

## 무림P&amp;P

009580

Mar 13, 2024

Buy

유지

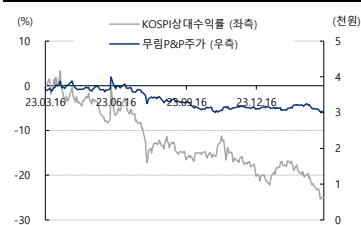
TP 4,000 원

하향

## Company Data

현재가(03/14)	3,040 원
액면가(원)	2,500 원
52 주 최고가(보통주)	3,995 원
52 주 최저가(보통주)	3,005 원
KOSPI (03/14)	2,718.76p
KOSDAQ (03/14)	887.52p
자본금	1,559 억원
시가총액	1,896 억원
발행주식수(보통주)	6,237 만주
발행주식수(우선주)	0 만주
평균거래량(60 일)	4.9 만주
평균거래대금(60 일)	2 억원
외국인지분(보통주)	1.17%
주요주주	
무림페이퍼	66.97%

## Price &amp; Relative Performance



주가수익률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	-5.1	-7.3	-16.6
상대주가	-8.6	-12.3	-27.9



미드스몰캡 김민철

3771-9253, 20080035@iprovest.com



KYOBO 교보증권

## 기다림이 필요

## 4Q23 Review 펄프부문 부진

4Q23 매출액은 YoY 6% 감소한 1,975억원, 영업이익은 -45억원으로 적자전환. 매출액은 교보증권 추정치에 부합하였으나, 영업이익은 크게 하회. 영업이익이 부진한 이유는 펄프가격 하락에 따른 펄프부문 수익성 부진으로 판단. 펄프가격은 브라질 등에서 생산량을 증가함에 따라 2022년 12월 \$1,030에서 2023년 5월 \$600 이하로 하락. 이후 펄프가격은 점진적으로 반등을 하여 \$785 수준까지 회복하였으나, 수요증가에 의한 가격반등이 아닌 원재료 인상에 따른 가격상승 현상을 보임. 기존 펄프부문 예상 BEP는 펄프가격 \$700~\$750 수준에서 형성 되었으나, 현재는 목재 및 에너지 비용 증가에 따라 펄프가격이 \$850 수준까지 회복 되어야 펄프부문 BEP에 도달할 것으로 판단.

## 2024년 인쇄용지부문 양호, 반면 펄프부문 지속 부진 전망

2024년 매출액은 YoY 3% 증가한 7,894억원, 영업이익은 YoY 206% 증가한 354억 원 전망. 인쇄용지부문은 2024년 국내를 비롯한 러시아, 인도, 미국 등 주요국의 총선 및 대선이 예정되어있어 글로벌 인쇄용지 수요가 증가할 것으로 전망. 또한 SCFI 상승에 따라 추가적인 가격인상이 전망되며, 2분기 이후 물류비용 감소에 의한 추가적인 수익개선도 기대됨. 반면 펄프가격은 공급물량 증가 이후 수요가 견인하는 가격상승까지 다소 시간이 필요할 것으로 판단.

## 투자의견 BUY 유지, 목표주가 4,000원으로 하향

무림P&P에 대해 투자의견 BUY를 유지하나, 목표주가 4,000원으로 하향. 펄프 제조 원가 증가에 따라 펄프부문 수익성 개선이 좀 더 늦어질 것으로 판단되며, 2024년 및 2025년 예상 실적을 하향 조정하였기 때문.

## Forecast earnings &amp; Valuation

12 결산(십억원)	2021.12	2022.12	2023.12E	2024.12E	2025.12E
매출액(십억원)	614	774	769	789	793
YoY(%)	16.3	26.1	-0.7	2.7	0.4
영업이익(십억원)	29	68	12	35	36
OP 마진(%)	4.7	8.8	1.6	4.4	4.5
순이익(십억원)	20	46	-22	21	21
EPS(원)	298	721	-349	325	336
YoY(%)	흑전	141.7	적전	흑전	3.3
PER(배)	14.5	6.0	-9.1	9.4	9.1
PCR(배)	4.1	2.3	4.8	2.2	2.2
PBR(배)	0.4	0.4	0.3	0.3	0.3
EV/EBITDA(배)	8.9	6.0	10.8	7.7	7.6
ROE(%)	3.1	7.1	-3.4	3.2	3.3

[도표 1] 무림 P&P 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)

