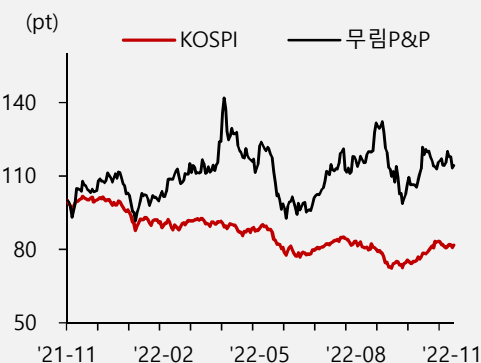


N/R

목표주가	- 원
현재주가	4,580 원
Upside	- %
Key Data	2022년 11월 29일
산업분류	코스피 종이/목재
KOSPI(pt)	2,433.39
시가총액 (억원)	2,856
발행주식수 (천주)	62,368
외국인 지분율 (%)	2.5
52 주 고가 (원)	5,690
저가 (원)	3,675
60 일 일평균거래대금 (십억원)	2.4
주요주주	(%)
무림페이퍼	66.97
주가상승률 (%)	1M 6M 12M
절대주가	3.0 -6.7 17.3
상대주가	-3.9 1.1 40.2

Relative Performance



LEADING RESEARCH

Analyst 김민정
mjkim3@leading.co.kr
+822-2009-7315

무림 P&P(009580)

최고 업황사이클이 무색한 주가, 다시 기회를 기다리자

기업 개요

1974/1 국내 제지업체에 표백화학펄프를 공급할 목적으로 설립, 1989/6 상장됨. 2011/3 펄프-제지 일관화공장 완공하고 인쇄용지(아트지,백상지) 생산. 목재칩 조달(국내 39 만톤/해외 43 만톤)→ 펄프생산(43 만톤 = 판매 21 만톤, 내부사용 22 만톤)→ 제지 생산(47 만톤). 매출구성은 펄프 26%, 제지 74%이고 수출비중은 40%(‘21년 별도기준) 수준.

주요 Check Point

1. 3Q 누적 실적 : 매출은 5,633 억원으로 전년비 27% 성장, 영업이익은 전년 191 억원에서 554 억원으로 무려 190% 성장하였다. 실적호조의 이유는, 펄프가격 강세(3Q22 기준 \$1,030/톤으로 사상 최고)와 이에 따른 제지가격 인상이며, 환율상승도 영향을 미쳤다. ‘20년 연평균 \$553/톤이던 펄프가격은 ‘21년 \$771/톤, ‘22년에는 1~9월 평균 \$929/톤 수준으로 상승하였다. 공급측면에서 i) 환경요인 (가뭄,산불) ii) 중국 코로나봉쇄로 인한 생산차질 iii) 유럽&남미 주요 업체 보수에 따른 공급제한 등이 영향을 미치고 있고, 수요측면도 ① 선진국 경기회복 ② 중국 신설설비 가동 본격화 ③ 재고감소 요인 등이 작용하고 있다. 언급한 유럽&남미 업체의 대규모 CAPA 증설 (‘23~‘24년으로 예정) 공백기 + 수요회복으로 업황 cycle 최정점에 있는 것으로 분석된다.

2. 훌륭한 실적을 목전에 두고 주가는... : 동사 실적추정의 바로미터가 되는 제지판가-칩투입원가의 스프레드 추이를 통해 주가 흐름을 복기&예상해볼 수 있는데, 지난 ‘18년 1 만원을 넘어섰던 주가는 앞서 ‘16년 2Q 부터 이어진 장기간의 스프레드 확대, 이를 통한 영업이익 증가(‘16 136 억원→ ‘17 447 억원→ ‘18 1,022 억원)로 설명할 수 있을 것이다. 반면, 이번 1Q21 부터 이어진 상당기간의 스프레드 확대는 글로벌 금리인상, 경기회복에 대한 불확실성 등으로 인해 펄프가격의 소(小)파동을 만들었으며, 실제 이익의 증가(‘20 63 억원→ ‘21 294 억원→ ‘22E 748 억원)에도 불구하고 주식시장 하락세와 맞물려 가파른 주가상승으로 연결되지 못한 것으로 풀이된다.

