유진투자증권

태림페이퍼(019300,KS)

'금판지'가 되고 있는 골판지 국내 1위 업체

2022.05.09
Company Comment
상장예정일: 2022.05.24
기관수요예측: 2022.05.09 ~ 05.10
공모희망가: 19,000 ~ 22,000(원)
시가총액: 615.9 ~ 713.1(십억원)

IT SW, HW/5G 박종선_ 02)368-6076_ jongsun.park@eugenefn.com

국내 골판지 시장에서 포트폴리오를 확대 중인 국내 1 위 골판지 전문업체

1986 년 설립, 2019 년 세아상역이 IMM PE 에서 지분 인수 후 글로벌세아그룹에 편입됨. 동사는 골판지 원지(표면지, 이면지, 골심지) 제조 사업을 영위. 골판지 원지는 제지산업 내 가장 큰 비중(52%, 2021 년)을 갖고 있으며, 지속적 성장이 전망되고 있음. 동사는 국내 최대 Capa 보유로 골판지 시장점유율 1 위(20.6%)를 기록하고 있으며 원지-원단-상자 전 밸류체인 수직계열화를 통해 시장 지배력 강화 중. 또한 최근 신규 고부가가치 제품으로 포트폴리오 다양화를 추진하고 있음. 동사는 2022 년 5 월 24 일 코스피 시장에 신규 상장 예정.

제품별 매출비중(2021 년 연결기준)은 골판지 원지 73.6%, 골판지 상자 82.7%, 화물 운송 0.8%, 연결조정 -57.0% 기록.

공모 후 주주 비중은 최대주주 75.0%, 우리사주조합 5.0%, 공모주주 20.0%.

투자포인트

1) 골판지 시장 지배력을 바탕으로 안정적인 성장 전망: 친환경 포장, 온라인 시장 확대 下 골판지 원지 산업은 공급자 우위 시장. 동사의 시장 지배력을 바탕으로 안정적인 성장이 전망됨. ① 이커머스, 친환경 포장재 요구 증가로 골판지 원지 초과 수요 발생. 국내 최대 생산 Capa(연 128 만톤), 전국 생산 거점 및 사업장 확보를 통해 시장 점유율 1 위를 기록. ② 현재 5 개 계열사(태림, 아세아, 대양, 삼보, 한국수출포장 계열 등)가 과점. 특히 동사는 포장 업체 1 위인 태림포장 등으로 원지-원단-상자 전 밸류체인 수직계열화 구축으로 가격 협상력 보유. 작년 폐지가격 상승 사이클에서 3 회 판가 인상하여 스프레드 확장 기조를 이어나가고 있음. 향후 공급자 우위&가격 협상력을 바탕으로 초과수요 시장의 과실을 향유할 것. ③ 또한 최근 신문지 제조사의 골심지 진입으로 동사는 표면지, 이면지 등 고수익성 제품 위주 생산 대응 계획. 신문지 제조사의 표면지, 이면지 진입은 막대한 Capex 가 투입되어야 하기에 동사에 미치는 영향은 제한적이며, 오히려 고수익성 제품으로 영업이익률 향상이 기대됨.

2) 친환경 정책 확대 및 ESG 경영활동 등은 긍정적: ① 플라스틱 규제 트랜드로 종이 포장재 확산. 마켓컬리는 포장재 전부를 종이 사용, H&M 은 의류 종이 패키징 도입. 이에맞춰 동사는 기존 운송포장에서 소비자 포장(개별포장, 내부포장)으로 제품 영역 확대. 그리고 기존 SC 마닐라, 백라이너의 장점을 결합한 제품 등 지속적으로 신지종 개발. ② 제품 포트폴리오의 확대와 더불어, 의식주 영역에서 사업을 영위하는 글로벌세아그룹과의 시너지도 기대되어 긍정적. ③ 증시 조정 상황에서, 주주환원정책의 일환으로 3 년간 배당성향 20% 유지, 최대주주를 제외한 차등배당 등 시장 친화적 상장 추진.

공모가는 2022 년 예상 EPS 기준 PER 6.8~7.9 배로 동종업체 대비 할인된 수준

공모 희망가(밴드: 19,000 ~ 22,000 원)는 2022 년 예상 EPS(2,779 원) 기준 PER 6.8~7.9 배로 국내 유사업체(아시아제지, 대영포장, 삼보판지)의 2021 년 기준 평균 PER 11.1 배 대비 28.9%~38.6% 할인된 수준임.

상장 후 유통가능 물량은 전체 주식수의 20.0%(648 만주)로 적은 수준.

액면가	500
자본금(십억원)	
공모전	12.2
공모후	16.2
공모 후 주식수	32,414,687
유통가능주식수	6,483,200
보호예수기간	
최대주주	상장 후 1년
우리사주조합	예탁 후 1년
주관증권사	신한금융투자 하나금융투자
공모 후 주요주주(%)	
최대주주	75.0
우리사주조합	5.0
공모주주	20.0

결산기(12월)	2020A	2021A	2022F
매출액(십억원)	743.4	888.9	995.6
영업이익(십억원)	73.8	117.3	132.8
세전계속사업손익(십억원)	89.5	107.5	125.1
당기순이익(십억원)	76.4	77.0	90.1
EPS(원)	1,811	3,165	2,779
증감률(%)		74.8	-12.2
PER(배)			6.8 ~7.9

주요 제품





I. 공모 개요 및 보호 예수 현황

도표 1. 공모 개요 및 일정

희망 공모가	19,000 ~ 22,000 원	수요 예측일	2022.05.09 ~ 05.10
공모금액	1,540 ~ 1,783 억원	공모 청약일	2022.05.12 ~ 05.13
공모주식수	8,104,000 주	납입일	2022.05.17
상장 후 주식수	32,414,687 주	환불일	2022.05.17
예상 시가총액	6,159 ~ 7,131 억원	상장 예정일	2022.05.24

자료: 증권신고서, 유진투자증권

도표 2. 공모 후 주주 구성

주주명	주식수(주)	비중 (%)
최대주주	24,310,687	75.0
우리사주조합	1,620,800	5.0
공모주주	6,483,200	20.0
합계	**32,414,687**	**100.0**

