

아세아제지 (002310)

저PBR + 자사주 소각으로 밸류업

국내 골판지 선두 업체

아세아제지는 1958년 설립된 골판지 원지 및 상자 제조 전문 기업이다. 국내 시장점유율은 골판지 원지 17%, 판지 13%이다. 현재 5개의 자회사를 보유하고 있으며, **골판지 원지 → 골판지 원단 → 골판지 상자로 이어지는 골판지 생산의 수직계열화**를 이루고 있다. 자회사 경산제지와 함께 원재료인 폐지를 사용하여 골판지 원지를 생산하고 있으며, 제일산업, 에이팩, 유진판지는 골판지 원단을 생산하고, 이를 재단하여 골판지 상자를 생산하고 있다. 사업 부문별 매출 비중은 제지(골판지 원지) 54%, 골판지(골판지 원단 및 상자) 45%, 기타 1%이다. 최대주주는 아세아(주)이며 특수관계인 포함 49.8% 지분을 보유하고 있다.

'밸류업' 대표주자로 적극적인 주주환원 기대

동사는 PBR 1배 미만으로 저평가된 종목일 뿐 아니라 **자사주 소각 등 주주환원책을 적극적으로 나서고 있어 정부의 '밸류업 프로그램' 정책 수혜가** 예상된다. 2년간 총 400억원 규모의 자사주를 취득하고, 2026년까지 단계적으로 소각한다는 계획이다. 2026년까지 4년간 별도재무제표 기준 당기순이익의 25%를 배당할 계획도 있다. 3월 예정된 정기 주주총회에서는 1주당 5,000원의 액면가액을 1,000원으로 분할하는 건이 상정될 계획이다. 밸류에이션 매력에 더해 주주환원 및 배당 정책으로 높은 투자 매력을 보유한 기업으로 판단한다.

신규 공장 투자로 수직계열화 밸류업

동사는 2026년에 청주 골판지 공장 신규 설립을 앞두고 있다. 이를 통해 1,870억원의 추가 매출이 발생 가능할 것으로 보이며, 2026년 동사 매출액은 2023년대비 약 20% 증가할 것으로 기대된다. 2025년부터 1호기 가동이 진행되며, 2호기는 2026년에 가동된다. 청주 골판지 공장 신설 투자뿐 아니라, 기존 시화공장, 세종공장 설비개선 투자도 지속하고 있으며, 적절한 인수물건에 대해서도 M&A를 검토 중에 있다. 2024년 매출액은 9,583억원(YoY +5.6%), 영업이익은 1,092억원(YoY +6.5%, OPM 11.4%)으로 예상된다. 동사는 국내 골판지 과점 시장 내 주요 플레이어로 안정적인 실적이 지속될 것으로 전망한다.

Forecasts and valuations (K-IFRS 연결)

(억원, 원, %, 배)

결산 (12월)	2019A	2020A	2021A	2022A
매출액	6,977	7,316	9,457	10,234
영업이익	711	657	939	1,094
지배순이익	614	542	910	944
PER	5.0	5.1	4.8	3.9
PBR	0.5	0.4	0.6	0.5
EV/EBITDA	3.2	2.6	2.9	1.6
ROE	11.0	8.9	13.5	12.4

자료: 유안타증권



손현정 스몰캡
hyunjeong.son@yuantakorea.com

NOT RATED (I)

목표주가 원 (I)

현재주가 (2/14) **44,000원**

상승여력 -

시가총액 3,941억원

총발행주식수 8,956,502주

60일 평균 거래대금 9억원

60일 평균 거래량 21,996주

52주 고/저 45,800원 / 33,400원

외인지분율 6.27%

배당수익률 2.54%

주요주주 아세아 외 5인

주가수익률 (%) 1개월 3개월 12개월

절대 4.5 14.1 14.9

상대 0.7 6.0 8.1

절대 (달러환산) 2.8 13.6 9.2

투자 포인트

1. 저 PBR + 자사주 소각 + 배당 확대

최근 정부의 기업 밸류업 프로그램에 대한 시장의 관심이 집중되며 '저 PBR 주'로 강한 수급 유입이 이루어지고 있다. 동사는 PBR 1배 미만으로 저평가된 종목일뿐 아니라 자사주 소각 등 주주환원책을 적극적으로 나서고 있어 정부 정책의 수혜가 예상된다.