	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23P	1Q24F	2Q24F	3Q24F	4Q24F	2023E	2024E	2025E
매출액	201	191	180	197	201	196	194	198	769	789	793
YoY	24%	6%	-18%	-6%	0%	3%	8%	0%	-1%	3%	0%
펄프	51	35	32	33	34	31	34	31	151	130	124
인쇄용지	145	135	135	151	154	151	146	154	566	605	616
금융,기타	5	21	13	13	13	14	14	13	53	55	53
매출총이익	30	22	12	17	26	25	24	25	81	101	102
영업이익	14	8	-6	-5	10	9	8	9	12	35	36
YoY	36%	-28%	적전	적전	-31%	7%	흑전	흑전	-83%	206%	2%
GPM	15%	11%	7%	9%	13%	13%	12%	13%	11%	13%	13%
OPM	7%	4%	-3%	-2%	5%	4%	4%	5%	2%	4%	5%

자료: 교보증권 리서치센터

[도표 2] 무림 P&P 실적추정 변경

(단위: 십억원)

	2024E		
(십억원)	변경전	변경후	차이
매출액	790	789	0%
영업이익	59	35	-41%

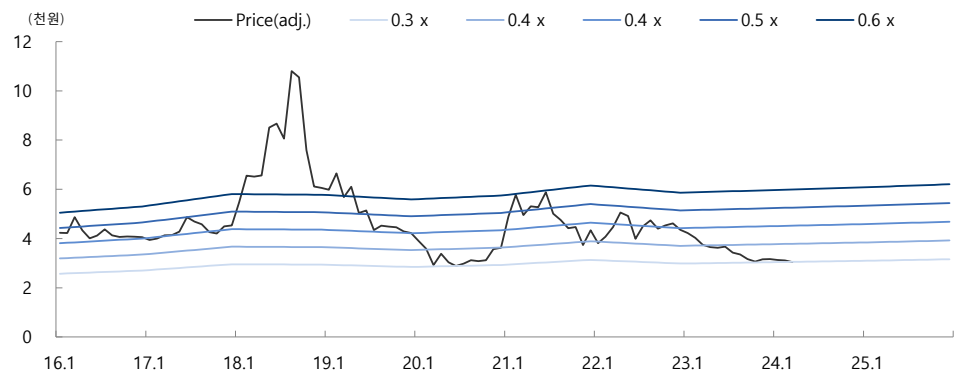
자료: 교보증권 리서치센터

[도표 3] 무림 P&P 목표주가 산출

항목	값	비고
2024E BPS	10,159 원	
Target PBR	0.42 배	최근 5년 평균에서 15% 할인
목표주가	4,000 원	
현주가	3,040 원	2024.3.14. 종가기준
업사이드	31%	

자료: 교보증권 리서치센터

[도표 4] 무림 P&P Forward PBR Band



자료: 교보증권 리서치센터

[무림 P&P 009580]

포괄손익계산서

단위: 십억원

12 결산(십억원)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
매출액	614	774	769	789	793
매출원가	530	640	688	689	691
매출총이익	84	134	81	101	102
매출총이익률 (%)	13.7	17.3	10.5	12.7	12.8
판매비와관리비	54	66	69	65	65
영업이익	29	68	12	35	36
영업이익률 (%)	4.8	8.8	1.5	4.5	4.6
EBITDA	80	121	62	83	82
EBITDA Margin (%)	13.1	15.6	8.1	10.5	10.3
영업외손익	-3	-13	-35	-11	-11
관계기업손익	2	9	9	9	9
금융수익	10	22	15	18	20
금융비용	-22	-37	-35	-37	-40
기타	7	-7	-25	0	0
법인세비용차감전순이익	26	55	-23	25	26
법인세비용	6	9	-1	4	4
계속사업순이익	20	46	-22	21	21
중단사업순이익	0	0	0	0	0
당기순이익	20	46	-22	21	21
당기순이익률 (%)	3.2	5.9	-2.9	2.6	2.7
비지배지분순이익	1	1	0	0	0
지배지분순이익	19	45	-22	20	21
지배순이익률 (%)	3.0	5.8	-2.8	2.6	2.6
매도가능금융자산평가	0	0	0	0	0
기타포괄이익	6	6	6	6	6
포괄순이익	26	52	-16	27	28
비지배지분포괄이익	1	1	0	0	0
지배지분포괄이익	24	51	-16	27	27

