

펄프가격 하락으로 수익성 악화

Analyst 박종렬

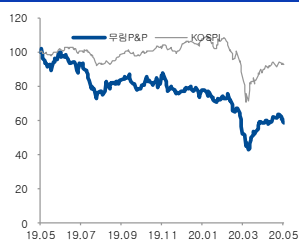
02-3787-2099 jrpark@hmsec.com

현재주가 (5/18)	3,115원
상승여력	12.4%
시가총액	194십억원
발행주식수	62,368천주
자본금/액면가	156십억원/2,500원
52주 최고가/최저가	5,610원/2,340원
일평균 거래대금 (60일)	1십억원
외국인지분율	5.17%
주요주주	무림페이퍼 66.97%
주가상승률	1M 3M 6M
절대주가(%)	-0.6 -20.3 -33.8
상대주가(%)	-4.2 -7.2 -25.7

* K-IFRS 연결 기준

(단위: 원)	EPS(20F)	EPS(21F)	T/P
Before	355	456	5,600
After	73	238	3,500
Consensus	481	353	
Cons. 차이	-84.8%	-32.6%	N/A

최근 12개월 주가수익률



자료: FnGuide, 현대차증권

투자포인트 및 결론

- 동사의 주가는 펄프가격 급락과 실적 악화 등으로 지난 2018년 8월 하순 고점을 형성한 이후 하락 추세에서 벗어나지 못하고 있음. 향후에도 펄프가격의 약세와 함께 부진한 실적 모멘텀으로 시장수익률을 상회하기는 쉽지 않을 것으로 판단함.
- 수익예상을 하향 조정하며, 투자 의견을 Marketperform과 목표주가를 3,500원으로 하향 조정함. 사업가치 산정시 EV/EBITDA 멀티플을 기존 7.2배(최근 6년간 평균치)를 유지하나, 1분기 실적 악화를 감안해 연간 수익예상을 하향했기 때문임. <표3 참조>

주요이슈 및 실적전망

- 1분기 연결기준 매출액 1,472억원(YoY -9.2%), 영업이익 36억원(YoY -81.7%)으로 당초 전망치를 소폭 하회하는 부진한 실적을 기록함. 이는 제지 부문은 당초 전망치를 소폭 상회하는 비교적 양호한 영업이익을 기록했지만, 펄프 가격 급락에 따른 펄프 부문의 영업적자가 전 분기에 이어 지속됐기 때문. 또한, 기타(금융 포함)부문도 주가지수 하락에 따른 금융부문의 영업손실과 함께 해외법인 적자 폭도 확대됐기 때문임. 한편, 세전이익은 적자로 전환됐는데, 환율상승에 따른 외화환산손실과 이자비용 증가 때문임.
- 2018년 11월부터 펄프가격이 급락한 것은 미·중 무역전쟁에 따른 중국(최대 수요처)경기 둔화 우려와 함께 지난 1년간 강세에 따른 가격 저장 등이 맞물렸기 때문. 펄프가격은 2018년 10월 \$900/t을 고점으로 지속적으로 하락해 올해 5월 고시가격이 \$575/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.
- 2분기 연결기준 매출액 1,670억원(YoY -2.1%), 영업이익 53억원(YoY -69.1%)으로 부진한 실적이 불가피할 전망. 1분기 실적을 반영해 올해 및 내년 연간 수익예상을 하향 조정함. 올해 연간 매출액과 영업이익을 기존 전망치 대비 각각 1.4%, 47.6% 하향 조정함. 올해 연결기준 매출액 6,271억원(YoY -0.7%), 영업이익 199억원(YoY -59.7%)로 수정 전망함.