동사는 지난해 7월 주주가치 제고를 위한 주주환원정책을 발표하며 배당 계획과 자사주 소각 등 계획을 밝혔다. 2023년과 2024년 각각 200억원씩 총 400억원 규모의 자사주 취득을 실시하고, 2026년까지 단계적으로 소각한다는 계획이다. 동사의 거래대금을 고려할 경우 이와 같은 자사주 취득은 주가 상승 요인이 될 것으로 판단된다.

실제로 동사는 자사주 취득 행보를 지속하고 있다. 1월 16일 '신탁계약해지 결과보고서' 공시를 통해 2023년 7월부터 6개월 일정으로 진행해 온 자사주 150억원의 취득 결과를 발표했다. 2023년 3월부터 6개월간 50억원 규모의 자사주 취득을 단행한데 이어 150억원의 자사주 취득까지 마쳐, 2023년에 총 200억원 규모의 자사주 취득을 완료하게 된 것이다.

새로운 자사주 취득도 시작했다. 동사는 1월 10일 이사회를 열고 2024년 200억원 규모의 자사주 취득 신탁계약 체결을 결정했다. 2024년에는 2023년 취득한 자사주의 75% 이상의 소각이 있을 전망이며 총 400억원의 자사주는 2026년까지 전량 소각이 예정되어 있다. 이는 현재 시가총액의 10%에 달하는 규모이다.

아세아제지 주주환원 정책

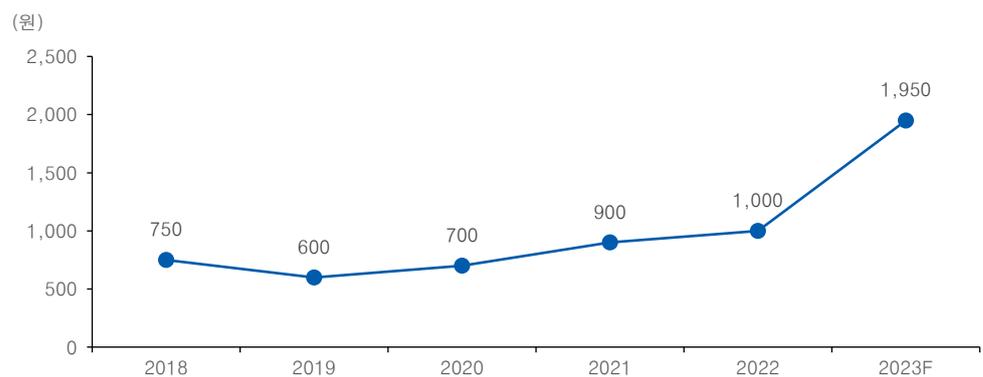
배당	배당성향 10% → 25% DPS 1,950원, 시가배당률 약 4% 기말 배당 → 분기 배당
자사주 매입 및 소각	취득 규모 : 총 400억원(시가총액의 약 10%) 2023년 200억(완료), 2024년 200억(공시) 자사주 소각 : 2026년까지 취득한 자사주 순차적 전량 소각 2024년 : 2023년 취득 자사주의 75% 이상 2025년 : 2023~2024년 취득 자사주 중 미소각 수량 75% 이상 2026년 : ~2025년 취득 자사주 중 미소각 수량 전부 소각
주식 분할	분할 비율 : 1주 → 5주(자사주 취득에 따른 유동성 부족 해소) 의결 시기 : 2024년 3월 정기주주총회

자료: 아세아제지, 유안타증권 리서치센터

2022년 연말 기준 2.5%의 시가배당률을 기록했지만, 2023년부터는 시가배당률이 대폭 상승할 전망이다. 2023년 9월부터 분기배당(주당 500원, 시가배당률 1.4%)을 시작했으며, 2024년부터 2026년까지 4년간 별도재무제표 기준 당기순이익의 25%를 배당할 계획이다. 이는 2023년 예상 순이익 약 700억원 기준으로 175억원의 배당 규모이며 현 시가총액의 4%에 달한다.

