

신대양제지(016590)

Strong Buy(강력매수)

새로운 대양을 향해 앞서가는 1 등 항해사 신대양제지

Target Price: 137,225

Current Price: 86,900 [19/3/29]

Upside Potential: 57.91%

CONTENTS

INTRO

산업분석

기업분석

투자포인트

매출액가정

비용가정

Valuation

Appendix

STOCK DATA

KOSPI 지수	2140.67
52 주 최고/최저(원)	107,500/51,400
시가총액(억원)	3502
발행주식수(주)	4,029,782
주요주주 권혁홍 외 7 인(%)	53.4

52 주 주가추이



윤형식

POSTRADE 16 기

01063211725

augustusyoon@naver.com

INTRO

택배산업 성장,
이로 인한 2차
포장 수요 UP

P와 C에 대한
우려

골판지 시장의 재평가 필요

제지산업은 재미없고 따분한 산업이다. 이로 인해 제지 산업은 시장에서 외면하는 사양산업 중 하나였다. 하지만 국내외 홈쇼핑과 온라인 쇼핑의 증가가 택배산업의 높은 성장으로 이어지고 2차 포장의 수요증가로 예상되면서 골판지 시장에 대한 관심이 높아지고 있다.

또한 골판지 상자에 대한 수요는 농수산물 및 식음료의 비중에서 증가 추세를 보이고 있다. 이는 농수산물의 상품성향상과 물류체계 개선을 통한 유통비용의 절감 및 도심내의 쓰레기처리의 비용 등으로 인해 골판지 포장에 대한 수요가 꾸준히 증가하고 있는 것으로 파악된다.

아직도 사라지지 않은 시장의 우려

그럼에도 불구하고 시장에서 크게 우려하는 사항은 크게 2가지이다.

1) 골판지 업체의 주요 상품인 골판지 가격(P)에 대한 의구심과 2) 동사의 주요 원재료인 폐지 원가에 대한 우려다.

제지 산업은 제조업체별 브랜드가 없고, 품질 및 기술의 차별성이 적어 업체별로 대형화, 고속화, 자동화로 수주경쟁이 치열하고 정형화된 규격의 품질, 납기, 다품종, 다 규격 품종의 생산시스템, 물류비 절감 등의 가격경쟁력이 경쟁요소이다.

이는 결국 가격 경쟁력이 딱히 없는 골판지 업계의 골판지 매출 가격(P)에 대한 지속성을 의심하고 있다.

또한 골판지 업체가 원재료로 사용하는 폐지 가격 상승을 우려하는 시각이 있다. 지난해 중국에서 환경 규제로 폐지 수입이 중단되면서 국내 폐지 가격이 크게 떨어져 골판지의 마진이 증가했다. 중국은 전 세계에서 폐기물을 수입해 재활용해 왔는데 2018년 1월부터 폐지를 비롯해 플라스틱, 금속 등 24개 품목의 폐기물 수입을 금지했다.

이로 인해 한국이 중국으로 수출한 폐지는 1분기에 60% 넘게 감소해 국내에서는 폐지 물량이 넘쳤고 폐지 가격은 폭락했다. 이것이 작년에는 골판지 회사들의 영업이익을 대폭 개선하는 역할을 했지만, 작년 하반기 중국이 일시적으로 수입쿼터를 열면서 국내 폐지가 다시 중국으로 수출되는 양이 늘면서 폐지 C(원가) 상승으로 이어져 동사의 영업이익을 감소시켰던 경험 탓에 시장은 아직까지 제지산업에 망설이고 있다.

과점화 시장으로 변모하는 골판지 시장

골판지 업체의 P와 C에 대한 우려는 과도하다

P와 C에 대한 골판지 업계에 대한 우려는 과도하다 판단한다. 우선 국내 골판지 산업은 경공업분야시장의 위축과 공급과잉에 따라 급격한 수익성악화를 보여 업계의 구조조정이 진행되고 있으며, 자본 규모가 크고 경쟁력 있는 회사들로 재편되고 있다. 기존 완전경쟁시장 성격을 띄고 있던 골판지 산업이 경쟁사들의 이탈과 우량회사의 M&A로 인해 규모가 큰 몇 개의 회사가 살아 남는 과점시장 형태로 변화하고 있다.

초기 진입장벽 존재 그리고 대기업의 시장참여 제한

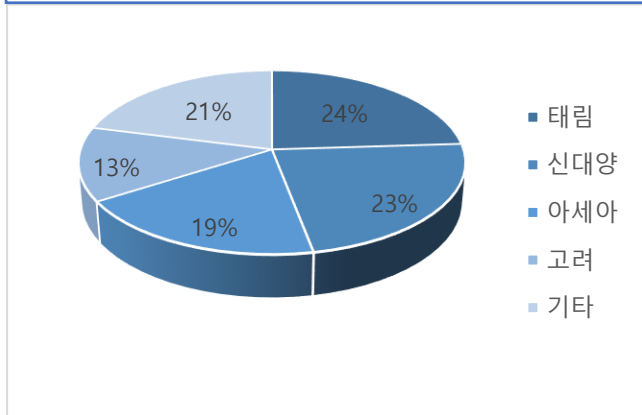
이러한 과점 형태가 지속될 수 있는 두가지 이유는 골판지 산업은 자본집약적 산업으로 최소한 2000억 이상의 초기 투자 비용의 진입장벽이 있으며, 제지산업 특성상 대기업의 시장참여를 제한했기 때문이다. 또한 기존 대형업체들의 추가설비투자에 대한 동향은 파악되지 않고 있다. 이로 인해 과거에 비해 골판지 공급 탄력성이 비탄력적으로 변화할 가능성이 높으며, 골판지 가격(P)이 급락할 가능성은 낮다고 판단한다.

