

부진한 실적 지속

Analyst 박종렬

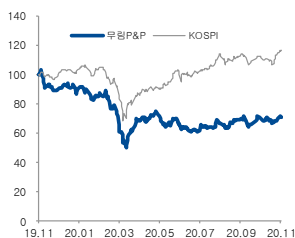
02-3787-2099 jrpark@hmsec.com

현재주가 (11/16)	3,315원
상승여력	5.6%
시가총액	207십억원
발행주식수	62,368천주
자본금/액면가	156십억원/2,500원
52주 최고가/최저가	4,825원/2,340원
일평균 거래대금 (60일)	1십억원
외국인지분율	3.53%
주요주주	무림페이퍼 66.97%
주가상승률	1M 3M 6M
절대주가(%)	0.3 5.6 -1.5
상대주가(%)	-3.3 3.2 -23.4

* K-IFRS 연결 기준

(단위: 원)	EPS(20F)	EPS(21F)	T/P
Before	201	204	3,500
After	-121	-146	3,500
Consensus	208	208	3,500
Cons. 차이	-158.2%	-170.2%	0.0%

최근 12개월 주가수익률



자료: FnGuide, 현대차증권

투자포인트 및 결론

- 코로나19 장기화에 따른 commodity 가격 하락과 맞물려 펄프가격의 하락세도 지속되고 있음. 동시에 글로벌 수요 부진에 따라 인쇄용지 판가 하락도 이어지고 있어, 당분간 실적 부진 추세 불가피할 전망이다.
- 동사의 주가는 향후에도 펄프 및 인쇄용지가격의 약세와 함께 부진한 실적 모멘텀으로 시장수익률을 상회하기는 쉽지 않을 것으로 판단함.

주요이슈 및 실적전망

- 3분기 연결기준 매출액 1,093억원(YoY -24.6%), 영업손실 75억원(YoY 적전)으로 당초 전망치를 크게 하회한 부진한 실적을 기록함. 원재료인 우드칩의 가격 하향 안정화에도 불구하고, 제지와 펄프의 글로벌 수요 부진으로 인해 내수 및 수출 판가가 큰 폭 하락하면서 수익성이 크게 악화됐기 때문. 한편, 금융 및 기타부문에서 6억원의 영업이익을 기록함.
- 제지 부문은 판매량과 판가가 모두 하락하면서 매출액과 영업이익이 크게 부진했음. 펄프 부문도 국제 펄프 가격 약세로 인해 영업적자가 전 분기에 이어 지속됨. 기타(금융 포함)부문은 전분기와는 달리 금융부문의 영업이익 증가세가 크게 둔화 됨.
- 펄프가격은 2018년 10월 \$900/t을 고점으로 지속적으로 하락해 올해 3분기 \$537/t을 기록함. 향후 추가적인 하락은 제한적일 것이지만, 글로벌 수요 회복이 더더 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.
- 펄프가격뿐만 아니라 인쇄용지 판가 약세도 당분간 지속될 전망. 국내 및 글로벌 수요 부진으로 판가 및 판매량 회복이 쉽지 않은 상황이기 때문. 향후 코로나19 상황이 진전되면 펄프 및 인쇄용지 수요 회복도 가능할 것임.
- 부진한 실적 흐름을 감안해 올해 및 내년 연간 수익예상을 하향 조정함. 현재의 부진한 실적 흐름은 내년 상반기까지는 지속될 전망. 결국 중요한 것은 펄프 및 인쇄용지 판가 회복인데, 이는 글로벌 수요가 뒷받침되어야 할 것임. 글로벌 코로나19 상황 진전에 따라 회복될 가능성도 상존하는 점을 고려할 필요는 있음.

