, 동사는 2018년부터 골판지 원지의 수출 비중을 크게 늘렸다. 이에 **현재 전체 매출 중 원지 수출 비중은 14%**이며, 이는 대부분 중국향이다.

그림 2-1. 원지 매출 중 수출 비중 (단위: 천 원)



출처: 동사 사업보고서, SMIC 3팀

그림 2-2. 매출액 비중 (단위: %)



출처: 동사 사업보고서, SMIC 3팀

2.3. 경영체계

최대 주주는 대표이사인 류창승으로, 30.81%의 지분을 보유하고 있다. 친족인 류종우 회장, 권혁준, 권지영 등의 지분을 합치면 61.89%로 높은 수준에 해당된다. 또한, 자본가와 경영자가 일치하고 경영자로서 전체조직을 운영하면서도 책임과 권한을 갖는 형태의 지배주주 경영체계를 갖추고 있어 지배구조는 비교적 안정적이다.

그림 2-3. 2020년 동사 매출실적 (단위: 천 원)

사업부문	품목		제37기
			금액
제지부문	골판지원지	수출	22,360,901
		내수	67,864,495
폐기물 처리비 외	기타	내수	1,578,214
소 계	-	-	91,803,610
골판지부문	골판지및상자	내수	36,540,546
부산물 외	기타	내수	392,694
소 계	-	-	36,933,240
합 계	-	-	128,736,850

출처: 동사 사업보고서, SMIC 3팀

그림 2-4. 동사 최대주주 주식소유 현황 (단위: 주, %)

(기준일: 2020년 12월 31일)

성명	관계	주식인종류	소유주식수 및 지분율				비고
			기초		기말		
			주식수	지분율	주식수	지분율	
류장순	친핵	보통주	15,621,625	34.71	2,773,325	30.81	-
류종우	친핵	보통주	450,000	1.00	90,000	1.00	-
권학준	친핵	보통주	5,645,100	12.55	1,023,520	12.55	-
권지영	친핵	보통주	5,117,600	11.37	1,023,520	11.37	-
류동원	친핵	보통주	317,285	0.71	0	0	-
김오일	친핵	보통주	71,380	0.16	14,276	0.16	-
류태영	친핵	보통주	945,000	2.10	180,000	2.00	-
조리사영준	친핵	보통주	0	0	180,000	2.00	-
류자람	친핵	보통주	0	0	90,000	1.00	-
류우민	친핵	보통주	0	0	90,000	1.00	-
계		보통주	28,167,990	62.60	5,570,141	61.89	-
		우선주	-	-	-	-	-

출처: 동사 사업보고서, SMIC 3팀

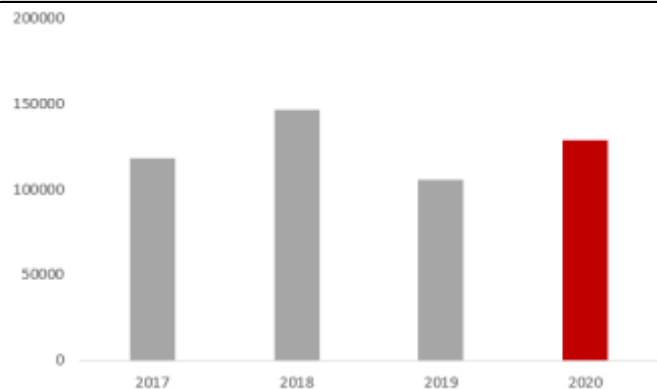
2.4. 재무 분석

동사의 2020년 실적은 2019년과 비교했을 때 매출은 21.6%, 영업이익은 176.1% 상승하여 큰 폭의 성장을 이루었다. 이는 2018년 이후 주요 원재료인 폐지의 가격이 꾸준히 하락하였고, 꾸준한 경제 규모의 성장에 따라 포장 수요가 증가한 결과로 볼 수 있다.

이에 더하여, 최근 COVID-19 등의 영향에 따른 언택트 소비 패턴의 영향으로 온라인 주문량의 증가 추세는 계속될 것으로 예상되며, 동사는 꾸준한 성장세와 수익성을 확보할 수 있을 것으로 예상된다.

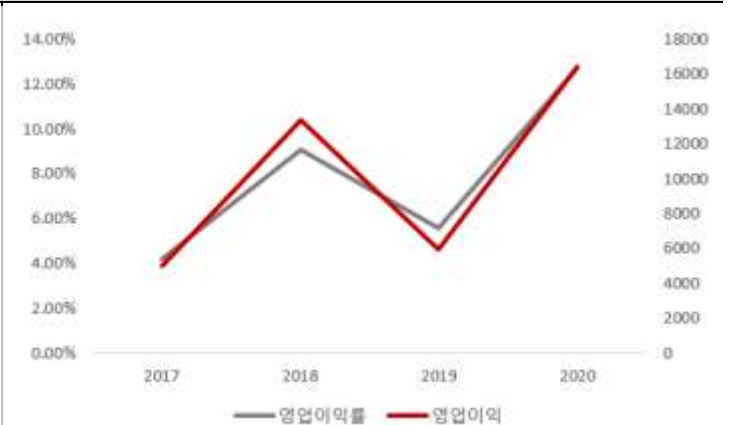
부채비율은 2018년 이후 급격하게 감소하여 2020년 기준 약 30.8%로 안정적인 사업 운영을 하고 있는 것으로 확인된다.

그림 2-5. 매출액 추이 (단위: 백만 원)



출처: 동사 사업보고서, SMIC 3팀

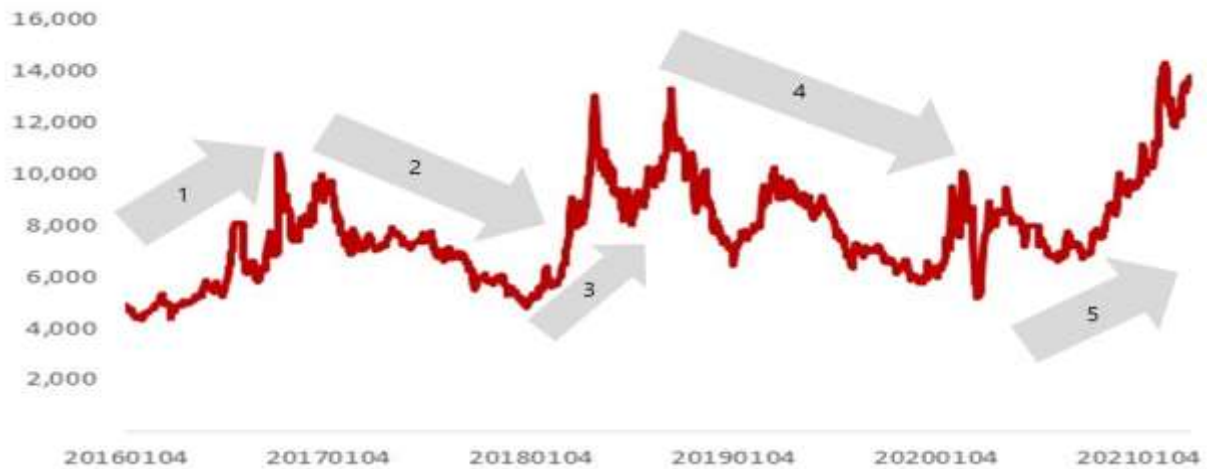
그림 2-6. 영업이익률 및 영업이익 추이 (단위: 백만 원)



출처: 동사 사업보고서, SMIC 3팀

2.5. 주가 추이 분석

그림 2-7. 동사 주가 추이 분석



출처: KISVALUE, SMIC 3팀

동사의 주가의 Key Driver는 당기순이익이다. P에 대한 기대감으로 업황이 좋을 것으로 기대되어 주가가 오른다 하더라도, 실적으로 그것을 입증해내지 않으면 주가가 하락하는 모습을 보여왔다.

1) 2016년 초~ 2017년 초

P의 지속적 상승으로 업황에 대한 기대감이 있었고, 동사의 실적 또한 2015년 적자에서 2016년 흑자로 전환되면서 주가가 꾸준히 상승했다.

2) 2017년 초~ 2018년 초

P는 지속적으로 상승했으나, 동사의 당기순이익은 오히려 전년대비 하락하며 주가는 지속적으로 하락했다.

3) 2018년 초~ 2018년 9월

2018년 1분기 P가 상승했으나 2분기부터 P가 하락하는 추세를 보였고, 동사의 실적 또한 좋지 않아 주가가 하락했다. 그러나 이러한 상황에서도 동사의 3분기 실적은 전년 동기 대비 상승하여 주가가 상승하는 모습을 보였다.

4) 2018년 9월 ~ 2020년 초

P가 꾸준히 하락했고, 동사의 매출 자체도 역성장하면서 실적이 낮게 나와 주가가 꾸준히 하락하는 추세를 보였다.

5) 2020년 초 ~ 현재

2020년 초부터 P가 안정적으로 상승세에 있고, 동사의 실적도 2분기부터 전년 동기 대비 상승하며 주가가 꾸준히 상승했다.

3. 투자포인트 1: 종이가 아니라 금이다, 골판지 원지

3.1. 골판지 원지 수급 불균형의 발생

3.1.1. 수요 증가: 택배 물동량 증가

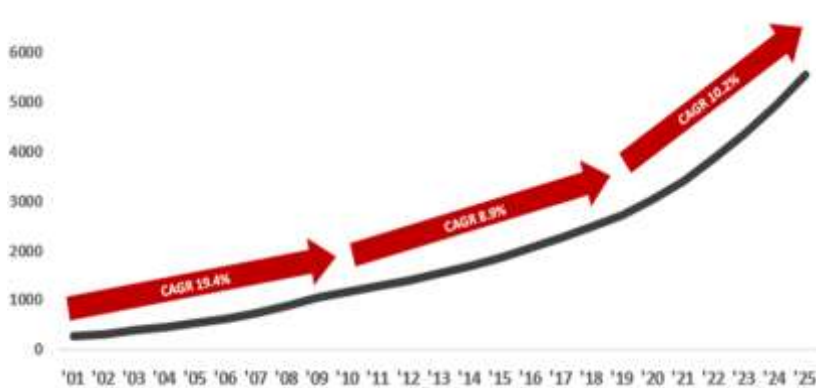
택배 ↑
= 골판지 수요 ↑!

통계청에 따르면 2020년 총 택배물량은 33억 7천만 개로 2019년에 비해 20.9% 증가한 것으로 나타났다. 이것은 COVID-19의 영향으로 온라인 쇼핑 시장이 급속도로 커진 것에 비례하여 택배 물동량도 비약적인 상승을 기록한 것으로 해석할 수 있다. 온라인 쇼핑 시장의 규모가 연 15% 이상의 높은 성장세를 지속할 것으로 보여, 골판지 시장의 전방 수요는 계속하여 증가할 것으로 기대할 수 있다.

추가적으로 정부의 친환경정책 강화로 인해 골판지 상자의 대체재인 플라스틱 포장재와 스티로폼 완충제품 등이 퇴출되는 추세이다. 2020년 4월 서울시는 GS리테일, 현대백화점 등 6개사와 '친환경 포장, 착한 배송 문화 확산'을 위한 업무협약을 체결한다고 밝혔다. 이 협약을 통해 연간 스티로폼 박스 144만 개, 플라스틱 포장재가 쓰이는 젤 아이스팩 624만 개가 감축될 것으로 예상되어 골판지 상자의 수요는 더욱 증가할 것으로 예상된다.

그림 3-1. 택배 물동량 추이 및 전망

(단위: 백만 개, %)



출처: 통계청, 대신증권리서치센터, SMIC 3팀

그림 3-2. 서울시 친환경 포장 사업 협약



출처: 서울특별시

3.1.2. 공급 감소: 대양제지 화재

대양제지 화재로 인한 공급 부족 상황!

2020년 10월 12일, 대양제지의 경기 안산공장에서 화재가 일어나 초지기 2대가 전소하였고, 대양제지는 화재 이후 가동을 중단했다. 2019년 기준, 국내 골판지 원지 시장에서 7.1%의 점유율을 담당했던 공장이 가동을 중단하자 공급량에 큰 공백이 생겼고, 이에 국내 원지가격은 화재 직후 20~25% 상승하게 된다.

화재 이전, 이미 원지 공장들은 평균적으로 92.6%의 가동률을 유지하고 있었다. 이에, 대양제지의 화재는 원지 생산량을 대폭 감소시켰고, 이것은 최종 상품인 골판지 상자의 품귀현상으로 이어졌다.

