

2019년 8월 16일

아세아제지 (002310.KS / Buy(유지) / TP:50,000원(하향) / CP:35,150원)

목표주가 하향

이현동 (02-768-7423)

실적 부진 vs 기업가치 재평가

2분기 원가 하락에 따른 평가 동반 하락하며 부진한 실적 기록. 국내 고지 시장은 여전히 공급 과잉으로 하반기 평가-원가 스프레드는 유지될 것. 또한 관련 업종 M&A로 인한 기업 가치 재평가 기대

- 평가 하락에 따라 매출액 감소 중인 골판지 원지

- 하반기 태림포장 매각으로 기업 가치 재평가될 것으로 기대하며 Buy 투자 의견 유지. 상반기 골판지 원지 매출이 하락하며 2분기 실적 전망 하회. 올해 골판지 원지 매출액 조정으로 2019년 주당순이익(EPS) 전망치를 18.3% 하향 조정하며 목표 주가 50,000원으로 하향
- 아세아제지의 2분기 실적은 매출액 1,758억원(-10.6%, y-y), 영업이익 210억원(-35.3%, y-y)으로 당사 추정치를 하회. 성수기 진입에도 불구하고 원재료인 국내 및 수입 고지 가격 하락으로 골판지 원지는 평가가 하락하며 매출은 전년대비 18.9% 감소한 806억원을 기록하며 부진. 하지만 골판지 사업부(원단 및 상자)의 경우 전방 시장인 택배 물동량이 2분기 전년대비 5.3% 증가로 평가 하락을 상쇄하며 951억원(-2.0%, y-y)을 기록
- 2분기 중국향 고지 수출량은 1분기 대비 31.8% 감소. 이에 7월 국내 폐골판지, 폐신문지 유통가격은 각각 톤당 66원, 84원으로 사상 최저치 기록. 따라서 스프레드 악화에 따른 하반기 추가적인 실적 하향 가능성은 낮음

- 압박한 Valuation 재평가

- 매출액 기준 국내 1위 골판지 업체인 태림페이퍼, 태림포장 매각 본입찰이 8월 27일 시작될 예정. 숏리스트는 한솔제지, 세아상역, 중국 Shanying International Holdings, 베인캐피탈, TPG 임
- 언론 보도에 따른 매각 예상 가격은 약 7천억원으로 EV/EBITDA 4.3배임. 동사의 올해 기준 EV/EBITDA는 2.5배로 이번 매각으로 기업가치가 재평가될 전망. 해외 업체 인수 시 폐지가 부족해진 중국으로 골판지 제품이 수출 개연성 존재. 이는 하반기 국내 골판지 원지/박스 가격 상승 기대 요인으로 내년 골판지 업종 전반적인 실적 상향 요소임

아세아제지 2분기 실적 Review (K-IFRS 연결)

(단위: 십억원, %)

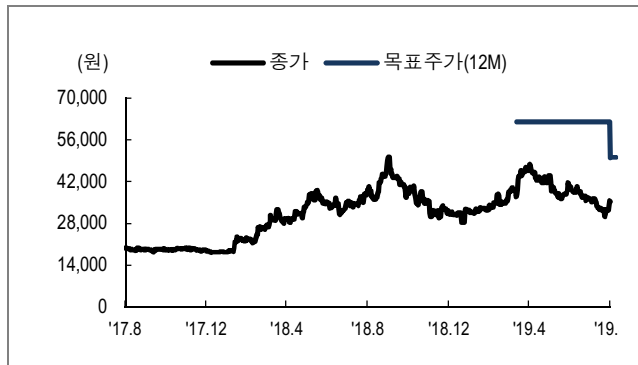
	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19P				3Q19E
					발표치	y-y	q-q	당사추정	
매출액	196.7	195.8	199.6	169.2	175.8	-10.6	3.9	204.4	188.6
영업이익	32.4	25.5	20.9	16.3	21.0	-35.3	28.2	32.5	22.6
영업이익률	16.5	13.0	10.5	9.7	11.9	-	-	15.9	12.0
세전이익	33.4	26.8	22.3	19.5	22.9	-31.6	17.3	34.5	23.6
(지배)순이익	25.8	20.0	17.6	15.0	18.3	-29.0	21.9	26.9	18.2

주: IFRS 연결기준. 자료: 아세아제지, FnGuide, NH투자증권 리서치본부 전망

투자의견 및 목표주가 변경내역

제시일자	투자의견	목표가	과리율 (%)	
			평균	최저/최고
2019.08.16	Buy	50,000원(12개월)	-	-
2019.03.27	Buy	62,000원(12개월)	-36.8%	-23.1%

아세아제지(002310.KS)



종목 투자등급(Stock Ratings) 및 투자등급 분포 고지

1. 투자등급(Ratings): 목표주가 제시일 현재가 기준으로 향후 12개월간 종목의 목표수익률에 따라

- Buy: 15% 초과
- Hold: -15% ~ 15%
- Sell: -15% 미만

2. 당사의 한국 내 상장기업에 대한 투자등급 분포는 다음과 같습니다. (2019년 8월 9일기준)

- 투자등급 분포

Buy	Hold	Sell
76.3%	23.7%	0.0%

- 당사의 개별 기업에 대한 투자등급은 변경되는 주기가 정해져 있지 않습니다. 당사는 투자등급 비율을 주간 단위로 집계하여 기재하고 있으니 참조하시기 바랍니다.

Compliance Notice

- 당사는 자료 작성일 현재 '아세아제지'의 발행주식 등을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배무자는 자료 작성일 현재 동 자료상에 언급된 기업들의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.

고지 사항

본 조사분석자료에 수록된 내용은 당사 리서치본부의 금융투자분석사가 신뢰할 만한 자료 및 정보를 바탕으로 최선을 다해 분석한 결과이나 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 투자자의 투자판단을 위해 작성된 것이며 어떠한 경우에도 주식 등 금융투자상품 투자의 결과에 대한 법적 책임소재를 판단하기 위한 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료는 당사의 저작물로서 모든 지적 재산권은 당사에 귀속되며 당사의 동의 없이 복제, 배포, 전송, 변형, 대여할 수 없습니다. 동사에 대한 조사분석자료의 작성 및 공표가 중단되는 경우, 당사 홈페이지(www.nhqv.com)에서 이를 조회하실 수 있습니다.