

고통 끝, 행복 시작

Analyst 박종렬

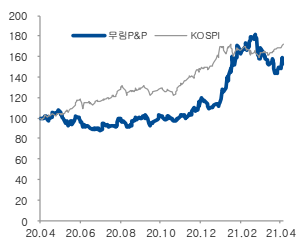
02-3787-2099 jrpark@hmsec.com

현재주가 (4/19)	4,855원
상승여력	56.5%
시가총액	303십억원
발행주식수	62,368천주
자본금/액면가	156십억원/2,500원
52주 최고가/최저가	5,860원/2,830원
일평균 거래대금 (60일)	3십억원
외국인지분율	3.52%
주요주주	무림페이퍼 66.97%
주가상승률	1M 3M 6M
절대주가(%)	-7.1 21.2 54.1
상대주가(%)	-10.9 16.9 12.8

* K-IFRS 연결 기준

(단위: 원)	EPS(21F)	EPS(22F)	T/P
Before	260	458	7,000
After	466	659	7,600
Consensus	257	465	7,000
Cons. 차이	81.3%	41.7%	8.6%

최근 12개월 주가수익률



자료: FnGuide, 현대차증권

투자포인트 및 결론

- 올해 들어 펄프 가격이 당초 예상보다 가파른 반등세를 보이고 있고, 인쇄용지 판가도 지속적으로 인상을 추진하고 있음. 수익예상을 당초 전망치보다 큰 폭으로 상향 조정함.
- 수익예상 상향과 함께 목표주가를 7,600원으로 상향 조정함. 목표주가는 가치합산방식으로 산출했고, EV/EBITDA 멀티플을 최근 5년 low 평균치인 7.6배를 적용함. <표3 참조>

주요이슈 및 실적전망

- 1분기 연결기준 매출액 1,372억원(YoY -6.8%), 영업이익 12억원(YoY -65.8%)으로 부진한 실적을 기록할 것이지만, 당초 전망치 보다는 상향 조정했음. 긍정적인 점인 전체 매출액 대비 30%를 차지하는 펄프 부문의 턴어라운드가 가능한 점임.
- 펄프 가격은 지난해 3분기 \$537/t을 저점으로 최근 빠른 회복세를 보이고 있어 향후 실적 개선 가능성이 높아짐. 지난해 연말 \$595/t에 이어 올해 들어 가격 상승세가 가팔라지고 있음. 1월 \$600→2월 \$655→ 3월 \$725에 이어 4월에는 \$855/t까지 상승함. 지난 1분기 평균가격이 \$660으로 손익분기점을 넘어섰고, 2분기부터는 펄프부문의 영업이익 기여도 확대로 전체 손익에 매우 긍정적인 역할을 할 것임. 동사 실적의 key factor는 펄프가격인데, 펄프 가격이 지난해와는 달리 올해 반등세를 보이고 있다는 점은 긍정적이며, 영업실적의 턴어라운드가 가능할 것임.
- 제지 부문도 지난해 3분기부터 판매량과 판가가 모두 하락하면서 매출액과 영업이익이 크게 부진했지만, 올해 2분기부터는 실적 회복이 가능할 전망이다. 인쇄용지 판가도 최근 펄프 가격 상승을 반영해 판가 인상을 단행하고 있기 때문임. 지난 3월에 10% 가격인상이 있었고, 2분기 중에도 추가적인 인상이 가능할 것임. 수출판가의 경우 펄프가격과 연동해 바로 반영되지만, 내수판가는 수요업체들과 협상을 거쳐야 하는 구조로 시차가 발생하는 구조임.
- 펄프 가격의 가파른 상승과 함께 인쇄용지 판가 인상 등을 감안해 올해 연간 수익예상을 상향 조정함. 매출액과 영업이익을 기존 전망치 대비 각각 10.6%, 62.4% 상향했고, 연간 영업이익은 438억원으로 2019년(494억원) 수준에 근접할 전망이다.

주가전망 및 Valuation

- 최악의 실적을 기록했던 지난해와는 달리 올해는 큰 폭의 영업실적 턴어라운드가 가능할 것임. 펄프 가격 회복과 인쇄용지 판가 상승 등으로 시간이 흐를수록 분기별 영업이익 모멘텀은 더욱 강화될 것임.