골판지 마진 스프레드는 유지

국내 폐지의 유출보다 해외 폐지의 수입이 많다

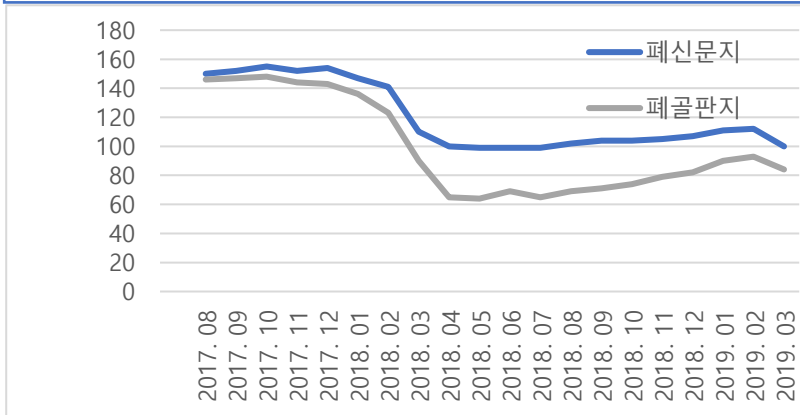
골판지 마진 스프레드에 대한 우려는 18년도 하반기 중국의 폐지 수입 쿼터를 확대함에 따라 국내 폐지의 중국 수출량이 늘어 국내 폐지의 수급이 타이트해질 것이라는 이유 때문이었다. 하지만, 국내 폐지의 중국 수출 증가보다 국내에 유입되는 미국산 폐지가 더 많다. 중국의 미국산 폐지에 대한 25% 관세부과로 인해 빠져나가는 양보다 들어오는 양이 많으니 결국 전체 폐지 순수입은 6만톤대를 유지하고 있다. 중국으로 폐지 수출이 늘었지만 폐지 가격의 저가 기조가 유지되는 이유다. 수입산 폐지 가격은 계속 하락하고 있기 때문이다. 또한 중국은 자국내 폐지 수급이 안정화되자 연초부터 다시 쿼터를 축소하였다. 따라서 급격한 국내 폐지 가격(C)이 상승하기 어렵다고 판단한다.

그림 1. 국내 골판지 시장 점유율 추정



자료: 한국외국어대학교 증권투자연구회 추정

그림 2. 국내 폐지 가격 추이



자료: 통계청, 한국외국어대학교 증권투자연구회 POSTRADE

산업분석

골판지 시장 특성

골판지 상자의 생산 과정은

- ① 골판지원지→
- ② 골판지원단→
- ③ 골판지상자

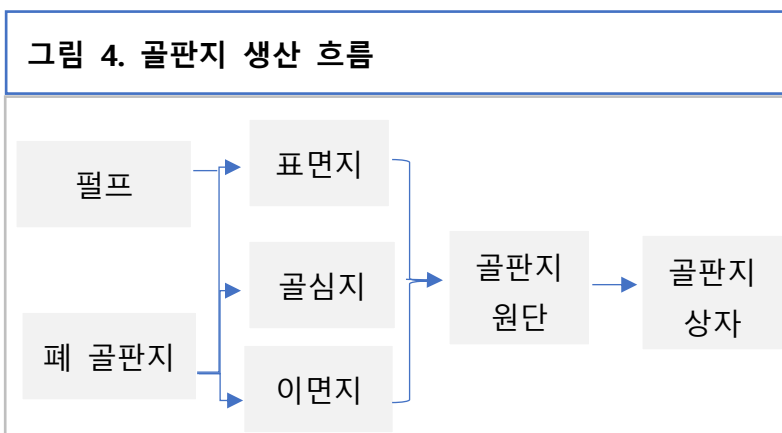
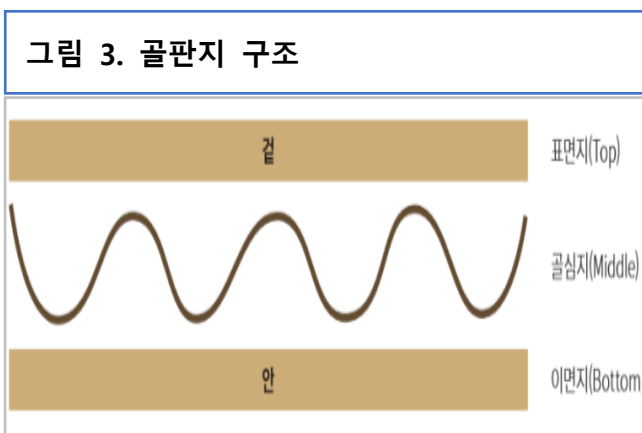
제지산업은 설비투자 대규모 자금 소요되는 자본집약적 장치산업

골판지 상자의 생산 과정은 크게 1) 골판지원지→ 2) 골판지원단→ 3) 골판지상자의 순으로 이뤄진다. 이를 좀 더 세분화하면, 골판지 업계는 구입원지로부터 골판지 원단을 제조하는 업체와 구입원단으로부터 판지상자를 제조하는 업체로 구분할 수 있다. 생산공정이 비교적 단순하여 대부분의 업체가 겸업을 하고 있는 실정이며 골판지 시장은 현재 약 140 여개의 크고 작은 업체가 있다.

골판지원지는 표면지, 골심지, 이면지로 구성된다. 국내에서는 동사를 비롯하여 아세아제지 등 20 여개 업체가 골판지원지를 생산하고 있다. 골판지원지들 가운데 표면지는 골심지, 이면지와 다른 특성을 지닌다. 골심지와 이면지 생산에는 국산고지가 100% 사용되는 반면, 표면지는 표면에 쓰인다는 특성상 펄프와 수입고지가 추가적으로 투입된다.

동사는 표면지를 포함한 3 종의 골판지원지를 모두 생산하고 있다. 표면지는 특성상 펄프를 원재료로 들어간다. 펄프 가격은 지속적으로 상승하는 추세이기 때문에, 표면지 생산에 있어 원가 비용이 클 수 있다고 생각할 수 있으나 원재료의 90%가 폐지를 사용하기 때문에 골판지 스프레드(판매가격 - 원가)는 오히려 지난해부터 급격히 확대되기 시작했다. 그리고 세 가지 원지(표면지, 골심지, 이면지)를 접합하여 골판지원단을 만들고, 마지막으로 골판지원단을 재단하여 골판지상자를 생산하게 된다.

제지산업은 설비투자에 대규모 자금이 소요되는 자본집약적 장치산업이다. 고정비 부담이 크고 총원가중 전력비, 연료비등 에너지 비용이 높은 산업이며 국내 산업 활동 및 문화활동에 필요한 원재료를 공급하는 산업이다. 고정비 부담이 크기 때문에 감가상각 배분이 동사의 퍼포먼스를 측정하는데 있어 가장 중요한 요소 중 하나이다.