3. 장기 호흡으로 편안한 매수시점 찾기 : ‘22년 매출과 영업이익은 각각 YOY 26%, 155% 증가한 7,748 억원과 748 억원 수준(OPM 9.7% [참고] vs ‘18년 15.7%)으로 추정된다. ‘22년 순이익은 400 억원 이상(consensus 440 억원)이고 PER은 6.5~7.0x 이다. 지난 1년을 돌이켜보면, 시장 대비 아웃퍼폼(+40.2%)하였고 절대주가가 최근 저점 대비해서는 17% 수준 상승하였다. 단, 유례없는 스프레드 확대와 매출/이익증가세가 과거만큼 주가에 반영되지 못한 것은 사실이다. 그럼에도 불구하고 현 시점은 ‘23년 이익증가 예상되더라도 글로벌 CAPA 확장국면 진입 시 펄프 및 제지 가격 하락이 불가피한 국면으로, 과감한 매수 추천은 힘들다고 생각되며, 동시에 대한 편안한 매수시점은 cycle 상 고 PER 시기를 노려볼 필요가 있는 것으로 판단한다. 한편 이익의 up & down 에도 불구하고, 매년 꾸준한 배당을 실시해오고 있는데, ‘22년 전년대비 상승한 배당금을 가정(@150 원/주당) 시 시가배당률 3%를 상회하는 점은 여전히 매력적으로 보인다.

구분	2017	2018	2019	2020	2021
매출액 (억원)	6,079	6,512	6,313	5,279	6,137
영업이익 (억원)	447	1,022	494	63	294
영업이익률 (%)	7.4	15.7	7.8	1.2	4.8
지배순이익 (억원)	365	698	104	(86)	186
PER (배)	7.8	5.4	26.1	-	14.5
PBR (배)	0.5	0.6	0.4	0.4	0.4
ROE (%)	6.7	11.8	1.6	-1.4	3.1
EPS (원)	585	1,119	162	(139)	298

자료: 리딩투자증권, K-IFRS 연결기준

표 1. 무림 P&P 분기 및 연간 실적 Summary

(억원, 천원/톤)

	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22	3Q22	~3Q21	~3Q22	2020	2021	2022E	comment
매출	1,379	1,614	1,452	1,692	1,622	1,805	2,206	4,445	5,633	5,279	6,137	7,748	• 펄프 가격과 환율 강세로 매출 고신장세 - 수출비중 40%
YoY, %	-6.3	16.5	32.9	27.3	17.6	11.9	51.9	-	26.7	-16.4	16.3	26.3	
제지판가	773	894	965	974	1,021	1,109	1,283						• 제지판가 \$985(spread 799)였던 2018년 영업이익 익 사상 최대 1,022억원
YoY, %	-15.4	-3.6	12.6	24.4	32.1	24.0	33.0						
Chip 투입가	181	186	194	202	210	239	281						• ~3Q22 평균 제지판가 \$1,138(spread 894)
YoY, %	-10.4	-8.4	0.5	9.8	16.0	28.5	44.8						
Spread	592	708	771	772	811	870	1,002						
YoY, %	-16.9	-2.2	16.1	28.9	37.0	22.9	30.0						
매출원가	1,335	1,290	1,239	1,435	1,372	1,555	1,691	3,864	4,617	4,749	5,299	6,353	• 원가율 YoY -5.0%pt (개선)
% to Sales	96.8	79.9	85.3	84.8	84.6	86.1	76.6	86.9	82.0	90.0	86.3	82.0	
매출총이익	44	324	213	257	250	250	515	581	1,016	530	838	1,395	
GPM	3.2	20.1	14.7	15.2	15.4	13.9	23.4	13.1	18.0	10.0	13.7	18.0	
판관비	133	128	128	155	146	139	176	389	462	466	544	647	• 판관비를 YoY -0.6%pt (개선)
% to Sales	9.6	7.9	8.8	9.1	9.0	7.7	8.0	8.8	8.2	8.8	8.9	8.3	
영업이익	(89)	196	84	103	104	111	339	191	554	63	294	748	• 실적 성과급 상당수준 고려해도 '22년 OP 700~750억원 예상
YoY, %	적전	26.0	흑전	흑전	흑전	-43.1	301.5	-	190.0	-87.2	365.4	154.7	
OPM	-6.4	12.1	5.8	6.1	6.4	6.2	15.4	4.3	9.8	1.2	4.8	9.7	
지배주주순이익	(66)	146	37	69	42	80	176	117	298	(86)	186	399	• 시가총액 2,800억원, '22 년 순이익 400억원 이상, PER 6.5~7.0배 수준
YoY, %	적지	39.1	흑전	흑전	흑전	-45.0	371.6		155.7	적전	흑전	114.9	• 실적 호조로 PER band 최저 수준
NPM	-4.8	9.0	2.6	4.1	2.6	4.4	8.0	2.6	5.3	-1.6	3.0	5.2	