그림 3-3. 2019년 골판지 원지 시장점유율 (단위: %)

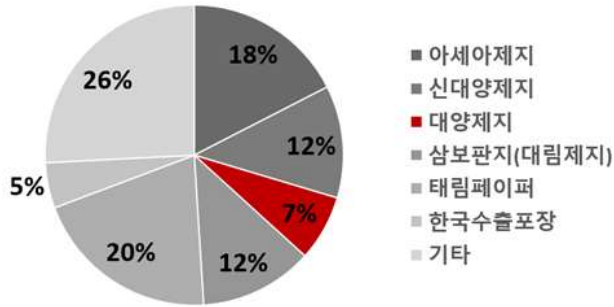
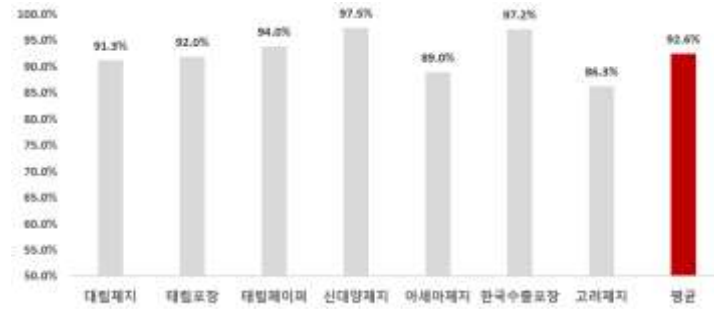


그림 3-4. 화재 이전 주요 원지 공장 가동률 (단위: %)



출처: 한국제지연합회, 언론종합, 유화증권, SMIC 3팀

출처: 각 사 사업보고서, SMIC 3팀

3.1.3. 수급 불균형, 실제로 심각하다

골판지 원지 시장의 수급 불균형이 실제로 심각하다는 것은 수치로도 확인할 수 있다. 한국제지연합회에서 공개하고 있는 2020년 월별 원지 생산량, 내수량, 수출량을 살펴보면, 화재 이전까지는 공급과 수요가 비슷하게 유지되어 누적치가 양수와 음수를 반복하는 수급 균형 상태였다. 하지만 화재 이후 이 누적 차이는 급격하게 벌어져 9만 톤이 넘는 수요가 밀려 있음을 확인할 수 있다.

그림 3-5. 2020.01~2021.01 골판지 원지 월별 공급-수요 스프레드

(단위: 톤)

연월	생산	수요	내수	수출	공급-수요	누적치
2020.01	478,063	473,311	403,047	70,264	4,752	4,752
2020.02	439,664	462,369	397,607	64,762	-22,705	-17,953
2020.03	498,773	508,402	442,184	66,218	-9,629	-27,582
2020.04	474,480	469,190	407,811	61,379	5,290	-22,292
2020.05	483,819	460,157	397,761	62,396	23,662	1,370
2020.06	489,887	486,094	416,187	69,907	3,793	5,163
2020.07	492,233	503,892	431,805	72,087	-11,659	-6,496
2020.08	467,361	466,544	405,000	61,544	817	-5,679
2020.09	492,340	535,586	476,621	58,965	-43,246	-48,925
2020.10	481,897	523,140	464,953	58,187	-41,243	-90,168
2020.11	485,964	491,434	446,619	44,815	-5,470	-95,638
2020.12	498,574	507,834	471,189	36,645	-9,260	-104,898
2021.01	505,697	491,685	462,855	28,830	14,012	-90,886

출처: 한국제지연합회, SMIC 3팀

3.2. 단기적인 이슈? 절대 아니다

**이번 수급 불균형은
장기화될 전망**

과거에도 골판지 원지 수급 불균형은 종종 발생했다. 하지만 본 보고서는 기존의 수급 불균형은 단기적이었으며, **이번에 [3.1.]의 이유로 발생한 수급 불균형은 기존의 양상과 달리 오래 지속될 것이라 판단한다.**

3.2.1. 기존의 수급 불균형 사례: 2016년 신대양제지 화재

2016년 6월 10일, 당시 국내 골판지 원지 생산량의 13.7%를 생산하고 있던 신대양제지의 시화 공장에 화재가 발생했다. 이에 연간 약 12만 톤 규모의 공급 부족 사태가 일어났으나, 신대양제지가 12월 22일에 빠르게 화재 복구를 완료하면서 수급 불균형은 금방 해결되었다.

3.2.2. 이번엔 다르다: 수급 불균형 장기화

현재의 수급 불균형은 앞선 사례와 달리 장기화될 전망이다.

**증설과 복구
모두 어렵다!**

대양제지는 현재 화재 이후 6개월이 지났음에도 복구를 위한 움직임을 보이고 있지 않다. 이전의 신대양제지 화재는 초지기의 건조 장치가 파괴된 사건이었다. 이와 다르게, 이번 대양제지 화재는 초지기 2대가 전소되었기 때문에 복구를 위해서는 최소 3,000억 원 이상의 CAPEX가 필요하다. 하지만 대양제지는 2021년 2월 영업정지를 공시하고 모회사인 신대양제지가 대양제지 지분 공개매수를 진행하여 자금소요가 지속되고 있다. 따라서 복구 계획은 아직 없는 것으로 판단된다. 실제로 대양제지 IR에 문의한 결과, 설령 복구에 돌입한다고 하더라도 적어도 1년 이상의 공백기간이 있을 것이라는 답변을 들었다. **따라서, 대양제지의 공장 재가동으로 인한 불균형 해소는 가능성이 없다고 봐도 무방하다.**

그렇다면 다른 기업에서 초지기 증설을 통해 공급량을 늘릴 수 있을까? **현재는 불가능하다.** 초지기는 1대당 1,500억 원에 이르는 고가의 장비로 큰 규모의 CAPEX를 요구한다. 또한, 해외에서 수입해오는 경우가 많은데, 2020년부터 시작된 COVID-19의 영향으로 제지업체들의 CAPEX는 소극적이었다. 이에 2021년 예정된 초지기 증설은 2018년에 증설 계획을 세운 아진피앤피가 유일하다.

하지만 **[3.2.2.4.]에서 후술하듯이, 아진피앤피의 증설분 또한 2022년에야 온전히 반영될 예정이다.** 따라서, 국내 골판지 원지 업체들의 총 생산능력은 적어도 2021년까지는 거의 고정되어 있다고 볼 수 있다.

본 보고서에서는 아래의 과정을 통해 2021년까지의 월별 골판지 원지 공급, 내수, 그리고 수출 예상치를 도출하였고, **이에 현재의 수급 불균형이 적어도 2021년 12월까지의 유지될 것으로 추정한다.**

3.2.2.1. 2021년 공급 추정

아래의 과정을 통해 2021년의 국내 골판지 원지 공급을 추정하였다.

- ① 기본적으로 제지회사들은 부족해진 원지 공급을 위해 기존 원지 공장의 가동률을 높일 것이다. 이를 위해 우선적으로 국내 원지 생산량의 약 70%를 차지하는 제지회사 7개를 선정하였다. 기타 제지회사들은 규모가 영세하거나 자료를 찾을 수 없어서 제외하였다.
- ② 이번 대양제지 화재는 10월 12일에 발생하였기 때문에, 각 제지회사 별로 3분기까지 공시된 원지 생산 가동률과 4분기 최종 원지 생산 가동률을 가중 평균하여 각 제지회사들의 10월 화재 발생 이후 가동률을 역산하였다. 즉, 10월 1일부터 10월 12일까지는 기존의 가동률을 유지했다고 가정한 것이다. 그 결과 **대양제지 화재 발생 이후에는 전반적으로 제지 업계에서 평균 92.55%에서 94%로 기존 대비 약 1.57%로 원지 생산 가동률을 높인 것을 확인할 수 있다.**
- ③ 그 결과 나온 각 제지 회사들의 10월 이후 가동률과 상승 여력은 그림 3-6과 같다.

그림 3-6. 제지 회사별 화재 이후 가동률 및 상승 여력 (단위: %)

	3분기 누적 가동률	20년 누적 가동률	10월 이후 가동률	상승여력
대림제지	91.30%	90.30%	86.3%	15.87%
태림포장	92%	91.30%	88.5%	12.99%
태림페이퍼	94%	93.80%	93.0%	7.53%
신대양제지	98.10%	98%	100.60%	-0.60%
아세아제지	89%	90.50%	96.5%	3.63%
한국수출포장	97.16%	97.29%	97.8%	2.24%
고려제지	86.29%	88.02%	94.9%	5.33%
평균	92.55%	92.80%	94.0%	

출처: 각 사 사업보고서, SMIC 3팀

④ 한편, 2021년의 월별 골판지 원지 생산량은 전년 동월의 생산량에 비해서 제지 기업들이 화재 이후 가동률을 늘린 만큼 증가한다고 가정하였다. 이에 ②에서 구한 생산량 증가율 1.57%를 전년의 월별 원지 생산량에 반영하여 2021년의 월별 원지 생산량을 추정하였다.

⑤ 단, 2020년 10월부터 12월까지의 골판지 원지 생산량은 이미 가동률 증가분이 반영된 수치이므로, 따로 1.57%를 증가시켜 반영하지 않고 2021년 동월에 대해 flat하게 반영하였다.

한편 의문이 들 수 있다. 제지 기업들이 단순히 가동률을 높일 뿐만 아니라 원지 생산 기계(초지기)를 증설하여 기존 최대 생산 능력보다 더 많은 공급이 이루어질 가능성도 물론 있기 때문이다.

이러한 의문을 해결하기 위해 관세청 수출입무역통계에 HSCODE 8439202000(즉, 초지기 계열) 국내 반입이 최근 1년간 있었는 지를 조사해보았고, **실제로 지난 1년 내에 국내 제지 기업들이 유의미한 정도로 초지기를 도입한 이력이 없다**는 것을 확인하였다. 초지기 1기의 수입 단가는 약 1,000억 원 정도이지만 2020년~2021년까지 총 초지기 수입 금액은 약 22억 원에 불과했는데, 아마 부속품 정도의 수입이 이루어진 것으로 예상된다.

초지기를 반입하기부터 실제 가동을 시작하기까지는 1년 남짓의 긴 기간을 필요로 하기에, 적어도 2021년까지 국내 골판지 원지 생산 기업들은 기존의 공장에서 가동률을 높일 수밖에 없을 것이다.

⑥ 위의 과정을 통해 추정한 2021년 월별 생산량, 즉 골판지 원지 공급은 아래와 같다.

그림 3-7. 2021년 월별 골판지 공급 추정치 (단위: 톤)		그림 3-8. 국내 초지기 수입 건 (단위: 톤, 천 달러)				
	<u>공급</u>					
2021.01	505697					
2021.02	446567					
2021.03	506603					
2021.04	481929					
2021.05	491415					
2021.06	497578	연도	품목명	HS코드	수입증량	수입금액
2021.07	499961	2020	초지기	8439202000	46.2	2285
2021.08	474697	2021	초지기	8439202000	0	0
2021.09	500070					
2021.10	481897					
2021.11	485964					
2021.12	498574					
합계	5870952					

출처: SMIC 3팀

출처: 관세청 수출입무역통계, SMIC 3팀

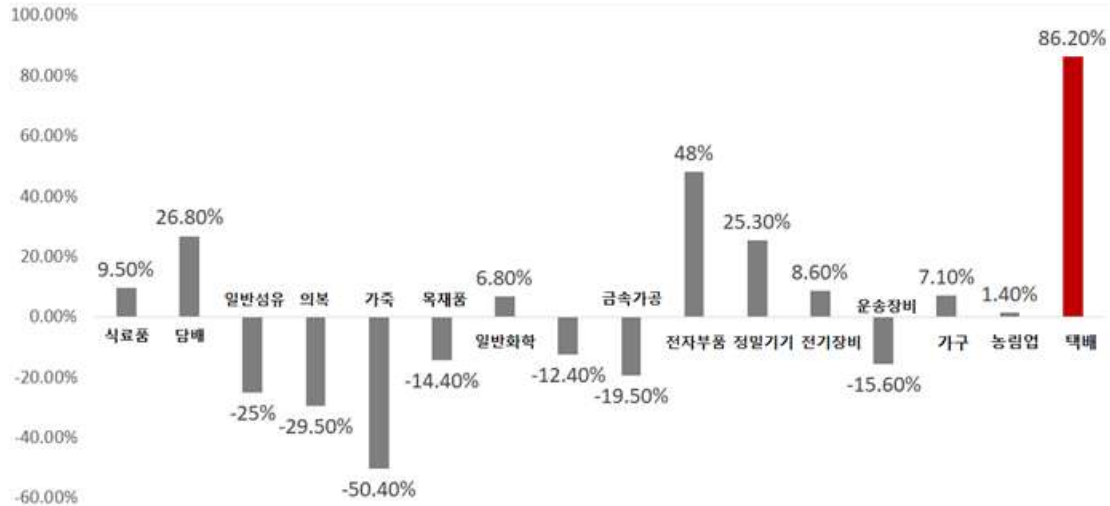
3.2.2.2. 2021년 내수 추정

택배, 이제는 골판지 내수의 Key Driver

골판지 원지 내수량에 영향을 미치는 요소를 파악하기 위해서는 전방 시장을 파악해야 한다. 동사의 사업보고서에 의하면 골판지 상자의 전방 산업은 식료품, 농수산물, 전자제품, 화학제품, 일반 택배 등 포장에 필요한 모든 산업이다. 내수 추정을 위해 이 전방 산업을 모두 조사해본 결과 1) 택배 산업은 기존에 전방산업 비중 약 10% 남짓으로 그렇게 큰 비중을 차지하지는 않았으나 2) 그림 3-9에서 확인할 수 있듯이 택배 산업을 제외한 생산산업은 대체적으로 저조한 성장률을 보이고 있었고 3) 따라서 택배 산업이 이제는 골판지 원지 내수량의 Key Driver가 되었을 것이라는 결론에 도달했다.