자료: 증권신고서, 유진투자증권

도표 3. 보호예수 및 예탁 현황

주주명	주식수(주)	비중 (%)	보호예수기간
최대주주	24,310,687	75.0	상장 후 1 년
우리사주조합	1,620,800	5.0	예탁 후 1 년
합계	**25,931,487**	**80.0**	

자료: 증권신고서, 유진투자증권

도표 4. 유통가능 주식수

주주명	주식수(주)	비중 (%)
공모주주	6,483,200	20.0
합계	**6,483,200**	**20.0**

자료: 증권신고서, 유진투자증권

도표 5. 공모그룹별 배정 내역

그룹	주식수	비중 (%)	비고
기관투자자등	4,457,200~ 6,078,000 주	55.0~ 75.0	-
일반청약자	2,026,000 ~ 2,431,200 주	25.0 ~ 30.0	청약증거금율: 50% 최고한도: 33,000~40,000 주
우리사주조합	1,620,800 주	20.0	
합계	**8,104,000 주**	**100.0**	

자료: 증권신고서, 유진투자증권

도표 6. 상장 후 유통가능 및 매도금지물량

구분	주주명	공모 후				매각제한기간
		유통불가 주식 수	지분율	유통가능 주식 수	지분율	
최대주주	세아상역㈜	24,310,687	75.0%			상장 후 1 년
	소계	**24,310,687**	**75.0%**			
우리사주조합		1,620,800	5.0%			예탁 후 1 년
공모주주				6,483,200	20.0%	
소계		**25,931,487**	**80.0%**	**6,483,200**	**20.0%**	

자료: 증권신고서, 유진투자증권

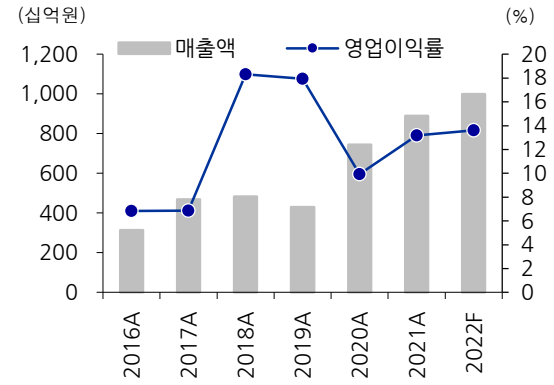
Ⅱ. 실적 추이 및 전망

도표 7. 연간 실적 추이 및 전망(연결 기준)

(십억원,%)	2016A	2017A	2018A	2019A	2020A	2021A	2022F
영업수익	**313.1**	**468.4**	**482.9**	**430.2**	**743.4**	**888.9**	**998.6**
(증가율)		*49.6*	*3.1*	*-10.9*	*72.8*	*19.6*	*12.3*
사업별 매출액							
골판지 원지	-	-	-	438.4	524.2	653.9	671.5
골판지 상자	-	-	-	0.0	579.9	735.0	831.3
화물 운송	-	-	-	0.0	5.7	6.8	7.8
연결조정	-	-	-	-8.2	-366.4	-506.8	-512.0
사업별 비중(%)							
골판지 원지	-	-	-	101.9	70.5	73.6	67.2
골판지 상자	-	-	-	0.0	78.0	82.7	83.2
화물 운송	-	-	-	0.0	0.8	0.8	0.8
연결조정	-	-	-	-1.9	-49.3	-57.0	-51.3
수익							
매출원가	272.0	415.7	373.6	331.9	571.4	668.7	746.9
매출총이익	41.2	52.7	109.2	98.3	171.9	220.2	251.6
판매관리비	19.8	20.6	20.8	21.1	98.1	103.0	115.8
영업이익	**21.4**	**32.1**	**88.4**	**77.2**	**73.8**	**117.3**	**135.8**
세전이익	**23.1**	**33.1**	**94.9**	**80.7**	**89.5**	**107.5**	**125.1**
당기순이익	**30.1**	**28.1**	**81.8**	**59.7**	**76.4**	**77.0**	**90.1**
지배주주순이익	**26.9**	**28.1**	**81.8**	**59.7**	**75.6**	**72.8**	**85.2**
이익률(%)							
매출원가율	86.8	88.7	77.4	77.2	76.9	75.2	74.8
매출총이익률	13.2	11.2	22.6	22.8	23.1	24.8	25.2
판매관리비율	6.3	4.4	4.3	4.9	13.2	11.6	11.6
영업이익률	**6.8**	**6.9**	**18.3**	**17.9**	**9.9**	**13.2**	**13.6**
세전이익률	**7.4**	**7.1**	**19.6**	**18.8**	**12.0**	**12.1**	**12.5**
당기순이익률	**9.6**	**6.0**	**16.9**	**13.9**	**10.3**	**8.7**	**9.0**
지배주주순이익률	**8.6**	**6.0**	**16.9**	**13.9**	**10.2**	**8.2**	**8.5**

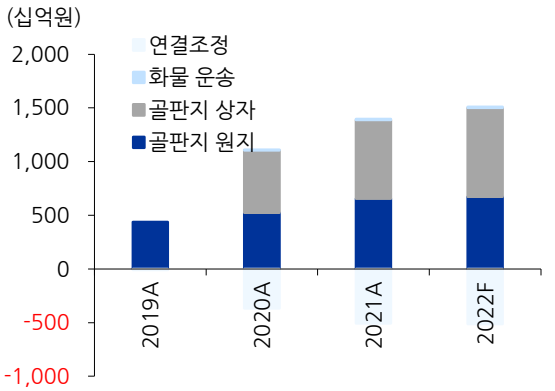
자료: 태림페이퍼, 유진투자증권

도표 8. 안정적인 매출 및 영업이익 성장



자료: 태림페이퍼, 유진투자증권

도표 9. 사업별 매출 추이 및 전망



자료: 태림페이퍼, 유진투자증권

Ⅲ. Valuation

가) 유사기업 PER 평균산출

도표 10. 2021 년 온기 기준 PER 산출

구분(십억원)	아세아제지	대영포장	삼보판지
적용 순이익	91.0	10.0	53.1
적용 주식수(주)	8,956,502	108,394,549	16,170,000
주당 순이익(원)	10,160	93	3,286
기준주가(원)	44,205	2,295	13,750
PER(배)	4.4	24.8	4.2
평균 PER(배)		**11.1**	