자료: 태림그룹 IR, 한국외국어대학교 증권투자연구회

자료: 한국외국어대학교 증권투자연구회 POSTRADE

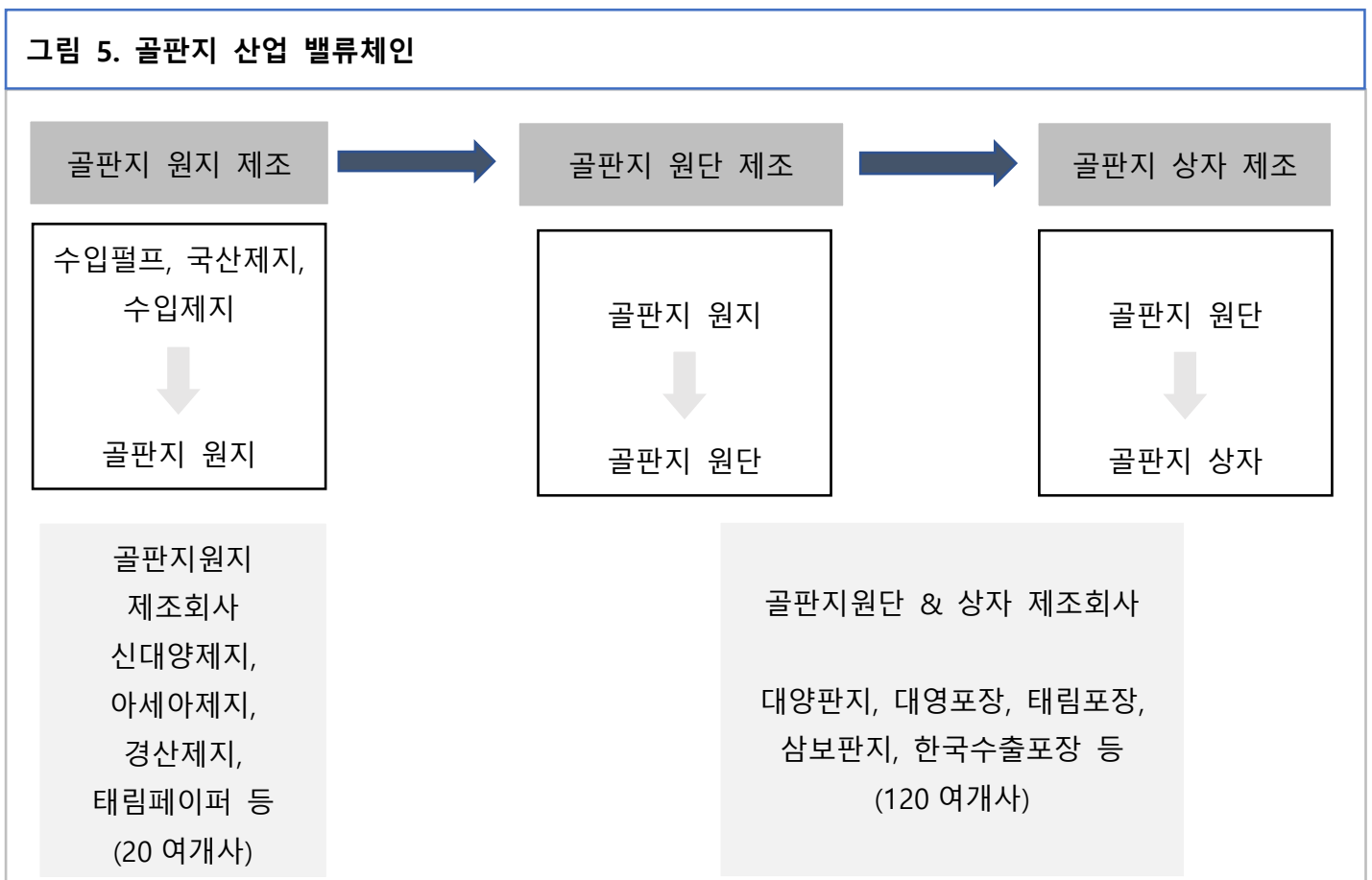
**원지회사가
가격결정권자**

골판지 시장에서는 폐지와 펄프를 사용하여 원지를 만드는 원지공정에 있는 회사들이 있고 원지를 재료로 판지 원단을 만드는 회사가 있다. 그리고 이러한 골판지 원단을 가지고 판지 상자를 만드는 회사가 있다.

앞에 언급한 원지를 만드는 회사들이 골판지 시장에 있어 후방산업(Up Stream)에 속하며 골판지 상자를 만드는 회사가 전방산업(Down Stream)에 속한다. 일반적으로 전방산업에 속하는 회사일수록 가격 협상력에 있어 우위를 가진다. 하지만 **골판지 원지 시장에 있어 원지를 만드는 후방산업이 가격 결정권을 갖고 있는 상황이다.**

골판지 원지 시장에서는 14 개사 정도만이 일산 300 톤이상의 시설을 보유하고 있으며, 나머지 업체들은 일산 200 톤 미만의 시설로 영세한 사업구조를 가지고 있다. 특히, 앞서 얘기한 자본 규모가 큰 4 개의 골판지 회사들이 계속해서 크고 작은 인수합병을 추진하고 있고 이로 인해 **신대양제지와 아세아제지 등 자본 규모가 큰 회사들은 골판지 생산에 있어 수직계열화에 성공하였고 이들이 사실상 골판지 생산을 과점하고 있는 형태이다.**

그림 5. 골판지 산업 밸류체인



자료: 한국제지연합회, 한국외국어대학교 증권투자연구회 POSTRADE

중국 환경 규제로 골판지 업종 수혜 지속

2018년 1월부터 중국 정부가 오염도 기준을 충족하지 못하는 폐지의 수입을 제한함에 따라 글로벌 폐지의 공급과잉이 심화되고 있다. 중국의 폐지 수입량은 1,700 만톤으로 2017년 2,570 만톤 대비 약 870 만톤 감소하였으며, 2020년 약 600 만톤까지 축소될 예정이다.

2018년 하반기 중국 자국내 폐지 공급에 차질이 있어, 수입제한 쿼터를 일시적으로 확대했다. 하지만 곧바로 수급 안정을 되찾은 중국은 연초부터 다시 수입쿼터를 축소 중이다. 국내 제지업계도 하반기 폐지 가격의 급등으로 인해 주가가 고점 대비 20% 이상 빠졌지만, 현재는 시장에서 안정을 되찾은 것으로 보인다.

수요 증가로 골판지 가격 하락 제한적

일반적으로 원재료 가격 하락은 판가 인하 압박 상승으로 이어지는 경우가 많다. 하지만 국내 폐지 가격 급락에도 불구하고 국내 골판지 업체들의 골판지원지 판가는 지속적으로 강세 흐름을 유지하고 있다. 원가 하락에도 불구하고 판가 강세가 지속될 수 있는 데에는 크게 두 가지 이유가 작용하고 있다.