그림 3-9. 산업별 생산지수로 본 골판지 전방 산업별 2015년 대비 성장률

(단위: %)

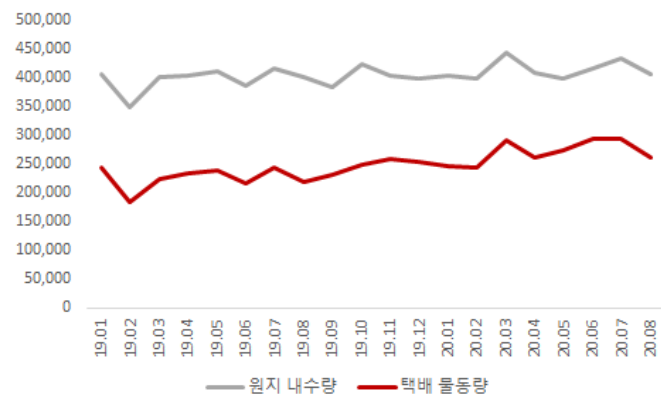


출처: 한국은행 경제통계시스템, SMIC 3팀

실제로, 2019~2020년의 월별 택배 물동량과 월별 원지 내수량을 비교해보면, 상관계수 0.795로 확실한 상관관계가 있다. 따라서, **골판지 원지 내수량은 택배 물동량과 비교적 일관되게 연동된다**는 사실을 확인할 수 있다.

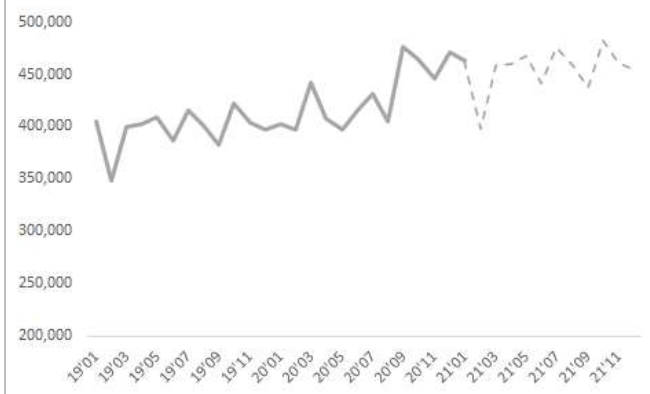
골판지 원지 내수 시장은 국내 택배 시장과 연관이 깊다는 분석 결과를 토대로 2021년의 택배 시장을 예측해보았다. 2021년에는 COVID-19의 영향이 아직 남아있고 온라인 쇼핑 시장의 고성장이 지속될 것으로 예상되어 택배 시장이 2020년과 가장 유사할 것으로 예상할 수 있다. **하지만 2021년의 택배 시장이 2020년의 호황을 누릴 것이라는 것에는 불확실한 요소가 있기 때문에 보수적으로 아무런 모멘텀이 없었던 2019년의 추세를 적용했다.**

그림 3-10. 원지 내수량, 택배 물동량 (단위: 톤, 천개)



출처: 국토교통부, 한국제지연합회, SMIC 3팀

그림 3-11. 원지 내수량 추이 및 전망 (단위: 톤)



출처: 한국제지연합회, SMIC 3팀

3.2.2.3. 2021년 수출 추정

수출은 잠시 감소 추세였으나 회복 중!

2017년부터 중국에서 폐지 수입이 점차 금지됨에 따라 중국 내 골판지 원지 공급 부족 사태가 이어졌다. 중국은 부족해진 골판지 원지 공급을 해결하기 위해 한국으로부터의 원지 수입량을 늘렸고, 중국향 골판지 원지 수출량이 급증하면서 전체 골판지 원지 수출량 또한 급증하였다.

그림 3-12. 중국향 원지 수출량 추이 (단위: 톤)

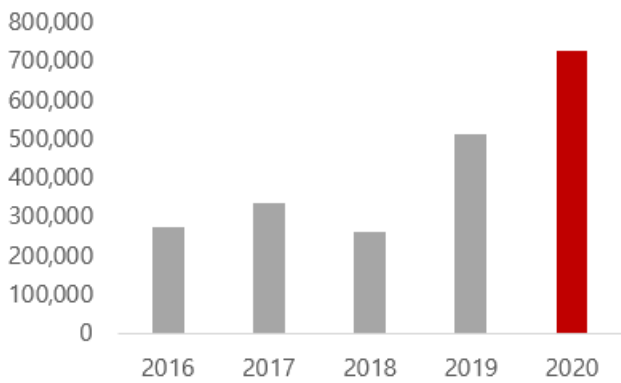
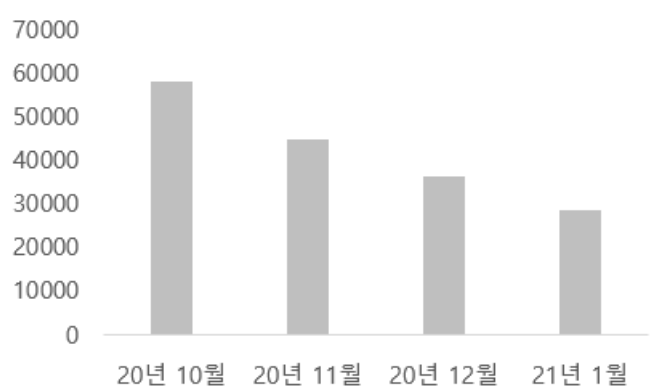


그림 3-13. 화재 발생 후 월별 수출량 추이 (단위: 톤)



출처: 한국제지연합회, SMIC 3팀

출처: 한국제지연합회, SMIC 3팀

하지만, 대양제지의 화재 발생 이후 오히려 국내의 골판지 원지 공급 부족 사태가 이어지자 각 제지회사들은 골판지원지의 수출을 줄이고 내수용 골판지 원지의 비중을 늘렸다. 실제로, 2020년 12월 한국제지연합회, 한국제지공업협동조합, 한국골판지포장산업협동조합, 한국박스산업협동조합은 '골판지 수급 안정을 위한 상호협력 협약'을 맺어 골판지 원지 생산을 늘리는 한편 골판지 원지 수출을 최대한 자제하기로 합의하기도 했다. 그 결과 월별 골판지 원지 수출량은 꾸준히 감소하여 2021년 1월에는 전년 동월 대비 약 72% 감소한 28,830톤을 수출하였다.

한편, 2월 이후 골판지 원지 수출량은 한국제지연합회에서 제공하지 않으므로 정확한 수치는 알 수 없었다. 따라서 본 보고서에서는 아래의 과정을 통해 2021년의 월별 원지 수출량을 추정하였다.

① 먼저, 관세청 수출입무역통계 자료 및 한국무역통계 정보포털 TRASS를 참고하여 2020년 12월, 2021년 1월 그리고 2021년 2월의 월별 원지 수출량을 확인하였다.

② 그 결과 2020년 12월, 2021년 1월, 2월 각각 61995, 43674, 46108톤의 원지가 수출된 것을 알 수 있었다. 다만, 이 수치는 앞서 제시한 한국제지연합회에서 제공한 2020년 12월 36,645톤, 2021년 1월 28,830톤보다 많은 수치인데, 이는 관세청 수출입통계에는 한국제지연합회에 가입되어 있지 않은 제지 회사들의 원지 수출량이 포함되어 있기 때문이다. 하지만 두 기관에서 제공하는 동기간 수출량의 변동 추이를 확인해본 결과 둘 다 -20~-30% 정도로 비슷했으며, 따라서 한국제지연합회 기준 수출량을 추정할 때 수출입 무역통계 기준 수출량 변동 추이를 적용하였다.

한국제지연합회 기준 수출량을 추정하는 이유는, 본 보고서는 내수, 수출, 수요, 생산량 모두 한국제지연합회에서 제공한 자료를 토대로 하고 있기 때문에 수출 부문만 관세청 자료를 사용하면 자료 왜곡이 발생하기 때문이다.

③ 수출입무역통계 기준으로 2021년 1월에 비해 2021년 2월의 원지 수출량은 5.57% 증가하였다. ②의 논리에 따라, 한국제지연합회의 1월 원지 수출량 28,830톤에 5.57% 증가를 반영해주면 한국제지연합회 기준 2월 원지 수출량은 30,435톤이 나온다.

④ 2021년 3월의 원지 수출량의 경우 아직 정확한 집계가 되지 않았으나, 한국무역통계 정보포털 TRASS에 HSCODE 4804와 4805 계열(즉, 골판지 원지 계열)의 3월 수출 전망치를 조사해본 결과 2월과 비슷한 수준으로 수출량이 유지될 것임을 확인하였다.

⑤ ②와 ④의 내용을 종합해보면, 대양제지 화재 발생과 12월 합의로 인해 꾸준히 골판지 원지의 수출량은 감소하였으나 2021년 들어 다시 수출량이 점차 증가하고 있는 것을 확인할 수 있다.

보수적인 추정을 위해 2월 이후 수출량은 Flat 추정

⑥ 하지만 본 보고서는 수요(=내수+수출) 부문에서의 보수적인 추정을 위해 2021년 2월의 수출량이 연말까지 지속될 것이라고 보았다. 즉, 2021년 2월부터 2021년 12월까지 골판지 원지의 수출량은 30,435톤으로 유지될 것이라고 추정한 것이다.

3.2.2.4. 소결: 2021년 골판지 원지 수급 불균형 추정

[1.2.2.1.]~[1.2.2.3.]의 결론을 종합하면 그림 3-14와 같다.

	생산	수요	내수	수출	공급-수요	누적치
2021.01	505697	491685	462855	28830	14012	-90886
2021.02	446567	428762	398327	30435	17804	-73081
2021.03	506604	488374	457939	30435	18230	-54852
2021.04	481929	490473	460038	30435	-8544	-63395
2021.05	491415	498502	468067	30435	-7088	-70483
2021.06	497578	471940	441505	30435	25638	-44846
2021.07	499961	505822	475386	30435	-5860	-50706
2021.08	474699	489053	458618	30435	-14355	-65061
2021.09	500070	468256	437821	30435	31814	-33247
2021. 10	481897	513099	482664	30435	-31202	-64449
2021.11	485964	492234	461799	30435	-6269	-70719
2021.12	498574	484611	454176	30435	13963	-56755

출처: 한국제지연합회, SMIC 3팀

그림 3-14에서 주목해야 할 것은 누적 공급-수요(1월의 누적 공급-수요 수치 -90,886톤은 전년도에 누적된 공급 부족량이 이월된 결과)이다. 왜냐하면 골판지 원지의 수요 이월 현상을 고려해야 하기 때문이다. 기존의 수급 불균형 양상과는 달리, 이번 대양제지 화재로 인해 발생한 수급 불균형은 **2021년 12월까지 다소 장기적으로 유지될 것**이라는 것을 확인할 수 있다.

한편, 여기서 더 고려해야 할 사항이 있다. 바로 영남 지역의 골판지 원지 전문 업체인 아진피앤피의 골판지 원지 CAPA 증설 문제이다. 아진피앤피는 현재 연간 45만 톤의 골판지 원지를 국내 공급하고 있으나, 올해 8월까지 15만 톤 규모의 증설을 완료한다.

아진피앤피 증설분 반영은 아직이다!

하지만 아진피앤피의 IR에 문의한 결과, 올해 증설된 골판지 원지 생산 시설의 경우 운전 조건 합리화 등의 이유로 당장 15만 톤을 추가적으로 공급하기는 어렵고, 따라서 **2021년에는 최대 약 5만 톤 정도의 골판지 원지만 추가적으로 공급할 수 있을 것**이라고 밝혔다.

따라서 수급 불균형은 21년말까지 지속!

이 늘어난 5만 톤을 그림 3-14의 2021년 12월 누적 공급 부족치에 더해보면 -6,756톤으로, 공급 부족이 상당 부분 해결되기는 하지만(전년 동기 대비 약 92.3%) **적어도 2021년까지는 골판지 원지의 수급 불균형 사태가 이어질 것**이라는 것을 알 수 있다.

3.3. 동사가 최대 수혜!

수급 불균형 상황 속 동사가 최대 수혜!

그렇다면 골판지 원지 시장 전반의 장기적인 수급 불균형 상황 속에서 왜 하필 동사가 최대 수혜인가? 그 이유는 1) 동사의 가동률 상승 여력이 가장 높으며 2) 경쟁사 대비 원지의 비중이 가장 높기 때문이다.

3.3.1. 가동률 측면

이유1. 가동률 상승 여력 최대

앞서 그림 3-6에서 확인했듯이, 주요 골판지 원지 기업들은 대양제지의 화재 발생 이후 원지 생산 가동률을 높여 평균적으로 94% 정도의 가동률을 보이고 있다. 하지만 그림 3-6에서 하나 이상한 점이 있다. 바로 동사의 10월 이후 원지 생산 가동률은 86.3%로 오히려 대양제지의 화재 발생 이전에 비해 크게 떨어졌다는 점이다. 이는 비교 기업들 중 가장 낮은(10월 이후) 가동률 수치이다.

