

펄프가격 회복으로 실적 턴어라운드

Analyst 박종렬

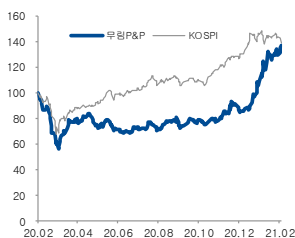
02-3787-2099 jrpark@hmsec.com

현재주가 (2/25)	5,790원
상승여력	20.9%
시가총액	361십억원
발행주식수	62,368천주
자본금/액면가	156십억원/2,500원
52주 최고가/최저가	5,680원/2,340원
일평균 거래대금 (60일)	7십억원
외국인지분율	2.94%
주요주주	무림페이퍼 66.97%
주가상승률	1M 3M 6M
절대주가(%)	24.4 68.8 92.2
상대주가(%p)	30.5 47.5 49.5

* K-IFRS 연결 기준

(단위: 원)	EPS(20F)	EPS(21F)	T/P
Before	-121	-146	3,500
After	-263	260	7,000
Consensus	-128	-144	
Cons. 차이	105.5%	-280.6%	N/A

최근 12개월 주가수익률



자료: FnGuide, 현대차증권

투자포인트 및 결론

- 올해 들어 펄프 가격의 빠른 반등세와 인쇄용지 판가도 3월 인상 계획으로 영업실적은 점진적 개선이 가능할 전망이다.
- 수익예상 상황과 함께 투자의견과 목표주가를 각각 BUY와 7,000원으로 상향 조정함. 목표주가는 가치합산방식으로 산출했고, EV/EBITDA 멀티플을 최근 7년 평균치인 8.7배를 적용함. <표3 참조>

주요이슈 및 실적전망

- 4분기 연결기준 매출액 1,329억원(YoY -13.7%), 영업손실 44억원(YoY 적전)으로 당초 전망치를 상회했지만 전분기에 이어 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. 영업이익의 적자 폭이 당초 예상보다 양호했던 이유는 금융 및 기타부문에서 85억원의 흑자를 기록했기 때문임.
- 제지 부문은 판매량과 판가가 모두 하락하면서 매출액과 영업이익이 크게 부진했음. 펄프 부문도 국제 펄프 가격 약세로 인해 영업적자가 전 분기에 이어 지속됨.
- 펄프 가격은 지난해 3분기 \$537/t을 저점으로 최근 빠른 회복세를 보이고 있어 향후 실적 개선 가능성이 높아짐. 지난해 4분기 \$562/t에 이어 올해 2월 \$655/t까지 반등했고, 향후에도 글로벌 커머리티 가격과 연동하면서 점진적인 회복세를 보일 것으로 판단함. 동사 실적의 key factor는 펄프가격인데, 펄프 가격이 지난해와는 달리 올해 반등세를 보이고 있다는 점은 긍정적이며, 영업실적의 턴어라운드도 가능할 전망이다.
- 인쇄용지 판가도 그동안 펄프 가격과 같이 하락세를 보여왔지만, 최근 펄프 가격 반등으로 판가 인상을 추진하고 있음. 3월 중 10~15% 가격인상이 가능할 것으로 보여 인쇄용지 영업이익률 개선에 긍정적으로 작용할 전망이다.
- 펄프 가격 상승 반전과 함께 인쇄용지 판가 인상 등을 감안해 올해 연간 수익예상을 상향 조정함. 매출액은 기존 전망치 대비 3.7% 상향했고, 영업이익은 194억원으로 흑자 전환으로 수정 전망함.

주가전망 및 Valuation

- 올해는 펄프 가격 회복과 인쇄용지 판가 상승 등으로 영업실적 점진적 개선 가능할 것
- 영업실적 개선을 통해 주가재평가도 가능할 전망이다.