자료: 증권신고서, 유진투자증권

나) 주당 평가가액 산출

도표 11. ㈜태림페이퍼 PER 에 의한 평가가치

구분	내용	비고
1. 적용 순이익(십억원)	72.8	A
2. 적용 PER	11.1	B
3. 평가 시가총액	807.6	C=A*B
4. 적용 주식수	32,414,687	D
5. 주당 평가가액(원)	**24,900**	**E=C/D**

자료: 증권신고서, 유진투자증권

다) 희망공모가액의 결정

도표 12. ㈜태림페이퍼 희망공모가액 산출 내역

구분	산출내역	비고
주당 평가가액(원)	24,900	-
평가액 대비 할인율	11.7%~23.7%	-
주당 희망공모가액(원)	**19,000~22,000**	-
주당 확정공모가액	-	(주)

자료: 증권신고서, 유진투자증권
주) 확정 공모가액은 수요예측 결과를 반영하여 최종 확정할 예정입니다.

Ⅳ. 회사 소개

국내 골판지 시장에서 포트폴리오를 확대 중인 국내 1 위 골판지 전문업체

도표 13. 사업 영역



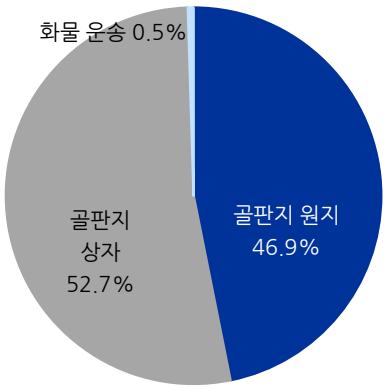
자료: IR Book, 유진투자증권

도표 14. 주요 연혁

연도	주요 사업 내용
1986	회사설립
1988	한국무역협회 수출입허가 공장 준공(1 일 생산량 250 톤)
1996	CONDEBELT 설비완공(1 일 생산량 750 톤)
2004	의령공장 인수 및 가동(1 일 생산량 300 톤)
2011	의령공장 증설(1 일 생산량 650 톤)
2014	안산공장 추가 증설(일일 생산량 820 톤)
2016	안산공장 CK 지종 양면 → 편면 전분 Coating 변경으로 증속
2020	글로벌세아로 태림 그룹 편입, 월산 페이퍼 흡수 합병
2020	콜드체인용 박스 개발
2021	친환경 종이 옷걸이 제품 상용화, 친환경 보냉박스 개발
2022.05	코스피 시장 상장 예정(05/24)

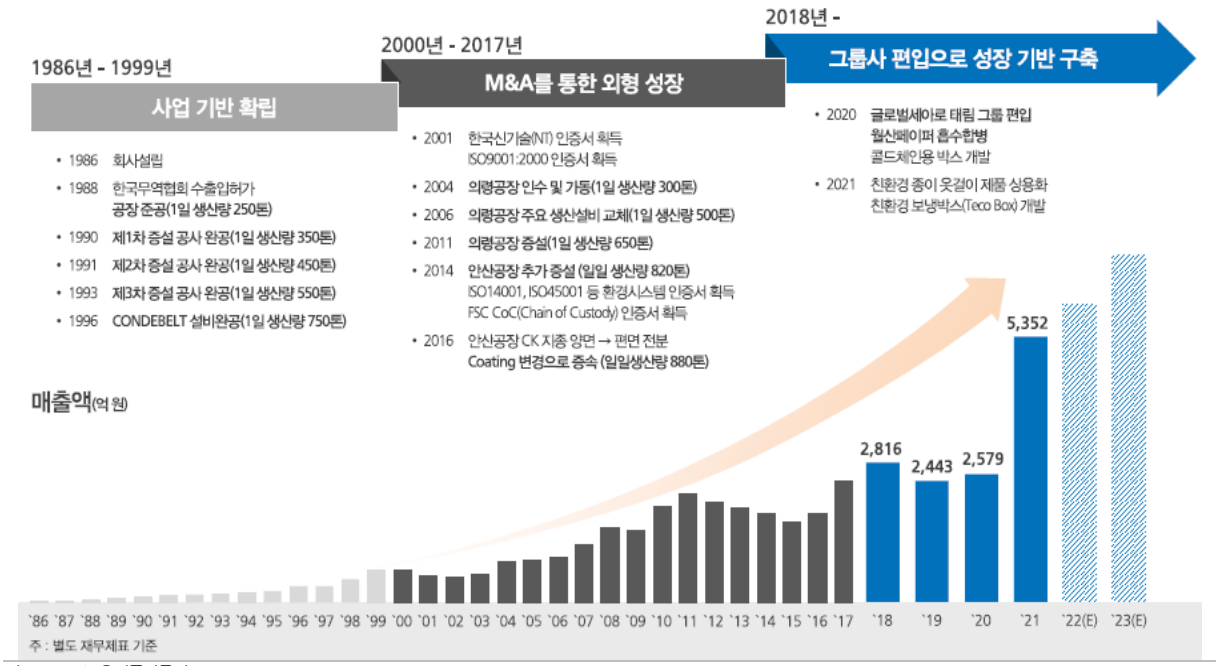
자료: 유진투자증권

도표 15. 사업별 매출 비중 (2021 년 기준)