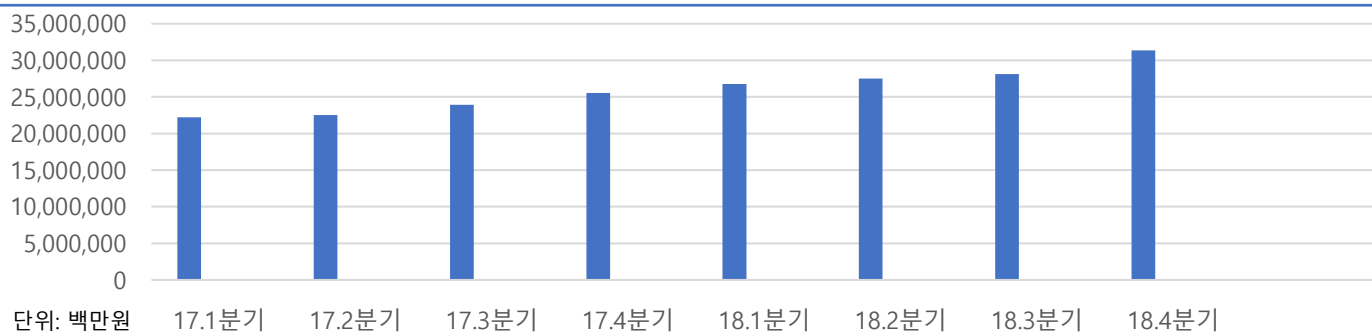
1) 인터넷과 스마트폰 보급 확대에 기인해 온라인 쇼핑 시장이 빠르게 성장하면서 택배 물동량 또한 동반 증가하고 있다. 통계청에 따르면 국내 온라인쇼핑 거래액은 2011년 29 조원을 기록한 이후 2017년 78 조원까지 연평균 약 18% 성장했다. 이러한 수요 증가에 힘입어 다른 국내 골판지 시장은 다른 지류들과는 달리 매년 견조한 성장을 이어가고 있는 상황이다.

2) 중국도 온라인 소비가 급증함에 따라 골판지에 대한 수요가 증가로 한국의 골판지 수출이 증가하고 있다. 중국 정부의 환경규제 시행에 따른 폐지(원재료) 부족으로 중국은 자국 수요를 공급이 쫓아오지 못하고 있는 상황이다. 이에 따라 중국 정부의 환경규제 시행 이후 한국산 골판지의 중국으로의 수출 물량은 꾸준히 증가하고 있다. 이로 인해 한국 내 골판지 공급 부족으로 수출 및 내수 판가가 모두 강세를 유지하고 있다. 관세청에 따르면 18년도 상반기 한국산 골판지원지의 중국 수출 물량은 전년동기대비 약 160% 증가했다.

1) 온라인
쇼핑 시장이
성장하면서
택배 물동량
증가

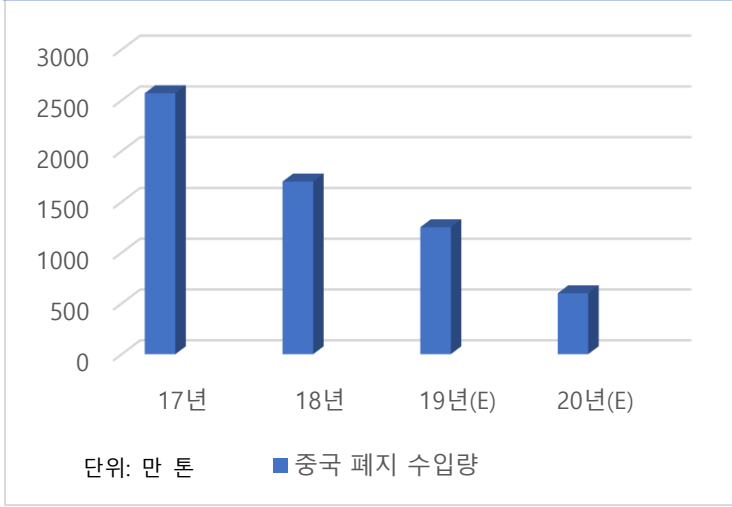
2) 중국 내부
골판지 공급
부족으로
도리어 한국
골판지 수출
증가

그림 6. 국내 온라인 쇼핑 거래액 동향 (총합 추이)