이와 관련해 동사의 IR에 문의한 결과, 4분기 동사의 원지 생산 시설에 결함이 발생하여 점검 및 수리 과정을 거친 것을 확인하였다. 즉 동사는 **예외적인 상황으로 인해 타 원지 기업들과 다르게 화재 이후 가동률을 높이지 못해 Q를 늘리지 못했던 것**이다.

본 보고서는 [1.2.2.1.]에서 2021년의 월별 공급량을 추정할 때 각 기업들이 10월 이후의 원지 기업 평균 가동률인 94%를 유지한다고 가정하였다. 왜냐하면 2021년 전반기 현재 각 기업들은 밀려드는 수요를 감당하기 위해 이미 최대한 가동 조건을 높인 상태이기 때문이다. 이를 동사에 적용할 때, **동사의 원지 생산 가동률 상승 여력은 8.9%로 비교**

기업들 중 가장 높다. 또한 불가능한 경우이지만, 각 원지 기업들이 2021년에는 가동률을 100%로 높이고자 한다고 가정했을 때도 동사의 골판지 원지 생산 가동률 상승 여력은 15.87%로 가장 높다.

그림 3-15. 가동률 증가 여력 비교 (단위: %)					그림 3-16. 원지 비중과 영업이익률 (단위: %)		
	3분기 누적 가동률	20년 누적 가동률	10월 이후 가동률	상승여력		원지 비중	영업이익률
대림제지	91.30%	90.30%	86.3%	15.87%	대림제지	70.30%	12.50%
태림포장	92%	91.30%	88.5%	12.99%	신대양제지	62.50%	10.59%
태림페이퍼	94%	93.80%	93.0%	7.53%	아세아제지	59.07%	8.80%
신대양제지	98.10%	98%	100.60%	-0.60%	태림페이퍼	47.20%	6.60%
아세아제지	89%	90.50%	96.5%	3.63%	태림포장	15.25%	1.70%
한국수출포장	97.16%	97.29%	97.8%	2.24%	한국수출포장	0.39%	N/A
고려제지	86.29%	88.02%	94.9%	5.33%	고려제지	N/A	N/A
평균	92.55%	92.80%	94.0%				

출처: 각 사 사업보고서, SMIC 3팀

출처: 각 사 사업보고서, SMIC 3팀

3.3.2. 압도적인 원지 비중

이유2: 원지 비중이 가장 높다!

현재 문제시되는 수급 불균형은 원지 수급 불균형이다. 물론 원지의 공급 부족은 잇따라 골판지 원단과 골판지 상자의 수급 불균형으로 이어진다. 하지만 1) 애초에 골판지 원단과 상자는 골판지 원지가 없으면 만들지 못해 수급 불균형이 후행적으로 발생하고 2) 동사는 골판지 원단과 상자도 매출 비중의 약 30%를 차지하고 있으며 3) 골판지 원지의 영업이익률이 원단과 상자에 비해 훨씬 높다.

특히 3)은 그림 3-16을 보면 간접적으로 확인할 수 있다. 그림 3-16은 주요 원지 생산 업체들의 원지 비중과 영업이익률을 제시하는데, 실제로 매출에서 원지의 비중이 높은 기업일수록 전체 영업이익률이 높다. 즉 골판지 원지의 영업이익률은 원단과 상자에 비해 훨씬 높으므로, 원지의 비중이 높은 기업일수록 원지 수급 불균형 상황 속에서 영업이익적 수혜를 가장 많이 가져갈 수 있을 것이다.

이와 관련하여, 동사는 타 기업에 비해 원지의 비중이 가장 높은 기업이다. 또한, 골판지 원단과 상자 역시 매출의 상당 부분을 차지하고 있어 원단과 상자 부문에서의 후행적인 수혜 역시 어느 정도 가져갈 수 있다. 따라서 동사는 압도적인 원지 비중을 바탕으로 원지 수급 불균형 상황에서의 수혜를 가장 많이 가져갈 수 있을 것으로 추정된다.

3.3.3. 소결: 매출 추정

① 기본적으로 매출=(골판지 원지 매출)+(골판지 원단 및 상자 매출)=(골판지 원지 수출 P*Q+골판지 원지 국내 P*Q)+(골판지 원단 및 상자 매출)이다.

② 골판지 원지 국내 P는 두 단계로 나누어 생각해야 한다. 2020년 10월에 대양제지 화재 직후에 원지 기업들은 일관적으로 원지 단가를 20~25%씩 올렸고, 특히 수직 계열화

가 된 대형 업체들의 경우 일반적으로 단가를 25% 인상했다. 그리고 2021년 3월 말부터는 추가적으로 12% 정도의 단가 인상이 이루어졌다. 이를 고려해 가중평균을 하여 산출한 2021년 1분기 가격과 2~4분기 가격은 각각 387,478원과 445,600원이다.

③ 골판지 원지 수출 P의 경우, 골판지 원지 국내 P와 거의 완벽하게 연동되는 경향을 보인다(상관계수=0.9607). 따라서 2021년 분기별 P는 국내 P 추이와 동일하게 움직인다고 보았다.

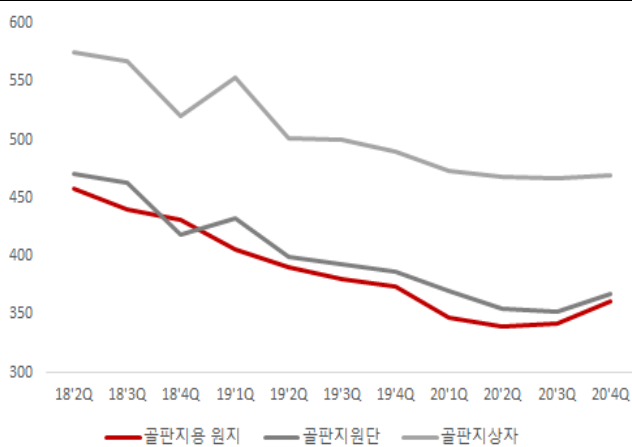
④ 골판지 원지 전체 Q(판매량)와 관련해서는, 동사의 가동률이 타기업 평균인 94%로 올랐을 때의 연간 가능 생산량 278,418톤 전체가 판매될 것이라고 보았다. 그 근거는 앞선 수급 불균형 추정 추이 그림 3-14이다.

⑤ ②, ③, ④를 고려하여 분기별 생산량(=판매량)이 일정하게 유지되고 가격 상승률이 수출과 국내에 있어서 동일하게 적용된다고 가정했을 때, 동사의 각 분기별 예상 원지 매출액은 국내와 수출을 합쳐 각각 269억 7020만원, 302억 668만원, 302억 668만원, 302억 668만원 이다. 이를 합치면 동사의 연간 골판지 원지 부문 매출은 1,179억 5,900만원이다.

⑥ 골판지 원단 및 상자의 P는 3개년 분기별로 분석해보았을 때 골판지 원지의 P와 일관되게 연동되어 움직인다(각각 상관계수 0.968, 938). 따라서 동일하게 가중평균을 취하여 2021년에는 2020년 대비 약 10.8% 정도 단가가 상승할 것이라고 분석하였다.

골판지 원단 및 상자의 Q는 당연히 골판지 원지의 Q가 2021년 크게 증가할 것이므로 증가할 것이지만, 보수적인 추정을 위해 2020년의 Q를 그대로 적용하였다.

그림 3-17. 골판지 원지, 원단, 상자 P 추이(단위: 천 원)



출처: 동사 사업보고서, SMIC 3팀

그림 3-18. 골판지 원지 수출 P, 국내 P 추이 (단위: 원)



출처: 동사 사업보고서, SMIC 3팀

⑦ 따라서 골판지 원단 및 상자 부문 2021년 예상 매출액은 404억 8,742만 원이다.

⑧ ①의 논리에 따라 계산된 동사의 2021년 골판지 부문 예상 매출액은 1,580억 7,800만 원으로, 이는 전년에 비해 22% 증가한 수치이다.

그림 3-19. 2021년 국내 P, 수출 P, 전체 Q, 예상 매출 분기별 추정치 (단위: 원, 톤, 백만 원)

	21'1Q	21'2Q	21'3Q	21'4Q
국내 P	387,478	445,600	445,600	445,600
수출 P	418,436	481,202	481,202	481,202
국내+수출 Q	69604.5	69604.5	69604.5	69604.5
예상 매출	26970.2	30266.8	30266.8	30266.8

출처: SMIC 3팀

3.3.4. 영업이익도 동반상승: P-C 스프레드

P-C 스프레드 개선→
영업이익도 개선!

앞의 논리에서 P는 적어도 하락하지 않을 것임을 보였다. 하지만 비용이 그만큼 상승한 다면 매력적인 기업이 아닐 것이다. 본 논리에서는 P-C 스프레드를 통해 동사의 영업이익 또한 증가할 것임을 보일 것이다. 여기서 P는 원지의 가격, C는 원지의 원재료가 되는 폐지의 가격을 의미한다.

골판지 산업의 특성상 제지업체는 골판지 원지의 가격과 비용 사이의 괴리를 조정할 수 있는 권한이 있다. 이것을 실제로 확인하기 위해 2019년, 2020년의 원지 가격과 폐지 가격 사이의 관계를 분석해보았다.

그림 3-20. 동사 원지, 폐지 P (단위: 천원/톤) 그림 3-21. 아세아제지 원지, 폐지 P (단위: 천원/톤)

	19'1Q	19'2Q	19'3Q	19'4Q	20'1Q	20'2Q	20'3Q	20'4Q
폐지 가격	150	144	139	136	126	125	125	126
원지 가격	406	390	380	374	347	340	342	361.75
비율	0.36946	0.36923	0.36579	0.36364	0.36311	0.36765	0.3655	0.34831

	19'1Q	19'2Q	19'3Q	19'4Q	20'1Q	20'2Q	20'3Q	20'4Q
폐지 가격	150	144	139	136	126	125	125	126
원지 가격	406	390	380	374	347	340	342	361.75
비율	0.36946	0.36923	0.36579	0.36364	0.36311	0.36765	0.3655	0.34831

출처: 동사 사업보고서, SMIC 3팀

출처: 아세아제지 사업보고서, SMIC 3팀

위 표에서 확인할 수 있듯이, 원지 가격은 공급과 수요에 의해 많은 변동이 있었지만 폐지 가격과의 비율은 원지 수급 불균형이 촉발된 2020년 4분기를 제외하고 거의 똑같이 유지되고 있음을 확인할 수 있었다. 이 비율은 다른 제지업체인 아세아제지 역시 유지되고 있었다.

그렇다면 수급 불균형일 때 이 비율은 어떻게 변할까? 2016년 6월 신대양제지 화재 사례를 통해 분석해보았다. 신대양제지의 화재 공백 기간은 2016년 6월부터 12월까지이다. 같

은 기간, 동사의 폐지/원지 가격 비율은 0.47에서 0.43으로 하락했다가 수급 균형이 다시 정상화되자 기존 값으로 되돌아왔다. 여기서 수급 불균형 기간에는 폐지/원지 가격 비율이 기존보다 낮게 유지된다는 것을 알 수 있다.

그림 3-22. 동사 폐지 가격, 원지 가격(수급 불균형 기간)

(단위: 천 원/톤)

	수급 불균형 기간					
	16'1Q	16'2Q	16'3Q	16'4Q	17'1Q	17'2Q
폐지 가격	138	138	138	145	188	194
원지 가격	290	289	319	333	399	408
비율	0.47586	0.47751	0.4326	0.43544	0.47118	0.47549

출처: 동사 사업보고서, SMIC 3팀

최근 동사의 2020년 4분기 폐지/원지 가격 비율은 기존 평균값인 0.366에서 0.348로 하락했다. 수급불균형이 2020년 11월부터 시작된 것을 감안하면 2021년 수급불균형 기간의 폐지/원지 가격 비율은 0.339로 유지될 것이다. 이에 따른 2021년 폐지 비용 예상은 다음 표와 같다.

그림 3-23. 2021년 동사 폐지 비용 예상

(단위: 천 원/톤)

	21'1Q	21'2Q	21'3Q	21'4Q
원지 가격(E)	387	445	445	445
비율(E)	0.339	0.339	0.339	0.339
폐지 가격(E)	131	151	151	151

출처: 동사 사업보고서, SMIC 3팀

4. 투자포인트 2: 2022년부터는 중국 수요로 헛지!

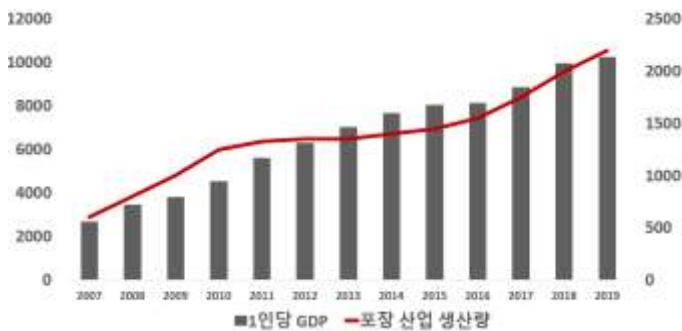
앞서 투자포인트 1에서 2021년 국내의 타이트한 수급 불균형으로 동사 매출이 폭발적으로 증가할 수 있음을 보였다. 그러나 흑자는 2022년 상반기 수급 불균형이 해소된 후 동사 매출이 감소할 것이라는 의문을 제기할 수 있다. 따라서 투자포인트 2에서는 수급 불균형 해소 이후 중국향 골판지 원지 수출로 매출 하방을 지킬 수 있다는 것을 밝히고자 한다.