2024년 3월 예정된 정기 주주총회에서는 1주당 5,000원의 액면가액을 1,000원으로 분할하는 건이 상정될 계획이다. 동사는 현재 한국거래소, 예탁결제원과 업무 협의 중에 있으며, 4월 중 변경 상장이 마무리될 전망이다. 이처럼 동사는 밸류에이션 매력에 더해 주주환원 및 배당 정책 등으로 높은 투자 매력을 보유한 기업으로 판단한다.

DPS 추이 및 전망



자료: 아세아제지, 유안타증권 리서치센터

2. 신규 공장 투자로 수직계열화 밸류업

동사는 2026년에 골판지 신규 공장 설립을 앞두고 있다. 신규 공장은 청주에 세워질 예정이며 골판지 원지를 가공해 골판지 상자를 만들게 된다. 2만 7천평 토지(400억원)에 건물 및 설비(1,500억원)를 투자할 계획이다. 이를 통해 1,870억원의 추가 매출이 발생 가능할 것으로 보이며, 2026년 동사 매출액은 2023년대비 약 20% 증가할 것으로 기대된다. 2025년부터 1호기 가동이 진행되며, 2호기는 2026년에 가동된다.

국내 골판지 원지 시장은 동사를 포함한 4개 업체(아세아제지, 태림포장, 신대양제지, 삼보판지)가 77% 이상 점유하고 있는 과점시장이다. 동사는 종속기업인 경산제지와 함께 원재료인 폐지를 사용하여 골판지 원지를 생산하고 있다. 또 다른 종속기업인 제일산업, 에이팩, 유진판지는 골판지 원단을 생산하고, 이를 재단하여 골판지 상자를 생산하고 있다.

2026년 청주공장 신규 투자로 시장점유율 확대와 수직계열화 효과가 증대될 것으로 기대한다. 동사는 골판지 원지 → 골판지 원단 → 골판지 상자로 이어지는 골판지 생산의 수직계열화를 이루고 있다. 신규 공장 신설로 규모의 경제를 통해 Q의 확대가 예상되며, 골판지 시장 지배력을 강화할 전망이다. 이에 동사의 국내 골판지 시장 점유율은 기존 13%에서 17%로 늘어날 것으로 기대한다.

청주 골판지 공장 신설 투자뿐 아니라, 기존 시화공장, 세종공장 설비개선 투자도 지속하고 있으며, 적절한 인수물건에 대해서도 M&A를 검토 중에 있다. 원지 산업은 대규모 투자가 필요한 장치 산업으로 진입장벽이 높기 때문에 사실상 공정 개선이나 M&A로만 Capa 확대가 가능하기 때문이다. 골판지 업계는 1990년부터 M&A를 통해, 규모의 경제로 과점체제가 형성되었다. 원지가 산업에서 가장 기본이 되기 때문에 원지사를 중심으로 M&A가 진행됐으며 원지사가 판지사와 포장사를 인수하며 수직계열화를 이룬 경우가 대부분이다.

국내 제지 업체

판지제조	골판지	아세아제지, 신대양제지, 태림포장, 삼보판지, 대림제지, 한국수출포장
	백판지	한솔제지, 깨끗한나라, 한창제지, 세하, 신평제지
종이제조	인쇄용지	한솔제지, 한국제지, 무림페이퍼, 삼일제지, 무림 P&P
	위생용지	깨끗한나라, 모나리자, 삼정펄프, 유한킴벌리
	신문용지	페이퍼코리아, 전주페이퍼, 대산제지

