

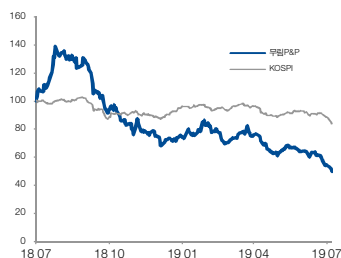
부진한 실적 모멘텀 지속

현재주가(8/7)	4,050원
상승여력	48.1%
시가총액	253십억원
발행주식수	62,368천주
자본금/액면가	156십억원/2,500원
52주 최고가/최저가	11,200원/4,000원
일평균 거래대금(60일)	9억원
외국인지분율	9.40%
주요주주	무림페이퍼 66.97%
주가상승률	1M 3M 6M
절대주가(%)	-21.7 -35.0 -32.1
상대주가(%p)	-13.8 -25.5 -22.0

※ K-IFRS 연결 기준

(단위: 원)	EPS(19F)	EPS(20F)	T/P
Before	819	870	7,000
After	797	902	6,000
Consensus	818	866	7,000
Cons. 차이	-2.6%	4.2%	-14.3%

최근 12개월 주가수익률



자료: WiseFn, 현대차증권

1) 투자포인트 및 결론

- 동사의 주가는 주식시장 하락과 펄프가격 급락 등으로 지난해 8월 하순 이후 하락 추세를 보이고 있음. 펄프가격의 약세와 함께 부진한 실적 모멘텀으로 시장수익률을 상회하기는 쉽지 않을 것으로 판단함.
- 기존 BUY 의견을 유지하나, 목표주가를 6,000원으로 하향 조정함.
- 목표주가를 하향한 이유는 부진한 실적 모멘텀을 감안해 멀티플을 낮췄기 때문. 사업가치 산정시 EV/EBITDA 멀티플을 기존 5.1배에서 4.1배(최근 2년간 평균치 대비 18% 할인율 적용)로 하향함. <표3 참조>

2) 주요이슈 및 실적전망

- 2분기 연결기준 매출액 1,705억원(YoY 4.4%), 영업이익 171억원(YoY -41.8%)으로 당초 전망치를 하회한 부진한 실적을 기록함. 이는 펄프가격 급락에 따른 펄프부문의 이익 급감이 주된 요인으로 작용한 가운데 제지부문의 수익성 또한 악화되었기 때문임. 종속법인 인도네시아 PT플자즈마(조림사업) 영업손실이 28억원 반영되면서 영업이익이 당초 예상치를 하회함.
- 지난해 11월부터 펄프가격이 급락한 것은 미중 무역전쟁에 따른 중국(최대 수요처)경기 둔화 우려, 지난 1년간 강세에 따른 가격저항 등이 맞물렸기 때문. 펄프가격은 8월 고시가격이 \$600/t까지 하락했는데, 추가적인 하락은 제한적일 것이지만 급격한 반등도 쉽지 않음. 향후 펄프가격은 현 가격대에서 4분기 성수기에 따른 수요 증가를 반영하면서 점진적 상승세를 보일 전망. 동사 실적의 key factor는 펄프가격인데, 펄프가격이 지난해와는 달리 올해 큰 폭 하락한 상태라 하반기에도 영업이익 모멘텀은 약할 수 밖에 없음.
- 당초 예상보다 부진했던 2분기 실적을 반영해 올해 연간 수익예상을 하향 조정함. 2019년 연결기준 매출액 6,799억원(YoY 4.4%), 영업이익 754억원(YoY -26.3%)로 수정 전망함.

3) 주가전망 및 Valuation

- 동사의 주가는 12개월 Forward 기준 P/E, P/B 각각 4.7배, 0.4배로 저평가 상태. 배당수익률(DPS 200원 추정) 4.9%로 매력적임.

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	680	75	50	125	797	-28.8	5.1	0.4	4.4	7.9	4.9
2020F	698	82	56	129	902	13.2	4.5	0.4	3.8	8.5	4.9
2021F	720	86	60	130	959	6.2	4.2	0.3	3.4	8.5	4.9

* K-IFRS 연결 기준

〈표1〉 무림P&P 2019년 2분기 실적 (연결기준)

(단위: 십억원, %)

구분	분기실적			증감		당사 전망치		Consensus	
	2Q18	1Q19	2Q19P	(YoY)	(QoQ)	2Q19P	Diff.	2Q19P	Diff.
매출액	163	162	171	4.4%	5.2%	178	-4.2%	178	-4.2%
영업이익	29	20	17	-41.8%	-13.2%	21	-16.7%	20	-14.5%
세전이익	24	17	16	-36.2%	-11.3%	19	-16.5%	18	-13.9%
순이익	18	13	12	-33.0%	-3.5%	14	-13.1%	14	-13.6%