4.1. 견조하게 성장하는 중국 골판지 시장

포장 산업의 성장은 국가 경제와 비례

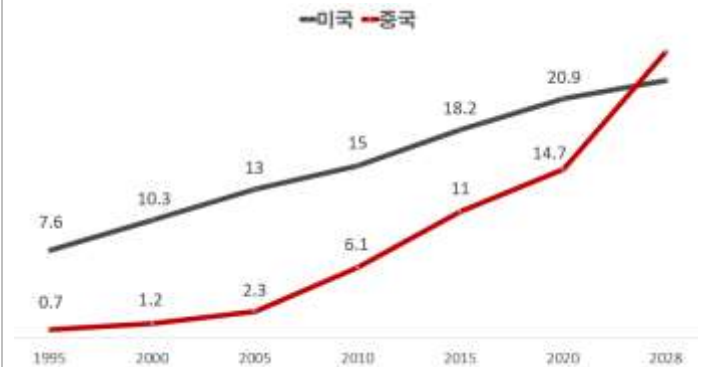
포장 산업은 전방 산업의 수요에 의해 시장 규모가 결정된다. 민간 소비 능력이 전방 산업의 수요에 직접적으로 영향을 준다는 점을 고려할 때, 포장 산업의 성장은 국가 경제 발전과 궤를 같이 한다고 판단할 수 있다. 실제로 중국의 1인당 GDP가 2007년 대비 2019년 3.8배 성장한 모습을 보여줬고, 동 기간 중국의 포장 산업 생산량은 2007년 대비 2019년 3.6배 증가했다. 전망은 더욱 밝다. 2020년 기준 중국의 GDP는 미국 GDP의 70%를 초과했고, 2028년 미국을 넘어설 것으로 관측된다. 중국의 경제 규모는 CAGR 4.7%로 성장해 2035년 현재 대비 두 배 수준을 보일 것이고, 이에 따라 중국의 포장 산업 또한 유의미한 규모 확장을 이룰 수 있다.

그림 4-1. 중국의 1인당 GDP 및 포장 산업 생산량 (단위: 달러, 십억 위안)



출처: World Bank, China Packaging Federation, SMIC 3팀

그림 4-2. 미국 및 중국 GDP 전망치 (단위: 조 달러)

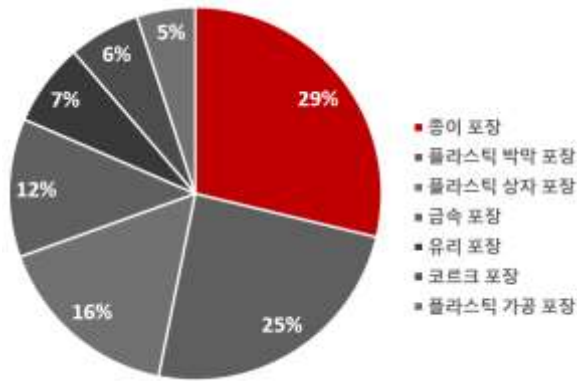


출처: Bank of America, SMIC 3팀

종이 포장은 중국의 포장 산업에서 가장 큰 비중을 차지함

한편, 중국의 포장 산업에서 가장 큰 비중을 차지하는 것은 종이 포장이다. 전체 시장 규모의 29%를 점유하고 있다. 이 비중은 중국의 플라스틱 규제 기조로 인해 더욱 커질 것으로 예상된다. 중국은 올해부터 '플라스틱오염관리 강화제안'을 발표하여 주요 도시에서 배달 비닐봉지 포장을 금지했고, 2026년에는 국가 전역으로 규제 범위가 확대된다. 일회용 플라스틱 식기와 택배 비닐 포장 또한 올해부터 사용이 금지되어 2026년 전면 시행으로 이어진다. 이러한 추세가 계속될 경우 재활용이 가능한 종이 포장, 특히 높은 비중을 차지하는 골판지 시장이 플라스틱 포장의 비중을 흡수할 것으로 기대한다.

그림 4-3. 중국 포장 산업 구성 (단위: %)



출처: Zhiyan Consulting, SMIC 3팀

그림 4-4. 중국 플라스틱오염관리 강화제안

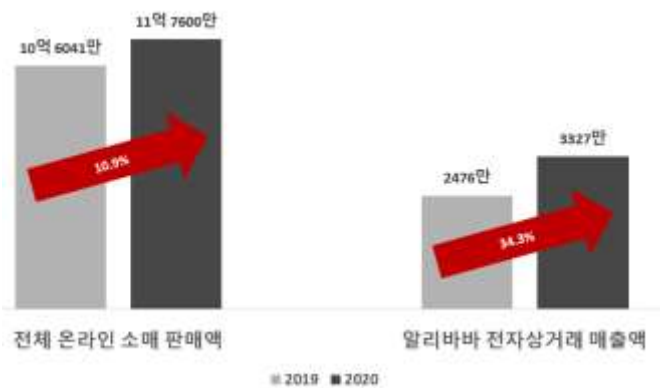
제품분류	2021년	2023년	2026년
분해불가 비닐봉지	직할시, 성회도시, 단독계시행도시 내 건설된 구역의 상점, 마트, 약국, 서점 및 음식배달, 각종 전시회 등에서 사용 금지, 농산물 시장에서 사용 규제 및 제한	지금 및 지금 이상 도시 내 건설된 구역, 해외 안지역 현금 도시 내 건설된 구역의 상점, 마트, 약국, 서점 및, 음식배달, 각종 전시회 등에서 사용 금지	지금 및 지금 이상 도시 내 건설된 구역, 해외 안지역 현금 도시 내 건설된 구역의 농산물 시장에서 사용 금지
1회용 플라스틱 식기	지금 및 지금 이상 도시 내 건설된 구역, 관광지, 식당 내부에서 사용 금지	현금 도시 내 건설된 구역, 관광지의 식당 내부에서 사용 금지	지금 및 지금 이상 도시의 음식배달 영역에서 분해 불가 1회용 식기 소모량 30% 감소
택배 비닐 포장	-	베이징, 상하이, 장쑤, 저장, 우젠, 광둥 등 성지점 (시)의 우체국택배 지점에서 분해 불가 비닐포장 사용 금지	전국 우체국택배 지점에서 분해 불가 비닐봉지, 테이프 사용 금지

출처: KITA, SMIC 3팀

온라인 거래 ↑
택배 수요 ↑
∴ 골판지 시장 성장

온라인 거래 시장의 발전도 중국의 골판지 시장에 긍정적인 영향을 준다. 중국의 온라인 거래 시장은 경제 발전과 함께 규모를 늘려가고 있다. COVID-19에서 비롯된 민간 소비 위축에도 불구하고 온라인 거래 시장은 판매액 증가에 성공했고, 중국 전자상거래 점유율 1위 업체 알리바바는 34.3%의 매출 성장을 달성했다. 늘어나는 온라인 거래는 택배의 수요와도 밀접한 연관이 있으므로 결국 골판지 시장의 확대에 이어질 수 있다는 판단이다. 실제로 지난 3월 기준 중국의 택배 업무량은 200억 건을 돌파했으며, 이는 2020년 대비 45일 빨리 달성한 것이다. 올해 중국의 택배 업무량은 955억 건, 택배 수입액은 9800억 위안에 도달할 것으로 전망된다. 8년 연속 세계 온라인 소매 판매 시장 규모 1위를 유지하고 있고, 계속해서 온라인 거래와 택배 업무가 확대되고 있는 중국에서 골판지 시장은 지속적으로 성장할 것이다.

그림 4-5. 온라인 소매 판매액 추이 (단위: 위안)

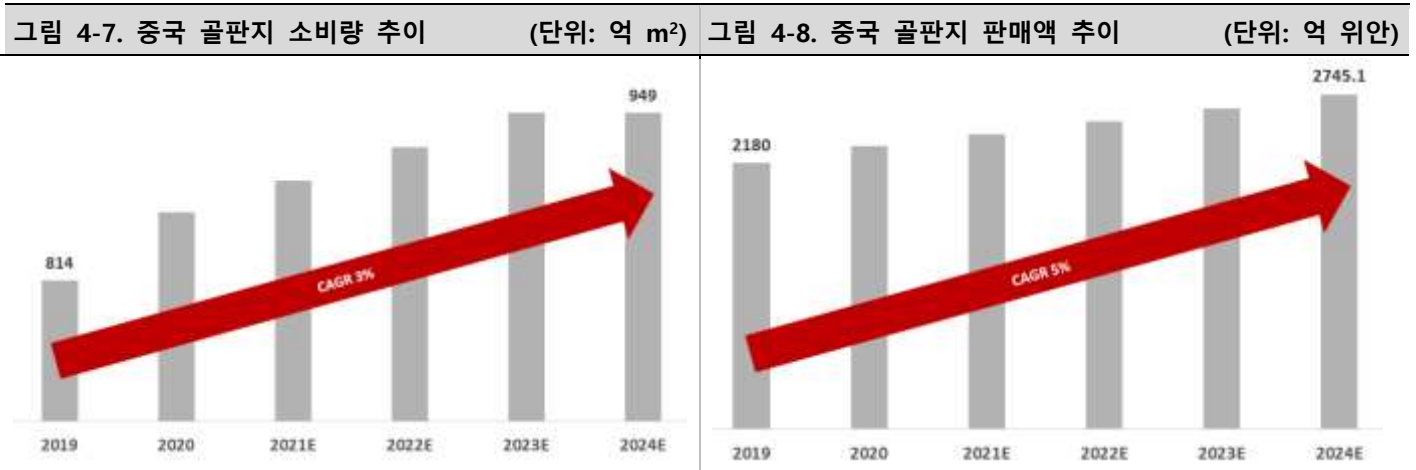


출처: CCTV, Alibaba, SMIC 3팀

그림 4-6. 중국 택배 업무량 및 수입액 (단위: 건, 위안)



출처: 중국 국가우정국, SMIC 3팀



출처: 중상산업연구원, SMIC 3팀

출처: 중상산업연구원, SMIC 3팀

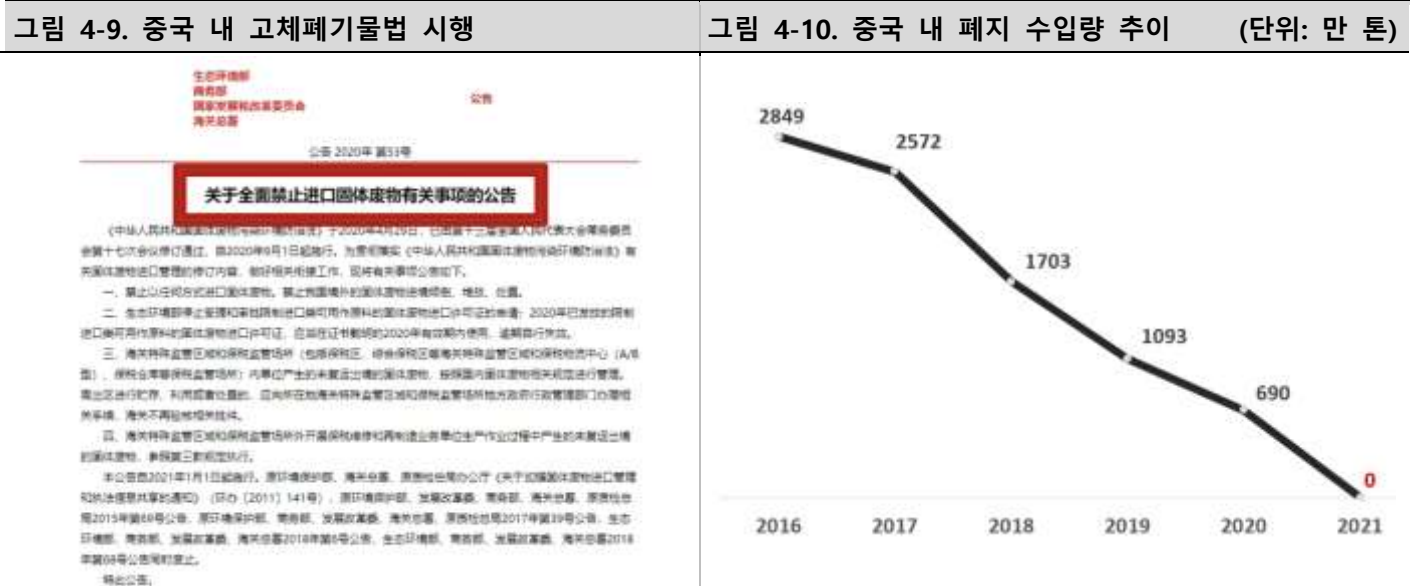
4.2. 중국 내 골판지 원지 수입 요구 증가

[4.1.]에서 중국 내 골판지 시장이 견조함을 밝혔고, 동 절에서는 골판지 상자의 원재료가 되는 원지 공급의 부족 문제를 설명하고자 한다. 2021년 1월 중국 정부가 시행한 고체폐기물법에 따라 폐지 수입이 전면 금지되었고, 그 결과 골판지 원지의 원재료로 쓰이는 폐지의 양이 절대적으로 부족해졌기 때문이다.