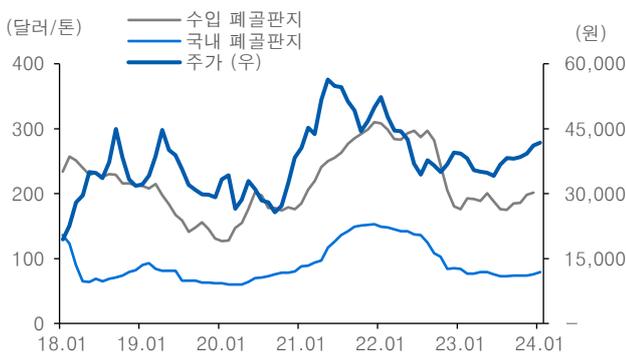
자료: 산업자료, 유안타증권 리서치센터

3. 2024년 안정적인 실적 지속

2023년 동사의 매출 규모는 원재료인 폐지 가격이 하락으로 축소되지만 이익률은 개선될 전망이다. 2023년 매출액은 9,075억원(YoY -11.3%), 영업이익은 1,025억원(YoY -6.3%, OPM 11.3%)으로 전년 대비 실적 개선폭은 미미할 것으로 예상된다. 2024년 매출액은 9,583억원(YoY +5.6%), 영업이익은 1,092억원(YoY +6.5%, OPM 11.4%)으로 예상된다. 동사는 국내 골판지 과점 시장 내 주요 플레이어로 안정적인 실적이 지속될 것으로 전망하는 바다.

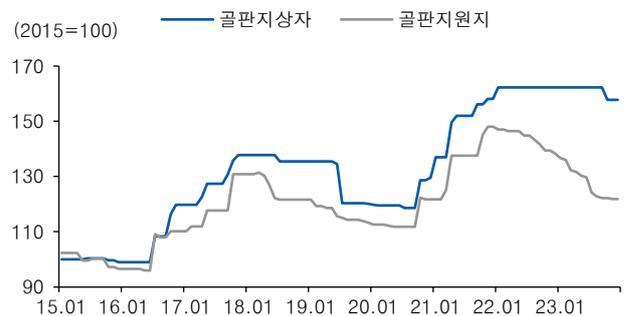
동사는 2024년 기준 PBR 0.4배로 대표적인 저 PBR 주이며, 밸류에이션 매력에 더해 적극적인 주주 친화 정책 높은 투자 매력을 보유한 기업으로 판단된다.

원재료 폐골판지 및 주가 추이



자료: 한국환경공단, 유안타증권 리서치센터

골판지원지, 상자 생산자물가지수



자료: 한국은행, 유안타증권 리서치센터

아세아제지 (002310) 추정재무제표 (K-IFRS 연결)

손익계산서 (단위: 억원)					
결산(12월)	2018A	2019A	2020A	2021A	2022A
매출액	7,758	6,977	7,316	9,457	10,234
매출원가	6,002	5,495	5,837	7,604	8,108
매출충이익	1,757	1,482	1,480	1,853	2,126
판매비	774	771	823	914	1,031
영업이익	983	711	657	939	1,094
EBITDA	364	408	458	466	481
영업외손익	48	65	84	133	121
외환관련손익	-8	0	-1	3	1
이자손익	-37	-31	-23	-13	6
관계기업관련손익	0	0	0	0	0
기타	94	96	108	143	114
법인세비용차감전순손익	1,031	776	741	1,072	1,215
법인세비용	244	162	199	162	271
계속사업순손익	787	614	542	910	944
중단사업순손익	0	0	0	0	0
당기순이익	787	614	542	910	944
지배지분순이익	787	614	542	910	944
포괄순이익	771	582	540	872	979
지배지분포괄이익	771	582	540	872	979

주: 영업이익의 산출 기준은 기존 k-GAAP과 동일. 즉, 매출액에서 매출원가와 판매비만 차감

현금흐름표 (단위: 억원)					
결산(12월)	2018A	2019A	2020A	2021A	2022A
영업활동 현금흐름	1,462	1,104	1,060	1,088	1,169
당기순이익	787	614	542	910	944
감가상각비	364	408	458	466	481
외환손익	0	0	0	0	-4
중속, 관계기업관련손익	0	0	0	0	0
자산부채의 증감	45	75	-8	-340	-346
기타현금흐름	266	6	67	52	95
투자활동 현금흐름	-618	-843	-610	-745	-1,132
투자자산	0	0	0	0	0
유형자산 증가 (CAPEX)	602	819	546	605	430
유형자산 감소	17	12	26	36	11
기타현금흐름	-1,237	-1,675	-1,182	-1,385	-1,572
재무활동 현금흐름	-452	-198	-280	-216	-341
단기차입금	-262	-316	102	4	-1
사채 및 장기차입금	-146	187	-328	-136	-238
자본	0	0	0	0	0
현금배당	-40	-67	-54	-63	-81
기타현금흐름	-3	-2	0	-21	-21
연결범위변동 등 기타	0	0	0	0	0
현금의 증감	392	63	170	126	-303
기초 현금	442	834	897	1,067	1,193
기말 현금	834	897	1,067	1,193	890
NOPLAT	980	710	655	937	1,092
FCF	1,991	2,012	1,652	1,668	1,657

