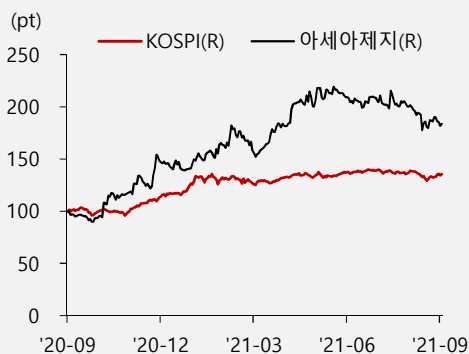


N/R

목표주가	- 원
현재주가	48,750 원
Upside	- %
Key Data	2021 년 09 월 03 일
산업분류	코스피 종이, 목재
KOSPI(pt)	3,201.06
시가총액 (억원)	4,366
발행주식수 (천주)	8,957
외국인 지분율 (%)	5.7
52 주 고가 (원)	58,200
저가 (원)	23,850
60 일 일평균거래대금 (십억원)	2.9
주요주주	(%)
아세아(주)	47.19
주가상승률 (%)	1M 6M 12M
절대주가	-8.19 9.55 85.71
상대주가	-7.16 5.51 39.00

Relative Performance



LEADING RESEARCH

Analyst 유성만

smyoo@leading.co.kr

+822-2009-7393

아세아제지(002310)

1)수요>공급 2)가격인상 3)실적증가 및 Re-rating

기업 개요

동사는 1958 년 3 월에 설립, 1985 년에 아세아 시멘트그룹으로 편입되었으며 1988 년 12 월에 유가증권 시장에 상장하였다. 골판지원단&원지&상자를 제조 및 판매&재생재료가공처리업을 영위한다.

투자포인트

1. 수요는 지속적으로 증가 but 공급 부족은 지속되는 상황: COVID-19 이후로, 비대면 음식배달(예: 배민, 쿠팡이츠 등)과 온라인 배송의 증가로 골판지 상자의 수요가 증가하고 있으며, 이러한 추세는 앞으로도 지속될 것으로 예상된다. 또한 공급측면에서는 작년 10 월 대양제지 안산공장 화재로 국내 전체 생산 CAPA 의 약 7% 하급지가 감소하여 전반적으로 공급 Shortage 가 지속되고 있다. 위와 같은 수요 증가&공급 부족현상은 내년까지도 지속될 것으로 예상되는 상황에서 골판지 원지와 상자 판매는 호황국면이 계속될 것이다.

2. 9 월부터 가격인상&원자재 가격 전가가: 올해 9 월달부터 기존 대비 약 10~13%정도 가격인상분이 실적에 반영된다. 작년 말부터 최근까지 원자재 가격이 약 2 배가량 급등했음에도 불구하고 가격인상을 연이어서 진행한다는 점(작년 12 월, 4 월, 8 월에 인상)은 그만큼 시장에서 충분히 가격전가가 가능하다는 것을 의미한다. 원자재인 국내 폐지는 작년 12 월~올해 7 월까지 약 2 배 가까이 상승, 수입폐지는 약 60%가 상승했다. 유럽과 미국의 제지가격도 작년 말부터 현재까지 약 60~70%정도 인상이 이루어졌는데, 우리나라는 약 30%정도만 인상한 점을 감안하면 아직도 가격인상의 여지가 충분히 남아있다.

3. 올해와 내년까지 실적성장 & 밸류에이션 Re-rating 전망: 올해는 공급대비 수요의 증가와 원자재 상승에도 불구하고 가격인상으로 시장에 원자재가격 인상을 전가시킬 수 있는 'Pricing Power'보유로 올해와 내년에 의미있는 실적성장이 예상된다. 또한 올해 9 월부터 적용되는 가격인상 외에도 추가적인 가격인상이 충분히 가능하다고 판단한다. 올해 예상 영업이익은 약 1,350 억원 / 내년에는 약 2,100 억원을 전망한다. 올해 예상 P/E 는 약 3.4 배 수준이며, 내년에는 P/E 가 약 2.3 배까지 낮아진다. 최근 해외제지주들의 P/E 가 약 15~30 배까지 Multiple 을 받고 있는 상황에서, 국내 제지업종은 향후 Re-rating 이 충분히 가능하다고 판단한다. 타 Cyclical 업종은 내년에 감익이 예상되는 것과 달리, 제지업종은 내년에 증익과 Re-rating 이 동시에 가능하다는 점에 주목하자.