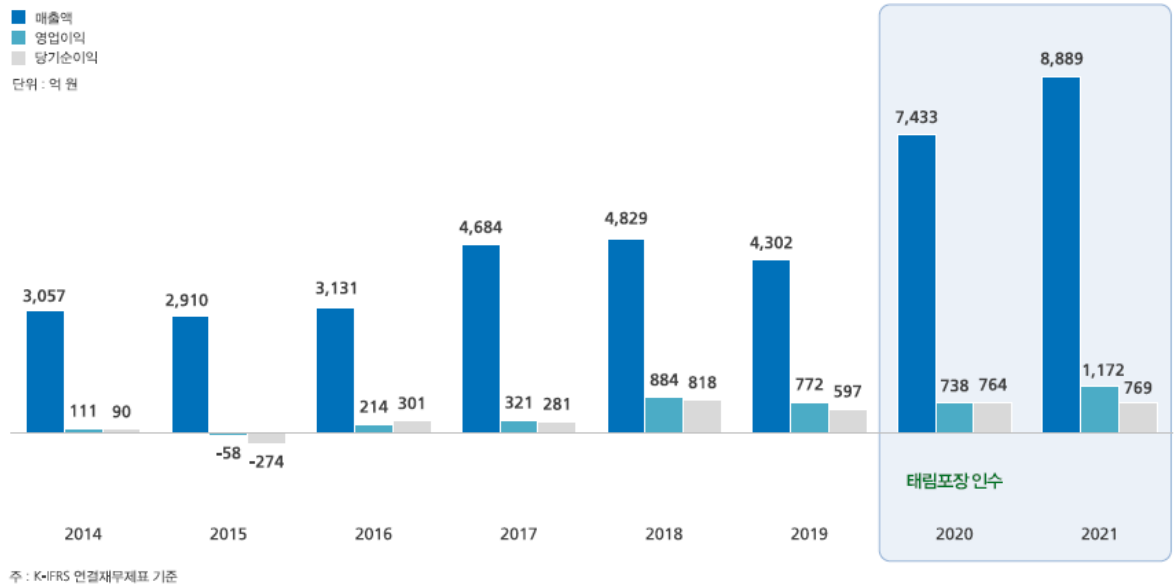
주: 연결조정 매출액 제외
자료: 유진투자증권

도표 16. 성장 히스토리



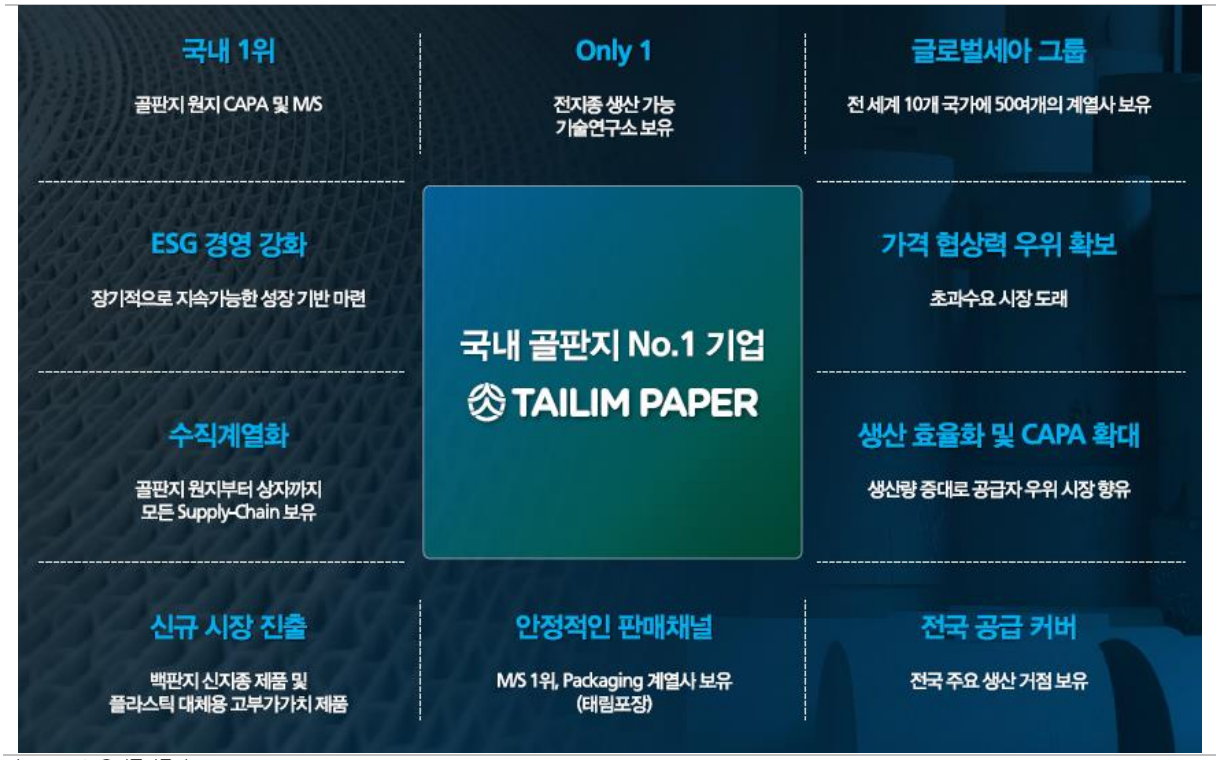
자료: IR Book, 유진투자증권

도표 17. 골판지 시장 지배력 강화를 위한 수직계열화로 외형성장 지속



자료: IR Book, 유진투자증권

도표 18. Corporate Identity



자료: IR Book, 유진투자증권

도표 19. 그룹사와의 다양한 시너지 창출 가능

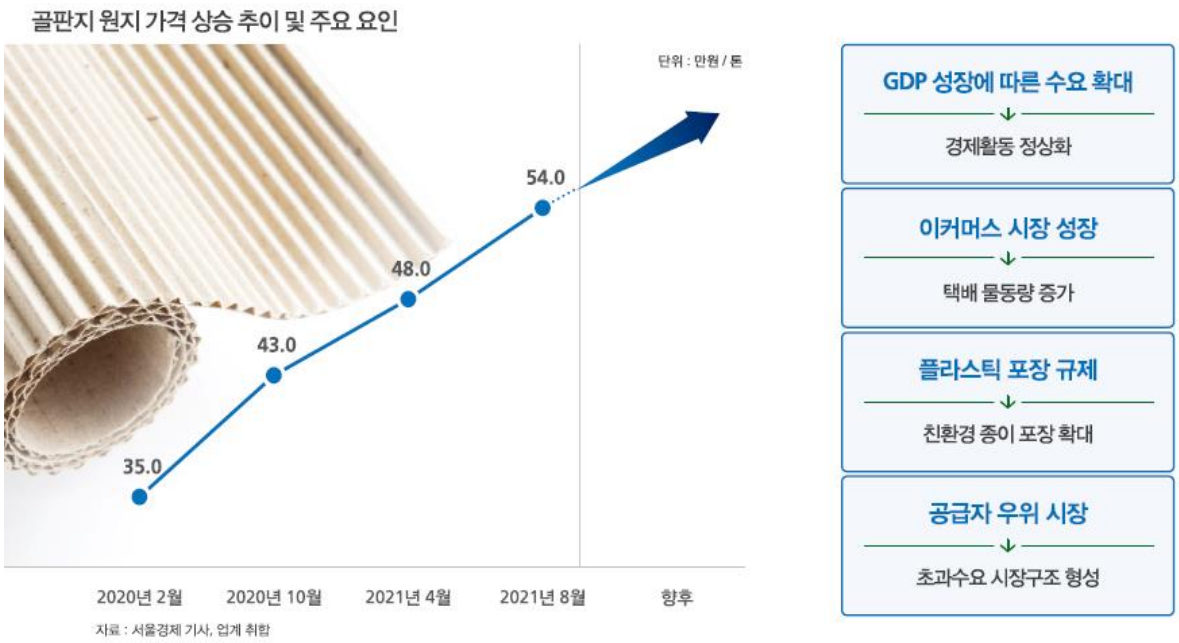


자료: IR Book, 유진투자증권

V. 투자포인트

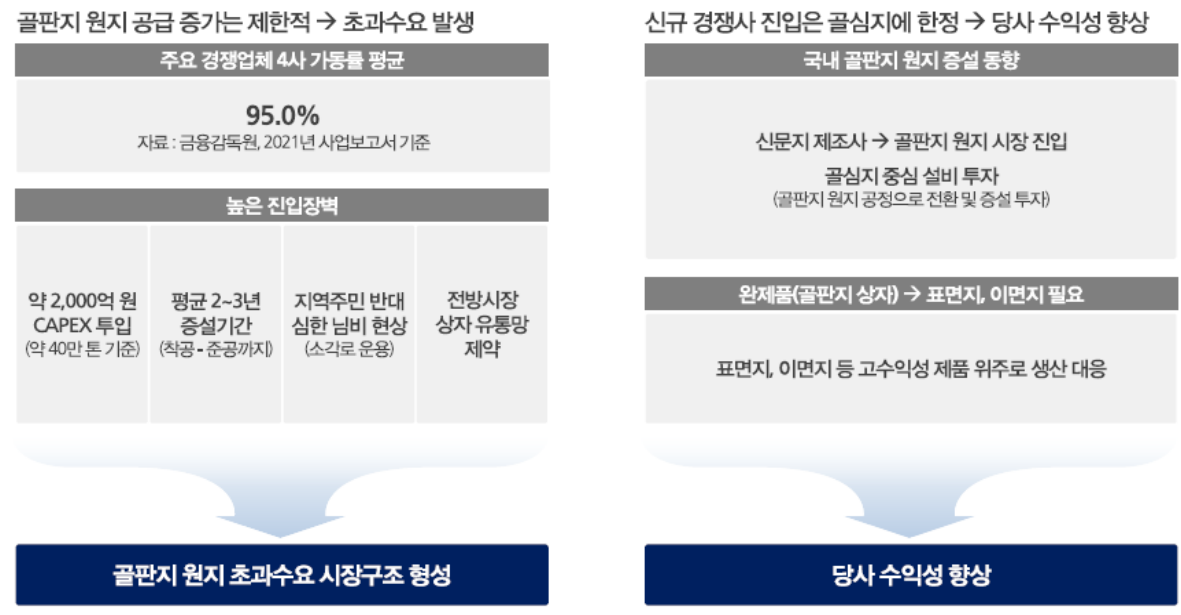
1) 골판지 시장 지배력을 바탕으로 안정적인 성장 전망

도표 20. "금판지"된 골판지: 골판지 원지 초과수요



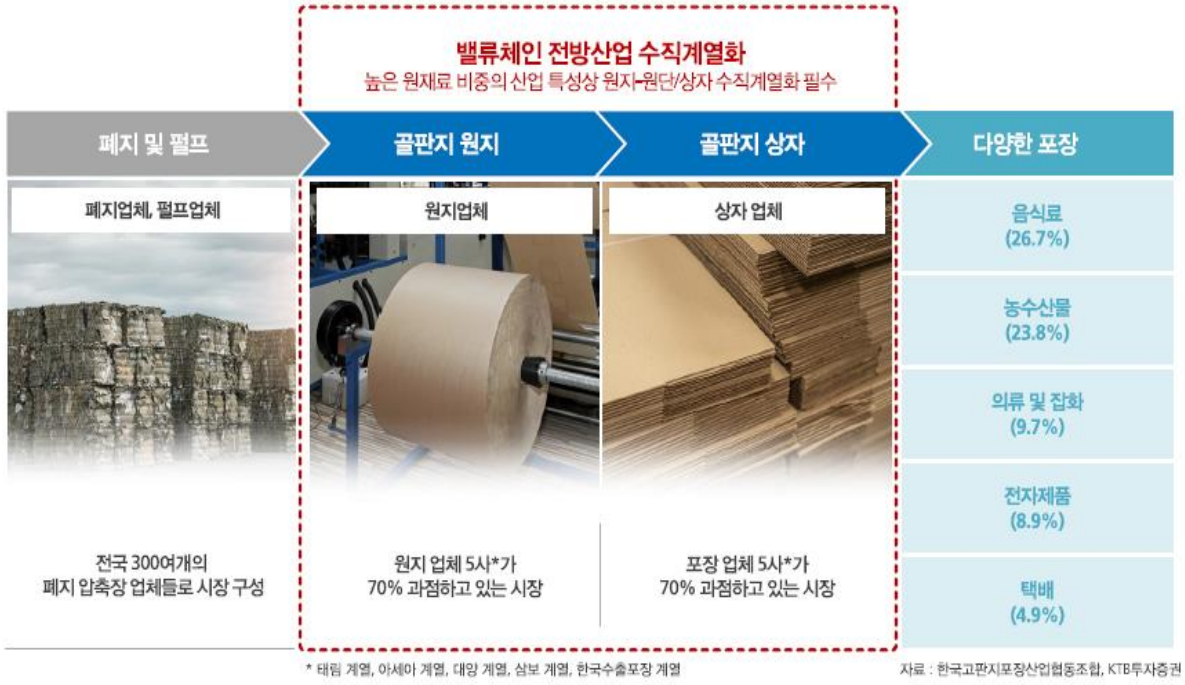
자료: IR Book, 유진투자증권

