

부진한 실적 지속 불가피

현재주가 (11/15)	4,825원	
상승여력	16.1%	
시가총액	301십억원	
발행주식수	62,368천주	
자본금/액면가	156십억원/2,500원	
52주 최고가/최저가	7,030원/4,000원	
일평균 거래대금 (60일)	8억원	
외국인지분율	8.73%	
주요주주	무림페이퍼 66.97%	
주가상승률	1M	3M 6M
절대주가(%)	5.5	10.2 -16.8
상대주가(%p)	2.0	-0.2 -19.1

※ K-IFRS 연결 기준

(단위: 원)	EPS(19F)	EPS(20F)	T/P
Before	797	902	6,000
After	487	355	5,600
Consensus	N/A	N/A	5,500
Cons. 차이	N/A	N/A	1.8%

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, 수익예상을 하향하며 목표주가를 5,600원으로 하향 조정함. 사업가치 산정시 EV/EBITDA 멀티플을 7.0배(최근 5년간 평균치 대비 5% 할인율)를 적용함. < 표3 참조 >

2) 주요이슈 및 실적전망

- 3분기 연결기준 매출액 1,447억원(YoY -12.5%), 영업이익 73억원(YoY -75.2%)으로 당초 전망치를 크게 하회한 부진한 실적을 기록함. 이는 펄프가격 급락에 따른 펄프부문이 적자로 전환된 가운데 제지부문의 수익성 또한 크게 악화되었기 때문임. 종속법인 인도네시아 PT플라즈마(조림사업) 영업손실이 9억원 반영되면서 전체 영업이익의 감익에 일조함.
- 지난해 11월부터 펄프가격이 급락한 것은 미중 무역전쟁에 따른 중국(최대 수요처)경기 둔화 우려와 함께 지난 1년간 강세에 따른 가격저항 등이 맞물렸기 때문. 펄프가격은 지난해 10월 \$900/t를 고점으로 지속적으로 하락해 올해 11월 고시가격이 \$545/t까지 하락했음. 추가적인 하락은 제한적일 것이지만 급격한 반등도 쉽지 않을 전망. 동사 실적의 key factor는 펄프가격인데, 펄프가격이 지난해와는 달리 올해 큰 폭 하락한 상태라 당분간 영업이익 모멘텀은 약할 수 밖에 없음.
- 당초 예상보다 부진했던 3분기 실적을 반영해 올해 및 내년 연간 수익예상을 하향 조정함. 2019년 연결기준 매출액 6,293억원(YoY -3.4%), 영업이익 523억원(YoY -48.9%)로 수정 전망함.

3) 주가전망 및 Valuation

- 동사의 주가는 12개월 Forward 기준 P/E, P/B 각각 13.1배, 0.5배 수준에서 거래되고 있음.

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	629	52	30	103	487	-56.4	9.9	0.5	5.9	4.9	4.1
2020F	636	38	22	87	355	-27.1	13.6	0.5	6.7	3.5	4.1
2021F	710	45	28	93	456	28.3	10.6	0.5	6.0	4.4	4.1

* K-IFRS 연결 기준

〈표1〉 무림P&P 2019년 3분기 실적 (연결기준)

(단위: 십억원, %)

구분	분기 실적			증감		당사 전망치		Consensus	
	3Q18	2Q19	3Q19P	(YoY)	(QoQ)	3Q19P	Diff.	3Q19P	Diff.
매출액	165	171	145	-12.5%	-15.1%	176	-17. %	166	-13.0%
영업이익	29	17	7	-75.2%	-57.4%	20	-62.8%	16	-54.7%
세전이익	28	16	3	-89.5%	-80.7%	19	-83.9%	18	-83.3%
순이익	21	12	2	-92.0%	-85.9%	14	-87.9%	14	-87.9%

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	629	636	680	698	-7.5%	-8.8%
영업이익	52	38	75	82	-30.3%	-53.7%
세전이익	42	30	68	76	-38.4%	-60.7%
지배주주순이익	30	22	50	56	-39.2%	-60.4%