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 (%)
2019	631	49	10	100	162	-85.5	26.1	0.4	7.1	1.6	4.1
2020	528	6	-9	53	-139	적전	NA	0.4	13.1	NA	3.5
2021F	591	44	29	93	466	흑전	10.4	0.5	7.4	4.8	2.6
2022F	630	58	41	107	659	41.5	7.4	0.5	6.2	6.5	3.1
2023F	651	59	41	107	663	0.5	7.3	0.4	5.8	6.2	3.1

* K-IFRS 연결 기준

〈표1〉 무림P&P 2021년 1분기 실적 전망 (연결 기준)

(단위: 십억원, %)

구분	분기실적			증감		Consensus	
	1Q20	4Q20	1Q21F	(YoY)	(QoQ)	1Q21F	대비
매출액	147	133	137	-6.8%	3.0%	133	3.0%
영업이익	4	-5	1	-65.8%	흑전	-3	-133.3%
세전이익	-2	-9	-1	적지	적지	-4	-75.0%
순이익	-2	-9	-1	적지	적지	-9	-88.9%

자료 : 무림P&P, 현대차증권

〈표2〉 무림P&P 연간 실적 추정 변경 내역 (연결기준)

(단위: 십억원, %)

구분	변경 후		변경 전		변동률	
	2021F	2022F	2021F	2022F	2021F	2022F
매출액	591	630	534	569	10.6%	10.7%
영업이익	44	58	27	41	62.4%	40.9%
세전이익	36	51	21	38	70.0%	35.1%
순이익	30	43	17	30	78.1%	42.8%

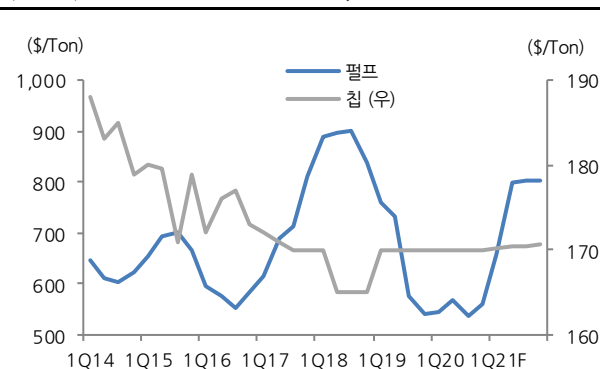
자료 : 무림P&P, 현대차증권

〈표3〉 적정주주가치 산출 근거

(십억원, 천주, 원, %)	2021F	2022F	12M Forward	비고
1. 사업가치	706	811	741	
EBITDA	93	107		
EV/EBITDA	7.6	7.6		최근 5년간 low 평균치(7.6배) 적용
2. 투자자산가치	112	112	112	순자산가액의 25%할인을 적용
1) 관계기업지분투자	28	28		
2) 장기매도가능금융자산	85	85		
3. 기업가치 (=1+2)	819	923	854	
4. 순차입금	378	350	369	
5. 비지배주주지분	9	11	9	
6. 적정주주가치 (=3-4-5)	432	563	476	
발행주식수	62,368	62,368	62,368	
적정주가 (원)	6,929	9,019	7,626	
현재주가 (원)	4,855	4,855	4,855	
상승여력 (%)	42.7%	85.8%	57.1%	

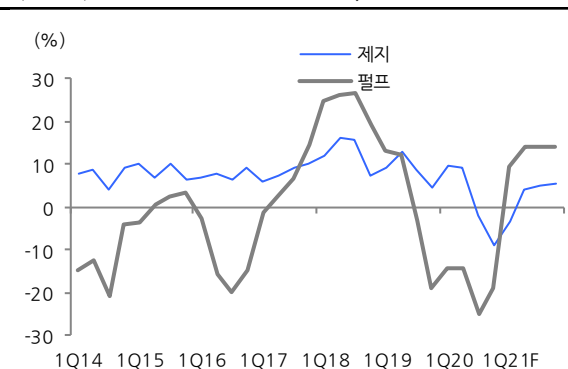
자료 : 현대차증권

〈그림1〉 가파른 펄프가격 반등세, 실적 개선 연결



자료 : 무림P&P, 현대차증권

〈그림2〉 제지와 펄프 영업이익률, 턴어라운드 시작



자료 : 무림P&P, 현대차증권

〈표4〉 무림P&P 분기별 및 연간 실적 전망 (연결기준)