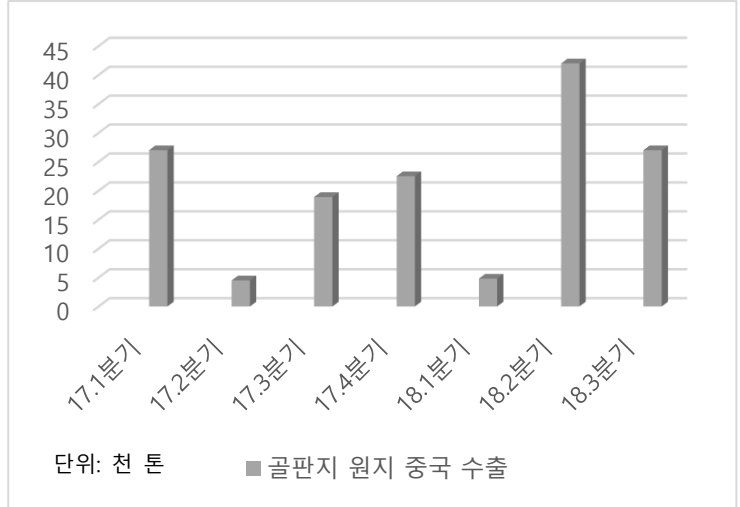
자료: 통계청, 한국외국어대학교 증권투자연구회 POSTRADE

그림 7. 중국의 해외 폐지 수입량 현황과 전망



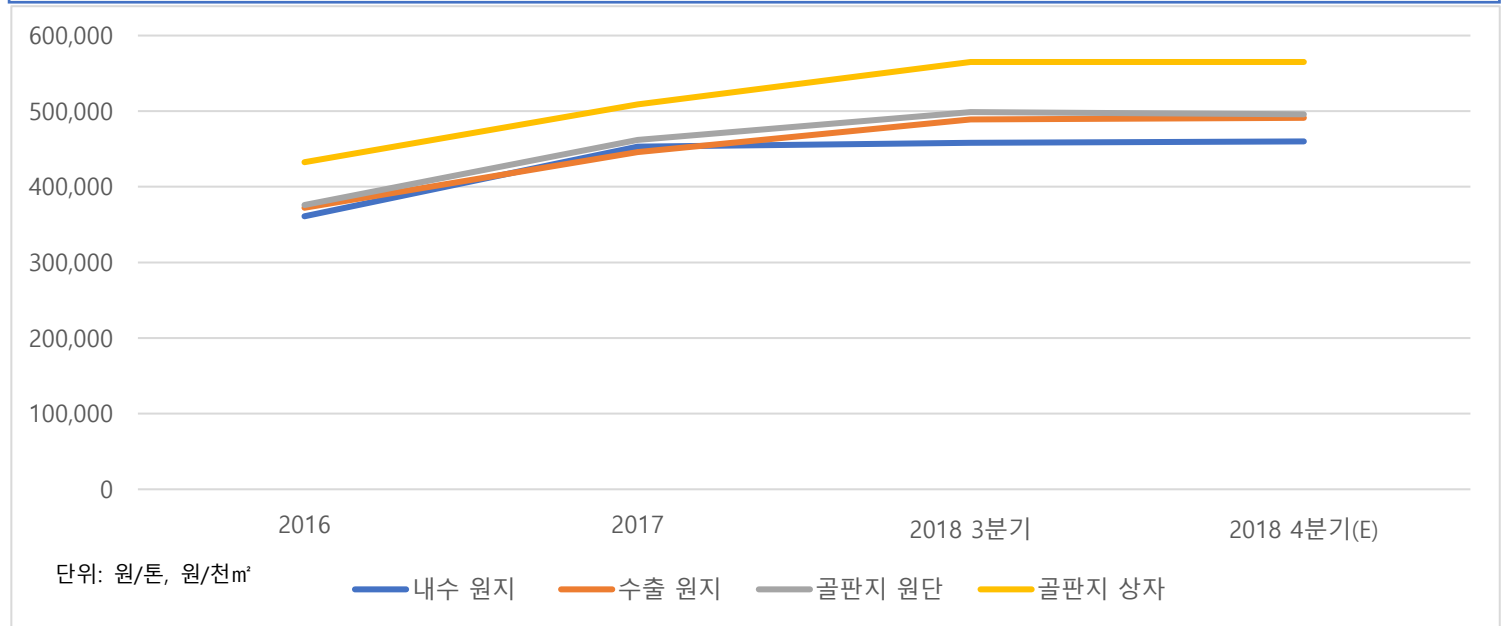
자료: 업계자료, 한국외국어대학교 증권투자연구회

그림 8. 한국산 골판지 대 중국 수출 물량



자료: 관세청, 한국외국어대학교 증권투자연구회

그림 9. 골판지 원지/원단/상자 가격 추이



자료: 신대양제지 사업보고서, 한국외국어대학교 증권투자연구회 POSTRADE

기업분석

기업소개

신대양제지는 골판지 원지 제조 및 판매를 하는 회사로 대양제지공업과 2017 년도에 골판지용 원지를 각각 683,462 톤, 395,545 톤을 생산하였으며, 업계 총생산량인 5,069,354 톤의 13.4%와 7.8%의 시장점유율을 차지하고 있다. 또한 업계 상위 골판지 원단 및 골판지 상자를 생산, 판매하는 골판지 전문업체인 **광신편지**를 자회사로 두고 있어, **골판지 생산의 수직계열화**를 이루고 있다.

주요제품 소개 & 종속회사 및 관계회사

1) 골판지 원지: 신대양제지, 대양제지공업

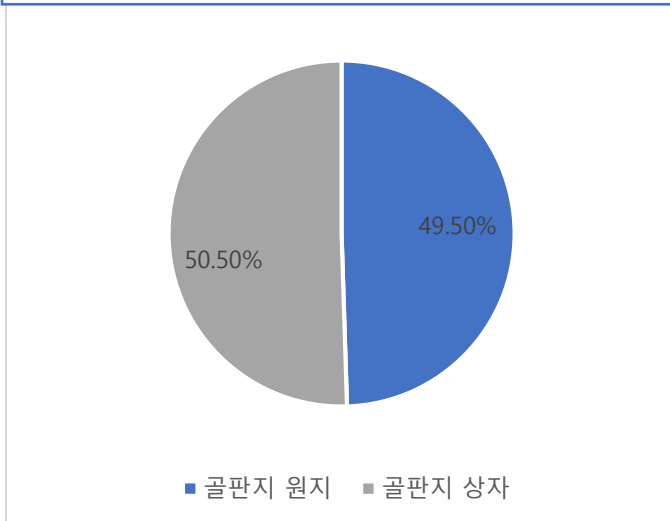
2) 골판지 상자: 광신편지, 대양판지, 대영포장

골판지 원지를 생산하는 회사들은 크라프트 라이너지, 테스트 라이너지 및 골판지용 골심지 등 골판지용 원지 전지종을 생산, 판매하고 있다.

골판지 상자를 생산하는 회사들은 대부분 골판지 원단 생산도 어렵지 않아 원단과 상자를 같이 생산하고 있다. 대부분의 업체도 겸업을 하고 있는 상황이다.

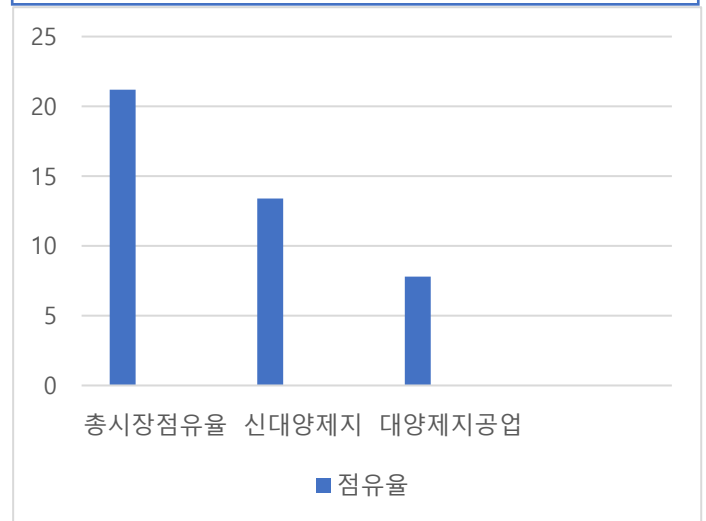
따라서 동사의 매출 구성은 골판지 상자와 원단을 따로 구분하지 않았고 주요제품을 골판지 원지와 골판지 상자 생산으로 나누었다.

그림 10. 제품별 매출액 비중



자료: 사업보고서, 한국외국어대학교 증권투자연구회

그림 11. 주요 제품 시장 점유율



자료: 사업보고서, 한국외국어대학교 증권투자연구회

투자포인트

동사의 2019년 매출액은 7560억원(YoY +6.5%), 영업이익은 1310억원(YoY +7.2%)를 예상한다. 국내 온라인 쇼핑 증가로 인한 택배 수요 증가와 식료품 포장에 골판지 사용의 증가는 국내 골판지 시장의 P와 Q를 지속적으로 상승시킬 수 있는 요인이다. 또한 중국의 폐지 수입 제한은 2020년까지 유효할 것으로 판단되며, 이로 인해 동사의 마진폭은 올해에도 유지될 전망이다. 또한 PER 4배 정도에서 거래되는 동사의 주식은 아직까지 저평가되어져 있다고 판단한다.

