

마켓컬리와 배달의민족을 이용하신다면 백판지 주식도 보십시오

코로나19로 인한 배달 수요 증가로 큰 폭의 성장세 예상

세하는 국내 3위의 백판지를 만드는 기업이다(2019년 기준: 한솔제지39.2%, 깨끗한나라 26%, 세하 16%). 백판지는 제과, 식품, 화장품 등에 사용되는 포장재로 치킨 박스 및 피자 박스 등이 쉬운 예이다. ①최근 코로나19로 인한 배달수요 증가로 백판지 수요가 가파르게 증가하는 상황이다. 세하는 과거 재무구조 악화로 인해 2014년 1월 워크아웃 전문투자기관인 유암코PEF에 인수되었다. 이후 경영정상화 과정을 거쳐 ②2020년 7월 해성산업으로 최대주주가 변경되었다(5월 한국제지에 인수 후 한국제지와 해성산업의 합병이 7월에 진행되면서 해성산업으로 최대주주 변경됨. 당시 세하의 인수가액은 2,597억). 해성산업은 지류 제조 및 판매업을 영위하는 한국제지 및 식품포장용기 제조업을 영위하는 한국팩키지를 계열사로 두고 있어 세하와의 시너지 효과도 나타날 전망이다.

중국의 고지수입 금지 + 내수용 백상지 수요 증가

①제지 업종내 구조적 이슈: 제지 업종은 2018년 중국정부의 고지(폐지)수입 제한이 시행되면서 업체들의 수익성 개선이 큰 폭으로 나타났다. 이유는 제지회사들의 경우 원재료를 펄프와 고지를 사용하는데 수입금지로 인한 국내 공급량 증가로 고지 격이 큰 폭으로 하락했기 때문이다. 중국 국무원의 발표에 따르면 중국의 폐지 수입 쿼터량은 2017년 2,800만톤에서 2019년 1,000만톤, 20년 500만톤, 21년 0톤으로 수입량 조절을 시행할 것으로 언급하였다. 이에 따라 중국향 고지수출 제한은 구조적 이슈로 제지 업종 전반의 수익성 개선은 지속될 전망이다(2020년 1~7월 중국향 수출누계 369만톤).

②내수용 백상지 수요 증가: 코로나19로 인한 제지업종 내 지류에 따른 실적차별화가 극명한 상황이다. 재택근무 및 등교지원으로 인쇄용지를 하는 업체들의 실적은 저조한 반면, 언택트 환경으로 택배 및 음식 포장지에 사용되는 골판지와 백판지를 생산하는 업체들의 실적은 큰 폭의 실적 성장세를 나타내고 있다. 상장 주식 중 백판지 매출비중이 85%인 세하의 수혜가 확실히 예상되는 바이다.

Update

Not Rated

| CP(9월 8일): 1,810원

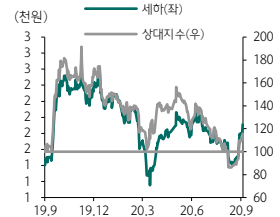
Key Data

KOSPI 지수 (pt)	2,401.91
52주 최고/최저(원)	2,669/1,054
시가총액(십억원)	104.2
시가총액비중(%)	0.01
발행주식수(천주)	57,563.0
60일 평균 거래량(천주)	1,087.5
60일 평균 거래대금(십억원)	1.7
20년 배당금(예상, 원)	0
20년 배당수익률(예상, %)	0.00
외국인지분율(%)	0.73
주요주주 지분율(%)	
해성산업	50.73
	0.00
주가상승률	1M 6M 12M
절대	15.3 14.8 31.5
상대	12.9 (2.5) 10.0

Consensus Data

	2020	2021
매출액(십억원)		
영업이익(십억원)		
순이익(십억원)		
EPS(원)		
BPS(원)		