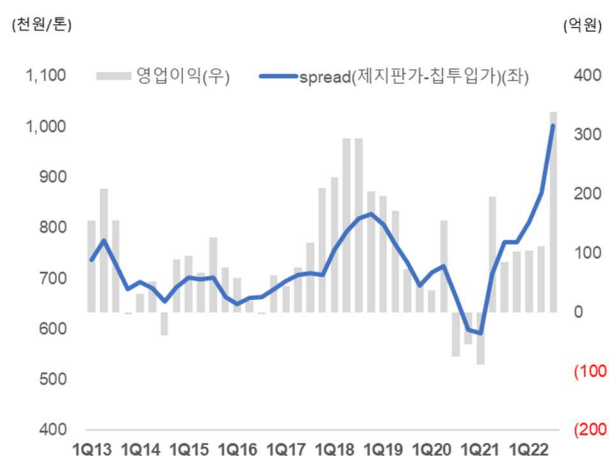
자료: 무림 P&P, 리딩투자증권 리서치센터

그림 1. 펄프가격 추이



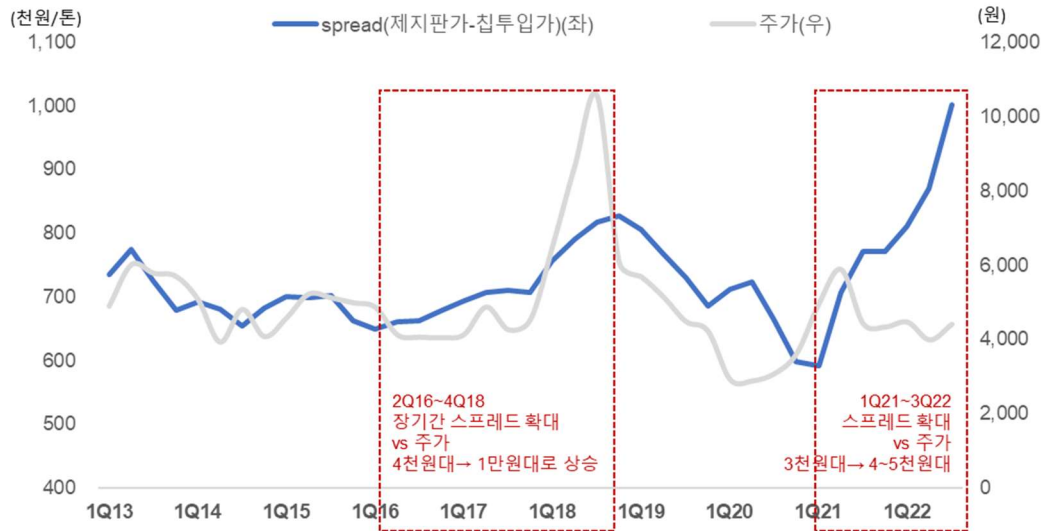
자료: 무림 P&P, 리딩투자증권

그림 2. Spread (제지판가-칩투입가) vs 영업이익 추이



자료: 무림 P&P, 리딩투자증권

그림 3. Spread (제지판가-칩투입가) vs 주가 추이



자료: 무림 P&P, WiseFN, 리딩투자증권 리서치센터

재무제표

재무상태표

(단위: 억원)	2017A	2018A	2019A	2020A	2021A
자산총계	11,024	13,560	13,503	14,304	14,836
유동자산	2,821	4,149	3,190	3,617	3,432
현금및현금성자산	765	815	745	1,430	805
단기금융자산	0	1,010	259	428	528
매출채권및기타채권	975	1,131	910	772	1,098
재고자산	1,066	1,173	1,251	951	977
비유동자산	8,203	9,410	8,830	9,032	9,450
장기금융자산	19	1,479	1,064	1,137	1,655
관계기업등투자자산	319	82	287	371	386
유형자산	7,746	7,723	7,366	7,419	7,321
무형자산	108	107	37	30	22
부채총계	5,392	7,216	7,298	8,290	8,646
유동부채	3,062	4,625	3,924	4,320	5,274
단기차입부채	2,203	3,429	2,957	3,418	4,339
기타단기금융부채	0	0	1	3	1
매입채무및기타채무	657	905	658	751	721
비유동부채	2,330	2,591	3,374	3,970	3,373
장기차입부채	1,583	1,705	2,476	3,033	2,471
기타장기금융부채	0	0	1	22	0
자본총계*	5,632	6,344	6,206	6,014	6,189
지배주주지분*	5,631	6,168	6,138	5,938	6,104
비지배주주지분	1	176	67	76	85

(주1) 회계실체가 별도인 경우, * 항목은 자본총계임

포괄손익계산서

(단위: 억원)	2017A	2018A	2019A	2020A	2021A
매출액	6,079	6,512	6,313	5,279	6,137
매출원가	5,131	5,065	5,342	4,749	5,299
매출총이익	948	1,447	971	530	838
판매비와관리비	501	425	477	466	544
영업이익	447	1,022	494	63	294
EBITDA	939	1,518	1,001	531	805