Q는 증가 & P는 최소한 유지

Q↑, P 유지

단기적인

수요증가가

아니라 꾸준한

수요증가 예상됨

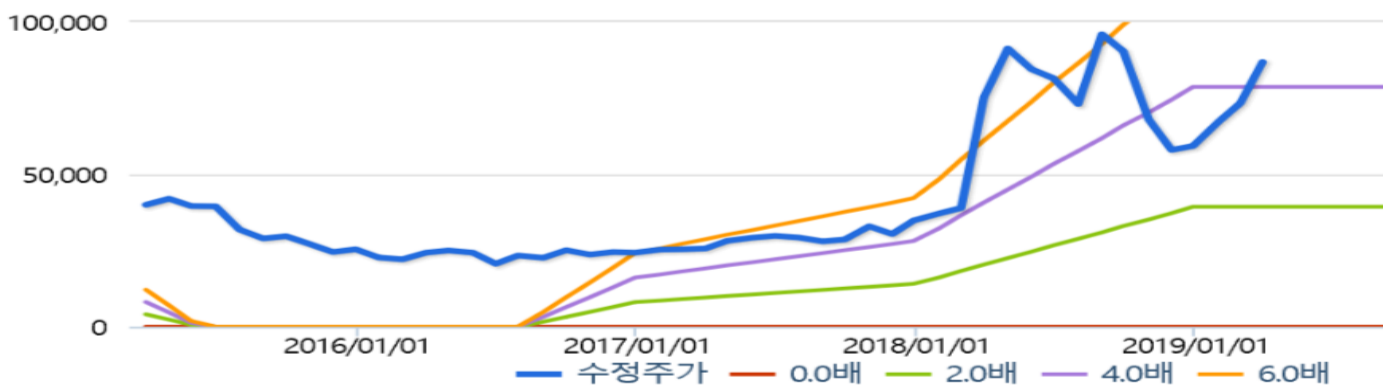
앞서 산업분석에서 언급한 것처럼, 국내 골판지 업계는 Q의 증가로 계속해서 수혜를 입을 것으로 판단한다. 농산물의 골판지 포장화로 인한 수요증가와 택배산업의 높은 성장에 따른 2차 포장의 수요증가가 국내 골판지 시장의 Q를 계속해서 증가시킬 가능성이 크다. 또한 이러한 수요가 단기적인 수요 증가로 그치는 것이 아니다. 농수산물의 상품성 향상과 물류체계 개선을 통한 유통비용 절감은 향후에도 지속적인 골판지 수요로 이어질 것으로 전망한다.

물론 골판지에 대한 수요증가가 골판지 가격의 상승으로 바로 이어진다고 가정하기에는 국내 내수경기 자체가 다운될 것이라는 전망도 있어서 골판지 가격은 증가가 아니라 유지된다고 가정하였다.

18년도 순이익 대비 PER 3.5 배로 저평가 판단

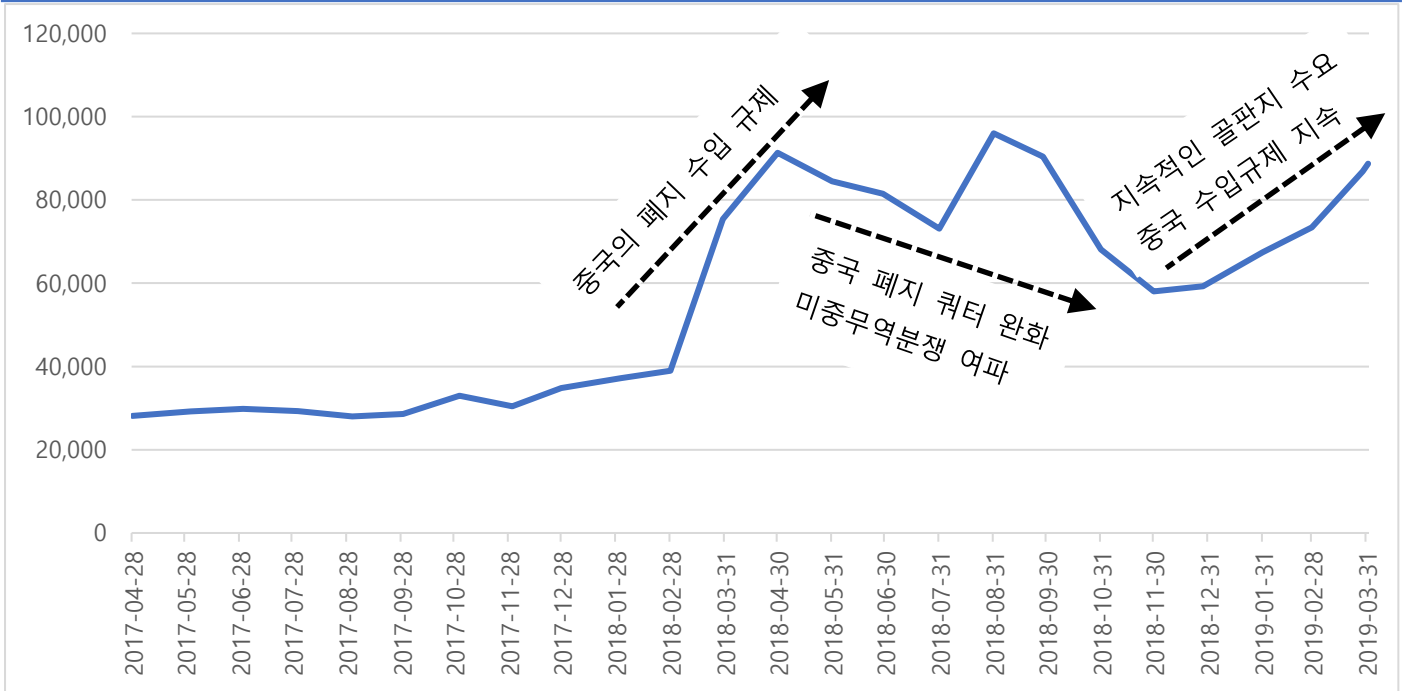
18년도 당기순이익이 984억으로 시가총액 3503억으로 PER 3.5배 수준에 머물러 있다. 과거 골판지 업계 호황 국면(2012~2014년) 당시 주요 골판지 업체들의 평균 PER이 7배 정도였기 때문에 현재 동사의 주가는 아직까지도 저평가되어 있다. 또한 19년도 기준 동사의 실적이 올해에도 7%이상 성장할 수 있을 것이라는 판단을 고려하면 동사의 주가는 상승 여력이 여전히 충분하다고 판단한다.