Stock Price



Financial Data

투자지표	단위	2018	2019	2020F	2021F	2022F
매출액	십억원	177.2	177.7	197.9	214.9	233.4
영업이익	십억원	10.0	14.1	27.4	30.4	35.5
세전이익	십억원	5.2	9.7	22.9	28.6	35.0
순이익	십억원	5.3	11.2	19.5	28.6	35.0
EPS	원	144	304	339	498	608
증감률	%	흑전	111.1	11.5	46.9	22.1
PER	배	8.15	6.97	5.34	3.64	2.98
PBR	배	1.61	2.06	1.10	0.85	0.66
EV/EBITDA	배	8.70	8.12	4.05	2.81	1.51
ROE	%	23.41	34.66	29.43	26.31	24.86
BPS	원	726	1,026	1,643	2,141	2,748
DPS	원	0	0	0	0	0



Analyst 김두현
02-3771-8542
doohyun@hanafn.com



Analyst 이정기
02-3771-7522
robert.lee@hanafn.com

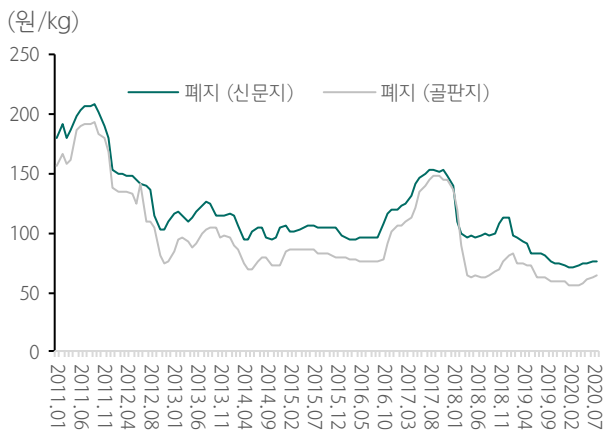
RA 황성환
02-3771-3445
hsh0415@hanafn.com

코로나19로 인한 언택트 수요 확산 → 백판지 업체의 확실한 수혜

사회적 거리 2.5단계 시행 및 추석
등으로 3분기 사상최대 실적 예상

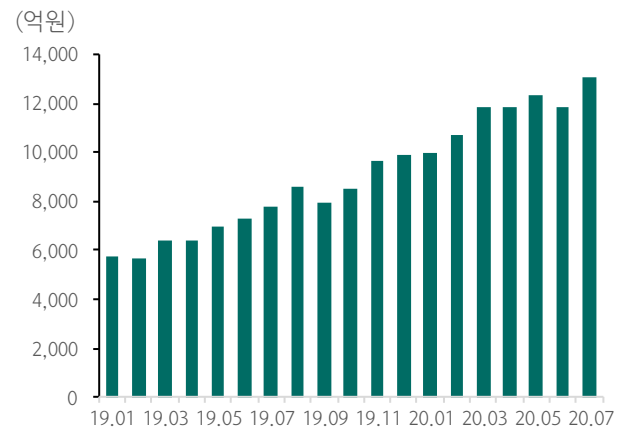
백판지는 제과, 식품, 화장품 등에 사용되는 포장재이다. 언택트 환경에서 제품의 직접 구입 대비 온라인으로의 주문량 및 택배수요가 늘어나면서 이에 따른 백판지 수요량도 증가하는 추세이다. 통계청 자료에 따르면 온라인 쇼핑에서 음식서비스 거래액은 2020년 7월 기준 1조3천억원을 돌파했다. 또한 8월말부터 9월20일까지 확대된 사회적거리 2.5단계 시행으로 배달수요가 폭증한 상황과 추석 성수기 등을 감안 시 백판지 업체들의 3분기 실적은 상반기 대비 큰 폭으로 증가할 전망이다.