도표 21. 초과수요 시장 구조 속에 공급자 우위 시장 형성



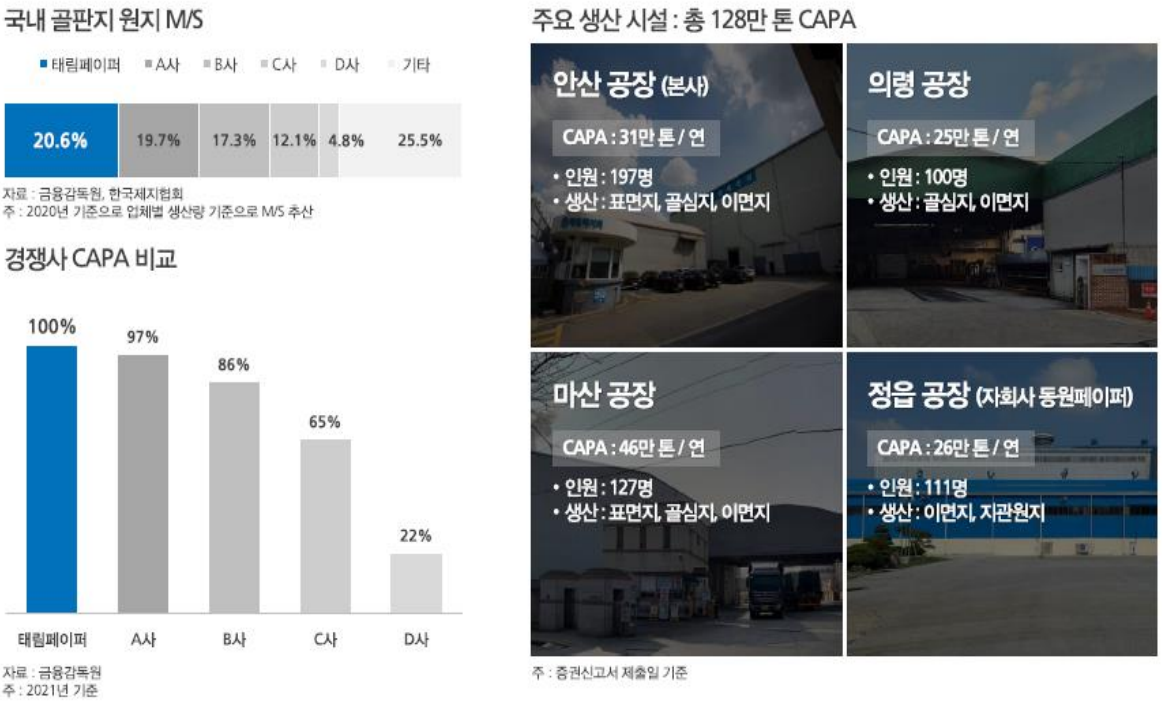
자료: IR Book, 유진투자증권

도표 22. 원지, 원단, 상장 등 全 공급망 수직계열화 구축으로 시장 지배력 강화



자료: IR Book, 유진투자증권

도표 23. 국내 최대 생산 Capa 보유로 국내 시장점유율 1 위



자료: IR Book, 유진투자증권

도표 24. 전국 생산 거점 확보로 효율적인 골판지 원지 공급 가능

주요 생산 거점 위치

전국에 원활한 골판지 원지 공급



주요 Peer 공장 분포 현황

전국 생산거점 확보

회사		수도권	중부권	남부권
태림 계열	원지	1	1	2
	상자	5	4	1
A사 계열	원지	1	2	-
	상자	6	-	2
B사 계열	원지	2	-	-
	상자	8	4	1
C사 계열	원지	2	-	-
	상자	4	3	3
D사 계열	원지	1	-	-
	상자	1	1	1

자료 : 제지연합회, 자회사 포함 기준

자료: IR Book, 유진투자증권