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
2020P	528	7	-16	53	-263	적전	NA	0.4	13.4	NA	3.5
2021F	534	27	16	75	260	흑전	22.3	0.6	9.8	2.8	2.2
2022F	569	41	29	89	458	75.9	12.7	0.6	8.1	4.7	2.6

* K-IFRS 연결 기준

〈표1〉 무림P&P 2020년 4분기 실적 (연결기준)

(단위: 십억원, %)

구분	분기실적			증감		당사 전망치		Consensus	
	4Q19	3Q20	4Q20P	(YoY)	(QoQ)	4Q20P	Diff.	4Q20P	Diff.
매출액	154	109	133	-13.7%	21.9%	138	-3.7%	139	-4.4%
영업이익	5	-7	-4	적전	적지	-7	-37.1%	-9	-51.1%
세전이익	-12	-9	-20	적지	적지	-8	150.0%	-11	81.8%
순이익	-16	-8	-16	적지	적지	-6	171.7%	-9	81.1%

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	528	534	534	509	-1.1%	4.9%
영업이익	7	27	3	-3	142.8%	흑전
세전이익	-17	21	-8	-13	적확	흑전
순이익	-15	17	-7	-9	적확	흑전

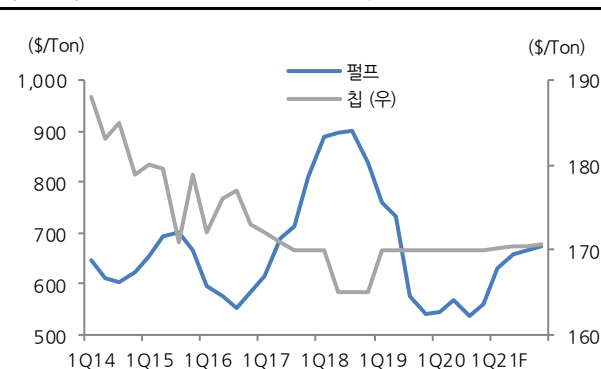
자료 : 무림P&P, 현대차증권

〈표3〉 적정주가가치 산출 근거

(십억원, 천주, 원, %)	21F	22F	12M Forward	비고
1. 사업가치	653	777	684	
EBITDA	75	89		
EV/EBITDA	8.7	8.7		최근 7년간 평균치(8.7배) 적용
2. 투자자산가치	127	127	127	순자산가액의 25%할인을 적용
1) 관계기업지분투자	27	27		
2) 장기매도가능금융자산	100	100		
3. 기업가치 (=1+2)	780	904	811	
4. 순차입금	364	354	362	
5. 비지배주주지분	8	10	9	
6. 적정주가가치 (=3-4-5)	407	540	441	
발행주식수	62,368	62,368	62,368	
적정주가 (원)	6,531	8,664	7,065	
현재주가 (원)	5,790	5,790	5,790	
상승여력 (%)	12.8%	49.6%	22.0%	