비영업손익	41	(86)	(249)	(118)	(34)
이자수익	6	10	6	6	5
이자비용	115	112	124	97	101
배당수익	0	0	0	0	0
외환손익	141	(26)	(17)	22	(41)
관계기업등관련손익	15	34	46	50	18
기타비영업손익	(6)	7	(161)	(99)	85
세전계속사업이익	488	936	245	(55)	260
법인세비용	123	238	141	21	63
연결실체변동관련손익	0	0	0	0	0
중단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익*	365	698	104	(76)	197
지배주주순이익*	365	698	101	(86)	186
비지배주주순이익	(0)	(0)	3	11	11
기타포괄손익	4	(44)	25	(5)	59
총포괄손익	369	654	129	(80)	256

(주1) 회계실체가 별도인 경우, * 항목은 당기순이익임

현금흐름표

(단위: 억원)	2017A	2018A	2019A	2020A	2021A
영업활동으로인한현금흐름	1,051	1,022	522	321	(153)
당기순이익	365	698	104	(76)	197
현금유입(유출)이없는수익	716	867	955	440	474
자산상각비	491	496	507	468	511
영업자산부채변동	91	(301)	(296)	54	(846)
매출채권및기타채권	(88)	(156)	220	133	(325)
재고자산감소(증가)	95	(106)	(159)	266	(11)
매입채무및기타채무	45	(4)	(52)	(32)	62
투자활동현금흐름	(309)	(687)	(570)	(557)	(770)
투자활동현금유입액	6	8	48	27	49
유형자산	1	4	1	3	1
무형자산	4	0	0	0	0
투자활동현금유출액	316	695	618	585	819
유형자산	260	241	377	440	479
무형자산	3	11	11	7	2
재무활동현금흐름	(463)	(292)	(24)	950	265
재무활동현금유입액	3,831	3,171	5,444	5,466	5,160
단기차입부채	2,805	2,101	3,415	3,674	3,259
장기차입부채	1,026	1,070	2,029	1,778	1,901
재무활동현금유출액	4,216	3,370	5,304	4,405	4,815
단기차입부채	4,009	3,370	5,166	4,391	4,801
장기차입부채	207	0	11	14	13
기타현금흐름	0	0	0	0	0
연결법위변동효과	0	0	0	0	0
환율변동효과	(3)	7	1	(28)	32
현금변동	276	50	(70)	685	(625)
기초현금	489	765	815	745	1,430
기말현금	765	815	745	1,430	805