그림 1. 폐지 가격 추이



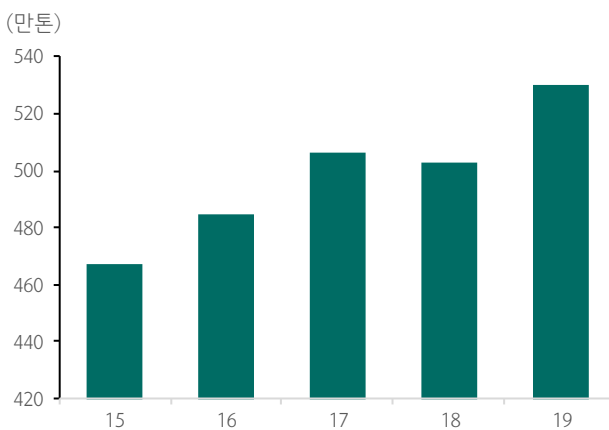
자료: 한국환경공단, 하나금융투자

그림 2. 온라인쇼핑 음식 서비스 거래액



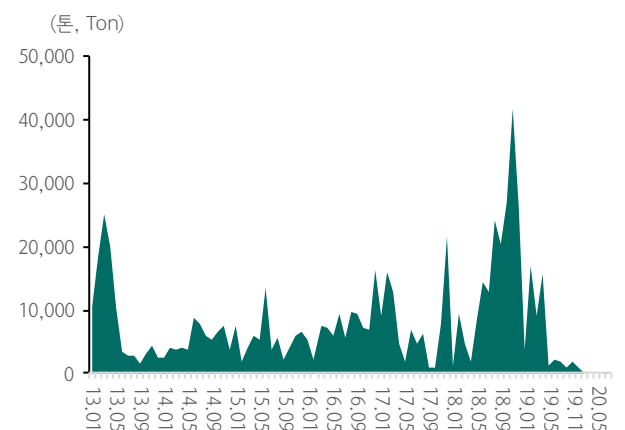
자료: 통계청, 하나금융투자

그림 3. 한국 골판지 원지 생산량



자료: 한국제지연합회, 하나금융투자

그림 4. 중국향 폐지 수출 규모



자료: 관세청, 하나금융투자

2020년 기준 PER 5배

우호적인 사업환경 완성, 언택트 문화 확산 + 중국향 고지 수출 제한 + 그룹사와의 협업

세하의 2020년 실적은 매출액 1,979억원(YoY, +11.4%), 영업이익 274억원(YoY, +94.3%)를 예상한다. 영업이익 증가 요인은 1)코로나19에 따른 언택트 환경요인으로 내수용 백판지 수요가 증가한 점, 백판지의 경우 해외수출 대비 내수용 ASP가 약 10%p 안팎으로 높게 설정되어 있다(해외수출 대부분이 동남아 지역으로 판가가 낮게 형성됨). 2019년 말 기준 해외와 국내 매출 비중은 약 5:5였지만, 2020년 상반기 기준으로 해외와 국내 매출 비중은 약 4:6으로 추정된다. 2)업계 4위의 신종제지의 사업철수로 신규 고객사 확보에 따른 영업레버리지 효과가 발생한 점, 3)중국향 고지 수출이 제한됨에 따라 폐지 가격의 하향 안정화가 나타난 점(국내 폐지가격 추이: 2Q19 73.6원/kg → 3Q19 63.1원/kg → 4Q19 59.3원/kg → 1Q20 56.8원/kg → 2Q20 58.3원/kg). 4)코로나19로 음식 배달 수요가 증가하면서 고수익성 식품 전용 포장지(음식 내부 보호용)상품 매출 또한 견조한 상승세를 나타내는 점(매출 비중: 2019년 5% → 2020년 10% 추정)으로 큰 폭의 수익성 향상이 나타날 것으로 전망된다.

표 1. 제지 업종 관련 기업 비교

(단위 : 십억원)

기업명	1Q20		2Q20		20년 상반기 기준 매출 비중
	매출액	영업이익	매출액	영업이익	
신대양제지	153.8	22	148.4	19.3	연결 조정 전 매출액 기준, 골판지 원지 48.1%, 골판지 상자 51.8%)
무림 P&P	147.2	3.6	138.5	15.5	(아트지, 백상지, 기타지 77.7% / 펄프 21.7%)
아세아제지	178.4	17.9	168.4	15.6	(제지 54.5% / 골판지 44.02%)
한솔제지	428.4	40.9	349.1	33.5	(백상지, 아트지, 특수지 65.6% / 백판지 34.2%)
깨끗한나라	150.9	18.7	150.3	17.6	(백판지 49.7% / 기타 50.3%)
세하	47.3	5.4	47.3	7.1	(백판지 86.9% / 특수지 10.7%)