그림 12. 신대양제지 PER 밴드



자료: 신대양제지, 한국외국어대학교 증권투자연구회 POSTRADE

그림 13. 신대양제지 주가추이



자료: 신대양제지, 한국외국어대학교 증권투자연구회 POSTRADE

매출액가정

매출액을 추정함에 있어, 동사의 CAPA 를 기반으로 하였다. 동사의 사업보고서를 기반으로 파악하면 당기 골판지 원지와 상자를 생산할 수 있는 능력은 각각 1,103,650 톤과 1,332,312 톤으로 파악되었다. 동사의 장치산업 특성상 시간개념은 비교가능성이 희박하여 생산수량 단위(톤)로 가동률을 산정하는 것이 보다 정확하기 때문에, 동사의 CAPA 를 생산수량(톤)으로 파악하였다. 또한 동사 및 경쟁사들의 CAPA 증설은 예정에 없는 것으로 파악된다.

앞서 언급한 택배 포장으로 인한 골판지 수요와 중국으로의 원지 수출로 올해에도 골판지 수요는 견고하다고 전망하였고 골판지 가격은 전기와 유사한 수준이라고 가정하였다. 따라서 평균가동률 98.1%인 원지 매출은 보수적으로 설정하기 위하여 **평균 물가상승률인 2%만큼 증가한다고 가정하였다.** 상자부분 매출액 증가율은 구조적으로 호황기를 맞은 18 년도를 제외한 17 년도까지의 **3 개년 평균 성장률인 10%의 절반 보다 약간 높은 6.5%로 설정하였다.** 상자생산에 있어 동사의 평균가동률은 68.5%이다. 따라서 상자부분 매출증가율 6.5%는 동사의 CAPA 를 고려하면 과도하지 않다고 판단한다.

년도	2017	2018	2019(E)	
매출액	5,128.10	7,093.60	7560	
원지	4,500.00	4,920.00	5010	물가상승률 2%
상자	1720	5070	5400	*증가율 6.5%

*17 년도까지 3 개년 CAGR 10%의 절반 수준

사업소(사업부문)	당기 생산능력	당기 생산실적	평균가동률
골판지용 원지	1,103,650	1,083,341	98.1
합 계	1,103,650	1,083,341	98.1

자료: 사업보고서, 한국외국어대학교 증권투자연구회

사업소(사업부문)	품 목	당기 생산능력(*)	당기 생산실적	가동율
골판지 상자	골판지 원단, 상자	1,332,312	913,255	68.5
합 계		1,332,312	913,255	68.5

자료: 사업보고서, 한국외국어대학교 증권투자연구회

비용가정

그림 17. 신대양제지 손익계산서 비용가정

단위: 억원

년도	2014	2015	2016	2017	2018	2,019E	2020E
매출액	3,270.30	2,392.60	2,525.20	5,128.10	7,093.60	7560	8030
매출원가	2,727.20	2,110.60	2,248.90	4,482.60	5,247.00	5,570.00	5,840.00
매출총이익	543.1	282	276.3	645.5	1,846.60	1190	2190
판관비	292	199	193.9	357.9	680.3	680.3	720
영업이익	251.1	83	82.4	287.6	1,166.30	1310	1470
금융수익	12.2	7.7	14.2	5.8	7.7	7	7
금융원가	24.7	21.4	9.3	33.3	47.3	34	34
기타영업외손익	-5.4	-353.8	194.2	234	43.5	0	0
관계기업관련손익	9.9	-14.2	15.6	-142.4	44.8	0	0
법인세비용	78.9	-52.4	109.7	80.1	230.7	250	290
당기순이익	164.2	-234.5	169.9	271.6	984.4	1106	1136

자료: 한국외국어대학교 증권투자연구회 POSTRADE 추정

매출원가 및 판매관리비

동사가 속해 있는 제지산업은 설비투자에 대규모 자금이 소요되는 자본집약적 장치산업이다. 따라서 매출원가를 추정함에 있어 비중이 큰 고정비용과 변동비용으로 나누었다. 고정비 추정에는 감가상각비를 파악하는데 집중했고 변동비용은 대부분 폐지매입가격(톤당 15 만 8 천원)으로 추정하였다. 또한 임금 상승 및 폐지 유통비용 인상분이 18 년도에 반영되었다고 판단했기 때문에, 19 년도 판매비와 관리비는 18 년도와 동일하다고 설정하였다.

금융손익 및 기타손익

금융손익을 파악함에 있어 동사의 순부채 규모인 1134 억원에 3% 차입비용을 고려하여 금융원가는 34 억원으로 계산하였고 금융수익은 18 년도와 동일한 수준으로 가정하였다. 기타영업외손익은 18 년도 43.5 억에 비해 17 년도 234 억으로 차이가 큰 이유는 17 년도에 지분법자본변동으로 인한 당기순이익 재분류항목이 있었기 때문이다. 향후 추가 재분류항목은 보이지 않아 기타영업외손익은 0 으로 가정하였다.

관계기업관련손익 및 법인세비용

동사는 18 년도에 대영포장(주)에 대한 실질지분율을 과거 39.4%에서 50%로 늘려 지배-종속회사 관계로 바뀌었다. 이로 인해 동사가 다른 회사에 추가적인 지분투자를 하지 않는 이상 향후 관계기업관련손익이 존재하지 않을 것으로 판단한다. 법인세 비용은 20%를 적용하였다

그림 18. 신대양제지 감가상각비 추정

구 분	토지	건물	구축물	기계장치	차량운반구	기타의유형자산	건설중인자산	합 계
기초금액	298,721,850	132,816,370	16,962,110	409,438,430	3,722,382	9,668,494	9,715,783	881,045,419
취득	10,252,520	11,103,426	1,282,869	14,998,642	132,851	467,820	-3,372,681	34,865,447
처분/대체	-1,491,923	-30,447	-199,377	-6,294,074	-104,220	-14,200	-	-8,134,241
기말금액	307,482,447	143,889,349	18,045,602	418,142,998	3,751,013	10,122,114	6,343,102	907,776,625
감가상각 누계액 고려한 기말금액	307,482,447	104,108,803	10,233,032	104,730,157	502,931	945,017	6,343,102	534,345,489
19 년도 감가상각비 추정	0	2602720.075	511651.6	13091269.6	100586.2	24,570	0	16306227.5
								단위: 천원

자료: 신대양제지 재무제표, 한국외국어대학교 증권투자연구회 POSTRADE 추정

그림 19. 신대양제지 유형자산 내용연수

구분	내용연수	구분 2	내용연수 3
건물	40 년	공기구비품	5 년
구축물	20 년	차량운반구	5 년
기계장치	8 년		

자료: 신대양제지 재무제표

그림 20. 금융부채 범주 별 구성내역

구 분	장부금액
매입채무및기타채무	42,582,465
차입금	117,256,611
금융보증부채	197,852
기타금융부채	4,805,172
합 계	164,842,100

자료: 신대양제지 재무제표

Valuation

PER Method

동사의 Valuation 을 진행함에 있어, Historical PER Method 를 통해 목표주가를 추정하였다. 과거 골판지 업계 호황 국면(2012~2014 년) 당시 주요 골판지 업체들의 평균 PER 이 7 배였던 점을 고려하여 적정 Multiple 5 을 제시한다. 현재 골판지 산업에서 과거보다 더 견고한 수요가 존재하고 현재 코스피 평균 PER 이 10 을 약간 웃도는 시점에서 동사에 부여한 PER Multiple 5 은 과하지 않다고 판단한다.