주가전망 및 Valuation

- 주가 하락에도 불구하고 수익 예상 하향으로 동사의 주가는 12개월 Forward 기준 P/E, P/B 각각 30.3배, 0.3배 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 (%)
2018	651	102	70	152	1,119	91.3	5.4	0.6	4.8	11.8	4.1
2019	631	49	10	100	162	-85.5	26.1	0.4	6.4	1.6	4.1
2020F	627	20	5	68	73	-54.8	42.6	0.3	8.7	0.7	5.6
2021F	661	30	15	79	238	224.8	13.1	0.3	7.6	2.4	5.6
2022F	708	43	24	92	384	61.6	8.1	0.3	6.5	3.9	5.6

* K-IFRS 연결 기준

〈표1〉 무림P&P 2020년 1분기 실적 (연결 기준)

(단위: 십억원, %)

구분	분기실적			증감		당사 전망치		Consensus	
	1Q19	4Q19	1Q20P	(YoY)	(QoQ)	1Q20P	Diff.	1Q20P	Diff.
매출액	162	154	147	-9.1%	-4.4%	150	-1.9%	152	-3.2%
영업이익	20	5	4	-82.0%	-28.0%	4	-10.0%	8	-55.0%
세전이익	17	-12	-2	적전	적지	2	-185.0%	6	-128.3%
순이익	13	-16	-2	적전	적지	1	-330.0%	4	-157.5%

자료 : 무림P&P, 현대차증권

〈표2〉 무림P&P 연간 실적 추정 변경 내역 (연결기준)

(단위: 십억원, %)

구분	변경 후		변경 전		변동률	
	2020F	2021F	2020F	2021F	2020F	2021F
매출액	627	661	636	710	-1.4%	-6.9%
영업이익	20	30	38	45	-47.6%	-33.7%
세전이익	8	20	30	38	-74.5%	-46.8%
지배주주순이익	5	15	22	29	-79.0%	-46.8%

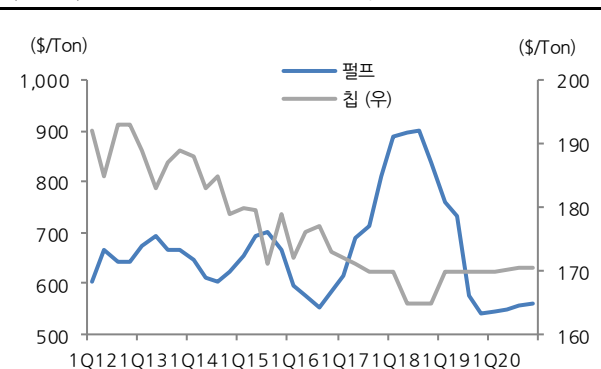
자료 : 무림P&P, 현대차증권

〈표3〉 적정주가가치 산출 근거

(십억원, 천주, 원, %)	20F	21F	12M Forward	비고
1. 사업가치	490	565	521	
EBITDA	68	79		
EV/EBITDA	7.2	7.2		최근 6년간 low 평균치(7.2배) 적용
2. 투자자산가치	101	101	101	순자산가액의 25%할인을 적용
1) 관계기업지분투자	21	21		
2) 장기매도가능금융자산	79	79		
3. 기업가치 (=1+2)	591	665	622	
4. 순차입금	393	395	394	
5. 비지배주주지분	7	7	7	
6. 적정주주가치 (=3-4-5)	191	262	221	
발행주식수	62,368	62,368	62,368	
적정주가 (원)	3,061	4,209	3,539	
현재주가 (원)	3,115	3,115	3,115	
상승여력 (%)	-1.7%	35.1%	13.6%	