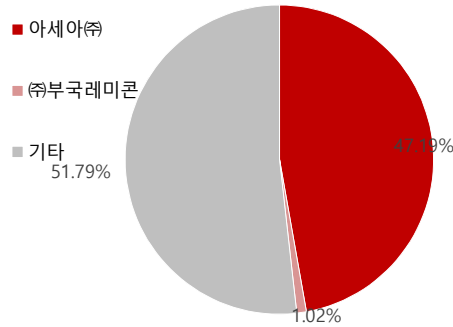
구분	2016	2017	2018	2019	2020
매출액 (억원)	6,330	7,286	7,758	6,977	7,316
영업이익 (억원)	245	54	983	711	657
영업이익률 (%)	3.9	0.7	12.7	10.2	9.0
지배순이익 (억원)	207	50	787	614	542
PER (배)	7.9	32.5	3.6	4.4	6.2
PBR (배)	0.4	0.4	0.5	0.5	0.5
ROE (%)	4.6	1.1	15.8	11.0	8.9
EPS (원)	2,315	561	8,785	6,860	6,057

자료: 리딩투자증권, K-IFRS 연결기준

수요는 지속적으로 증가 but 공급 부족은 지속되는 상황

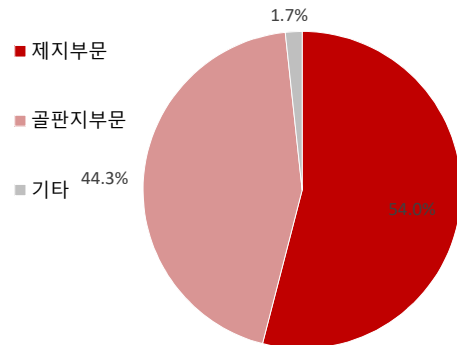
COVID-19 이후로, 비대면 음식배달(예: 배민, 쿠팡이츠 등)과 온라인 배송의 증가로 골판지 상자의 수요가 증가하고 있으며, 이러한 추세는 앞으로도 지속될 것으로 예상된다. 또한 공급측면에서는 작년 10 월 대양제지 안산공장 화재로 국내 전체 생산 CAPA 의 약 7% 하급지가 감소하여 전반적으로 공급 Shortage 가 지속되고 있다. 위와 같은 수요 증가&공급 부족현상은 내년까지도 지속될 것으로 예상되는 상황에서 골판지 원지와 상자 판매는 호황국면이 계속될 것이다.

그림 1. 주요주주 구성



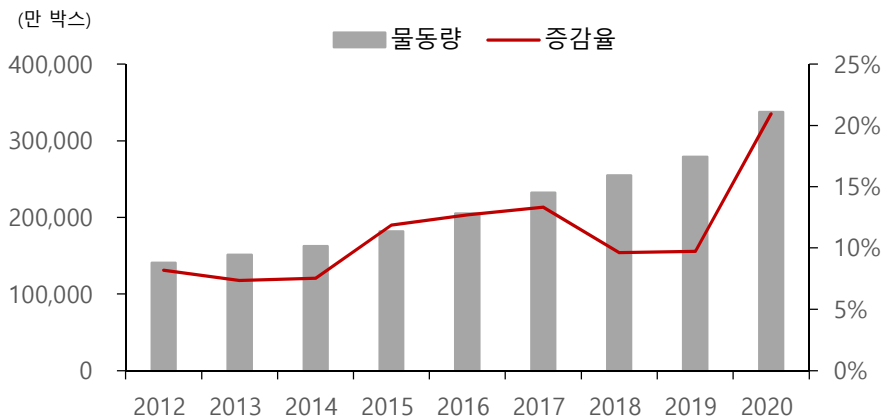
자료: 아세아제지, 리딩투자증권 리서치센터

그림 2. 매출비중(2021 년 상반기 기준)