주가전망 및 Valuation

- 향후 펄프 및 인쇄용지 판가 회복 여부가 동사의 영업실적과 주가에 미치는 영향은 적지 않을 것. 가격 및 판매량 회복 여부를 추후 계속해서 지켜볼 필요가 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	534	3	-8	51	-121	적전	N/A	0.3	13.4	NA	4.5
2021F	509	-3	-9	44	-146	적지	N/A	0.4	15.8	NA	4.5
2022F	535	23	10	70	162	흑전	20.5	0.4	10.0	1.8	4.5

* K-IFRS 연결 기준

〈표1〉 무림P&P 2020년 3분기 실적 (연결기준)

(단위: 십억원, %)

구분	분기실적			증감		당사 전망치		Consensus	
	3Q19	2Q20	3Q20P	(YoY)	(QoQ)	3Q20P	Diff.	3Q20P	Diff.
매출액	145	139	109	-24.6%	-21.4%	147	-25.6%	147	-25.6%
영업이익	7	16	-8	적전	적전	5	-250.0%	5	-250.0%
세전이익	3	14	-9	적전	적전	3	-406.7%	3	-406.7%
순이익	2	11	-8	적전	적전	2	-490.0%	2	-490.0%

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	534	509	600	643	-10.9%	-20.8%
영업이익	3	-3	29	26	-90.2%	-112.2%
세전이익	-8	-13	18	18	-143.4%	-170.0%
지배주주순이익	-7	-9	13	13	-157.5%	-173.0%

자료 : 무림P&P, 현대차증권

〈표3〉 무림P&P 분기별 및 연간 실적 전망 (연결기준)

(십억원, %)	2019				2020F				2019	2020F	2021F
	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3QP	4QF			
매출액	162	171	145	154	147	139	109	139	631	534	509
제지	115	121	106	114	112	94	78	96	456	380	338
펄프	37	33	33	32	30	29	27	35	136	121	137
기타	10	16	6	8	5	16	5	8	40	33	34
매출총이익	35	29	19	14	16	26	3	4	97	49	38
영업이익	20	17	7	5	4	16	-8	-9	49	3	-3
제지	11	16	9	5	11	9	-1	-2	41	16	6
펄프	5	4	-1	-6	-4	-4	-7	-8	2	-23	-12
기타	4	-3	-1	9	-3	11	1	1	9	10	3
세전이익	17	16	3	-12	-2	14	-9	-11	24	-8	-13
지배주주순이익	12	12	2	-16	-2	10	-8	-8	10	-8	-9
수익성 (%)											
GPM	21.4	17.2	13.4	8.9	10.8	18.6	3.1	3.1	15.4	9.2	7.5
OPM	12.2	10.1	5.1	3.4	2.5	11.2	-6.9	-6.3	7.8	0.5	-0.6
제지	9.3	13.0	8.8	4.6	9.7	9.3	-1.8	-1.9	9.0	4.3	1.7
펄프	13.2	12.4	-3.2	-18.8	-14.5	-14.3	-24.9	-22.6	1.4	-19.1	-8.7
RPM	10.8	9.1	2.1	-7.5	-1.2	10.3	-8.4	-8.0	3.9	-1.5	-2.5
NPM	7.2	7.0	1.6	-10.3	-1.5	7.6	-7.1	-5.8	1.6	-1.4	-1.8
성장성 (% YoY)											
매출액	1.6	4.3	-12.5	-5.4	-9.2	-18.8	-24.5	-9.6	-3.1	-15.4	-4.7
영업이익	-14.0	-41.6	-75.0	-74.5	-81.5	-9.5	적전	적전	-51.7	-94.3	적전
세전이익	-18.5	-36.1	-89.5	적전	적전	-8.4	적전	적지	-73.9	적전	적지
지배주주순이익	-26.5	-33.6	-89.4	적전	적전	-12.7	적전	적지	-85.5	적전	적지
주요 가정											
GDP성장률 (실질, YoY)	1.7	2.0	2.0	2.0	1.4	-2.7	-1.5	-1.5	2.0	-1.1	3.1
민간소비 (YoY)	2.0	2.0	1.7	2.0	-4.8	-4.1	-4.0	-3.0	2.5	-4.0	3.8
원/달러 (평균환율)	1,125.3	1,165.7	1,194.1	1,175.9	1,195.0	1,220.0	1,190.0	1,150.0	1,165.8	1,188.8	1,116.3
원/달러 (기말환율)	1,135.2	1,154.8	1,196.4	1,155.8	1,195.0	1,220.0	1,190.0	1,150.0	1,155.8	1,150.0	1,116.3