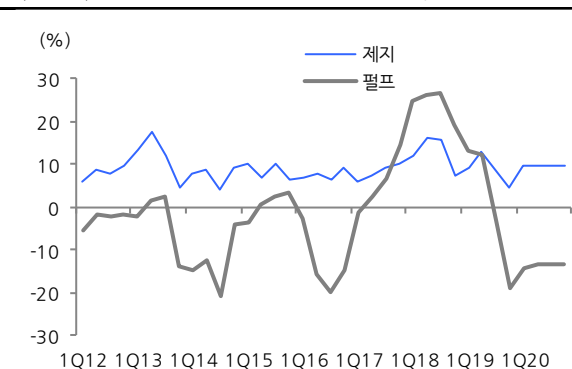
자료 : 현대차증권

〈그림1〉 펄프와 우드칩 가격 추이 및 전망



자료 : 무림P&P, 현대차증권

〈그림2〉 제지와 펄프 영업이익률 추이 및 전망



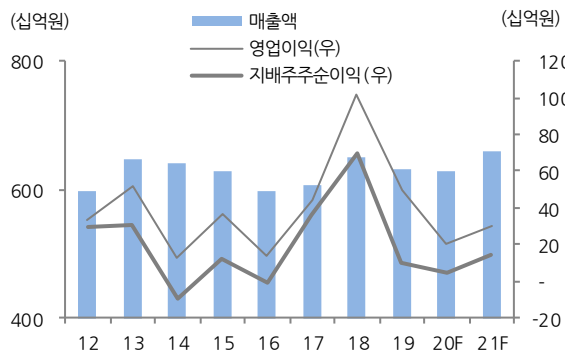
자료 : 무림P&P, 현대차증권

〈표4〉 무림P&P 분기별 및 연간 실적 전망 (연결기준)

(십억원, %)	2019				2020F				2019	2020F	2021F
	1Q	2Q	3Q	4Q	1QP	2QF	3QF	4QF			
매출액	162	171	145	154	147	167	147	166	631	627	661
제지	115	121	106	114	112	119	106	120	456	457	480
펄프	37	33	33	32	30	32	35	39	136	136	146
기타	10	16	6	8	5	16	6	8	40	35	35
매출총이익	35	29	19	14	16	19	18	19	97	71	84
영업이익	20	17	7	5	4	5	5	6	49	20	30
제지	11	16	9	5	11	12	10	12	41	45	48
펄프	5	4	-1	-6	-4	-4	-5	-5	2	-19	-13
기타	4	-3	-1	9	-3	-2	0	-1	9	-6	-5
세전이익	17	16	3	-12	-2	3	3	3	24	8	20
지배주주순이익	12	12	2	-16	-2	2	2	2	10	5	15
수익성 (%)											
GPM	21.4	17.2	13.4	8.9	10.8	11.2	12.1	11.3	15.4	11.3	12.8
OPM	12.2	10.1	5.1	3.4	2.4	3.2	3.6	3.5	7.8	3.2	4.5
제지	9.3	13.0	8.8	4.6	9.7	9.7	9.8	9.9	9.0	9.8	9.9
펄프	13.2	12.4	-3.2	-18.8	-14.5	-13.4	-13.4	-13.4	1.4	-13.6	-8.7
RPM	10.8	9.1	2.1	-7.5	-1.2	1.8	2.0	2.1	3.9	1.2	3.1
NPM	7.2	7.0	1.6	-10.3	-1.5	1.3	1.5	1.5	1.6	0.7	2.2
성장성 (% YoY)											
매출액	1.6	4.3	-12.5	-5.4	-9.2	-2.1	1.5	7.8	-3.1	-0.7	5.4
영업이익	-14.0	-41.6	-75.0	-74.5	-81.7	-69.1	-28.4	9.9	-51.7	-59.7	51.1
세전이익	-18.5	-36.1	-89.5	적전	적전	-80.9	-2.3	흑전	-73.9	-69.0	168.1
지배주주순이익	-26.5	-33.6	-89.4	적전	적전	-82.0	-5.3	흑전	-85.5	-54.8	224.8

