

원점으로 회귀한 주가

현재주가(5/30)	4,895원		
상승여력	43.0%		
시가총액	306십억원		
발행주식수	62,368천주		
자본금/액면가	156십억원/2,500원		
52주 최고가/최저가	11,200원/5,000원		
일평균 거래대금(60일)	2십억원		
외국인지분율	9.40%		
주요주주	무림페이퍼 66.97%		
주가상승률	1M	3M	6M
절대주가(%)	-17.1	-24.8	-21.1
상대주가(%p)	-9.2	-18.4	-17.6

※ K-IFRS 연결 기준

(단위: 원)	EPS(19F)	EPS(20F)	T/P
Before	651	700	10,000
After	819	870	7,000
Consensus	657	1,050	10,000
Cons. 차이	24.7%	-17.2%	-30.0%

최근 12개월 주가수익률



자료: WiseFn, 현대차증권

1) 투자포인트 및 결론

- 기존 BUY 의견을 유지하나, 목표주가를 7,000원으로 하향 조정함.
- 목표주가를 하향한 이유는 부진한 실적 모멘텀을 감안해 멀티플을 낮췄기 때문. 사업가치 산정시 EV/EBITDA 멀티플을 기존 7.5배(최근 5년간 low 평균치)에서 5.1배(평균치 대비 30% 할인율 적용)로 하향함. <표2 참조>
- 동사의 주가는 주식시장 하락과 펄프가격 급락 등으로 지난해 8월 하순 이후 하락 추세를 보이고 있음. 펄프가격이 지난 1월을 저점으로 점진적인 반등을 보이고 있는 점은 긍정적인데, 다만, 지난해의 기고효과를 감안하면 올해 매 분기별 실적 모멘텀은 약할 수 밖에 없다는 것이 투자매력도를 떨어트리는 요인으로 작용하고 있음.

2) 주요이슈 및 실적전망

- 2분기 연결기준 매출액 1,778억원(YoY 8.7%), 영업이익 203억원(YoY -30.7%)으로 전분기에 이어 부진한 실적이 지속될 전망. 이는 펄프가격 급락에 따른 펄프부문의 이익 급감이 주된 요인으로 작용한 가운데 제지부문의 수익성 또한 악화되었기 때문임. 한편, 지난해 4분기에 지분을 확대했던 무림캐피탈(지분율 100.0%, 리스 및 할부금융, 투자금융업)의 안정적인 이익창출로 인해 영업이익을 기존 전망보다는 상향 조정함.
- 지난해 11월부터 펄프가격이 급락한 것은 미중 무역전쟁에 따른 중국(최대 수요처)경기 둔화 우려, 지난 1년간 강세에 따른 가격저항 등이 맞물렸기 때문. 향후 펄프가격은 2분기 보합세(제지시장 계절적 비수기), 하반기 점진적 상승세(성수기에 따른 수요 증가)를 보일 전망
- 동사 실적의 key factor는 펄프가격인데, 펄프가격이 지난해와는 달리 올해 큰 폭 하락한 상태라 올해 매분기별 영업이익 모멘텀은 약할 수 밖에 없음.
- 무림캐피탈의 영업실적을 반영하면서 2019년 연결기준 매출액 6,890억원(YoY 5.8%), 영업이익 814억원(YoY -20.4%)로 수정 전망함. 스프레드 축소에 따라 제지와 펄프부문 영업이익률은 각각 9.4%, 13.3%로 전년비 3.4%p, 10.8%p 둔화될 것

3) 주가전망 및 Valuation

- 동사의 주가는 12개월 Forward 기준 P/E, P/B 각각 6.0배, 0.5배로 저평가 상태. 배당수익률(DPS 200원 추정) 4.0%로 매력적

요약 실적 및 Valuation

구분	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EBITDA (십억원)	EPS (원)	증감율 (%)	P/E (배)	P/B (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	배당수익률 (%)
2017	608	45	36	94	585	흑전	7.8	0.5	6.2	6.7	3.3
2018	651	102	70	152	1,119	91.3	5.4	0.6	5.5	11.8	4.1
2019F	689	81	51	131	819	-26.8	6.1	0.5	5.3	8.1	4.0
2020F	704	83	54	130	870	6.1	5.7	0.5	4.8	8.2	5.0
2021F	729	85	56	130	897	3.1	5.6	0.4	4.6	8.0	5.0