도표 25. 시장점유율 1 위 포장업체 자회사로 보유, 안정적인 판매채널 확보

안정적인 내수 매출처 확보

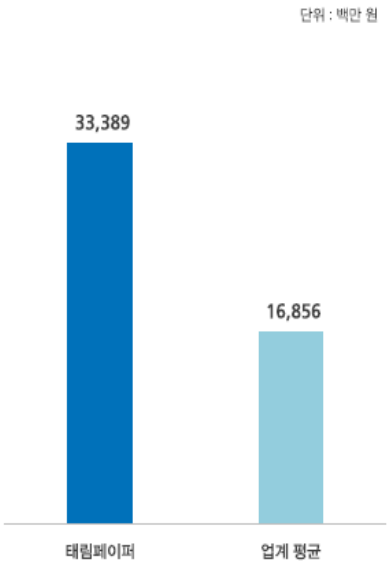
국내 포장업체 M/S



자료 : 당사자료

수출 거래선 확보

태림페이퍼 vs. 업계평균



자료 : 금융감독원, 사업보고서(2021)
주 : 업계평균은 원지 시장 과점 5개사 평균

내수시장 변화에 따른 수출/내수 탄력적 판매

- 수익성을 고려한 판매정책
- 국내 골판지 원지 재고 조절 가능
- 국내 골판지 원지 가격 안정화

자료: IR Book, 유진투자증권

2) 친환경 정책 확대 및 ESG 경영활동 등은 긍정적

도표 26. 공급자 우위 시장 속에 친환경 정책 확대, 배당 정책 등은 긍정적

1 **공급자 우위 시장 형성**
- GDP 성장과 함께 골판지 원지 수요 증가로 수직계열화 구축한 과점 5개사 수혜 → M/S 1위 당사 최대 수혜 전망
- 높은 진입장벽에 따른 초과수요 시장구조 형성으로 원지-상자 수직계열화 업체에 가격 협상력 우위 형성