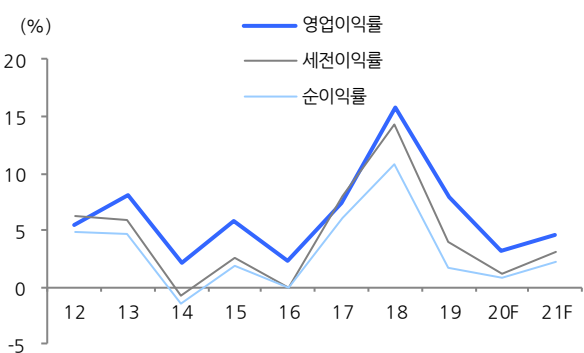
자료 : 무림P&P, 현대차증권

〈그림3〉 2018년 사상 최대 실적 이후 약세



자료 : 무림P&P, 현대차증권

〈그림4〉 수익성 지표, 지난해 대비 둔화



자료 : 무림P&P, 현대차증권

COMPANY NOTE

	(단위:십억원)				
포괄손익계산서	2018	2019	2020F	2021F	2022F
매출액	651	631	627	661	708
증가율 (%)	7.1	-3.1	-0.6	5.4	7.1
매출원가	506	534	556	576	607
매출원가율 (%)	77.7	84.6	88.7	87.1	85.7
매출총이익	145	97	71	84	101
매출이익률 (%)	22.3	15.4	11.3	12.7	14.3
증가율 (%)	52.6	-33.1	-26.8	18.3	20.2
판매관리비	42	48	51	54	59
판매비율 (%)	6.5	7.6	8.1	8.2	8.3
EBITDA	152	100	68	79	92
EBITDA 이익률 (%)	23.3	15.8	10.8	12.0	13.0
증가율 (%)	61.7	-34.2	-32.0	16.2	16.5
영업이익	102	49	20	30	43
영업이익률 (%)	15.7	7.8	3.2	4.5	6.1
증가율 (%)	126.7	-52.0	-59.2	50.0	43.3
영업외손익	-12	-30	-15	-12	-12
금융수익	6	8	1	1	1
금융비용	19	22	18	18	18
기타영업외손익	1	-16	2	5	5
종속/관계기업관련손익	3	5	3	3	3
세전계속사업이익	94	24	8	20	33
세전계속사업이익률	14.4	3.8	1.3	3.0	4.7
증가율 (%)	91.8	-74.5	-66.7	150.0	65.0
법인세비용	24	14	3	5	8
계속사업이익	70	10	5	15	25
중단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익	70	10	5	15	25
당기순이익률 (%)	10.8	1.6	0.8	2.3	3.5
증가율 (%)	94.4	-85.7	-50.0	200.0	66.7
지배주주지분 순이익	70	10	5	15	24
비지배주주지분 순이익	-0	0	0	0	1
기타포괄이익	-4	3	0	0	0
총포괄이익	65	13	5	15	25

	(단위:십억원)				
현금흐름표	2018	2019	2020F	2021F	2022F
영업활동으로인한현금흐름	102	52	39	59	65
당기순이익	70	10	5	15	25
유형자산 상각비	48	49	48	48	48
무형자산 상각비	1	1	1	1	1
외환손익	-0	-1	0	0	0
운전자본의 감소(증가)	-30	-30	-14	-5	-9
기타	13	23	-1	0	0
투자활동으로인한현금흐름	-69	-57	-50	-50	-50
투자자산의 감소(증가)	-122	-55	0	0	0
유형자산의 감소	0	0	0	0	0
유형자산의 증가(CAPEX)	-24	-38	-48	-48	-48
기타	77	36	-2	-2	-2
재무활동으로인한현금흐름	-29	-2	-11	9	-11
차입금의 증가(감소)	12	77	0	20	0
사채의증가(감소)	0	0	0	0	0
자본의 증가	-2	0	0	0	0
배당금	-9	-16	-11	-11	-11
기타	-30	-63	0	0	0
기타현금흐름	1	0	0	0	0
현금의증가(감소)	5	-7	-22	18	4
기초현금	77	81	74	53	70
기말현금	81	74	53	70	74