*K-IFRS 연결 기준

〈표1〉 무림P&P 연간 실적 추정 변경 내역 (연결기준)

(단위: 십억원 %)

구분	변경 후		변경 전		변동률	
	2019F	2020F	2019F	2020F	2019F	2020F
매출액	689	704	658	673	4.7%	4.6%
영업이익	81	83	67	68	21.4%	22.6%
세전이익	73	77	59	62	24.5%	24.5%
지배주주순이익	51	54	41	44	24.7%	23.3%

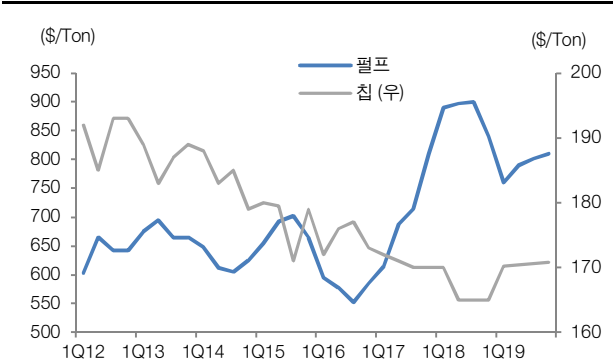
자료: 무림P&P, 한디치증권

〈표2〉 적정주주가치 산출 근거

(십억원 천주, 원 %)	2019F	2020F	12M Forward	비고
1. 사업가치	672	669	671	
EBITDA	131	130		
EV/EBITDA	5.1	5.1		최근 5년간 low 평균치(7.5배) 대비 30% 할인율 적용
2. 투자자산가치	115	115	115	순자산가액의 25%할인율 적용
1) 관계기업지분투자	85	85		
2) 장기매도가능금융자산	30	30		
3. 기업가치 (=1+2)	786	784	786	
4. 순차입금	359	289	330	
5. 비지배주주지분	20	24	22	
6. 적정주주가치 (=3-4-5)	407	471	434	
발행주식수	62,368	62,368	62,368	
적정주가 (원)	6,522	7,551	6,951	
현재주가 (원)	4,895	4,895	4,895	
상승여력 (%)	33.2%	54.3%	42.0%	

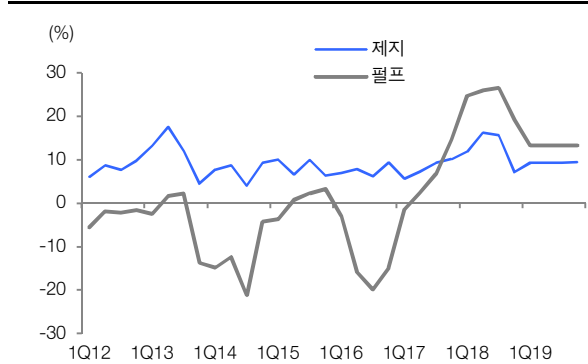
자료: 한디치증권

〈그림1〉 펄프와 우드칩 가격 추이 및 전망



자료: 무림P&P, 한디치증권

〈그림2〉 제지와 펄프 영업이익률 추이 및 전망



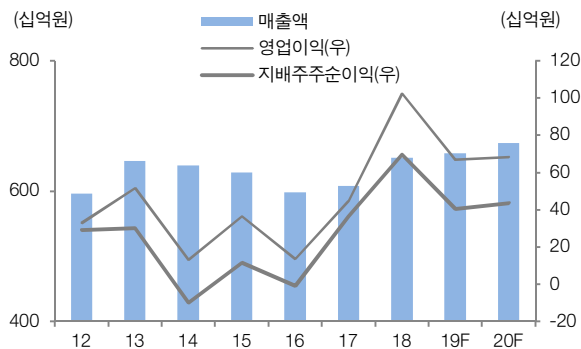
자료: 무림P&P, 한디치증권

<표3> 무림P&P 분기별 및 연간 실적 전망 (연결기준)