4.2.1. 중국의 고체폐기물법 시행으로 인한 폐지 부족

고체폐기물법 시행 → 2021년부터 폐지 수입 금지

중국은 2021년 1월부터 '고체폐기물 환경오염방지법'을 근거로 폐지 수입을 전면 금지하였다. 동 법은 폐지를 포함한 모든 종류의 고체폐기물 수입을 제한하는 법이다. 앞서 중국은 2017년부터 고체폐기물법을 개정하고 관련 법규를 정리하며 폐기물 수입 규제를 지속적으로 강화해온 바 있다. 특히 2018년부터 중국 내 폐지 수입량이 크게 감소해왔고, 2021년부터는 수입이 전면 금지된다.

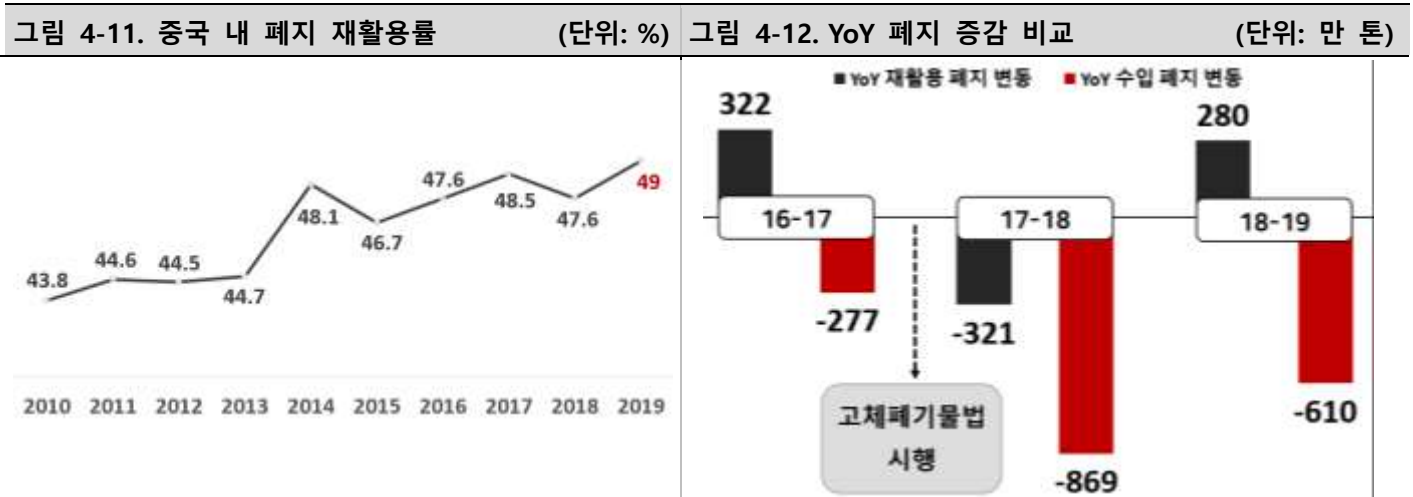


출처: 중국 생태환경부, SMIC 3팀

출처: 중국 관세청, SMIC 3팀

재활용 폐지 증가분 < 수입 폐지 감소분 ∴ 폐지 공급 부족

폐지 수입 금지 조치 이후 중국은 골판지 원지를 생산하기 위해 자국 내에서 폐지를 직접 조달해야 했다. 문제는 **중국 내 폐지 재활용률이 49%에 그친다**는 점이다. 재활용률이 과거부터 지속 상승하여 자국 내 폐지의 절반을 다시 사용할 수 있는 수준에 도달했으나, **감소한 폐지 수입량을 상쇄하기에는 역부족**이었다. 실제로 2016년부터 2017년까지의 YoY 재활용된 폐지의 양은 수입 폐지 감소분을 상회했다. 그러나 2017년 고체폐기물법 개정 이후 2017년과 2018년, 그리고 2018년과 2019년 모두 YoY 재활용된 폐지의 양보다 수입 폐지 감소분이 컸다. 이를 통해 **중국은 최근 폐지 공급 부족 현상을 겪어왔고, 올해부터는 폐지 수입이 전면 금지되었기에 수급 불균형이 단기에 해결되지 않을 것**이라고 판단할 수 있다.



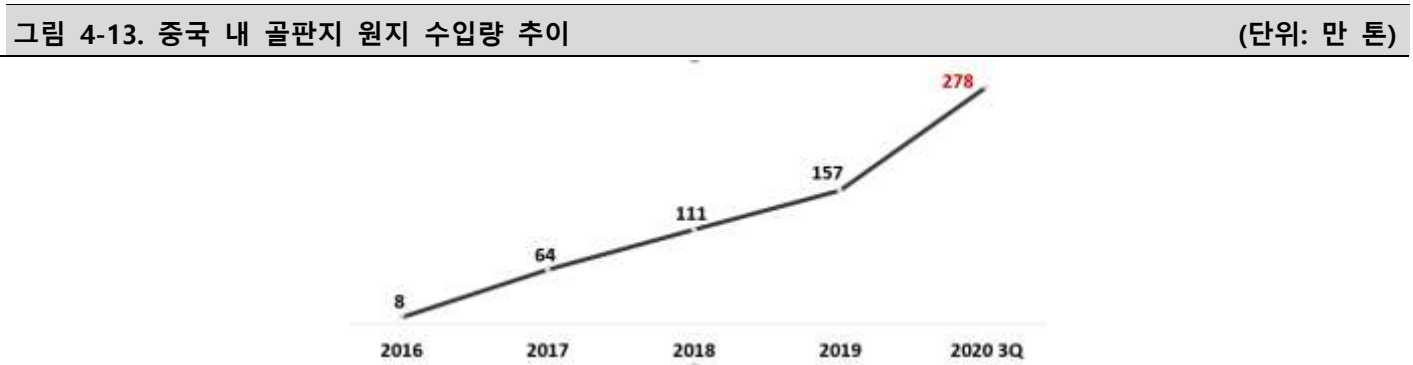
출처: 중국제지협회, SMIC 3팀

출처: 중국제지협회, 중국 관세청, SMIC 3팀

4.2.2. 폐지 부족으로 인한 골판지 원지 수입 요구 증가

폐지 공급 부족에 대한 해답으로 골판지 원지 수입을 제시

폐지 수입 규제로 인해 중국 내 폐지의 절대적인 양이 감소했다. 폐지 수급 문제는 골판지 원지 생산과도 직결되는 문제다. 중국 내 골판지 시장은 규제 도입이 논의되기 시작한 후 골판지 원지를 직접 수입하는 것을 폐지 부족에 대한 해답으로 제시했다. 실제로 고체폐기물법이 개정된 2017년 **64만 톤**이었던 골판지 원지 수입량이 2019년 **157만 톤**으로 **2배 이상 증가**했다. 또한, 폐지 수입 전면 금지를 앞둔 2020년에는 3분기 누적 수입량만으로 **약 278만 톤**을 달성했다. 이를 근거로 **중국 내에서 골판지 원지에 대한 수입 요구가 증가해왔고, 장기적으로도 늘어날 것**임을 판단할 수 있다.



출처: 중국 관세청, SMIC 3팀

4.3. 준비되어 있는 중국향 수출

앞서 [4.2.]에서 중국 내 골판지 원지 수입 요구가 증가할 것을 밝혔다. 동 절에서는 이와 같은 중국 내 골판지 원지 수입 요구 증가가 왜 국내 골판지 원지 업체들, 그 중에서도 동사에게 수혜로 이어질 수 있음을 설명하고자 한다.

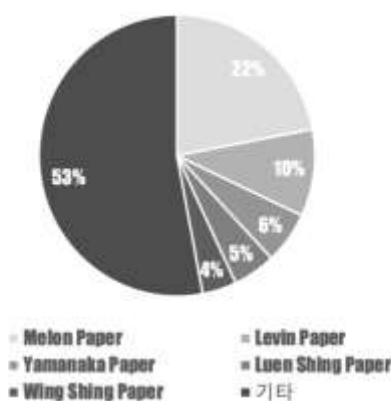
4.3.1. 중국 골판지 원지 수입 요구 증가로 국내 골판지 원지 업체 수혜

중국 박스 포장 시장은 영세 업체 산재 중 중국 내에서 종이 포장 시장을 주도하는 것은 로컬 박스 포장 업체들이다. 다만 중국 내에는 영세한 포장 업체 수가 많아 가장 시장점유율이 높은 Hexing Packaging(合兴包装)과 Meiyingsen(美盈森)의 점유율 합이 **2019년 기준 4.5%**에 불과하다. 즉, 중국의 박스 포장 시장은 독과점 시장이 아니라 수많은 영세 업체가 경쟁하는 시장이라는 것이다.

골판지 원지 시장은 집중도 높아 박스 포장 업체는 원지 확보 어려움 이에 반해 골판지 원지 공급 업체의 시장 과점률은 상대적으로 높아 중국 내 박스 포장 업체들은 원지를 확보하기 어려운 상황이다. 영세한 업체들은 구매 가격 협상력이 낮기 때문이다. 2017년 기준 박스 보드와 골판지 시장 **2위까지의 합산 점유율은 32%**, **5위까지 합산 점유율은 47%**였다. 중소 박스 포장 업체들은 구매량이 적기 때문에 원지 생산 업체의 요구를 충족시키기 위한 **우선권을 획득하기 어렵고, 구입하려면 지출해야 하는 비용이 높아져 원지 확보 안정성까지 떨어진다.**

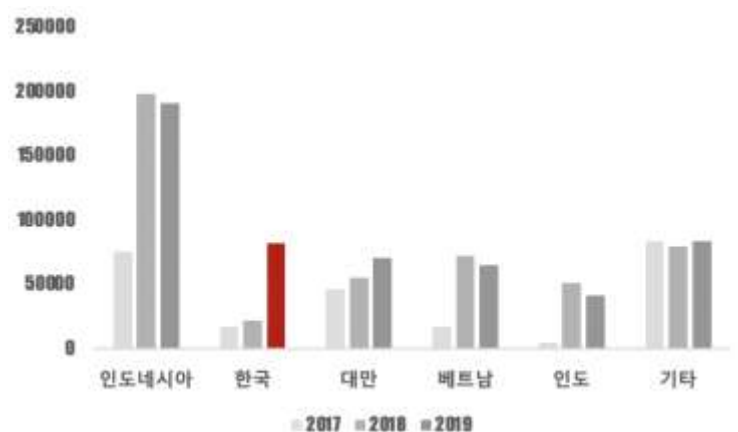
국내 골판지 원지 업체 중국발 수혜 가져간다! 따라서 골판지 완제품 등을 생산하는 국내 제지 업체보다 골판지 원지를 생산하고 중국 로컬 포장 업체들에게 수출할 수 있는 **국내 골판지 원지 업체가 수혜를 입을 수 있다.** 2019년 기준 **중국 골판지 원지 수입 규모 2위, 약 15.4%**를 한국이 차지하고 있다. 이는 전년 대비 **약 2.7배 급증**한 것이다. 국내 골판지 원지 업체들은 중국과 인접하고 원지 가격이 저렴해 충분히 중국 발 수혜를 가져갈 역량이 있다.