* K-IFRS 연결 기준

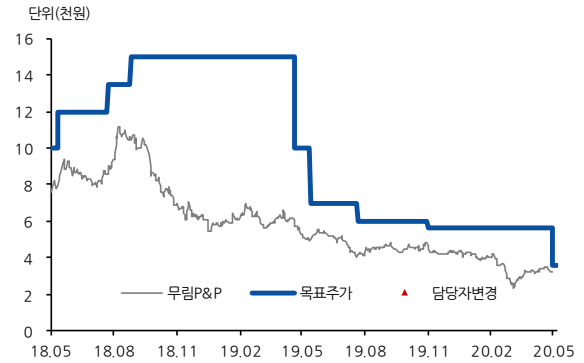
	(단위:십억원)				
재무상태표	2018	2019	2020F	2021F	2022F
유동자산	415	391	389	420	439
현금성자산	81	74	53	70	74
단기투자자산	0	0	0	0	0
매출채권	111	87	100	100	109
채고자산	117	125	133	146	152
기타유동자산	5	6	6	6	6
비유동자산	941	959	961	962	963
유형자산	772	737	737	737	737
무형자산	11	4	5	6	7
투자자산	156	211	211	211	211
기타비유동자산	2	7	8	8	8
기타금융업자산	0	0	0	0	0
자산총계	1,356	1,350	1,350	1,382	1,403
유동부채	463	392	392	394	396
단기차입금	222	195	195	195	195
매입채무	26	28	28	30	32
유동성장기부채	121	100	100	100	100
기타유동부채	94	69	69	69	69
비유동부채	259	337	344	369	374
사채	0	0	0	0	0
장기차입금	168	242	242	262	262
장기금융부채	3	6	6	6	6
기타비유동부채	88	89	96	101	106
기타금융업부채	0	0	0	0	0
부채총계	722	730	736	763	770
지배주주지분	616	614	607	612	624
자본금	156	156	156	156	156
자본잉여금	118	118	118	118	118
자본조정 등	-0	-0	-0	-0	-0
기타포괄이익누계액	-2	-1	-1	-1	-1
이익잉여금	345	340	334	338	351
비지배주주지분	18	7	7	7	8
자본총계	634	621	614	619	632

	(단위:원, 배, %)				
주요투자지표	2018	2019	2020F	2021F	2022F
EPS(당기순이익 기준)	1,119	166	75	245	396
EPS(지배순이익 기준)	1,119	162	73	238	384
BPS(자본총계 기준)	10,171	9,950	9,850	9,920	10,141
BPS(지배지분 기준)	9,889	9,842	9,740	9,803	10,011
DPS	250	175	175	175	175
P/E(당기순이익 기준)	5.4	25.4	41.3	12.7	7.9
P/E(지배순이익 기준)	5.4	26.1	42.6	13.1	8.1
P/B(자본총계 기준)	0.6	0.4	0.3	0.3	0.3
P/B(지배지분 기준)	0.6	0.4	0.3	0.3	0.3
EV/EBITDA(Reported)	4.8	6.4	8.7	7.6	6.5
배당수익률	4.1	4.1	5.6	5.6	5.6
성장성 (%)					
EPS(당기순이익 기준)	91.3	-85.1	-54.6	224.8	61.6
EPS(지배순이익 기준)	91.3	-85.5	-54.8	224.8	61.6
수익성 (%)					
ROE(당기순이익 기준)	11.7	1.7	0.8	2.5	3.9
ROE(지배순이익 기준)	11.8	1.6	0.7	2.4	3.9
ROA	5.7	0.8	0.3	1.1	1.8
안정성 (%)					
부채비율	113.8	117.6	119.8	123.3	121.8
순차입금비용	52.2	59.8	64.0	63.9	61.9
이자보상배율	9.2	4.0	1.1	1.7	2.3

▶ 투자 의견 및 목표주가 추이

일 자	투자 의견	목표주가	과리율(%)	
			평균	최고/최저
2018.03.05	BUY	10,000	-31.23	-18.10
2018.05.29	BUY	12,000	-29.03	-21.67
2018.08.09	BUY	13,500	-23.97	-17.04
2018.09.12	BUY	15,000	-52.61	-28.67
2019.03.12	AFTER 6M	15,000	-59.67	-55.80
2019.05.09	BUY	10,000	-47.46	-43.30
2019.05.31	BUY	7,000	-28.75	-21.43
2019.08.08	BUY	6,000	-25.12	-19.58
2019.11.18	BUY	5,600	-33.55	-18.57
2020.05.19	M.PERFORM	3,600		

▶ 최근 2년간 무림P&P 주가 및 목표주가



▶ Compliance Note

- 동 자료는 기관투자자 또는 제3자에게 사전제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료에 언급된 종목의 지분율 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료에 언급된 종목의 유가증권(DR, CB, IPO, 시장조성) 발행과 관련하여 지난 6개월간 주간사로 참여하지 않았습니다.
- 조사분석 담당자는 해당종목과 재산적 이해관계가 없습니다.
- 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 (2019.04.01~2020.03.31)

투자등급	건수	비율(%)
매수	142건	89.9%
보유	16건	10.1%
매도	0건	0%

- 본 조사자료는 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.