동사의 실적 추정에 있어 앞서 서술한 것처럼, 2019 년 매출액은 7560 억원(YoY +6.5%), 영업이익은 1310 억원(YoY +7.2%)을 예상하고 순이익은 1106 억(YoY +12.3%)로 추정한다. 이로 인해 19 년도 EPS 는 27,445 원을 예상한다. 올해에도 동사의 실적이 유지되면, 시장에서 그동안 가지고 있던 동사에 대한 우려가 사라지고 동사의 주가에 대한 재평가가 충분히 이루어질 것으로 판단하고 있다.

이를 통해 2019 년 Forward EPS 27,445 원과 Target PER 5 를 적용하여 Target Price 137,225 원을 산출하였다. 따라서 현재주가 86,900 원으로 Upside Potential 57.91%, 투자의견 Strong Buy(강력매수)를 제시한다.

년도	2,019E
매출액	7560
매출원가	5,570.00
변동비	1711.67878
고정비	3858.32122
매출총이익	1190
판관비	680.3
영업이익	1310
금융수익	7
금융원가	34
기타영업외손익	0
관계기업관련손익	0
법인세비용	250
당기순이익	1106



그림 21. 신대양제지 Valuation	
19 EPS	27445
Target Multiple	5
Target Price	137225
Current Price	86900
Upside Potential	57.91%

Valuation

PEER Group

동사가 속해 있는 제지산업에는 수많은 회사들이 존재하지만 최대한 동사와 같은 비즈니스 모델을 가진 골판지 회사를 선정하기 위하여, 골판지 생산에 있어 모든 생산공정을 수직계열화를 하고 CAPA 가 일정수준 이상인 회사를 설정하여 비교하는 것이 적절하다고 판단하였다. 생산능력측면에서 영세하거나 골판지 원지와 원단과 상자를 모두 생산하지 않는 회사는 동사의 비교대상그룹으로 선정하기에는 무리가 있다고 판단하였다.

이를 감안하여 동사의 Peer 로 아세아제지를 선정하였다. 아세아제지는 동사와 동일하게 골판지 생산에 있어 수직계열화를 완성하였다. 생산능력 또한 대규모이며 골판지 매출에서 원지매출이 많은 비중을 가지고 있다는 점에서 동사의 비교대상 그룹으로 가장 적절하다고 판단하였다.

그림 22. 신대양제지 Peer Valuation		
	신대양제지	아세아제지
매출액(18년)	7,093.60	7,758
영업이익(18년)	1,166.3	983
당기순이익(18년)	984.4	787
시가총액(억 원)	3,502	3,905
PER Multiple	3.55749695	4.96188056
Target Peer	5	
2019F EPS	27,445	
Target Price	137,225	
Current Price	86,900	
Upside Potential	57.91%	

Appendix

추정 재무제표

손익계산서

년도	2014	2015	2016	2017	2018	2,019E	2020E
매출액	3,270.30	2,392.60	2,525.20	5,128.10	7,093.60	7560	8030
매출원가	2,727.20	2,110.60	2,248.90	4,482.60	5,247.00	5,570.00	5,840.00
매출총이익	543.1	282	276.3	645.5	1,846.60	1190	2190
판관비	292	199	193.9	357.9	680.3	680.3	720
영업이익	251.1	83	82.4	287.6	1,166.30	1310	1470
금융수익	12.2	7.7	14.2	5.8	7.7	7	7
금융원가	24.7	21.4	9.3	33.3	47.3	34	34
기타영업외손익	-5.4	-353.8	194.2	234	43.5	0	0
관계기업관련손익	9.9	-14.2	15.6	-142.4	44.8	0	0
법인세비용	78.9	-52.4	109.7	80.1	230.7	250	290
당기순이익	164.2	-234.5	169.9	271.6	984.4	1106	1136

단위: 억원

재무상태표

	2014	2015	2016	2017	2018	2019F
자산총계	4,017.80	3,756.20	3,627.40	7,257.70	7,467.70	9394
유동자산	1,068.30	972.4	993.8	1,813.40	2,070.10	3120
재고자산	226.8	192.4	161.4	417.2	400.1	760
매출채권 및 기타 채권	421.1	416.1	419	1,094.70	930.8	1600
현금성자산	7.5	12	48.7	59.9	38.2	760
비유동자산	2,949.50	2,783.70	2,633.60	5,444.20	5,397.70	5928
유형자산	2,630.70	2,449.50	2,191.70	5,295.70	5,343.50	5860
무형자산	8.5	6.3	5.9	40.7	38.8	38.8
투자자산	310.3	327.9	436	107.7	15.3	30
부채총계	1,276.60	1,216.20	978.1	3,102.10	2,402.90	2610
유동부채	807	913.1	472.5	2,185.40	1,478.40	1480
비유동부채	469.6	303.1	505.6	916.7	924.5	1130
자본총계	2,741.20	2,540.00	2,649.20	4,155.60	5,064.90	6784
자본금	183.3	193.5	193.5	201.5	201.5	201.5
자본잉여금	114.5	152.5	152.5	67.3	187.8	187.8
이익잉여금	2,293.70	2,065.10	2,217.50	2,483.20	3,254.20	4360

단위: 억 원

NOTICE

본 보고서는 한국외국어대학교 증권투자연구회 POSTRADE 리서치 결과를 토대로 작성되었습니다. 이 자료에 게재된 내용들은 충분히 신뢰할 수 있는 자료 및 정보를 기초로 작성된 것이나, 그 자료 및 정보의 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없습니다. 해당 보고서는 투자 결과에 대한 어떠한 보장도 행하는 것이 아닙니다. 따라서, 이 분석보고서는 어떠한 경우에도 법적 책임 소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 또한, 이 분석 보고서의 지적재산권은 한국외국어대학교 증권투자연구회 POSTRADE 에 있음을 알립니다.