자료 : 무림P&P, 현대차증권

(단위:십억원)					
포괄손익계산서	2018	2019	2020F	2021F	2022F
매출액	651	631	534	509	535
증가율 (%)	7.1	-3.1	-15.4	-4.7	5.1
매출원가	506	534	485	471	471
매출원가율 (%)	77.7	84.6	90.8	92.5	88.0
매출총이익	145	97	49	38	65
매출이익률 (%)	22.3	15.4	9.2	7.5	12.1
증가율 (%)	52.6	-33.1	-49.5	-22.4	71.1
판매관리비	42	48	47	41	41
판매비율 (%)	6.5	7.6	8.8	8.1	7.7
EBITDA	152	100	51	44	70
EBITDA 이익률 (%)	23.3	15.8	9.6	8.6	13.1
증가율 (%)	61.7	-34.2	-49.0	-13.7	59.1
영업이익	102	49	3	-3	23
영업이익률 (%)	15.7	7.8	0.6	-0.6	4.3
증가율 (%)	126.7	-52.0	-93.9	적전	흑전
영업외손익	-12	-30	-12	-10	-10
금융수익	6	8	5	1	1
금융비용	19	22	17	11	11
기타영업외손익	1	-16	0	0	0
종속/관계기업관련손익	3	5	1	1	1
세전계속사업이익	94	24	-8	-13	14
세전계속사업이익률	14.4	3.8	-1.5	-2.6	2.6
증가율 (%)	91.8	-74.5	적전	적지	흑전
법인세비용	24	14	-0	-3	3
계속사업이익	70	10	-7	-9	11
중단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익	70	10	-7	-9	11
당기순이익률 (%)	10.8	1.6	-1.3	-1.8	2.1
증가율 (%)	94.4	-85.7	적전	적지	흑전
지배주주지분 순이익	70	10	-8	-9	10
비지배주주지분 순이익	-0	0	0	-0	0
기타포괄이익	-4	3	0	0	0
총포괄이익	65	13	-7	-9	11

(단위:십억원)					
현금흐름표	2018	2019	2020F	2021F	2022F
영업활동으로인한현금흐름	102	52	32	38	50
당기순이익	70	10	-7	-9	11
유형자산 상각비	48	49	46	46	45
무형자산 상각비	1	1	1	2	2
외환손익	-0	-1	0	0	0
운전자본의 감소(증가)	-30	-30	0	1	-7
기타	13	23	-8	-2	-1
투자활동으로인한현금흐름	-69	-57	-41	-42	-42
투자자산의 감소(증가)	-122	-55	53	0	0
유형자산의 감소	0	0	0	0	0
유형자산의 증가(CAPEX)	-24	-38	-35	-40	-40
기타	77	36	-59	-2	-2
재무활동으로인한현금흐름	-29	-2	54	11	-9
차입금의 증가(감소)	12	77	2	20	0
사채의증가(감소)	0	0	0	0	0
자본의 증가	-2	0	0	0	0
배당금	-9	-16	-11	-9	-9
기타	-30	-63	63	0	0
기타현금흐름	1	0	-0	0	0
현금의증가(감소)	5	-7	45	7	-1
기초현금	77	81	74	120	127
기말현금	81	74	120	127	126