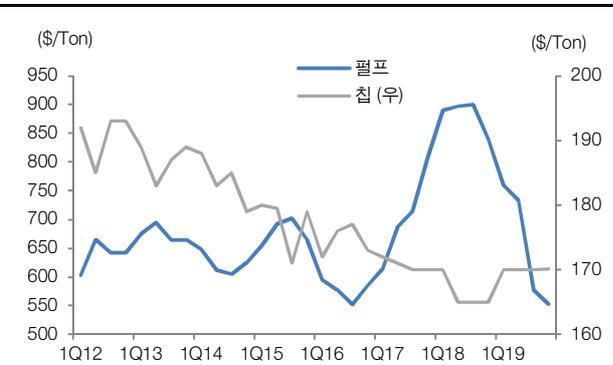
자료: 무림P&P, 현대차증권

〈표3〉 적정주주 가치 산출 근거

(십억원, 천주, 원 %)	2019F	2020F	12M Forward	비고
1. 사업가치	726	615	642	
EBITDA	103	87		
EV/EBITDA	7.0	7.0		최근 2년간 low 평균치(5.0배) 대비 18% 할인을 적용
2. 투자자산가치	4	4	4	순자산가액의 25%할인을 적용
1) 관계기업지분투자	4	4		
2) 장기매도가능금융자산	0	0		
3. 기업가치 (=1+2)	730	619	647	
4. 순차입금	303	276	283	
5. 비지배주주지분	17	17	17	
6. 적정주주 가치 (=3-4-5)	409	325	346	
발행주식수	62,368	62,368	62,368	
적정주가 (원)	6,563	5,218	5,554	
현재주가 (원)	4,825	4,825	4,825	
상승여력 (%)	36.0%	8.2%	15.1%	

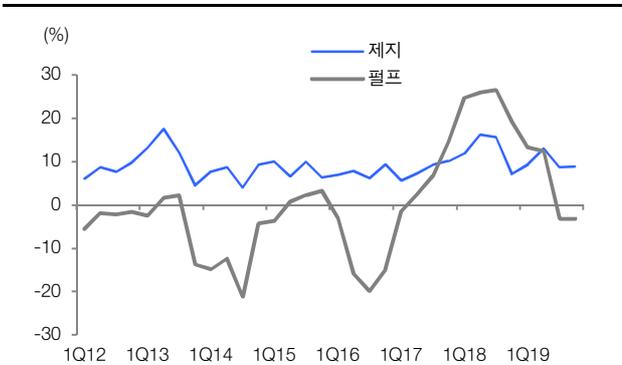
자료: 현대차증권

〈그림1〉 펄프와 우드칩 가격 추이 및 전망



자료: 무림P&P, 현대차증권

〈그림2〉 제지와 펄프 영업이익률 추이 및 전망



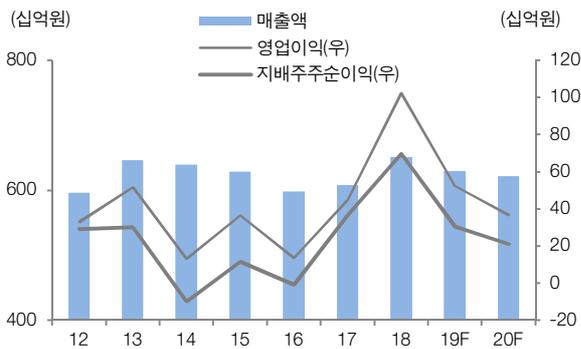
자료: 무림P&P, 현대차증권

〈표4〉 무림P&P 분기별 및 연간 실적 전망 (연결기준)

(십억원 %)	2018				2019F				2018	2019F	2020F
	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4QF			
매출액	160	164	65	163	162	171	145	152	651	629	636
제지	117	119	117	118	115	121	106	113	471	455	470
펄프	42	44	48	45	37	33	33	33	179	136	128
기타	1	0	0	0	10	16	6	6	2	38	38
매출총이익	35	40	41	28	35	29	19	19	145	103	82
영업이익	23	29	29	21	20	17	7	8	102	52	38
제지	14	19	8	8	11	16	9	10	60	46	43
펄프	10	11	13	9	5	4	-1	-1	43	7	-4
기타	-1	-1	-2	4	4	-3	-1	-1	-1	0	-1
세전이익	21	24	28	19	17	16	3	6	94	42	30
지배주주순이익	16	18	21	15	12	12	2	4	70	30	22
수익성 (%)											
GPM	22.2	24.5	24.7	17.4	21.4	17.2	13.4	12.7	22.2	16.3	12.8
OPM	14.4	18.0	17.8	12.6	12.2	10.1	5.1	5.3	15.7	8.3	6.0
제지	11.9	16.3	15.6	7.1	9.3	13.0	8.8	8.8	12.7	10.1	9.1
펄프	24.7	26.0	26.6	19.2	13.2	12.4	-3.2	-3.2	24.1	5.1	-3.2
RPM	13.4	14.9	17.2	11.9	10.8	9.1	2.1	3.8	14.4	6.7	4.7
NPM	10.0	11.0	12.8	8.9	7.2	7.0	1.6	2.9	10.7	4.8	3.5
성장성 (% YoY)											
매출액	9.9	9.3	9.5	0.6	1.6	4.3	-12.5	-6.7	7.2	-3.4	1.1
영업이익	424.2	283.8	151.4	-2.3	-14.0	-41.6	-75.1	-60.6	128.6	-48.9	-27.3
세전이익	61.8	766.9	272.1	-22.6	-18.5	-36.1	-89.4	-69.9	91.8	-55.3	-28.8
지배주주순이익	62.1	725.6	285.6	-23.3	-26.5	-33.6	-89.1	-70.1	91.3	-56.4	-27.1