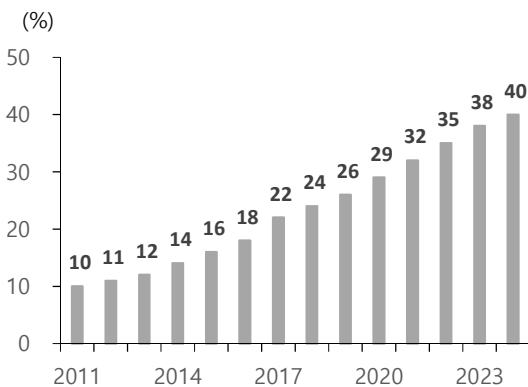
자료: 아세아제지, 리딩투자증권 리서치센터

그림 3. 국내택배시장 물동량 및 증감률 추이



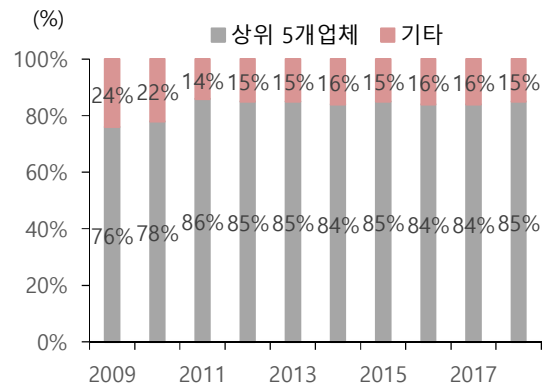
자료: 한국통합물류협회, 리딩투자증권 리서치센터

그림 4. E-커머스 시장 침투율 추이



자료: 아세아제지, 리딩투자증권 리서치센터

그림 5. 국내 골판지 시장 M/S 추이

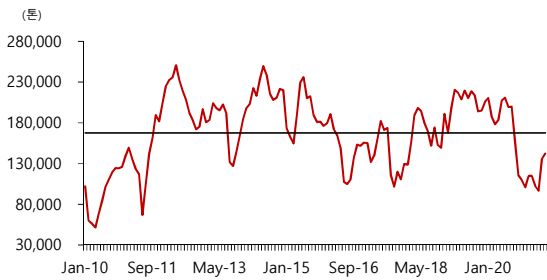


주: 상위 5개업체 = 아세아 제열, 태림, 삼보, 대양, 한국수출포장
 자료: 아세아제지, 리딩투자증권 리서치센터

9월부터 가격인상&원자재 가격 전가가능

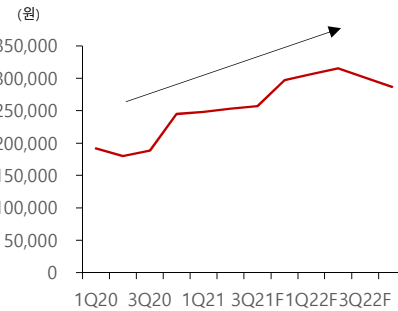
올해 9 월월부터 기존 대비 약 10~13%정도 가격인상분이 실적에 반영된다. 작년 말부터 최근까지 원자재 가격이 약 2 배가량 급등했음에도 불구하고 가격인상을 연이어서 진행한다는 점(작년 12 월, 4 월, 8 월에 인상)은 그만큼 시장에서 충분히 가격전가가 가능하다는 것을 의미한다. 원자재인 국내 폐지는 작년 12 월~올해 7 월까지 약 2 배 가까이 상승, 수입폐지는 약 60%가 상승했다. 유럽과 미국의 제지가격도 작년 말부터 현재까지 약 60~70%정도 인상이 이루어졌는데, 우리나라는 약 30%정도만 인상한 점을 감안하면 아직도 가격인상의 여지가 충분히 남아있다.