(십억원, %)	2020				2021F				2020	2021F	2022F
	1Q	2Q	3Q	4Q	1QF	2QF	3QF	4QF			
매출액	147	139	109	133	137	152	134	167	528	591	630
제지	112	94	78	91	90	86	84	107	374	368	397
펄프	30	29	27	25	42	49	45	43	111	179	189
기타	5	16	5	18	5	16	5	18	43	44	44
매출총이익	16	26	3	8	14	22	22	32	53	89	105
영업이익	4	16	-7	-5	1	11	11	20	6	44	58
제지	11	9	-1	-8	-3	3	4	6	10	10	21
펄프	-4	-4	-7	-5	4	7	6	6	-20	23	27
기타	-3	11	1	8	0	1	1	8	17	10	10
세전이익	-2	14	-9	-9	-1	9	9	18	-5	36	51
지배주주순이익	-2	10	-8	-9	-1	7	8	15	-9	29	41
수익성 (%)											
GPM	10.8	18.6	3.1	6.0	10.0	14.3	16.1	19.3	10.0	15.1	16.7
OPM	2.5	11.2	-6.8	-4.0	0.9	7.4	8.5	12.0	1.2	7.4	9.2
제지	9.7	9.3	-1.8	-8.8	-3.5	4.0	5.0	5.3	2.7	2.8	5.2
펄프	-14.5	-14.3	-24.9	-19.0	9.4	14.0	14.0	14.1	-18.0	13.0	14.1
RPM	-1.2	10.3	-8.4	-6.6	-0.6	6.0	6.9	10.9	-1.0	6.0	8.1
NPM	-1.5	7.6	-7.2	-6.8	-0.4	4.8	5.6	8.9	-1.6	4.9	6.5
성장성 (% YoY)											
매출액	-9.2	-18.8	-24.5	-13.8	-6.8	9.6	22.8	25.9	-16.4	11.9	6.7
영업이익	-81.5	-9.5	적전	적전	-65.8	-27.8	흑전	흑전	-87.2	594.5	31.8
세전이익	적전	-8.4	적전	적지	적지	-36.0	흑전	흑전	적전	흑전	43.8
지배주주순이익	적전	-12.7	적전	적지	적지	-30.5	흑전	흑전	적전	흑전	41.5
주요 가정											
GDP성장률 (실질, YoY)	1.4	-2.7	-1.5	-1.5	0.7	4.7	3.8	3.2	-1.1	3.1	2.3
민간소비 (YoY)	-4.8	-4.1	-4.0	-3.0	5.0	3.0	3.0	4.0	-4.0	3.8	2.2
원/달러 (평균환율)	1,195.0	1,220.0	1,188.0	1,118.0	1,115.0	1,110.0	1,095.0	1,080.0	1,180.3	1,180.3	1,093.8
원/달러 (기말환율)	1,219.0	1,199.0	1,165.0	1,089.0	1,110.0	1,100.0	1,090.0	1,080.0	1,089.0	1,080.0	1,070.0

자료 : 무림P&P, 현대차증권

COMPANY NOTE

(단위:십억원)

포괄손익계산서	2019	2020	2021F	2022F	2023F
매출액	631	528	591	630	651
증가율 (%)	-3.1	-16.3	11.9	6.6	3.3
매출원가	534	475	501	525	543
매출원가율 (%)	84.6	90.0	84.8	83.3	83.4
매출총이익	97	53	89	105	108
매출이익률 (%)	15.4	10.0	15.1	16.7	16.6
증가율 (%)	-33.1	-45.4	67.9	18.0	2.9
판매관리비	48	47	45	47	49
판매비율 (%)	7.6	8.9	7.6	7.5	7.5
EBITDA	100	53	93	107	107
EBITDA 이익률 (%)	15.8	10.0	15.7	17.0	16.4
증가율 (%)	-34.2	-47.0	75.5	15.1	0.0
영업이익	49	6	44	58	59
영업이익률 (%)	7.8	1.1	7.4	9.2	9.1
증가율 (%)	-52.0	-87.8	633.3	31.8	1.7
영업외손익	-30	-16	-8	-7	-7
금융수익	8	14	1	0	1
금융비용	22	23	10	8	8
기타영업외손익	-16	-7	1	1	0
종속/관계기업관련손익	5	5	0	0	0
세전계속사업이익	24	-5	36	51	52
세전계속사업이익률	3.8	-0.9	6.1	8.1	8.0
증가율 (%)	-74.5	적전	흑전	41.7	2.0
법인세비용	14	2	5	9	8
계속사업이익	10	-8	30	43	43
중단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익	10	-8	30	43	43
당기순이익률 (%)	1.6	-1.5	5.1	6.8	6.6
증가율 (%)	-85.7	적전	흑전	43.3	0.0
지배주주지분 순이익	10	-9	29	41	41
비지배주주지분 순이익	0	1	1	2	2
기타포괄이익	3	-0	0	0	0
총포괄이익	13	-8	30	43	43

(단위:십억원)

현금흐름표	2019	2020	2021F	2022F	2023F
영업활동으로인한현금흐름	52	32	72	81	93
당기순이익	10	-8	30	43	43
유형자산 상각비	49	45	47	47	47
무형자산 상각비	1	1	2	2	2
외환손익	-1	-3	0	0	0
운전자본의 감소(증가)	-30	5	-7	-10	2
기타	23	-8	0	-1	-1
투자활동으로인한현금흐름	-57	-56	20	-46	-46
투자자산의 감소(증가)	21	-16	0	0	0
유형자산의 감소	0	0	0	0	0
유형자산의 증가(CAPEX)	-38	-44	-44	-44	-44
기타	-40	4	64	-2	-2
재무활동으로인한현금흐름	-2	95	-147	-8	-9
차입금의 증가(감소)	77	58	-70	0	0
사채의증가(감소)	0	0	0	0	0
자본의 증가	0	-0	0	0	0
배당금	-16	-11	-8	-8	-9
기타	-63	48	-69	0	0
기타현금흐름	0	-3	0	0	0
현금의증가(감소)	-7	69	-56	28	38
기초현금	81	74	143	87	115
기말현금	74	143	87	115	153