* K-IFRS 연결 기준

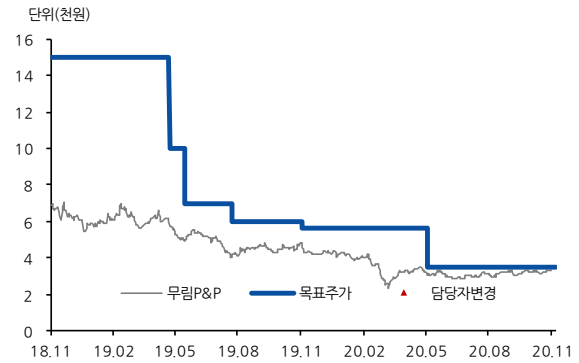
(단위:십억원)					
재무상태표	2018	2019	2020F	2021F	2022F
유동자산	415	391	341	348	360
현금성자산	81	74	120	127	126
단기투자자산	0	0	0	0	0
매출채권	111	87	84	80	87
채고자산	117	125	111	116	121
기타유동자산	5	6	6	6	6
비유동자산	941	959	894	889	884
유형자산	772	737	725	719	714
무형자산	11	4	4	4	4
투자자산	156	211	159	159	159
기타비유동자산	2	7	6	7	7
기타금융업자산	0	0	135	135	135
자산총계	1,356	1,350	1,371	1,373	1,380
유동부채	463	392	437	438	439
단기차입금	222	195	248	248	248
매입채무	26	28	23	24	25
유동성장기부채	121	100	111	111	111
기타유동부채	94	69	55	55	55
비유동부채	259	337	331	352	356
사채	0	0	0	0	0
장기차입금	168	242	243	263	263
장기금융부채	3	6	7	7	7
기타비유동부채	88	89	81	82	86
기타금융업부채	0	0	0	0	0
부채총계	722	730	769	790	795
지배주주지분	616	614	595	577	577
자본금	156	156	156	156	156
자본잉여금	118	118	118	118	118
자본조정 등	-0	-0	-0	-0	-0
기타포괄이익누계액	-2	-1	-0	-0	-0
이익잉여금	345	340	322	303	304
비지배주주지분	18	7	7	6	7
자본총계	634	621	602	583	584

(단위:원, 배, %)					
주요투자지표	2018	2019	2020F	2021F	2022F
EPS(당기순이익 기준)	1,119	166	-120	-152	169
EPS(지배순이익 기준)	1,119	162	-121	-146	162
BPS(자본총계 기준)	10,171	9,950	9,653	9,351	9,370
BPS(지배지분 기준)	9,889	9,842	9,547	9,251	9,263
DPS	250	175	150	150	150
P/E(당기순이익 기준)	5.4	25.4	N/A	N/A	19.6
P/E(지배순이익 기준)	5.4	26.1	N/A	N/A	20.5
P/B(자본총계 기준)	0.6	0.4	0.3	0.4	0.4
P/B(지배지분 기준)	0.6	0.4	0.3	0.4	0.4
EV/EBITDA(Reported)	4.8	6.4	13.4	15.8	10.0
배당수익률	4.1	4.1	4.5	4.5	4.5
성장성 (%)					
EPS(당기순이익 기준)	91.3	-85.1	적전	적지	흑전
EPS(지배순이익 기준)	91.3	-85.5	적전	적지	흑전
수익성 (%)					
ROE(당기순이익 기준)	11.7	1.7	-1.2	-1.6	1.8
ROE(지배순이익 기준)	11.8	1.6	-1.2	-1.6	1.8
ROA	5.7	0.8	-0.5	-0.7	0.8
안정성 (%)					
부채비율	113.8	117.6	127.7	135.4	136.1
순차입금비용	52.2	59.8	78.0	82.7	82.7
이자보상배율	9.2	4.0	0.3	NA	2.2

▶ 투자 의견 및 목표주가 추이

일자	투자 의견	목표주가	과리율(%)	
			평균	최고/최저
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
2020.05.18	AFTER 6M	5,600		
2020.05.19	M.PERFORM	3,500	-11.46	-4.57
2020.11.17	M.PERFORM	3,500		

▶ 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 (2019.10.01~2020.09.30)

투자등급	건수	비율(%)
매수	137건	87.8%
보유	19건	12.2%
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.