자료: 유안타증권

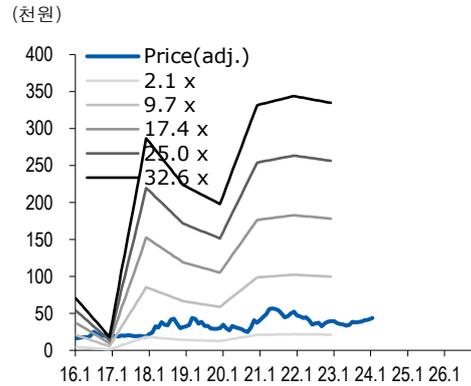
주: 1. EPS, BPS 및 PER, PBR은 지배주주 기준임
 2. PER 등 valuation 지표의 경우, 확정치는 연평균 주가 기준, 전망치는 현재주가 기준임
 3. ROE, ROA의 경우, 자본, 자산 항목은 연초, 연말 평균을 기준으로 함

재무상태표 (단위: 억원)					
결산(12월)	2018A	2019A	2020A	2021A	2022A
유동자산	2,803	2,689	2,905	3,592	4,418
현금및현금성자산	834	897	1,067	1,193	890
매출채권 및 기타채권	1,274	1,085	1,247	1,456	1,542
재고자산	619	599	472	718	880
비유동자산	5,321	5,793	5,918	6,104	5,931
유형자산	5,222	5,636	5,628	5,744	5,683
관계기업 등 지분관련 자산	0	0	0	0	0
기타투자자산	27	30	120	189	28
자산총계	8,124	8,482	8,823	9,696	10,349
유동부채	1,712	1,297	1,384	1,687	1,744
매입채무 및 기타채무	615	569	585	736	762
단기차입금	669	353	454	458	452
유동성장기부채	212	221	162	254	264
비유동부채	1,077	1,337	1,105	864	562
장기차입금	681	772	542	411	163
사채	0	100	100	0	0
부채총계	2,789	2,634	2,488	2,552	2,307
지배지분	5,335	5,849	6,335	7,144	8,043
자본금	448	448	448	448	448
자본잉여금	2,355	2,354	2,354	2,354	2,354
이익잉여금	2,531	3,046	3,530	4,346	5,243
비지배지분	0	0	0	0	0
자본총계	5,335	5,849	6,335	7,144	8,043
순차입금	-890	-982	-1,164	-1,393	-1,829
총차입금	1,562	1,470	1,279	1,140	909

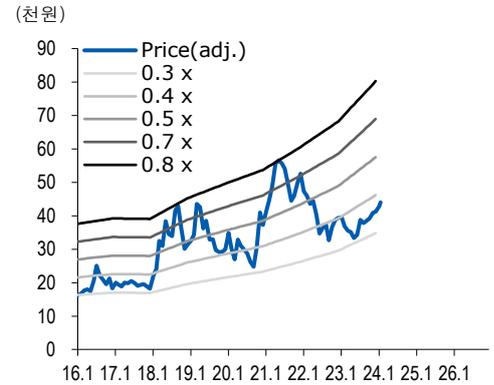
Valuation 지표 (단위: 원, 배, %)					
결산(12월)	2018A	2019A	2020A	2021A	2022A
EPS	8,785	6,860	6,057	10,160	10,540
BPS	59,569	65,302	70,731	79,766	89,799
EBITDAPS	4,065	4,559	5,118	5,208	5,369
SPS	86,624	77,894	81,687	105,592	114,263
DPS	750	600	700	900	1,000
PER	3.7	5.0	5.1	4.8	3.9
PBR	0.5	0.5	0.4	0.6	0.5
EV/EBITDA	5.5	5.2	3.4	6.4	3.8
PSR	0.4	0.4	0.4	0.5	0.4