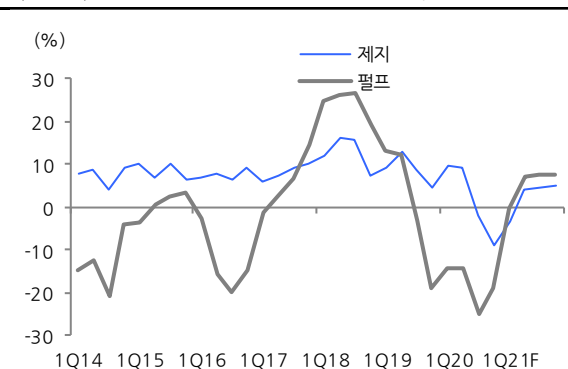
자료 : 현대차증권

〈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, %)	2020P				2021F				2019	2020P	2021F
	1Q	2Q	3Q	4QP	1QF	2QF	3QF	4QF			
매출액	147	139	109	133	133	134	117	150	631	528	534
제지	112	94	78	91	89	78	76	98	456	374	341
펄프	30	29	27	25	39	39	36	35	136	111	149
기타	5	16	5	18	5	16	5	18	40	43	44
매출총이익	16	26	3	7	9	16	16	27	97	52	68
영업이익	4	16	-7	-4	-3	7	7	16	49	7	27
제지	11	9	-1	-8	-3	3	3	5	41	10	8
펄프	-4	-4	-7	-5	0	3	3	3	2	-20	8
기타	-3	11	1	8	0	1	1	8	9	17	10
세전이익	-2	14	-9	-20	-4	5	5	15	24	-17	21
지배주주순이익	-2	10	-8	-17	-3	4	4	11	10	-16	16
수익성 (%)											
GPM	10.8	18.6	3.1	5.3	7.0	12.0	13.7	17.9	15.4	9.9	12.8
OPM	2.5	11.2	-6.8	-3.3	-2.2	5.0	5.8	10.6	7.8	1.4	5.0
제지	9.7	9.3	-1.8	-8.8	-3.5	4.0	4.5	5.0	9.0	2.7	2.4
펄프	-14.5	-14.3	-24.9	-19.0	-0.6	7.0	7.4	7.7	1.4	-18.0	5.3
RPM	-1.2	10.3	-8.4	-15.0	-3.3	3.9	4.6	9.8	3.9	-3.2	3.9
NPM	-1.5	7.6	-7.2	-12.7	-2.3	3.0	3.5	7.4	1.6	-3.1	3.0
성장성 (% YoY)											
매출액	-9.2	-18.8	-24.5	-13.8	-9.9	-3.4	7.2	13.2	-3.1	-16.4	1.2
영업이익	-81.5	-9.5	적전	적전	적전	-56.7	흑전	흑전	-51.7	-85.3	265.8
세전이익	적전	-8.4	적전	적지	적지	-62.9	흑전	흑전	-73.9	적전	흑전
지배주주순이익	적전	-12.7	적전	적지	적지	-61.6	흑전	흑전	-85.5	적전	흑전
주요 가정											
GDP성장률 (실질, YoY)	1.4	-2.7	-1.5	-1.5	0.7	4.7	3.8	3.2	2.0	-1.1	3.1
민간소비 (YoY)	-4.8	-4.1	-4.0	-3.0	5.0	3.0	3.0	4.0	2.5	-4.0	3.8
원/달러 (평균환율)	1,195.0	1,220.0	1,190.0	1,118.0	1,080.0	1,070.0	1,060.0	1,050.0	1,165.8	1,180.8	1,065.0
원/달러 (기말환율)	1,195.0	1,220.0	1,190.0	1,090.0	1,070.0	1,060.0	1,050.0	1,040.0	1,155.8	1,090.0	1,040.0

자료 : 무림P&P, 현대차증권

(단위:십억원)

포괄손익계산서	2018	2019	2020F	2021F	2022F
매출액	651	631	528	534	569
증가율 (%)	7.1	-3.1	-16.3	1.1	6.6
매출원가	506	534	476	466	484
매출원가율 (%)	77.7	84.6	90.2	87.3	85.1
매출총이익	145	97	52	68	85
매출이익률 (%)	22.3	15.4	9.8	12.7	14.9
증가율 (%)	52.6	-33.1	-46.4	30.8	25.0
판매관리비	42	48	45	42	43
판매비율 (%)	6.5	7.6	8.5	7.9	7.6
EBITDA	152	100	53	75	89
EBITDA 이익률 (%)	23.3	15.8	10.0	14.0	15.6
증가율 (%)	61.7	-34.2	-47.0	41.5	18.7
영업이익	102	49	7	27	41
영업이익률 (%)	15.7	7.8	1.3	5.1	7.2
증가율 (%)	126.7	-52.0	-85.7	285.7	51.9
영업외손익	-12	-30	-25	-9	-7
금융수익	6	8	7	0	0
금융비용	19	22	18	9	7
기타영업외손익	1	-16	-14	-0	-0
종속/관계기업관련손익	3	5	1	3	3
세전계속사업이익	94	24	-17	21	38
세전계속사업이익률	14.4	3.8	-3.2	3.9	6.7
증가율 (%)	91.8	-74.5	적전	흑전	81.0
법인세비용	24	14	-1	4	8
계속사업이익	70	10	-15	17	30
중단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익	70	10	-15	17	30
당기순이익률 (%)	10.8	1.6	-2.8	3.2	5.3
증가율 (%)	94.4	-85.7	적전	흑전	76.5
지배주주지분 순이익	70	10	-16	16	29
비지배주주지분 순이익	-0	0	1	1	1
기타포괄이익	-4	3	-1	0	0
총포괄이익	65	13	-16	17	30

(단위:십억원)

현금흐름표	2018	2019	2020F	2021F	2022F
영업활동으로인한현금흐름	102	52	29	132	59
당기순이익	70	10	-15	17	30
유형자산 상각비	48	49	45	47	46
무형자산 상각비	1	1	1	2	2
외환손익	-0	-1	-1	0	0
운전자본의 감소(증가)	-30	-30	9	67	-18
기타	13	23	-10	-1	-1
투자활동으로인한현금흐름	-69	-57	-45	-7	-42
투자자산의 감소(증가)	-122	-55	41	0	0
유형자산의 감소	0	0	0	0	0
유형자산의 증가(CAPEX)	-24	-38	-38	-40	-40
기타	77	36	-48	33	-2
재무활동으로인한현금흐름	-29	-2	14	-148	-8
차입금의 증가(감소)	12	77	14	-70	0
사채의증가(감소)	0	0	0	0	0
자본의 증가	-2	0	0	0	0
배당금	-9	-16	-11	-8	-8
기타	-30	-63	11	-70	0
기타현금흐름	1	0	-1	0	0
현금의증가(감소)	5	-7	-3	-22	10
기초현금	77	81	74	72	50
기말현금	81	74	72	50	59