자료: 무림P&P, 현대차증권

〈표2〉 무림P&P 연간 실적 추정 변경 내역 (연결기준)

(단위: 십억원, %)

구분	변경 후		변경 전		변동률	
	2019F	2020F	2019F	2020F	2019F	2020F
매출액	680	698	689	704	-1.3%	-0.9%
영업이익	75	82	81	83	-6.9%	-1.3%
세전이익	68	76	73	77	-7.1%	-1.8%
자배주주순이익	50	56	51	54	-2.6%	4.2%

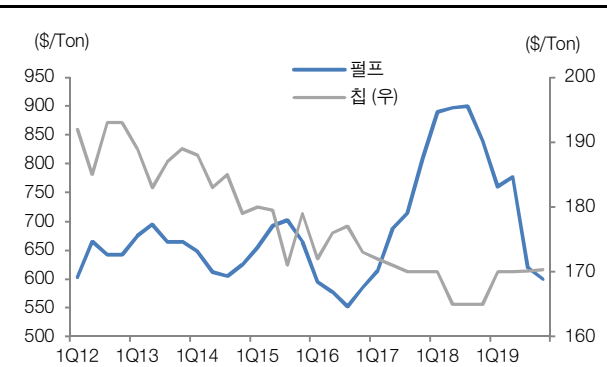
자료: 무림P&P, 현대차증권

〈표3〉 적정주가가치 산출 근거

(십억원, 천주, 원, %)	2019F	2020F	12M Forward	비고
1. 사업가치	511	528	521	
EBITDA	125	129		
EV/EBITDA	4.1	4.1		최근 2년간 low 평균치(5.0배) 대비 18% 할인율 적용
2. 투자자산가치	115	115	115	순자산가액의 25%할인율 적용
1) 관계기업지분투자	85	85		
2) 장기매도가능금융자산	30	30		
3. 기업가치 (=1+2)	626	643	636	
4. 순차입금	283	218	245	
5. 비지배주주지분	18	18	18	
6. 적정주가가치 (=3-4-5)	326	407	373	
발행주식수	62,368	62,368	62,368	
적정주가 (원)	5,220	6,519	6,086	
현재주가 (원)	4,050	4,050	4,050	
상승여력 (%)	28.9%	61.0%	50.3%	

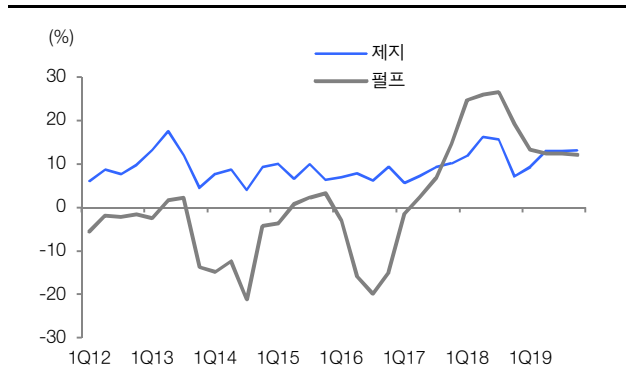
자료: 현대차증권

〈그림1〉 펄프와 우드칩 가격 추이 및 전망



자료: 무림P&P, 현대차증권

〈그림2〉 제지와 펄프 영업이익률 추이 및 전망



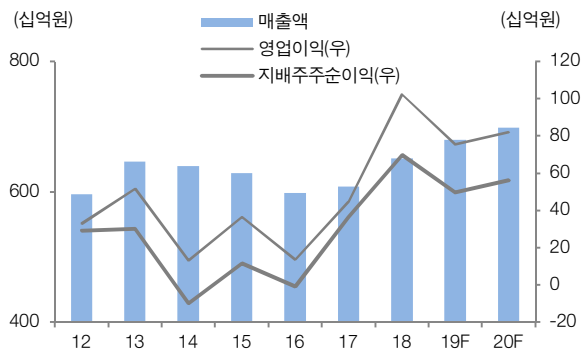
자료: 무림P&P, 현대차증권

<표4> 무림P&P 분기별 및 연간 실적 전망 (연결기준)