(십억원 %)	2018				2019F				2018	2019F	2020F
	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2QF	3QF	4QF			
매출액	160	164	165	163	162	178	174	175	651	689	704
제지	117	119	117	118	115	125	120	123	471	483	495
펄프	42	44	48	45	37	42	44	41	179	164	167
기타	1	0	0	0	10	10	11	11	2	42	42
매출총이익	35	40	41	28	35	31	31	31	145	127	124
영업이익	23	29	29	21	20	20	20	21	102	81	83
제지	14	19	18	8	11	12	11	12	60	45	46
펄프	10	11	13	9	5	6	6	5	43	22	22
기타	-1	-1	-2	4	4	3	3	4	-1	14	15
세전이익	21	24	28	19	17	18	18	19	94	73	77
지배주주순이익	16	18	21	15	12	13	13	14	70	51	54
수익성 (%)											
GPM	22.2	24.5	24.7	17.4	21.4	17.5	17.6	17.6	22.2	18.5	17.7
OPM	14.4	18.0	17.8	12.6	12.2	11.4	11.6	12.1	15.7	11.8	11.8
제지	11.9	16.3	15.6	7.1	9.3	9.3	9.4	9.4	12.7	9.4	9.4
펄프	24.7	26.0	26.6	19.2	13.2	13.2	13.3	13.3	24.1	13.3	13.3
RPM	13.4	14.9	17.2	11.9	10.8	10.3	10.5	11.1	14.4	10.7	11.0
NPM	10.0	11.0	12.8	8.9	7.2	7.3	7.3	7.8	10.7	7.4	7.7
성장성 (% YoY)											
매출액	9.9	9.3	9.5	0.6	1.6	8.7	5.5	7.3	7.2	5.8	2.2
영업이익	424.2	283.8	151.4	-2.3	-14.0	-30.7	-31.5	3.0	128.6	-20.4	2.5
세전이익	61.8	766.9	272.1	-22.6	-18.5	-24.3	-35.9	-0.2	91.8	-21.5	5.0
지배주주순이익	62.1	725.6	285.6	-23.3	-26.5	-28.4	-39.6	-6.2	91.3	-26.8	6.1
주요기정											
GDP성장률 (실질, YoY)	2.8	2.8	2.0	3.1	2.6	2.5	2.6	2.4	2.7	2.5	2.5
민간소비 (YoY)	3.5	2.8	2.5	2.4	2.4	2.4	2.4	2.3	2.8	2.4	2.4
원/달러 (평균환율)	1,072.3	1,079.5	1,121.0	1,127.0	1,124.0	1,120.0	1,110.0	1,100.0	1,124.0	1,113.5	1,077.5
원/달러 (기말환율)	1,063.6	1,114.7	1,109.3	1,115.0	1,126.0	1,120.0	1,110.0	1,100.0	1,115.0	1,100.0	1,060.0

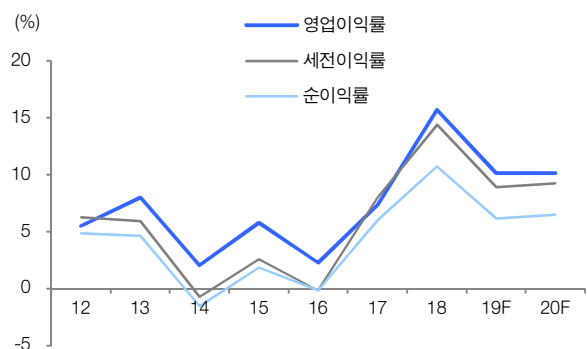
자료: 무림P&P, 현대차증권

<그림3> 2018년 사상 최대 실적 이후 약세



자료: 무림P&P, 현대차증권

<그림4> 수익성 지표, 지난해 대비 둔화



자료: 무림P&P, 현대차증권

(단위: 십억원)

포괄손익계산서	2017	2018	2019F	2020F	2021F
매출액	608	651	689	704	729
증가율 (%)	1.6	7.1	5.8	2.2	3.5
매출원가	513	506	562	580	600
매출원가율 (%)	84.4	77.8	81.5	82.3	82.4
매출총이익	95	145	127	124	129
매출이익률 (%)	15.6	22.2	18.5	17.7	17.6
증가율 (%)	62.5	52.6	-12.1	-2.2	3.4
판매관리비	50	42	46	41	44
판매비율 (%)	8.2	6.5	6.6	5.8	6.0
EBITDA	94	152	131	130	130
EBITDA 이익률 (%)	15.4	23.3	19.0	18.5	17.8
증가율 (%)	44.2	61.8	-13.9	-0.3	-0.5
영업이익	45	102	81	83	85
영업이익률 (%)	7.4	15.7	11.8	11.8	11.6
증가율 (%)	229.2	128.6	-20.4	2.5	1.8
영업외손익	3	-12	-7	-5	-4
금융수익	21	6	2	1	1
금융비용	19	19	12	9	8
기타영업외손익	0	1	3	3	3
종속/관계기업관련손익	2	3	-1	-1	-1
세전계속사업이익	49	94	73	77	80
세전계속사업이익률	8.0	14.4	10.7	11.0	10.9
증가율 (%)	흑전	91.8	-21.5	5.0	3.1
법인세비용	12	24	19	19	20
계속사업이익	36	70	55	58	60
중단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익	36	70	55	58	60
당기순이익률 (%)	6.0	10.7	7.9	8.2	8.2
증가율 (%)	흑전	91.3	-21.8	6.1	3.1
지배주주지분 순이익	36	70	51	54	56
비지배주주지분 순이익	0	0	3	4	4
기타포괄이익	0	-4	1	0	0
총포괄이익	37	65	55	58	60