그림 4-14. 2017년 중국 원지 업체 점유율 (단위: %)



출처: Zhiyan Consulting, SMIC 3팀

그림 4-15. 중국 골판지 원지 국가별 수입 현황 (단위: 천 달러)



출처: KITA, SMIC 3팀

4.3.2. 동사가 가진 경쟁 우위

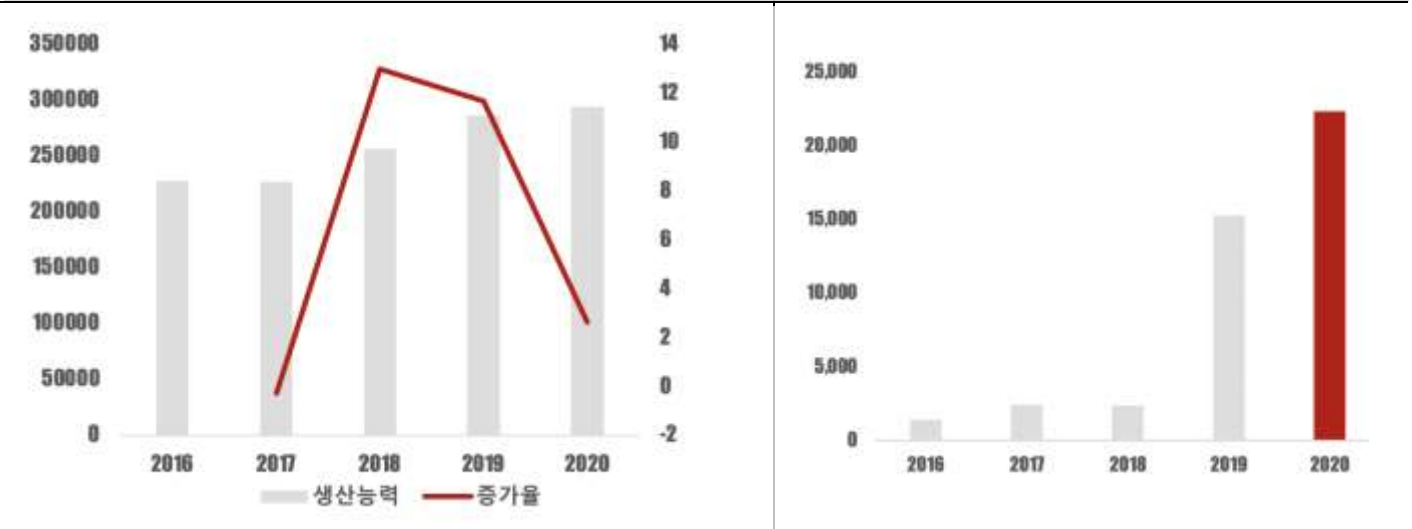
그렇다면 중국향 수출에 있어서 국내 타 골판지 원지 업체들에 비해 동사가 갖는 경쟁 우위는 무엇인가? 1) 골판지 원지 수출을 목표로 한 증설과 2) 2019년부터 확보한 영업망을 근거로 동사가 국내 타 골판지 원지 업체에 비해 중국향 수출 경쟁력이 있다고 판단했다.

1) 골판지 원지 수출을 위한 증설

골판지 원지 수출 위해 '18년 CAPA 13%, '19년 CAPA 12% 증설 2018년 5월 언론보도에 따르면 동사는 골판지 원지 수출을 목표로 설비 증설을 진행 중이라고 밝혔다. 이에 따라 2018년 동사의 골판지 원지 CAPA는 전년 대비 약 13% 증가하였고, 2019년 CAPA는 전년 대비 약 12% 증가하였다. 동사가 2016년에서 2017년까지 CAPA를 증설하지 않았던 점을 고려하면 수출 의지가 투영된 증설로 해석할 수 있다.

'19년 수출액 6.5배, 총 매출 비중 7배 증가 실제로 2018년 증설된 골판지 원지 CAPA 및 확보한 영업망으로 달성한 2019년 동사의 수출액은 약 153억 원으로 전년 대비 약 6.5배 크게 늘었다. 총 매출에서 수출액이 차지하는 비중 역시 약 14%로 약 7배 상승했다.

그림 4-16. 동사 골판지 원지 CAPA 및 증가율 추이 (단위: 톤, %) 그림 4-17. 동사 수출액 (단위: 백만 원)



출처: 동사 사업보고서, SMIC 3팀

출처: 동사 사업보고서, SMIC 3팀

2) 확대한 영업망 유지

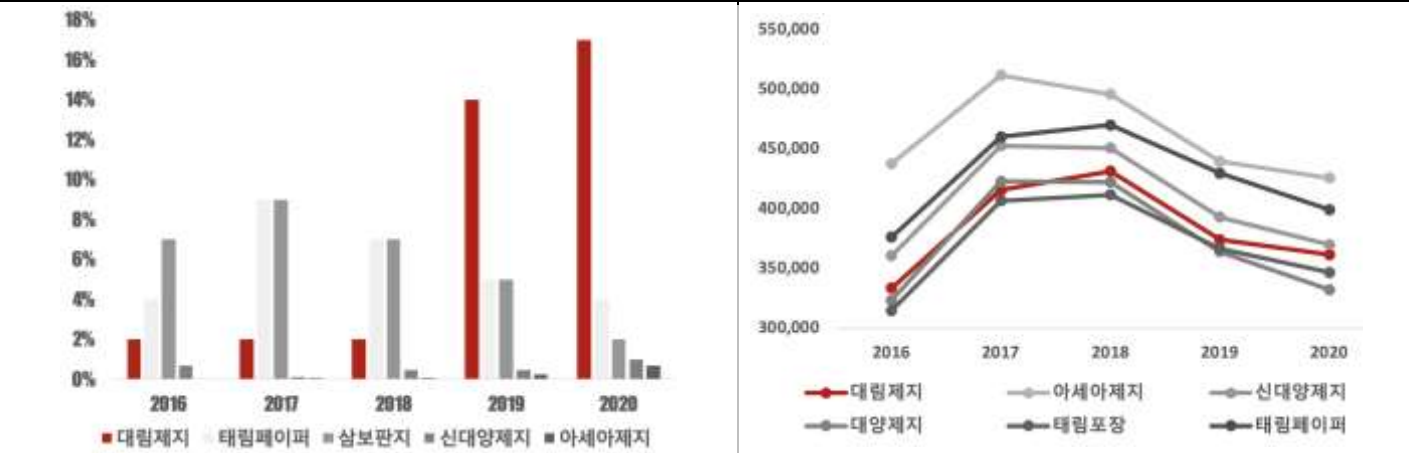
타 골판지 원지 업체 수출 비중 줄이는 중 동사는 2019년 확보한 중국향 영업망을 현재까지 유지 중이다. 국내 골판지 원지를 생산하는 업체 중 수출액 비중을 늘리고 있는 업체는 동사가 유일하다. 동사 총 매출에서 수출액이 차지하는 비중은 2020년 기준 약 17%에 달한다. 태림페이퍼의 수출액 비중은 4%, 삼보판지 수출액 비중은 2%에 불과하다는 것을 고려했을 때 이는 결코 작은 수치가 아니다. 태림페이퍼, 삼보판지 모두 2017년을 기점으로 수출액 비중이 절반 이상 감소했다. 삼보판지 IR은 중국향 수출 의사 및 투자 계획이 없다고 밝혔다.

1) 내수 산업의 특성 국내 골판지 원지 업체들이 수출 비중을 줄여가는 것은 당연한 수순일 수 있다. 1) 골판지 원지 산업이 내수 기반 산업이고 2) 투자포인트 1에서 밝힌 것처럼 골판지 원지 수요가 내수만으로 2022년 상반기까지 타이트하게 유지될 것으로 예상되기 때문이다.

2) '22년 수요 타이트

동사가 확장 및 유지한 중국 영업망은 그러나 동사가 유지하고 있는 중국 영업망은 2022년 하반기 내수 수급불균형이 종식된 이후 수요처를 확보하는데 기여할 수 있다. 즉, 국내 골판지 원지 P 하락 압력에서 비롯된 총 매출 감소를 상쇄하기 위한 수요처 다양화라는 판단이다. 실제로 동사는 2018년 내수 시장에서 골판지 원지 공급 과잉으로 인해 원지 단가가 하락했을 때, 중국향 수출로 총 매출 하락폭을 줄일 수 있었다.

그림 4-18. 골판지 원지 업체 수출액 비중 (단위: %) 그림 4-19. 골판지 원지 가격 추이 (단위: 원)



출처: 각 사 사업보고서, SMIC 3팀

출처: 각 사 사업보고서, SMIC 3팀

수출 비중 확대에 따른 2019년 동사가 중국향 수출 비중을 전년과 동일하게 유지했을 경우를 가정하면 동년 총 '19년 총 매출 증가율 매출은 약 921억 원으로 산출된다. 실제 2019년 총 매출은 1,059억 원이므로 수출 비중 약 14.9% 확대에 따른 총 매출 증가율은 약 14.9%에 달한다. 즉, 동사는 타 경쟁사 대비 내수 P 하락 압력을 받을 때 언제든지 중국향 매출 비율 증가로 총 매출의 안정성을 확보할 수 있다고 사료된다.

그림 4-20. 2018-2019년 수출로 인한 총 매출 증가율 계산 (단위: 백만 원, %)

(단위: 백만 원/%)	
2018년 내수 매출 대비 수출 비중	1.63%
2019년 내수 매출액	144,149
수출 확대하지 않았을 경우 2019년 예상 수출액	1,480
수출 확대하지 않았을 경우 2019년 예상 총 매출	92,129
2019년 실제 총 매출	105,900
수출 확대하지 않았을 경우보다 확대한 경우의 총 매출 증가율	14.95%

출처: 동사 사업보고서, SMIC 3팀

5. Issue & Risk

5.1. 아진피앤피 신규 증설

아진피앤피는 대구광역시 달성군에 위치한 원지 제조 업체로, 주로 골심지를 공급한다. 기존에 아진피앤피는 연간 45만 톤의 원지를 생산할 수 있었다. 하지만 2018년 골판지 원지 생산 공장 증설을 결정하여 올해 증설을 완료할 예정이며, 이는 국내 골판지 업체 중 유일한 증설 이슈라고 볼 수 있다.

아진피앤피의 증설은 2단계로 이루어진다. 2021년 4월 초에 증설 완료된 2공장은 이미 가동을 시작한 상태이며, 7~8원엘 1공장 증설이 완료되어 바로 가동을 시작할 예정이다. 이로써 아진피앤피의 연간 골판지 원지 생산 능력은 연간 60만 톤으로 15만 톤 증가될 예정이며, 수도권 원지 생산 물량의 50%를 소화할 수 있게 된다.

그렇다면 아진피앤피의 증설로 인해 2021년 현재 진행 중인 골판지 원지 수급 불균형이 바로 해소될 것인가? 아니다. **왜냐하면 증설이 완료됐다고 해서 바로 증설분 전체가 시장에 반영되는 것이 아니기 때문이다.**

실제로 아진피앤피에 문의한 결과, 60만 톤이라는 수치는 2022년 목표 생산량이며, 2021년에는 60만 톤이라는 목표 생산량을 달성하기 위해 여러 운전 조건을 맞추는 기간이라고 밝혔다. 따라서 올해는 약 최대 5만 톤의 원지 증설분만 시장에 반영될 것이라는 대답 또한 들을 수 있었다.

하지만 본 보고서가 추정한 2021년의 골판지 원지 공급 부족분은 누적 5만 6천 톤 정도이기 때문에, 아진피앤피의 2021년 원지 증설분 5만 톤을 더해도 골판지 원지 수급 불균형은 2021년까지 해소되지 않을 것으로 보인다.

5.2. 동사의 배당 지급 시작

한편, 동사는 2021년 2월 9일 보통주당 75원의 현금 배당을 결정했다고 공시했으며, 배당의 총액은 6억 7,400만원이다. 2018년과 2019년에 동사는 배당을 실시하지 않았다. 이번 배당은 **동사가 비로소 주주 친화적인 기업으로까지 거듭났다는 것을 시사한다.**

6. Valuation – Historical PER method

6.1. 매출 추정

(단위: 백만 원)	2016	2017	2018	2019	2020	21'1Q	2021E
골판지 원지	66,935	77,045	63,869	76,488	90,225	26,970	117,590
	99%	65%	44%	72%	70%	72.4%	73.5%
골판지 및 상자	0	39,704	80,792	28,053	36,541	9,793	40,487
	0%	34%	55%	26%	28%	26%	25%
기타	496	1,270	1,841	1,359	1,971	493	1,971
	1%	1%	1%	1%	2%	1%	1%
매출	67,431	118,019	146,502	105,900	128,737	37,256	160,049

골판지 원지와 골판지 및 상자 부문의 매출 추정은 투자포인트 1에서 서술하였다. 수출 매출의 경우 골판지 원지에만 들어가기에 투자포인트 1 논리에 따라 골판지 원지 부문 매출로 반영하여 추정하였다.

기타 부문 추정의 경우 전년도와 flat하게 추정하였다.

6.2. 매출원가 추정

동사 매출원가에서 중요한 것은 상품 및 원재료의 매입액 항목으로, 2019년부터 50% 이상을 차지해오고 있다. 나머지 항목의 값에 대해서는 2020년 값을 flat하게 적용해주었다.

2021년 상품 및 원재료의 매입액 추정에 있어서는 골판지 원지와 골판지 및 상자 부문으로 나누어 추정하였다. 상품 및 원재료의 매입액 세부항목에 대해서는 세부 항목이 공시되어 있지 않아, 동사 제품의 원재료에서 가장 많은 부분을 차지하는 원지와 폐지를 위주로 추정하였다. 2020년 원재료 매입액에서 폐지의 경우에는 예상되는 골판지 원지 Q 상승분과 P 상승분을 적용하여 2021년 예상값을 추정하였고, 골판지 원지의 경우에는 골판지 및 상자 Q가 유지된다고 추정했기에 P 상승분만을 고려하여 예상값을 추정해 주었다.

원지 가격과 폐지 가격 추정은 투자포인트 1에서 추정된 값을 사용하였다. 다만, 골판지 원지의 C에 해당하는 폐지 가격의 경우 정확하게 추정할 수 없다고 생각하여 7.2 마지막 부분에 민감도 분석을 첨부하였다.