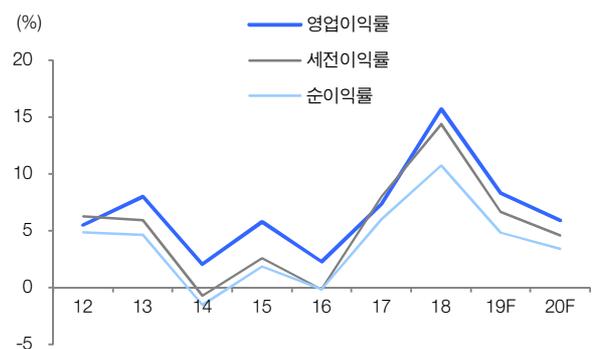
자료 : 무림P&P, 현대차증권

〈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	629	636	710
증가율 (%)	1.6	7.1	-3.4	1.1	11.6
매출원가	513	506	527	554	615
매출원가율 (%)	84.4	77.8	83.7	87.0	86.5
매출총이익	95	145	103	82	96
매출이익률 (%)	15.6	22.2	16.3	13.0	13.5
증가율 (%)	62.5	52.6	-29.1	-19.7	16.0
판매관리비	50	42	50	44	50
판매관비율 (%)	8.2	6.5	8.0	7.0	7.1
EBITDA	94	152	103	87	93
EBITDA 이익률 (%)	15.4	23.3	16.4	13.7	13.0
증가율 (%)	44.2	61.8	-32.0	-15.3	5.9
영업이익	45	102	52	38	45
영업이익률 (%)	7.4	15.7	8.3	6.0	6.4
증가율 (%)	229.2	128.6	-48.9	-27.3	19.2
영업외손익	3	-12	-12	-8	-7
금융수익	21	6	6	0	0
금융비용	19	19	20	10	8
기타영업외손익	0	1	2	1	1
총속/관계기업관련손익	2	3	1	0	0
세전계속사업이익	49	94	42	30	38
세전계속사업이익률	8.0	14.4	6.7	4.7	5.4
증가율 (%)	흑전	91.8	-55.3	-28.8	28.3
법인세비용	12	24	11	7	10
계속사업이익	36	70	31	22	29
중단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익	36	70	31	22	29
당기순이익률 (%)	6.0	10.7	4.9	3.5	4.0
증가율 (%)	흑전	91.3	-56.0	-27.1	28.3
지배주주지분 손이익	36	70	30	22	28
비지배주주지분 손이익	0	0	0	0	0
기타포괄이익	0	-4	2	0	0
총포괄이익	37	65	32	22	29

(단위: 십억원)

현금흐름표	2017	2018	2019F	2020F	2021F
영업활동으로인한현금흐름	105	102	83	64	62
당기순이익	36	70	31	22	29
유형자산 상각비	48	48	47	45	43
무형자산 상각비	1	1	4	5	5
외환손익	-5	0	1	0	0
운전자본의 감소(증가)	9	-30	6	-7	-14
기타	15	13	-6	0	0
투자활동으로인한현금흐름	-31	-69	-30	-24	-24
투자자산의 감소(증가)	-8	-122	-12	0	0
유형자산의 감소	0	0	0	0	0
유형자산의	-26	-24	-31	-20	-20
기타	3	77	13	-4	-4
재무활동으로인한현금흐름	-46	-29	-57	-72	-63
장기차입금의 증가(감소)	-27	86	-18	-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	-23	-20	-11
기타현금흐름	0	1	0	0	0
현금의증가(감소)	28	5	-5	-33	-26
기초현금	49	77	81	77	44
기말현금	77	81	77	44	18

*K-IFRS 연결기준

(단위: 십억원)