(단위: 십억원)

현금흐름표	2017	2018	2019F	2020F	2021F
영업활동으로인한현금흐름	105	102	119	104	74
당기순이익	36	70	55	58	60
유형자산 상각비	48	48	48	46	43
무형자산 상각비	1	1	1	1	1
외환손익	-5	0	0	0	0
운전자본의 감소(증가)	9	-30	7	-1	-30
기타	15	13	8	0	0
투자활동으로인한현금흐름	-31	-69	-28	-21	-21
투자자산의 감소(증가)	-8	-122	-4	0	0
유형자산의 감소	0	0	0	0	0
유형자산의 증가(CAPEX)	-26	-24	-28	-20	-20
기타	3	77	4	-1	-1
재무활동으로인한현금흐름	-46	-29	-109	-52	-56
장기차입금의 증가(감소)	-27	86	-76	-40	-40
사채의증가(감소)	0	0	0	0	0
자본의 증가	0	-2	0	0	0
배당금	-8	-9	-16	-12	-16
기타	-11	-104	-18	0	0
기타현금흐름	0	1	0	0	0
현금의증가(감소)	28	5	-18	30	-3
기초현금	49	77	81	64	94
기말현금	77	81	64	94	91

* K-IFRS 연결기준

(단위: 십억원)

재무상태표	2017	2018	2019F	2020F	2021F
유동자산	282	415	395	427	433
현금성자산	77	81	64	94	91
단기투자자산	0	0	0	0	0
매출채권	96	111	115	116	120
재고자산	107	117	132	133	137
기타유동자산	3	105	85	85	85
비유동자산	820	941	911	886	862
유형자산	775	772	737	711	688
무형자산	11	11	11	11	10
투자자산	34	156	160	160	160
기타비유동자산	1	2	4	4	4
기타금융업자산	0	0	0	0	0
자산총계	1,102	1,356	1,306	1,313	1,295
유동부채	306	463	390	370	325
단기차입금	148	222	154	134	114
매입채무	27	26	32	33	34
유동성장기부채	72	121	106	106	106
기타유동부채	59	93	97	97	71
비유동부채	233	259	258	239	222
사채	0	0	0	0	0
장기차입금	158	168	160	140	120
장기금융부채 (리스포함)	0	3	3	3	3
기타비유동부채	75	89	95	96	99
기타금융업부채	0	0	0	0	0
부채총계	539	722	648	609	546
지배주주지분	563	617	638	680	721
자본금	156	156	156	156	156
자본잉여금	121	118	118	118	118
자본조정 등	0	0	0	0	0
기타포괄이익누계액	0	-2	-1	-1	-1
이익잉여금	286	345	366	407	448
비지배주주지분	0	18	20	24	28
자본총계	563	634	659	704	748

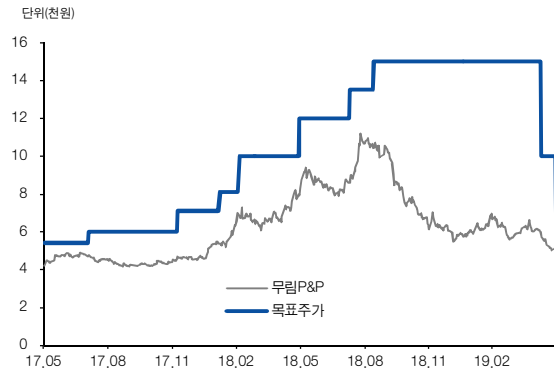
(단위: 원배,%)