투자지표

(단위: 원 배,%)	2017A	2018A	2019A	2020A	2021A
주당지표 및 주가배수					
EPS*	585	1,119	162	-139	298
BPS*	9,029	9,889	9,842	9,520	9,787
CFPS	1,686	1,639	837	514	-246
SPS	9,747	10,441	10,121	8,464	9,840
EBITDAPS	1,505	2,434	1,605	852	1,290
DPS (보통, 현금)	150	250	175	125	125
배당수익률 (보통, 현금)	3.3	4.1	4.1	3.5	2.9
배당성향 (보통, 현금)	25.6	22.3	108.0	-90.2	41.9
PER*	7.8	5.4	26.1	-	14.5
PBR*	0.5	0.6	0.4	0.4	0.4
PCFR	2.7	3.7	5.0	7.0	-
PSR	0.5	0.6	0.4	0.4	0.4
EV/EBITDA	6.2	5.2	7.2	13.5	10.3
재무비율					
매출액증가율	1.6	7.1	-3.1	-16.4	16.3
영업이익증가율	229.2	128.6	-51.7	-87.2	365.4
지배주주순이익증가율*	흑전	91.3	-85.1	적전	흑전
매출총이익률	15.6	22.2	15.4	10.0	13.7
영업이익률	7.4	15.7	7.8	1.2	4.8
EBITDA이익률	15.4	23.3	15.9	10.1	13.1
지배주주순이익률*	6.0	10.7	1.6	-1.4	3.2
ROA	4.1	8.3	3.7	0.5	2.0
ROE	6.7	11.8	1.6	-1.4	3.1
ROIC	3.9	9.3	2.4	0.9	2.4
부채비율	95.7	113.8	117.6	137.8	139.7
자입금비율	67.2	80.9	87.6	107.3	110.0
순차입금비율	53.6	68.1	75.6	82.7	92.2

(주1) 회계실체가 별도인 경우, * 항목은 당기순이익 및 자본총계 기준임

자료: Company Data, Leading Research Center

▶ Compliance Notice

본 자료를 작성한 금융투자분석사는 동 자료를 작성함에 있어서 기재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

당사는 보고서 작성일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.

본 보고서를 작성한 금융투자분석사는 작성일 현재 해당회사의 유가증권을 보유하고 있지 않습니다.

당사는 보고서 작성일 기준 해당회사와 관련하여 특별한 이해관계가 없습니다.

본 자료는 기관투자가 또는 제 3자에게 사전에 제공된 사실이 없습니다.

당사는 지난 6개월간 해당회사의 유가증권의 발행업무를 수행한 사실이 없습니다.

본 자료는 고객의 투자에 정보제공 목적으로 작성되었으며, 작성된 내용은 당사가 신뢰할 만한 자료 및 정보를 기반으로 한 것이나 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 그러므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바라며, 어떠한 경우에도 본 자료는 투자결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

본 자료의 모든 저작권은 당사에 있으며, 무단복제, 변형 및 배포될 수 없습니다.

▶ 최근 2년간 투자등급 및 목표주가 변경 내용

무림 P&P(009580)

일자	2022-11-30
투자의견	Not Rated
목표주가	-
괴리율(%)	
평균주가대비	
최고(최저)주가대비	

* 괴리율 산정: 목표주가 대상시점은 1년이며 수정주가를 적용

▶ 최근 2년간 목표주가 변경 추이

▶ 투자기간 및 투자등급

기업

BUY (매수)	향후 12개월간 현재 주가 대비 절대 수익률 15% 이상
HOLD (중립)	향후 12개월간 현재 주가 대비 절대 수익률 $\pm$ 15% 내외
SELL (매도)	향후 12개월간 현재 주가 대비 절대 수익률 -15% 이하

산업

OVERWEIGHT (비중확대)	향후 12개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 5% 이상 상회 예상
NEUTRAL (중립)	향후 12개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 $\pm$ 5% 예상
UNDERWEIGHT (비중축소)	향후 12개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 5% 이상 하락 예상

▶ 조사분석자료 투자등급 비율 (기준일 : 2022.09.30)

BUY (매수)	100.0%
HOLD (보유/중립)	0.0%
SELL (매도)	0.0%
합계	100.0%