그림 6. 한국 골팔지원지시장 원별재고추이



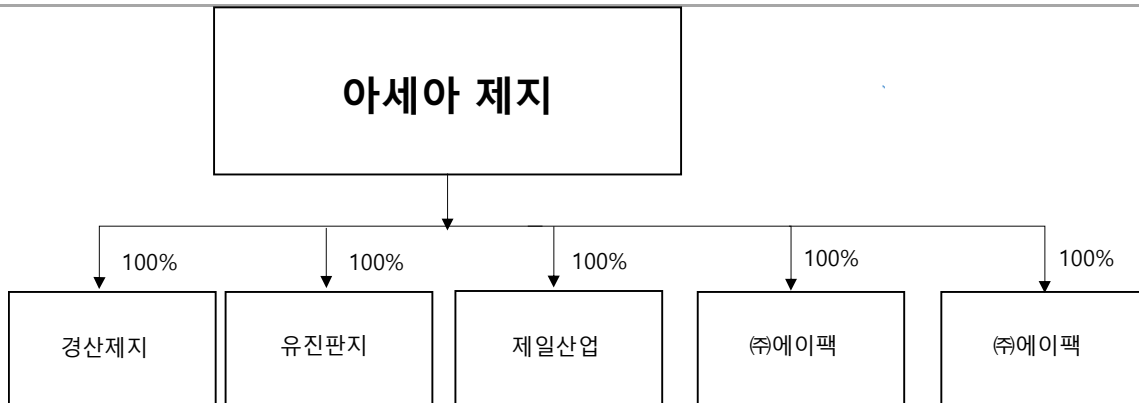
자료: 한국제지협회, 리딩투자증권 리서치센터

그림 7. 스프레드 추이



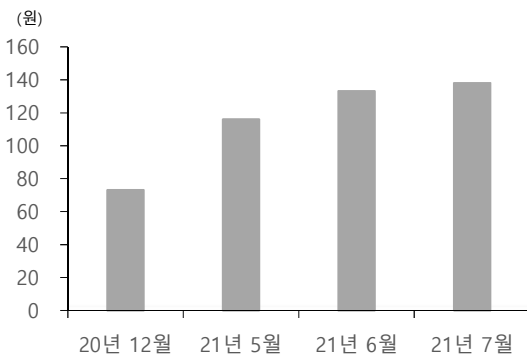
자료: 리딩투자증권 리서치센터

그림 8. 지배구조



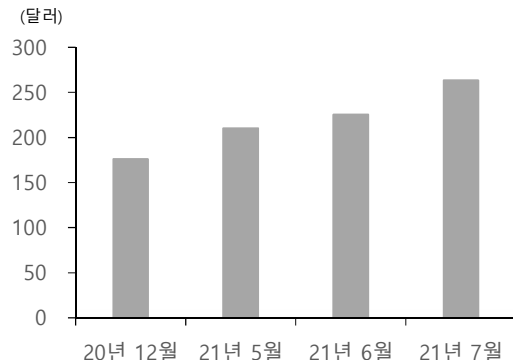
자료: 아세아제지, 리딩투자증권 리서치센터

그림 9. 국내폐지 가격추이



자료: 아세아제지, 리딩투자증권 리서치센터

그림 10. 수입폐지 가격추이



자료: 아세아제지, 리딩투자증권 리서치센터

작년부터 급등했던 원자재 가격도 안정화 되며 원가부담 완화

올해는 공급대비 수요의 증가와 원자재 상승에도 불구하고 가격인상으로 시장에 원자재가격 인상을 전가시킬 수 있는 'Pricing Power'보유로 올해와 내년에 의미있는 실적성장이 예상된다. 또한 올해 9 월부터 적용되는 가격인상 외에도 추가적인 가격인상이 충분히 가능하다고 판단한다. 올해 예상 영업이익은 약 1,350 억원 / 내년에는 약 2,100 억원을 전망한다. 올해 예상 P/E 는 약 3.4 배 수준이며, 내년에는 P/E 가 약 2.3 배까지 낮아진다. 최근 해외제지주들의 P/E 가 약 15~30 배까지 Multiple 을 받고 있는 상황에서, 국내 제지업종은 향후 Re-rating 이 충분히 가능하다고 판단한다. 타 Cyclical 업종은 내년에 감익이 예상되는 것과 달리, 제지업종은 내년에 증익과 Re-rating 이 동시에 가능하다는 점에 주목하자.