* K-IFRS 연결 기준

(단위:십억원)

재무상태표	2018	2019	2020F	2021F	2022F
유동자산	415	391	273	250	284
현금성자산	81	74	72	50	59
단기투자자산	0	0	0	0	0
매출채권	111	87	80	75	87
채고자산	117	125	106	109	122
기타유동자산	5	6	0	0	0
비유동자산	941	959	910	903	897
유형자산	772	737	728	722	715
무형자산	11	4	3	4	4
투자자산	156	211	170	170	170
기타비유동자산	2	7	9	7	8
기타금융업자산	0	0	135	100	100
자산총계	1,356	1,350	1,318	1,253	1,281
유동부채	463	392	386	354	355
단기차입금	222	195	190	120	120
매입채무	26	28	22	26	27
유동성장기부채	121	100	116	116	116
기타유동부채	94	69	58	92	92
비유동부채	259	337	339	297	302
사채	0	0	0	0	0
장기차입금	168	242	254	184	184
장기금융부채	3	6	8	8	8
기타비유동부채	88	89	77	105	110
기타금융업부채	0	0	0	0	0
부채총계	722	730	725	651	657
지배주주지분	616	614	585	594	614
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	313	321	342
비지배주주지분	18	7	8	8	10
자본총계	634	621	593	602	624

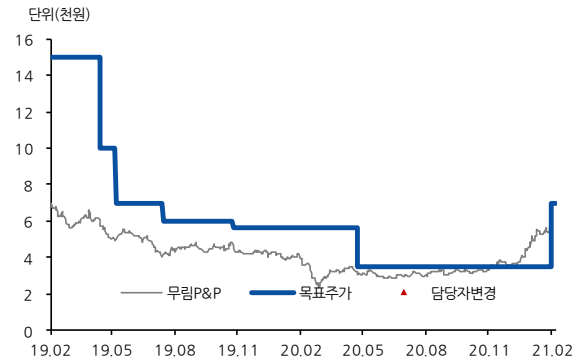
(단위:원, 배, %)

주요투자지표	2018	2019	2020F	2021F	2022F
EPS(당기순이익 기준)	1,119	166	-245	271	477
EPS(지배순이익 기준)	1,119	162	-263	260	458
BPS(자본총계 기준)	10,171	9,950	9,513	9,659	10,011
BPS(지배지분 기준)	9,889	9,842	9,390	9,525	9,858
DPS	250	175	125	125	150
P/E(당기순이익 기준)	5.4	25.4	N/A	21.4	12.1
P/E(지배순이익 기준)	5.4	26.1	N/A	22.3	12.7
P/B(자본총계 기준)	0.6	0.4	0.4	0.6	0.6
P/B(지배지분 기준)	0.6	0.4	0.4	0.6	0.6
EV/EBITDA(Reported)	4.8	6.4	13.4	9.8	8.1
배당수익률	4.1	4.1	3.5	2.2	2.6
성장성 (%)					
EPS(당기순이익 기준)	91.3	-85.1	적전	흑전	75.9
EPS(지배순이익 기준)	91.3	-85.5	적전	흑전	75.9
수익성 (%)					
ROE(당기순이익 기준)	11.7	1.7	-2.5	2.8	4.8
ROE(지배순이익 기준)	11.8	1.6	-2.7	2.8	4.7
ROA	5.7	0.8	-1.1	1.3	2.3
안정성 (%)					
부채비율	113.8	117.6	122.2	108.0	105.2
순차입금비용	52.2	59.8	81.2	60.4	56.8
이자보상배율	9.2	4.0	0.8	3.1	6.1

▶ 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	-11.35	-4.57
2020.11.19	AFTER 6M	3,500	20.98	62.29
2021.02.26	BUY	7,000		

▶ 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 (2020.01.01~2020.12.31)

투자등급	건수	비율(%)
매수	145건	89%
보유	18건	11%
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.