* K-IFRS 연결 기준

(단위:십억원)

재무상태표	2019	2020	2021F	2022F	2023F
유동자산	319	362	341	384	425
현금성자산	74	143	87	115	153
단기투자자산	0	5	5	5	5
매출채권	87	75	84	90	91
채고자산	125	95	122	131	132
기타유동자산	6	6	6	6	6
비유동자산	883	903	900	897	894
유형자산	737	742	738	735	733
무형자산	4	3	3	3	4
투자자산	135	151	151	151	151
기타비유동자산	7	7	8	8	6
기타금융업자산	148	166	100	100	100
자산총계	1,350	1,430	1,342	1,382	1,419
유동부채	392	432	370	371	372
단기차입금	195	218	148	148	148
매입채무	28	22	29	30	31
유동성장기부채	100	123	123	123	123
기타유동부채	69	69	70	70	70
비유동부채	337	397	348	352	355
사채	0	0	0	0	0
장기차입금	242	296	226	226	226
장기금융부채	6	9	9	9	9
기타비유동부채	89	92	113	117	120
기타금융업부채	0	0	0	0	0
부채총계	730	829	718	723	726
지배주주지분	614	593	615	648	681
자본금	156	156	156	156	156
자본잉여금	118	118	118	118	118
자본조정 등	-0	-0	-0	-0	-0
기타포괄이익누계액	-1	-1	-1	-1	-1
이익잉여금	340	321	342	376	408
비지배주주지분	7	8	9	11	12
자본총계	621	601	624	659	693

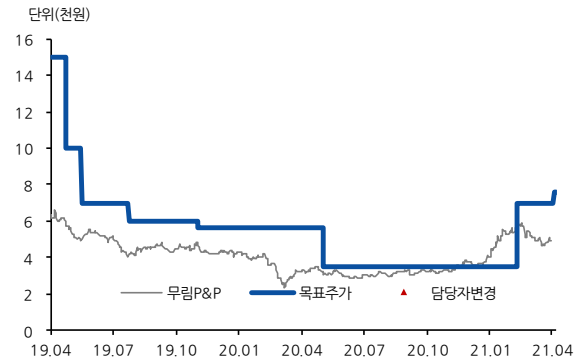
(단위:원, 배, %)

주요투자지표	2019	2020	2021F	2022F	2023F
EPS(당기순이익 기준)	166	-121	486	687	691
EPS(지배순이익 기준)	162	-139	466	659	663
BPS(자본총계 기준)	9,950	9,643	10,004	10,565	11,106
BPS(지배지분 기준)	9,842	9,520	9,862	10,396	10,909
DPS	250	175	125	125	150
P/E(당기순이익 기준)	25.4	N/A	10.0	7.1	7.0
P/E(지배순이익 기준)	26.1	N/A	10.4	7.4	7.3
P/B(자본총계 기준)	0.4	0.4	0.5	0.5	0.4
P/B(지배지분 기준)	0.4	0.4	0.5	0.5	0.4
EV/EBITDA(Reported)	7.1	13.1	7.4	6.2	5.8
배당수익률	4.1	3.5	2.6	3.1	3.1
성장성 (%)					
EPS(당기순이익 기준)	-85.1	적전	흑전	41.5	0.5
EPS(지배순이익 기준)	-85.5	적전	흑전	41.5	0.5
수익성 (%)					
ROE(당기순이익 기준)	1.7	-1.2	4.9	6.7	6.4
ROE(지배순이익 기준)	1.6	-1.4	4.8	6.5	6.2
ROA	0.8	-0.5	2.2	3.1	3.1
안정성 (%)					
부채비율	117.6	137.8	115.0	109.7	104.9
순차입금비용	71.4	76.8	60.6	53.1	45.1
이자보상배율	4.0	0.6	4.6	7.4	7.6

▶ 투자 의견 및 목표주가 추이

일자	투자 의견	목표주가	과리율(%)	
			평균	최고/최저
2018.11.08	BUY	15,000	-58.48	-50.33
2019.05.08	AFTER 6M	15,000		
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	21.67	65.43
2021.02.26	BUY	7,000	-27.34	-16.29
2021.04.20	BUY	7,600		

▶ 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 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

- ▶ 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 (2020.04.01~2021.03.31)

투자등급	건수	비율(%)
매수	144건	88.3%
보유	19건	11.7%
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.