주요투자지표	2017	2018	2019F	2020F	2021F
EPS(당기순이익 기준)	585	1,119	875	928	957
EPS(지배순이익 기준)	585	1,119	819	870	897
BPS(자본총계 기준)	9,031	10,171	10,561	11,289	11,936
BPS(지배지분 기준)	9,029	9,889	10,236	10,906	11,553
DPS	150	250	200	250	250
P/E(당기순이익 기준)	7.8	5.4	5.7	5.4	5.2
P/E(지배순이익 기준)	7.8	5.4	6.1	5.7	5.6
P/B(자본총계 기준)	0.5	0.6	0.5	0.4	0.4
P/B(지배지분 기준)	0.5	0.6	0.5	0.5	0.4
EV/EBITDA(Reported)	6.2	5.5	5.3	4.8	4.6
배당수익률	3.3	4.1	4.0	5.0	5.0
성장성 (%)					
EPS(당기순이익 기준)	흑전	91.3	-21.8	6.1	3.1
EPS(지배순이익 기준)	흑전	91.3	-26.8	6.1	3.1
수익성 (%)					
ROE(당기순이익 기준)	6.6	11.7	8.4	8.5	8.2
ROE(지배순이익 기준)	6.7	11.8	8.1	8.2	8.0
ROA	3.3	5.7	4.1	4.4	4.6
안정성 (%)					
부채비율	95.7	113.8	98.3	86.4	73.0
순차입금비율	53.6	68.1	54.6	41.1	33.7
이자보상배율	3.9	9.2	7.7	9.2	10.4

▶ 투자 의견 및 목표주가 추이

일자	투자 의견	목표주가	과월(%)	
			평균	최고/최저
17/11/15	BUY	6,000	-26.7	-24.3
17/12/06	BUY	7,100	-35.2	-34.3
18/01/05	BUY	7,100	-32.1	-22.8
18/02/05	BUY	8,100	-28.2	-13.6
18/03/05	BUY	10,000	-33.1	-26.1
18/05/10	BUY	10,000	-31.2	-18.1
18/05/29	BUY	12,000	-26.1	-21.7
18/06/26	BUY	12,000	-29.0	-21.7
18/08/09	BUY	13,500	-24.0	-17.0
18/09/12	BUY	15,000	-40.6	-28.7
18/11/08	BUY	15,000	-45.3	-28.7
18/12/04	BUY	15,000	-54.4	-28.7
19/05/09	BUY	10,000	-47.2	-43.3
19/05/31	BUY	7,000	-	-

▶ 최근 2년간 무림P&P 주가 및 목표주가



▶ Compliance Note

- 조사분석 담당자는 해당종목과 재산적 이해관계가 없습니다.
- 동 자료는 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료에 언급된 종목의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료에 언급된 종목의 유가증권(DR, CB, IPO, 시장조성) 발행과 관련하여 지난 6개월간 주가상으로 참여하지 않았습니다.
- 이 자료에 게재된 내용들은 자료작성자 박종렬의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

▶ 투자 의견 분류

- ▶ 업종 투자 의견 분류 현대차증권의 업종투자 의견은 3등급으로 구분되며 향후 6개월간 업종 펀더멘탈과 업종주가의 전망을 의미함.
 - OVERWEIGHT : 업종 펀더멘탈의 개선과 함께 업종주가의 상승 기대
 - NEUTRAL : 업종 펀더멘탈상의 유의미한 변화가 예상되지 않음
 - UNDERWEIGHT : 업종 펀더멘탈의 악화와 함께 업종주가의 하락 기대

- ▶ 현대차증권의 종목투자 의견은 3등급으로 구분되며 향후 6개월간 추천기준일 종가대비 추천종목의 예상 상대수익률을 의미함.
 - BUY : 추천일 종가대비 초과수익률 +15%P 이상
 - MARKETPERFORM(M.PERFORM) : 추천일 종가대비 초과수익률 -15%~+15%P 이내
 - SELL : 추천일 종가대비 초과수익률 -15%P 이하

▶ 투자등급 통계 (2018.04.01~2019.03.31)

투자등급	건수	비율(%)
매수	140건	89.17%
보유	17건	10.83%
매도	0건	0%

- 본 조사항목은 투자자들에게 도움이 될 만한 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 당사의 사전 동의 없이 무단복제 및 배포할 수 없습니다.
- 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.
- 본 자료는 어떠한 경우에도 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