(십억원 %)	2018				2019F				2018	2019F	2020F
	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2QP	3QF	4QF			
매출액	160	164	165	163	162	171	175	172	651	680	69
제지	117	119	117	118	115	121	118	120	471	473	494
펄프	42	44	48	45	37	33	41	36	179	147	143
기타	1	0	0	0	10	16	16	17	2	60	60
매출총이익	35	40	41	28	35	30	31	30	145	125	125
영업이익	23	29	29	21	20	17	20	19	102	75	82
제지	14	19	18	8	11	16	15	16	60	57	65
펄프	10	11	13	9	5	4	5	4	43	18	17
기타	-1	-1	-2	4	4	-3	-1	-1	-1	0	-1
세전이익	21	24	28	19	17	16	18	17	94	68	76
지배주주순이익	16	18	21	15	12	12	13	13	70	50	56
수익성 (%)											
GPM	22.2	24.5	24.7	17.4	21.4	17.5	17.5	17.5	22.2	18.4	17.9
OPM	14.4	18.0	17.8	12.6	12.2	10.0	11.1	11.1	15.7	11.1	11.7
제지	11.9	16.3	15.6	7.1	9.3	13.0	13.0	13.1	12.7	12.2	13.2
펄프	24.7	26.0	26.6	19.2	13.2	12.4	12.3	12.1	24.1	12.5	12.1
RPM	13.4	14.9	17.2	11.9	10.8	9.1	10.0	10.0	14.4	10.0	10.8
NPM	10.0	11.0	12.8	8.9	7.2	7.1	7.5	5	10.7	7.3	8.1
성장성 (% YoY)											
매출액	9.9	9.3	9.5	0.6	1.6	4.3	6.0	5.5	7.2	4.4	2.6
영업이익	424.2	283.8	151.4	-2.3	-14.0	-41.8	-33.6	-7.1	128.6	-26.3	8.7
세전이익	61.8	766.9	272.1	-22.6	-18.5	-36.1	-38.3	-11.0	91.8	-27.5	11.5
지배주주순이익	62.1	725.6	85.6	-23.3	-26.5	-33.4	-38.4	-11.5	91.3	-28.8	13.2
주요가정											
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	1,180.0	1,190.0	1,170.0	1,124.0	1,166.0	1,155.0
원/달러 (기말환율)	1,063.6	1,114.7	1,109.3	1,115.0	1,126.0	1,180.0	1,190.0	1,170.0	1,115.0	1,167.0	1,155.0

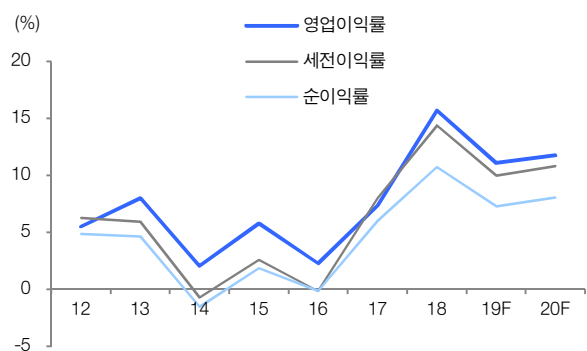
자료 : 무림P&P, 현대차증권

<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	680	698	720
증가율 (%)	1.6	7.1	4.4	2.6	3.2
매출원가	513	506	555	573	589
매출원가율 (%)	84.4	77.8	81.6	82.1	81.8
매출총이익	95	145	125	125	131
매출이익률 (%)	15.6	22.2	18.4	17.9	18.2
증가율 (%)	62.5	52.6	-13.5	-0.5	4.9
판매관리비	50	42	50	43	45
판매비율 (%)	8.2	6.5	7.3	6.1	6.2
EBITDA	94	152	125	129	130
EBITDA 이익률 (%)	15.4	23.3	18.3	18.5	18.1
증가율 (%)	44.2	61.8	-17.9	3.3	1.3
영업이익	45	102	75	82	86
영업이익률 (%)	7.4	15.7	11.1	11.7	11.9
증가율 (%)	229.2	128.6	-26.3	8.7	4.7
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	68	76	80
세전계속사업이익률	8.0	14.4	10.0	10.8	11.2
증가율 (%)	흑전	91.8	-27.5	11.5	6.2
법인세비용	12	24	17	19	20
계속사업이익	36	70	51	57	60
중단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익	36	70	51	57	60
당기순이익률 (%)	6.0	10.7	7.5	8.1	8.4
증가율 (%)	흑전	91.3	-27.2	11.7	6.2
지배주주지분 순이익	36	70	50	56	60
비지배주주지분 순이익	0	0	1	0	0
기타포괄이익	0	-4	1	0	0
총포괄이익	37	65	52	57	60

(단위: 십억원)

현금흐름표	2017	2018	2019F	2020F	2021F
영업활동으로인한현금흐름	105	102	126	98	77
당기순이익	36	70	51	57	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	17	-5	-28
기타	15	13	8	0	0
투자활동으로인한현금흐름	-31	-69	-29	-21	-21
투자자산의 감소(증가)	-8	-122	-5	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	-52
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	-12
기타	-11	-104	-18	0	0
기타현금흐름	0	1	0	0	0
현금의증가(감소)	28	5	-12	25	4
기초현금	49	77	81	69	94
기말현금	77	81	69	94	98

* K-IFRS 연결기준

(단위: 십억원)