2 **생산 효율 극대화 및 CAPA 확대**
- 생산 효율화 및 추가 CAPA 확보를 통한 생산량 증대로 공급자 우위 시장 향유

3 **친환경 고부가가치 제품 개발**
- 기존 운송 포장(골판지)에서 소비자 포장(내부 및 개별 포장)까지 사업영역 확대를 위한 고부가가치 제품 개발
- 소비자 포장 영역으로 확대 및 백판지 시장 진출을 위한 신규 고부가가치 제품 개발

4 **ESG 경영활동 강화**
- 장기적으로 지속가능한 성장을 위한 환경경영, 사회공헌, 책임경영으로 ESG 가치 창출

5 **배당정책**
- 주주환원정책 일환으로 3년간 배당성향 20% 이상 유지할 계획
- 최대주주를 제외한 차등배당

자료: IR Book, 유진투자증권

도표 27. 글로벌 플라스틱 규제 트렌드로 종이 포장 확대 기대

세계 플라스틱 사용 규제 트렌드 확산

주정부들 플라스틱 일회용품 사용규제 확산

일부 플라스틱 일회용품 유통 및 판매 금지

일회용 플라스틱 제한 및 금지령

플라스틱 포장재 사용금지

종이 포장재 전 산업영역 확산 기대

종이 포장재 확산 현황

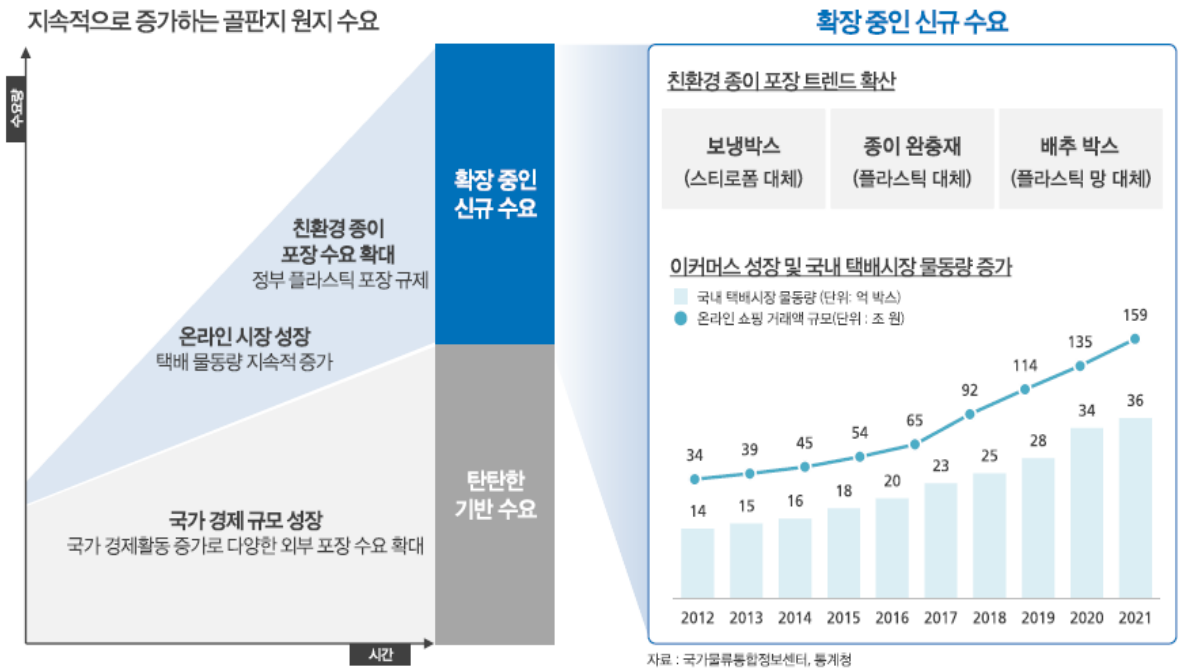
현재 테이프, 내부 완충재, 침대 프레임 등에 사용되며 점차 확산되는 속도가 가속화 중

국내 기업들의 종이 포장재 적용 사례

- 마켓컬리 포장재 전부 종이 사용
- 현대백화점 면세점 내 종이 포장재 도입
- H&M 의류 종이 패키징 도입
- CJ대한통운 택배 내 친환경 종이 완충재 도입
- GS샵 종이 포장재 도입