자료: 하나금융투자

추정 재무제표

손익계산서	(단위: 십억원)				
	2018	2019	2020F	2021F	2022F
매출액	177.2	177.7	197.9	214.9	233.4
매출원가	148.6	146.8	152.7	164.9	176.5
매출총이익	28.6	30.9	45.2	50.0	56.9
판매비	18.6	16.7	17.8	19.6	21.5
영업이익	10.0	14.1	27.4	30.4	35.5
금융손익	(4.9)	(4.6)	(3.4)	(1.8)	(0.5)
총속/관계기업손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	(0.0)	0.2	(1.0)	0.0	0.0
세전이익	5.2	9.7	22.9	28.6	35.0
법인세	(0.2)	(1.6)	3.4	0.0	0.0
계속사업이익	5.3	11.2	19.5	28.6	35.0
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	5.3	11.2	19.5	28.6	35.0
비지배주주지분 손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
지배주주순이익	5.3	11.2	19.5	28.6	35.0
지배주주지분포괄이익	8.3	11.1	19.5	28.6	35.0
NOPAT	10.3	16.4	23.3	30.4	35.5
EBITDA	15.9	20.5	33.3	35.9	40.5
성장성(%)					
매출액증가율	7.7	0.3	11.4	8.6	8.6
NOPAT증가율	1,616.7	59.2	42.1	30.5	16.8
EBITDA증가율	160.7	28.9	62.4	7.8	12.8
영업이익증가율	1,328.6	41.0	94.3	10.9	16.8
(지배주주)순이익증가율	흑전	111.3	74.1	46.7	22.4
EPS증가율	흑전	111.1	11.5	46.9	22.1
수익성(%)					
매출총이익률	16.1	17.4	22.8	23.3	24.4
EBITDA이익률	9.0	11.5	16.8	16.7	17.4
영업이익률	5.6	7.9	13.8	14.1	15.2
계속사업이익률	3.0	6.3	9.9	13.3	15.0
투자지표					
	2018	2019	2020F	2021F	2022F
주당지표(원)					
EPS	144	304	339	498	608
BPS	726	1,026	1,643	2,141	2,748
CFPS	541	600	544	606	704
EBITDAPS	429	556	579	624	704
SPS	4,797	4,808	3,438	3,734	4,055
DPS	0	0	0	0	0
주가지표(배)					
PER	8.1	7.0	5.3	3.6	3.0
PBR	1.6	2.1	1.1	0.8	0.7
PCFR	2.2	3.5	3.3	3.0	2.6
EV/EBITDA	8.7	8.1	4.0	2.8	1.5
PSR	0.2	0.4	0.5	0.5	0.4
재무비율(%)					
ROE	23.4	34.7	29.4	26.3	24.9
ROA	3.0	6.1	9.9	12.9	13.6
ROIC	7.0	10.7	14.9	19.9	23.5
부채비율	566.0	395.5	116.7	93.2	75.7
순부채비율	362.3	245.4	32.4	(2.6)	(27.2)
이자보상배율(배)	2.1	3.0	17.2	26.6	31.0