그림 11. 세종공장



자료: 아세아제지, 리딩투자증권 리서치센터

그림 12. 해외상장 Packaging 회사 예상 P/E

블룸버그 Ticker	예상 P/E
SCGP TB	31.7
AMCR US	15.7
SON US	18.5

자료: 블룸버그, 리딩투자증권 리서치센터

표 1. 실적 추이

(단위: 십억원)	2017	2018	2019	2020	2021F	2022F
매출액	728.6	775.8	697.7	731.6	875.4	1257.8
영업이익	5.4	98.3	71.1	65.7	135.1	210.4
OPM(%)	0.7%	12.7%	10.2%	9.0%	15.4%	16.7%

자료: 아세아제지, 리딩투자증권 리서치센터

재무제표

재무상태표

(단위: 억 원)	2016A	2017A	2018A	2019A	2020A
자산총계	7,210	7,669	8,124	8,482	8,823
유동자산	2,272	2,548	2,803	2,689	2,905
현금및현금성자산	469	442	834	897	1,067
단기금융자산	86	22	56	85	97
매출채권및기타채권	1,177	1,427	1,274	1,085	1,247
재고자산	500	640	619	599	472
비유동자산	4,938	5,121	5,321	5,793	5,918
장기금융자산	26	23	27	30	120
관계기업등투자자산	0	0	0	0	0
유형자산	4,737	5,022	5,222	5,636	5,628
무형자산	74	50	50	69	69
부채총계	2,598	3,061	2,789	2,634	2,488
유동부채	1,566	1,847	1,712	1,297	1,384
단기차입부채	855	1,159	881	589	615
기타단기금융부채	0	0	0	0	0
매입채무및기타채무	652	630	615	569	585
비유동부채	1,032	1,215	1,077	1,337	1,105
장기차입부채	638	811	681	894	660
기타장기금융부채	0	0	0	3	4
자본총계*	4,611	4,608	5,335	5,849	6,335
지배주주지분*	4,610	4,607	5,335	5,849	6,335
비지배주주지분	1	1	0	0	0

(주1) 회계실체가 별도인 경우, * 항목은 자본총계임

포괄손익계산서

(단위: 억 원)	2016A	2017A	2018A	2019A	2020A
매출액	6,330	7,286	7,758	6,977	7,316
매출원가	5,476	6,538	6,002	5,495	5,837
매출총이익	854	748	1,757	1,482	1,480
판매비와관리비	609	695	774	771	823
영업이익	245	54	983	711	657
EBITDA	549	402	1,347	1,120	1,115
비영업손익	25	76	48	65	84
이자수익	5	4	9	12	11
이자비용	25	39	46	43	34
배당수익	0	0	0	0	0
외환손익	-5	21	-8	0	-1
관계기업등관련손익	0	0	0	0	0
기타비영업손익	50	90	94	96	108
세전계속사업이익	270	130	1,031	776	741
법인세비용	63	80	244	162	199
연결실체변동관련손익	0	0	0	0	0
중단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익*	207	50	787	614	542
지배주주순이익*	207	50	787	614	542
비지배주주순이익	0	-0	0	0	0
기타포괄손익	1	-14	-16	-33	-2
총포괄손익	208	36	771	582	540

(주1) 회계실체가 별도인 경우, * 항목은 당기순이익임

현금흐름표

(단위: 억 원)	2016A	2017A	2018A	2019A	2020A
영업활동으로인한현금흐름	308	-2	1,462	1,104	1,060
당기순이익	207	50	787	614	542
현금유입(유출)이없는수익	406	492	742	705	728
자산상각비	303	349	364	408	458
영업자산부채변동	-276	-425	45	75	-8
매출채권및기타채권	-146	-271	160	182	-235
재고자산감소(증가)	65	-137	27	13	136
매입채무및기타채무	93	-20	-76	-60	141
투자활동현금흐름	-433	-471	-618	-843	-610
투자활동현금유입액	940	514	79	208	163
유형자산	10	8	17	12	26
무형자산	0	5	0	0	5
투자활동현금유출액	1,373	985	697	1,051	773
유형자산	598	628	602	819	546
무형자산	0	4	0	18	5
재무활동현금흐름	504	446	-452	-198	-280
재무활동현금유입액	2,393	3,334	2,583	2,010	2,048
단기차입부채	1,988	2,901	2,476	1,687	1,932
장기차입부채	404	429	107	323	116
재무활동현금유출액	1,889	2,844	2,994	2,141	2,274
단기차입부채	1,888	2,822	2,975	2,131	2,039
장기차입부채	0	22	17	8	236
기타현금흐름	0	0	0	0	0
연결범위변동효과	0	0	0	0	0
환율변동효과	0	-0	-0	-0	-0
현금변동	379	-27	392	63	170
기초현금	90	469	442	834	897
기말현금	469	442	834	897	1,067