재무상태표	2017	2018	2019F	2020F	2021F
유동자산	282	415	397	433	442
현금성자산	77	81	69	94	98
단기투자자산	0	0	0	0	0
매출채권	96	111	113	118	121
재고자산	107	117	130	135	139
기타유동자산	3	5	4	4	4
비유동자산	820	941	912	886	863
유형자산	775	772	737	711	688
무형자산	11	11	11	11	10
투자자산	34	156	161	161	161
기타비유동자산	1	2	4	4	4
기타금융업자산	0	0	0	0	0
자산총계	1,102	1,356	1,309	1,319	1,305
유동부채	306	463	389	371	327
단기차입금	148	222	154	134	114
매입채무	27	26	32	33	34
유동성장기부채	72	121	106	106	106
기타유동부채	59	93	97	97	72
비유동부채	233	259	264	249	231
사채	0	0	0	0	0
장기차입금	158	168	160	140	120
장기금융부채 (리스포함)	0	3	3	3	3
기타비유동부채	75	89	102	106	108
기타금융업부채	0	0	0	0	0
부채총계	539	722	654	619	558
지배주주지분	563	617	637	681	728
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	364	408	455
비지배주주지분	0	18	18	18	19
자본총계	563	634	655	699	747

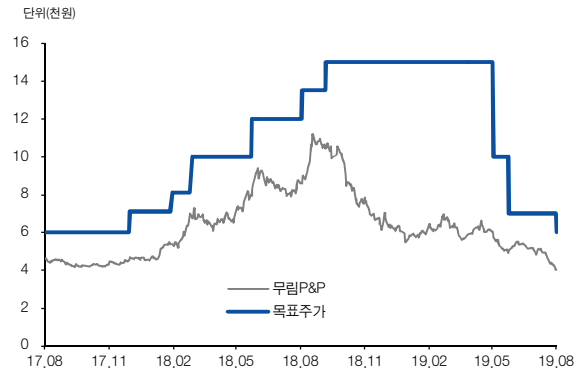
(단위: 원배,%)

주요투자지표	2017	2018	2019F	2020F	2021F
EPS(당기순이익 기준)	585	1,119	814	910	966
EPS(지배순이익 기준)	585	1,119	797	902	959
BPS(자본총계 기준)	9,031	10,171	10,501	11,210	11,977
BPS(지배지분 기준)	9,029	9,889	10,214	10,916	11,675
DPS	150	250	200	200	200
P/E(당기순이익 기준)	7.8	5.4	5.0	4.5	4.2
P/E(지배순이익 기준)	7.8	5.4	5.1	4.5	4.2
P/B(자본총계 기준)	0.5	0.6	0.4	0.4	0.3
P/B(지배지분 기준)	0.5	0.6	0.4	0.4	0.3
EV/EBITDA(Reported)	6.2	4.8	4.4	3.8	3.4
배당수익률	3.3	4.1	4.9	4.9	4.9
성장성 (%)					
EPS(당기순이익 기준)	흑전	91.3	-27.2	11.7	6.2
EPS(지배순이익 기준)	흑전	91.3	-28.8	13.2	6.2
수익성 (%)					
ROE(당기순이익 기준)	6.6	11.7	7.9	8.4	8.3
ROE(지배순이익 기준)	6.7	11.8	7.9	8.5	8.5
ROA	3.3	5.7	3.8	4.3	4.6
안정성 (%)					
부채비율	95.7	113.8	99.8	88.6	74.7
순차입금비율	53.6	52.2	43.2	31.2	23.4
이자보상배율	3.9	9.2	7.1	9.0	10.4

▶ 투자이견 및 목표주가 추이

일자	투자이견	목표주가	과리율(%)	
			평균	최고/최저
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	-47.5	-43.3
19/05/31	BUY	7,000	-28.5	-21.4
19/08/08	BUY	6,000	-	-

▶ 최근 2년간 무림P&P 주가 및 목표주가



▶ Compliance Note

- 조사분석 담당자는 해당종목과 재산적 이해관계가 없습니다.
- 동 자료는 기관투자가 또는 제3자에게 사전제공한 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 중간사로 참여하지 않았습니다.
- 이 자료에 게재된 내용들은 자료작성자 박종렬의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

▶ 투자이견 분류

- ▶ 업종 투자이견 분류 현대차투자증권의 업종투자이견은 3등급으로 구분되며 향후 6개월간 업종 펀더멘털과 업종주가의 전망을 의미함.
 - OVERWEIGHT : 업종 펀더멘털의 개선과 함께 업종주가의 상승 기대
 - NEUTRAL : 업종 펀더멘털상의 유의미한 변화가 예상되지 않음
 - UNDERWEIGHT : 업종 펀더멘털의 악화와 함께 업종주가의 하락 기대

- ▶ 현대차투자증권의 종목투자이견은 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 (2018.07.01~2019.06.30)

투자등급	건수	비율(%)
매수	148건	89.16%
보유	18건	10.84%
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.