자료: 하나금융투자

대차대조표	(단위: 십억원)				
	2018	2019	2020F	2021F	2022F
유동자산	55.7	57.6	80.6	119.3	164.2
금융자산	8.4	9.0	26.4	60.4	100.3
현금성자산	6.9	7.5	24.7	58.6	98.3
매출채권 등	29.7	31.8	35.4	38.5	41.8
재고자산	16.7	15.9	17.7	19.2	20.8
기타유동자산	0.9	0.9	1.1	1.2	1.3
비유동자산	123.1	130.2	124.3	118.8	113.8
투자자산	0.2	0.2	0.2	0.3	0.3
금융자산	0.2	0.2	0.2	0.2	0.3
유형자산	120.7	129.0	123.1	117.6	112.6
무형자산	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3
기타비유동자산	1.9	0.7	0.7	0.6	0.6
자산총계	178.8	187.8	204.9	238.1	278.0
유동부채	122.0	116.6	74.1	76.2	78.5
금융부채	100.6	94.0	49.1	49.2	49.3
매입채무 등	20.5	21.1	23.5	25.5	27.7
기타유동부채	0.9	1.5	1.5	1.5	1.5
비유동부채	29.9	33.3	36.2	38.6	41.3
금융부채	5.0	8.0	8.0	8.0	8.0
기타비유동부채	24.9	25.3	28.2	30.6	33.3
부채총계	151.9	149.9	110.3	114.9	119.8
지배주주지분	26.8	37.9	94.6	123.2	158.2
자본금	29.6	29.6	29.6	29.6	29.6
자본잉여금	36.7	36.7	73.9	73.9	73.9
자본조정	(0.0)	(0.0)	(0.0)	(0.0)	(0.0)
기타포괄이익누계액	14.6	14.6	14.6	14.6	14.6
이익잉여금	(54.0)	(42.9)	(23.4)	5.2	40.2
비지배주주지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	26.8	37.9	94.6	123.2	158.2
순금융부채	97.2	93.0	30.7	(3.2)	(43.0)
현금흐름표	(단위: 십억원)				
	2018	2019	2020F	2021F	2022F
영업활동 현금흐름	9.6	14.6	26.2	33.9	39.8
당기순이익	5.3	11.2	19.5	28.6	35.0
조정	10.2	6.2	6.9	5.5	5.0
감가상각비	5.8	6.4	5.9	5.5	5.1
외환거래손익	0.2	0.2	1.0	0.0	0.0
지분법손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타	4.2	(0.4)	0.0	0.0	(0.1)
영업활동 현금부채 변동	(5.9)	(2.8)	(0.2)	(0.2)	(0.2)
투자활동 현금흐름	(6.4)	(6.1)	(1.2)	(0.2)	(0.2)
투자자산감소(증가)	(0.0)	0.0	(0.0)	(0.0)	(0.0)
유형자산감소(증가)	(6.1)	(6.5)	0.0	0.0	0.0
기타	(0.3)	0.4	(1.2)	(0.2)	(0.2)
재무활동 현금흐름	(2.2)	(7.9)	(7.7)	0.1	0.1
금융부채증가(감소)	(1.7)	(3.7)	(44.9)	0.1	0.1
자본증가(감소)	(0.0)	0.0	37.2	0.0	0.0
기타재무활동	(0.5)	(4.2)	(0.0)	0.0	0.0
배당지급	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의 증감	0.9	0.6	17.3	33.8	39.7
Unlevered CFO	20.0	22.2	31.3	34.9	40.5
Free Cash Flow	3.5	8.0	26.2	33.9	39.8

투자의견 변동 내역 및 목표주가 괴리율

세하



날짜	투자의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저

투자등급 관련사항 및 투자의견 비율공시

- 투자의견의 유효기간은 추천일 이후 12개월을 기준으로 적용

기업의 분류

BUY(매수)_목표주가가 현주가 대비 15% 이상 상승 여력
Neutral(중립)_목표주가가 현주가 대비 -15%~15% 등락
Reduce(매도)_목표주가가 현주가 대비 -15% 이상 하락 가능

산업의 분류

Overweight(비중확대)_업종지수가 현재지수 대비 15% 이상 상승 여력
Neutral(중립)_업종지수가 현재지수 대비 -15%~15% 등락
Underweight(비중축소)_업종지수가 현재지수 대비 -15% 이상 하락 가능

투자등급	BUY(매수)	Neutral(중립)	Reduce(매도)	합계
금융투자상품의 비율	92.3%	7.7%	0.0%	100.0%

* 기준일: 2020년 09월 08일

Compliance Notice

- 본 자료를 작성한 애널리스트(김두현)는 자료의 작성과 관련하여 외부의 압력이나 부당한 간섭을 받지 않았으며, 본인의 의견을 정확하게 반영하여 신의성실 하게 작성하였습니다
- 본 자료는 기관투자자 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다
- 당사는 2020년 09월 09일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유 하고 있지 않습니다
- 본 자료를 작성한 애널리스트(김두현)는 2020년 09월 09일 현재 해당 회사의 유가증권을 보유하고 있지 않습니다

본 조사자료는 고객의 투자에 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 어떠한 경우에도 무단 복제 및 배포 될 수 없습니다. 또한 본 자료에 수록된 내용은 당사가 신뢰할 만한 자료 및 정보로 얻어진 것이나, 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임 소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.