재무비율 (단위: 배, %)					
결산(12월)	2018A	2019A	2020A	2021A	2022A
매출액 증가율 (%)	6.5	-10.1	4.9	29.3	8.2
영업이익 증가율 (%)	1,733.5	-27.6	-7.6	42.9	16.6
지배순이익 증가율 (%)	1,466.7	-21.9	-11.7	67.8	3.7
매출총이익률 (%)	10.3	22.6	21.2	20.2	19.6
영업이익률 (%)	0.7	12.7	10.2	9.0	9.9
지배순이익률 (%)	0.7	10.1	8.8	7.4	9.6
EBITDA 마진 (%)	4.8	4.7	5.9	6.3	4.9
ROIC	15.3	10.9	9.8	13.7	15.4
ROA	10.0	7.6	6.4	10.1	9.8
ROE	15.8	11.7	9.3	14.1	13.2
부채비율 (%)	52.3	45.0	39.3	35.7	28.7
순차입금/자기자본 (%)	-16.7	-16.8	-18.4	-19.5	-22.7
영업이익/금융비용 (배)	21.3	16.7	19.6	36.2	38.3

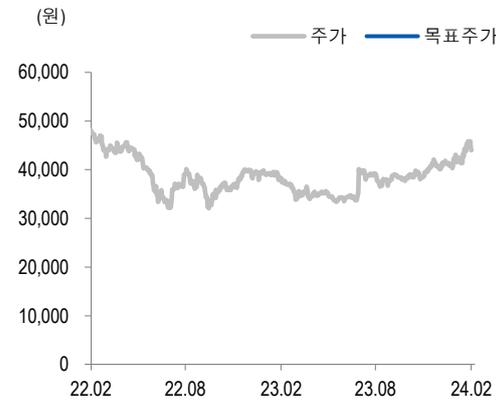
P/E band chart



P/B band chart



아세아예지 (002310) 투자등급 및 목표주가 추이



일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
2024-02-15	Not Rated	-	1년		

자료: 유안타증권

주: 과리율 = (실제주가 - 목표주가) / 목표주가 X 100

- * 1) 목표주가 제시 대상시점까지의 "평균주가"
- 2) 목표주가 제시 대상시점까지의 "최고(또는 최저) 주가"

구분	투자의견 비율(%)
Strong Buy(매수)	0
Buy(매수)	88.1
Hold(중립)	11.9
Sell(비중축소)	0
합계	100.0

주: 기준일 2024-02-14

※해의 계열회사 등이 작성하거나 공표한 리포트는 투자등급 비율 산정시 제외

- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 타인의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인함. (작성자 : **손현정**)
- 당사는 자료공표일 현재 동 종목 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당 기업과 관련하여 특별한 이해관계가 없습니다.
- 당사는 동 자료를 전문투자자 및 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배우자는 자료공표일 현재 대상법인의 주식관련 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 종목 투자등급 (Guide Line): 투자기간 12개월, 절대수익률 기준 투자등급 4단계(Strong Buy, Buy, Hold, Sell)로 구분한다
- Strong Buy: 30%이상 Buy: 10%이상, Hold: -10~10%, Sell: -10%이하로 구분
- 업종 투자등급 Guide Line: 투자기간 12개월, 시가총액 대비 업종 비중 기준의 투자등급 3단계(Overweight, Neutral, Underweight)로 구분
- 2014년 2월21일부터 당사 투자등급이 기존 3단계 + 2단계에서 4단계로 변경

본 자료는 투자자의 투자를 권유할 목적으로 작성된 것이 아니라, 투자자의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 작성된 참고 자료입니다. 본 자료는 금융투자분석사가 신뢰할만 하다고 판단되는 자료와 정보에 의거하여 만들어진 것이지만, 당사와 금융투자분석사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없습니다. 따라서, 본 자료를 참고한 투자자의 투자의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않습니다. 또한, 본 자료는 당사 투자자에게만 제공되는 자료로 당사의 동의 없이 본 자료를 무단으로 복제 전송 인용 배포하는 행위는 법으로 금지되어 있습니다.