(단위:백만원)	2020	2021E
고지(골판지 원지 매출원가)	38,507	51,421
골판지 원지(골판지 및 상자 매출원가)	17,620	21,817

(단위:원)	2020	2021E
원지 가격	348	431
	상승률(%)	124%
폐지 가격	126	146
	상승률(%)	116%

(단위: 백만 원)	2016	2017	2018	2019	2020	21'1Q	2021E
매출액	67,431	118,019	146,502	105,900	128,737	37,256	160,049
매출원가	56,010	104,251	118,558	90,510	101,506	27,242	117,029
매출총이익	11,421	13,768	27,945	15,390	27,231	10,014	43,019
GPM(%)	16.9%	11.7%	19.1%	14.5%	21.2%	26.9%	26.9%

매출총이익		폐지가격				
		131	139	146	153	161
원지 가격	387	50,487	47,669	45,224	42,736	39,917
	408	49,423	46,605	44,159	41,672	38,853
	431	48,283	45,464	43,019	40,531	37,713
	452	47,193	44,375	41,930	39,442	36,623
	474	46,079	43,260	40,815	38,327	35,508

6.3. 판매비와 관리비 추정

급여, 운반비는 매출에 연동하여 추정해주었고, 퇴직급여, 복리후생비는 급여에 연동하여 추정하였다. 나머지 항목들은 비중이 미미하여 flat이나 0, 평균으로 추정해주었다.

(단위: 백만원)		2016	2017	2018	2019	2020	21'1Q	2021E
매출액과 연동	급여	1,343	2,407	3,886	2,384	3,330	964	4,140
급여와 연동	퇴직급여	171	237	356	1,038	370	97	415
급여와 연동	복리후생비	262	546	889	436	571	186	798
flat	여비교통비	32	28	52	26	22	6	22
flat	통신비	21	38	52	36	39	10	39
flat	수도광열비	15	27	152	48	45	11	45
flat	세금과공과	47	114	258	96	178	45	178
flat	보험료	37	52	82	69	46	12	46
flat	접대비	71	139	148	79	94	23	94
flat	차량유지비	101	313	562	127	150	37	150
flat	지급수수료	398	951	1,510	1,163	870	218	870
매출액과 연동	운반비	1,525	3,219	4,732	3,523	4,486	1,247	5,357
flat	사무비	24	39	69	40	167	42	167
flat	감가상각비	24	363	804	451	455	114	455
0으로 추정	대손상각비	39	5	539	-79	2	0	0
average	도서인쇄비	4	10	10	7	3	2	7
0으로 추정	교육훈련비	55	47	27	5	1	0	0
0으로 추정	음역관리비	61	90	0	0	0	0	0
0으로 추정	소모품비	0	86	367	0	4	0	0
flat	지급임차료	0	48	86	0	0	0	0
flat	수선비	0	10	23	0	0	0	0
flat	전력비	0	18	0	0	0	0	0
flat	광고선전비	0	0	0	2	0	0	0
	합계	4,230	8,788	14,585	9,450	10,834	3,011	12,783

6.4. 금융손익/기타손익 추정

기타수익, 기타비용의 경우 합리적 추정이 어렵다고 판단되어 2020년 값을 flat하게 추정 해주었다.

기타수익	2016	2017	2018	2019	2020	21'1Q	2021E
잡이익	625	392	881	189	570	142	570
기타총당부채환입액	2,860	0	0	0	0	0	0
유형자산처분이익	0	15	8	26	0	0	0
임대료	0	164	341	486	0	0	0
기타의 대손상각비환입	0	9	0	0	0	0	0
부의 영업권 환입	0	5,246	0	0	0	0	0
외환차익	0	265	210	86	179	45	179
보험차익	0	0	3	0	0	0	0
합계	3,485	6,090	1,442	787	750	187	749
기타비용	2016	2017	2018	2019	2020	21'1Q	2021E
기부금	-11	6	10	14	7	2	7
잡손실	0	26	71	23	13	3	13
기타의 대손상각비	28	0	0	0	0	0	0
기타총당부채전입액	0	0	0	0	0	0	0
관계기업처분손익	0	7,319	0	0	0	0	0
유가증권처분손실	0	10	0	0	0	0	0
외환자손	0	0	176	16	172	43	172
유형자산처분손실	0	20	1,447	0	0	0	0
유형자산손상차손	0	0	1,255	0	0	0	0
외화환산손실	0	90	0	0	0	0	0
매각예정비유동자산손상차손	0	0	0	0	335	84	335
합계	16	7,470	2,960	53	527	132	527

금융수익의 경우에는 이자수익을 제외한 항목들은 합리적 추정이 어렵다고 판단되어 0으로 추정하였다. 이자수익이 발생하는 상각후원가 금융자산이 그대로 유지된다고 가정하였고, 2020년 유효이자율을 적용하여 추정하였다.

(단위: 백만 원)	2018	2019	2020	2021E
이자수익	101	200	96	96
상각후원가금융자산 합계	35,973	39,196	34,919	34,919
유효이자율(%)	0.28%	0.51%	0.27%	0.27%

금융비용의 경우 이자비용을 제외한 항목들은 합리적 추정이 어렵다고 판단되어 0으로 추정하거나 flat하게 추정하였다. 2021년에 단기차입금은 본 팀이 추정한 당기순이익이 230억임을 고려했을 때, 단기차입금 26억은 2021년에 납부할 것이라고 판단하였다. 장기차입금은 그대로 유지된다고 가정, 유효이자율을 적용하여 이자비용을 추정하였다.

(단위: 백만 원)	2016	2017	2018	2019	2020	2021E
이자비용	30	368	1,328	1,291	389	331
이자발생부채	6,658	59,834	59,890	38,730	17,439	14,839
단기차입금	0	35,302	28,779	15,000	2,600	0
장기차입금	6,658	24,532	31,111	23,395	14,519	14,519
리스부채				335	320	320
유효이자율(%)	0.5%	0.6%	2.2%	3.3%	2.2%	2.23%

(단위: 백만 원)	2016	2017	2018	2019	2020	2021E
금융수익	120	173	101	330	169	96
금융비용	30	673	1,334	1,448	918	689

6.5. 법인세비용 추정

(단위: 백만 원)	2016	2017	2018	2019	2020	21'1Q	2021E
법인세차감전순이익	20,173	4,953	10,608	1,680	16,123	6,910	29,866
법인세비용	3,219	1,699	-2,266	741	3,042	1,493	6,452
유효법인세율	16%	34%	-21%	44%	19%	21.6%	21.6%

(단위: 백만 원)	2016	2017	2018	2019	2020
적용세율에 따른 법인세	21.9%	21.6%	22.0%	20.7%	21.9%

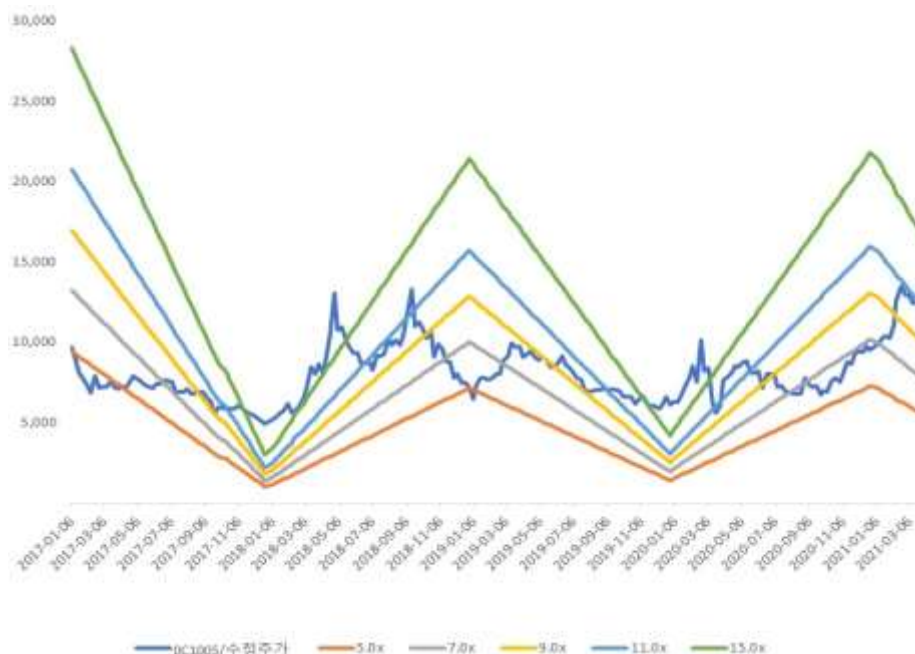
법인세비용의 경우 여러 항목들이 포함되어 있어 매년 유효법인세율 추이가 상이했다. 따라서 적용세율에 따른 법인세 비율을 적용하여 2021년 법인세 비용을 추정했다.

6.6. Valuation – Historical PER Method

6.6.1. Valuation Method 선정 논리

Valuation Method로 Historical PER Method를 선정했다. 본 보고서의 논리에 따르면, 동사의 골판지 원지 P가 상승하여 동사의 매출과 이익 성장이 가시화될 때 리레이팅 되어 왔다. P가 상승하면 실적 상승에 대한 기대감으로 PER가 상승하고, 이후 실적이 잘 나오면 PER가 하락하는 모습을 보여왔다. 따라서 역사적인 리레이팅 시기의 PER Multiple 추이를 분석하여 이를 적용하는 것이 가장 합리적이라고 판단하였다.

6.6.2. Multiple과 목표주가 산정



동사의 Target PER Multiple을 선정하는 데 있어서 Historical PER 방식을 적용하였다. 동사 PER 역사적 추이를 살펴보자면 2018년 1분기 P가 2017년 4분기 대비 14% 상승하여 업황에 대한 기대감으로 PER가 24였다. 그 후 동사의 실적 또한 전년 동기 대비 크게 증가하면서 PER가 지속적으로 하락했다.

본 보고서의 논리에 따르면, 동사는 다가오는 2021년은 장기화되는 수급 불균형으로 인해 상승한 P가 안정적으로 유지, 공급 측면의 CAPA 제한으로 인해 CAPA 상승여력이 가장 높은 동사가 Q의 수혜를 받게 될 것이며 전년 대비 상승한 실적을 보여줄 것이다. 고로 2018년 3분기~2019년 2분기 PER을 평균한 8.28을 적용하여 목표주가를 산출하였다. 18년 1분기에 원지가격이 반등했고, 이로 인해 해당 기간 긍정적 실적이 지속되었다. 본 보고서의 논리는 이미 원지 가격(P)이 20년 4분기 상승했고, 이 상승된 P가 지속된다는 논리이므로 과도한 멀티플이 아니라고 판단하였다.

Valuation-PER Method (2021F)	
당기순이익(원)	23,413,278,340
유통주식수	8,987,936
EPS(2021F)	2,605
Target PER	8.28
목표주가	21,500
현재주가	13,800
상승여력	56%

최종적으로 상승여력 56%, 투자의견 BUY를 제시한다.

7. Appendix

7.1. Earning Table

(단위: 백만 원)	2016	2017	2018	2019	2020	21'1Q	2021E
매출액	67,431	118,019	146,502	105,900	128,737	37,256	160,049
매출액 YoY (%)		75%	24%	-28%	22%		24%
매출원가	56,010	104,251	118,558	90,510	101,506	27,242	117,029
매출총이익	11,421	13,768	27,945	15,390	27,231	10,014	43,019
GPM (%)	16.9%	11.7%	19.1%	14.5%	21.2%	26.9%	26.9%
판매비와관리비	4,230	8,788	14,585	9,451	10,834	3,011	12,783
영업이익	7,191	4,980	13,359	5,939	16,397	7,003	30,236
OPM (%)	10.7%	4.2%	9.1%	5.6%	12.7%	18.8%	18.9%
관계기업투자(관련)손익	9,423	1,853	0	0	253	0	0
종속기업투자주식처분손실				3,875	0	0	0
기타수익	3,485	6,090	1,442	787	750	187	749
기타비용	16	7,470	2,960	53	527	132	527
금융수익	120	173	101	330	169	24	96
금융비용	30	673	1,334	1,448	918	172	689
법인세차감전순이익	20,173	4,953	10,608	1,680	16,123	6,910	29,866
법인세비용	3,219	1,699	-2,266	741	3,042	1,493	6,452
유효법인세율	16%	34%	-21%	44%	19%	22%	22%
계속영업이익(손실)				939	13,081	5,417	23,413
중단영업이익(손실)				1,573	0	0	0
당기순이익	16,954	3,255	12,874	2,511	13,081	5,417	23,413
지배기업소유주지분	16,954	3,255	12,874	2,511	13,081	5,417	23,413
비지배기업소유주지분	0	0	0	0	0	0	0

Notice.

본 보고서는 서울대 투자연구회의 리서치 결과를 토대로 한 분석보고서입니다. 보고서에 사용된 자료들은 서울대 투자연구회가 신뢰할 수 있는 출처 및 정보로부터 얻어진 것이나, 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 종목 선택이나 투자시기에 대한 최종 결정을 내리시기 바랍니다. 따라서, 이 분석보고서는 어떠한 경우에도 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 또한, 이 분석보고서의 지적재산권은 서울대 투자연구회에 있음을 알립니다.