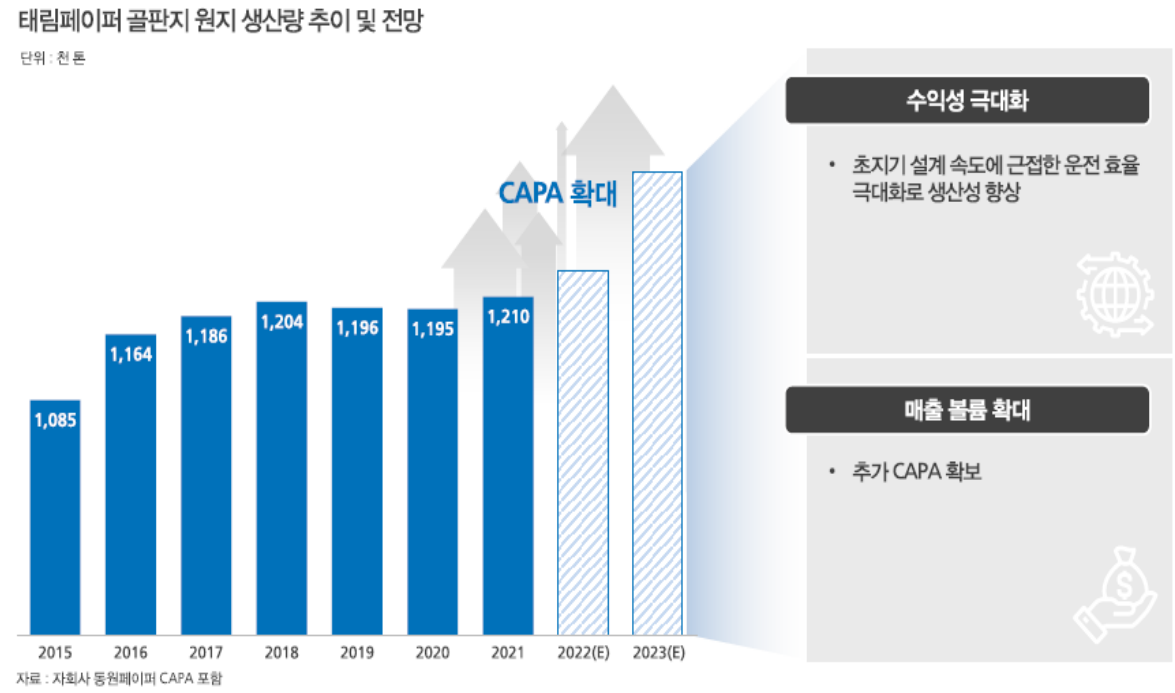
자료: IR Book, 유진투자증권

도표 28. 친환경 포장 및 온라인 시장 확대로 골판지 원지 수요 증가



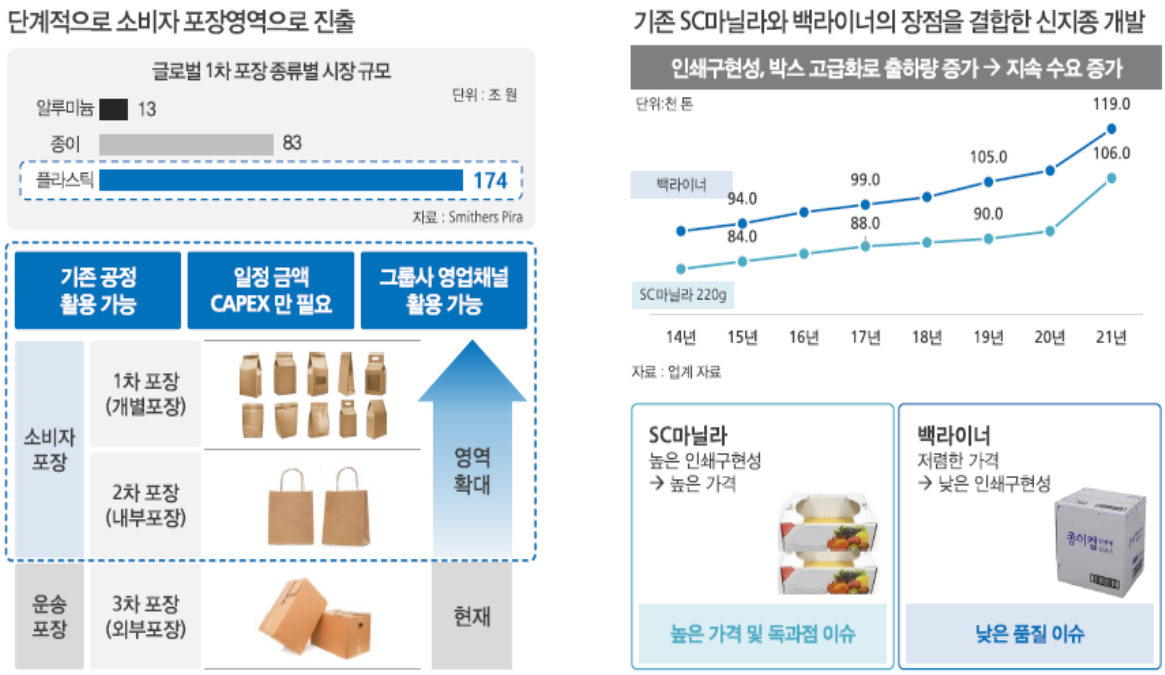
자료: IR Book, 유진투자증권

도표 29. 생산 효율화 및 Capa 확대를 통한 생산량 증대로 공급자 우위 시장 지속



자료: IR Book, 유진투자증권

도표 30. 소비자 포장 영역으로 확대 및 백판지 시장 진출을 위한 신규 고부가가치 제품 개발



자료: IR Book, 유진투자증권

도표 31. ESG 경영활동 강화



자료: IR Book, 유진투자증권

Compliance Notice

당사는 자료 작성일 기준으로 지난 3 개월 간 해당종목에 대해서 유가증권 발행에 참여한 적이 없습니다
당사는 본 자료 발간일을 기준으로 해당종목의 주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다
당사는 동 자료를 기관투자가 또는 제 3 자에게 사전 제공한 사실이 없습니다
조사분석담당자는 자료작성일 현재 동 종목과 관련하여 재산적 이해관계가 없습니다
동 자료에 게재된 내용들은 조사분석담당자 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다
동 자료는 당사의 제작물로서 모든 저작권은 당사에게 있습니다
동 자료는 당사의 동의 없이 어떠한 경우에도 어떠한 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형, 대여할 수 없습니다
동 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 어떠한 경우에도 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재에 대한 증빙자료로 사용될 수 없습니다

투자기간 및 투자등급/투자의견 비율

종목추천 및 업종추천 투자기간: 12 개월 (추천기준일 종가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미함)		당사 투자의견 비율(%)
· STRONG BUY(매수)	추천기준일 종가대비 +50%이상	0%
· BUY(매수)	추천기준일 종가대비 +15%이상 ~ +50%미만	97%
· HOLD(중립)	추천기준일 종가대비 -10%이상 ~ +15%미만	3%
· REDUCE(매도)	추천기준일 종가대비 -10%미만	0%

(2022.03.31 기준)