재무상태표	2017	2018	2019F	2020F	2021F
유동자산	282	415	384	368	372
현금성자산	77	81	77	44	18
단기투자자산	0	0	0	0	0
매출채권	96	111	87	94	107
재고자산	107	117	116	125	142
기타유동자산	3	5	9	9	9
비유동자산	820	941	923	898	875
유형자산	775	772	740	716	693
무형자산	11	11	11	10	10
투자자산	34	156	168	168	168
기타비유동자산	1	2	4	4	4
기타금융업자산	0	0	0	0	0
자산총계	1,102	1,356	1,307	1,266	1,247
유동부채	306	463	367	329	302
단기차입금	148	222	167	147	127
매입채무	27	26	28	30	34
유동성장기부채	72	121	101	81	70
기타유동부채	59	93	71	71	71
비유동부채	233	259	290	277	269
사채	0	0	0	0	0
장기차입금	158	168	204	184	164
장기금융부채 (리스포함)	0	3	3	3	3
기타비유동부채	75	89	83	89	101
기타금융업부채	0	0	0	0	0
부채총계	539	722	657	606	571
지배주주지분	563	617	633	643	659
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	360	369	385
비지배주주지분	0	18	17	17	18
자본총계	563	634	650	660	676

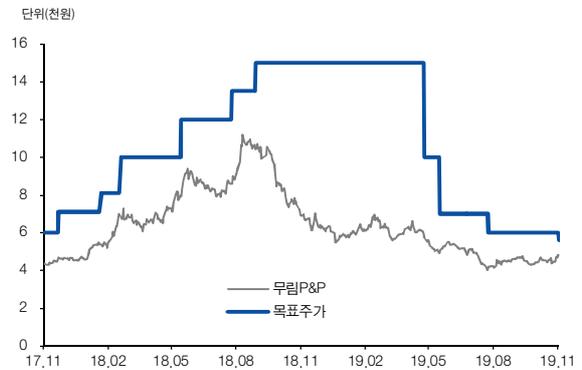
(단위: 원배,%)

주요투자지표	2017	2018	2019F	2020F	2021F
EPS(당기순이익 기준)	585	1,119	492	359	460
EPS(지배순이익 기준)	585	1,119	487	355	456
BPS(자본총계 기준)	9,031	10,171	10,426	10,584	10,845
BPS(지배지분 기준)	9,029	9,889	10,152	10,307	10,562
DPS	150	250	200	200	200
P/E(당기순이익 기준)	7.8	5.4	9.8	13.5	10.5
P/E(지배순이익 기준)	7.8	5.4	9.9	13.6	10.6
P/B(자본총계 기준)	0.5	0.6	0.5	0.5	0.4
P/B(지배지분 기준)	0.5	0.6	0.5	0.5	0.5
EV/EBITDA(Reporte)	6.2	4.8	5.9	6.7	6.0
배당수익률	3.3	4.1	4.1	4.1	4.1
성장성 (%)					
EPS(당기순이익 기준)	흑전	91.3	-56.0	-27.1	28.3
EPS(지배순이익 기준)	흑전	91.3	-56.4	-27.1	28.3
수익성 (%)					
ROE(당기순이익 기준)	6.6	11.7	4.8	3.4	4.3
ROE(지배순이익 기준)	6.7	11.8	4.9	3.5	4.4
ROA	3.3	5.7	2.3	1.7	2.3
안정성 (%)					
부채비율	95.7	113.8	101.0	91.8	84.4
순차입금비율	53.6	52.2	46.7	41.8	37.1
이자보상배율	3.9	9.2	4.8	3.9	5.4

▶ 투자의견 및 목표주가 추이

일자	투자의견	목표주가	과리율(%)	
			평균	최고/최저
18/01/05	BUY	7,100	-29.1	-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	-28.8	-21.4
19/08/08	BUY	6,000	-25.1	-19.6
19/11/18	BUY	5,600	-	-

▶ 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 주간사로 참여하지 않았습니다.
- 이 자료에 게재된 내용들은 자료작성자 박종렬의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

▶ 투자의견 분류

- ▶ 업종 투자의견 분류: 현대차투자증권의 업종투자의견은 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 종목투자의견은 3등급으로 구분되며 향후 6개월간 추천기준일 증가대비 추천종목의 예상 상대수익률을 의미함.
 - BUY: 추천일 증가대비 초과수익률 +15%P 이상
 - MARKETPERFORM(M,PERFORM): 추천일 증가대비 초과수익률 -15%~+15%P 이내
 - SELL: 추천일 증가대비 초과수익률 -15%P 이하

▶ 투자등급 통계 (2018.10.01~2019.09.30)

투자등급	건수	비율(%)
매수	143건	87.73%
보유	20건	12.27%
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.