자료: Company Data, Leading Research Center

투자지표

(단위: 원 배%)	2016A	2017A	2018A	2019A	2020A
주당지표 및 주가배수					
EPS*	2,315	561	8,785	6,860	6,057
BPS*	51,473	51,433	59,569	65,302	70,731
CFPS	3,444	-21	16,322	12,322	11,832
SPS	70,678	81,348	86,624	77,894	81,687
EBITDAPS	6,125	4,492	15,038	12,499	12,454
DPS (보통, 현금)	500	450	750	600	700
배당수익률 (보통, 현금)	2.7	2.5	2.4	2.0	1.9
배당성향 (보통, 현금)	21.5	80.3	8.5	8.8	11.6
PER*	7.9	32.5	3.6	4.4	6.2
PBR*	0.4	0.4	0.5	0.5	0.5
PCFR	5.3	-	1.9	2.4	3.1
PSR	0.3	0.2	0.4	0.4	0.5
EV/EBITDA	4.7	7.8	2.6	2.8	3.1
재무비율					
매출액증가율	5.9	15.1	6.5	-10.1	4.9
영업이익증가율	흑전	-78.1	1,733.5	-27.6	-7.6
지배주주순이익증가율*	흑전	-75.8	1,471.4	-21.9	-11.7
매출총이익률	13.5	10.3	22.6	21.2	20.2
영업이익률	3.9	0.7	12.7	10.2	9.0
EBITDA이익률	8.7	5.5	17.4	16.0	15.2
지배주주순이익률*	3.3	0.7	10.1	8.8	7.4
ROA	3.6	0.7	12.4	8.6	7.6
ROE	4.6	1.1	15.8	11.0	8.9
ROIC	3.6	0.4	12.4	9.1	7.6
부채비율	56.3	66.4	52.3	45.0	39.3
차입금비율	32.4	42.8	29.3	25.4	20.1
순차입금비율	20.4	32.7	12.6	8.6	1.8

(주1) 회계실체가 별도인 경우, * 항목은 당기순이익 및 자본총계 기준임

▶ Compliance Notice

본 자료를 작성한 금융투자분석사는 동 자료를 작성함에 있어서 기재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

당사는 보고서 작성일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.

본 보고서를 작성한 금융투자분석사는 작성일 현재 해당회사의 유가증권을 보유하고 있지 않습니다.

당사는 보고서 작성일 기준 해당회사와 관련하여 특별한 이해관계가 없습니다.

본 자료는 기관투자가 또는 제 3 자에게 사전에 제공된 사실이 없습니다.

당사는 지난 6 개월간 해당회사의 유가증권의 발행업무를 수행한 사실이 없습니다.

본 자료는 고객의 투자에 정보제공 목적으로 작성되었으며, 작성된 내용은 당사가 신뢰할 만한 자료 및 정보를 기반으로 한 것이나 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 그러므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바라며, 어떠한 경우에도 본 자료는 투자결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

본 자료의 모든 저작권은 당사에 있으며, 무단복제, 변형 및 배포될 수 없습니다.

▶ 최근 2 년간 투자등급 및 목표주가 변경 내용

아세아제지(002310)

일자	2021-09-06
투자의견	Not Rated
목표주가	-
괴리율(%)	
평균주가대비	
최고(최저)주가대비	

* 괴리율 산정: 목표주가 대상시점은 1 년이며 수정주가를 적용

▶ 최근 2 년간 목표주가 변경 추이

▶ 투자기간 및 투자등급

기업

BUY (매수)	향후 12 개월간 현재 주가 대비 절대 수익률 15% 이상
HOLD (중립)	향후 12 개월간 현재 주가 대비 절대 수익률 $\pm$ 15% 내외
SELL (매도)	향후 12 개월간 현재 주가 대비 절대 수익률 -15% 이하

산업

OVERWEIGHT (비중확대)	향후 12 개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 5% 이상 상회 예상
NEUTRAL (중립)	향후 12 개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 $\pm$ 5% 예상
UNDERWEIGHT (비중축소)	향후 12 개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 5% 이상 하락 예상

▶ 조사분석자료 투자등급 비율 (기준일 : 2021.06.30)

BUY (매수)	100.0%
HOLD (보유/중립)	0.0%
SELL (매도)	0.0%
합계	100.0%