주: K-IFRS 회계기준 개정으로 기존의 기타영업수익/비용 항목은 제외됨

현금흐름표

단위: 십억원

12 결산(십억원)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
영업활동 현금흐름	-15	51	69	100	104
당기순이익	20	46	-22	21	21
비현금항목의 가감	47	75	63	66	64
감가상각비	50	52	50	47	45
외환손익	-1	-3	7	7	7
자본법평가손익	0	0	-9	-9	-9
기타	-2	25	16	21	21
자산부채의 증감	-85	-53	40	30	37
기타현금흐름	2	-15	-12	-17	-17
투자활동 현금흐름	-77	-42	-43	-39	-41
투자자산	-2	-4	-4	-4	-4
유형자산	-48	-41	-41	-37	-38
기타	-27	3	1	1	1
재무활동 현금흐름	27	40	198	149	113
단기차입금	-14	128	115	104	93
사채	104	57	34	18	6
장기차입금	86	102	71	48	33
자본의 증가(감소)	0	0	0	0	0
현금배당	-8	-8	-9	-9	-9
기타	-142	-239	-12	-11	-10
현금의 증감	-63	51	200	191	172
기초 현금	143	80	131	331	522
기말 현금	80	131	331	522	693
NOPLAT	22	57	11	29	30
FCF	-59	15	60	71	74

자료: 무림 P&P, 교보증권 리서치센터

재무상태표

단위: 십억원

12 결산(십억원)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
유동자산	457	607	803	1,008	1,195
현금및현금성자산	80	131	331	522	693
매출채권 및 기타채권	110	174	177	190	207
재고자산	98	144	143	147	148
기타유동자산	169	157	151	149	147
비유동자산	1,027	997	992	986	984
유형자산	732	711	703	692	685
관계기업투자금	39	51	54	58	61
기타금융자산	247	222	222	222	222
기타비유동자산	9	13	13	14	15
자산총계	1,484	1,604	1,795	1,994	2,178
유동부채	527	590	706	819	931
매입채무 및 기타채무	72	99	99	100	100
차입금	205	312	427	531	624
유동성채무	228	135	121	109	98
기타유동부채	22	45	59	80	109
비유동부채	337	351	458	533	594
차입금	14	113	183	231	264
사채	229	147	180	198	204
기타비유동부채	94	92	94	104	126
부채총계	865	941	1,164	1,352	1,525
지배지분	610	654	623	634	645
자본금	156	156	156	156	156
자본잉여금	118	118	118	118	118
이익잉여금	337	380	349	360	372
기타자본변동	0	0	0	0	0
비지배지분	9	9	8	9	9
자본총계	619	663	631	642	654
총차입금	680	727	940	1,111	1,258

주요 투자지표

단위: 원, 배, %

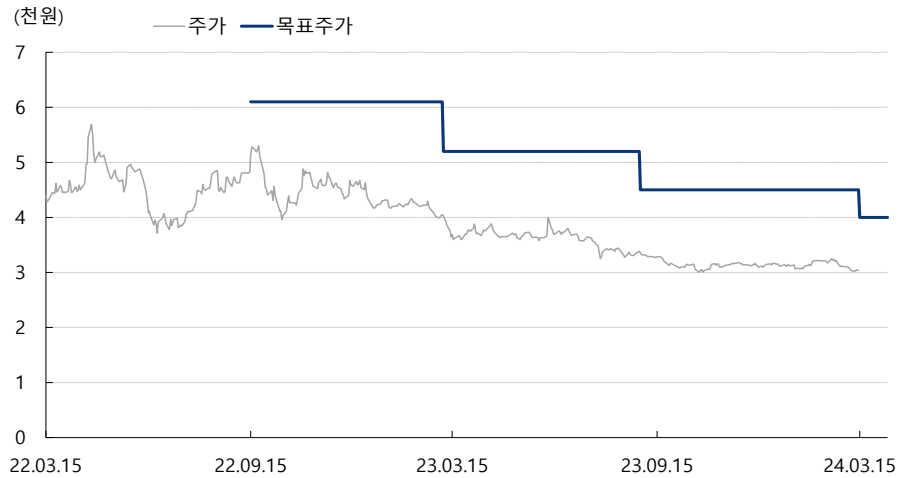
12 결산(십억원)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
EPS	298	721	-349	325	336
PER	14.5	6.0	-9.1	9.4	9.1
BPS	9,787	10,483	9,984	10,159	10,345
PBR	0.4	0.4	0.3	0.3	0.3
EBITDAPS	1,290	1,941	993	1,333	1,309
EV/EBITDA	8.9	6.0	10.8	7.7	7.6
SPS	9,840	12,412	12,328	12,656	12,710
PSR	0.4	0.4	0.3	0.2	0.2
CFPS	-947	246	962	1,131	1,187
DPS	125	150	150	150	150

재무비율

단위: 원, 배, %

12 결산(십억원)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
성장성					
매출액 증가율	16.3	26.1	-0.7	2.7	0.4
영업이익 증가율	365.4	132.4	-83.0	206.0	2.4
순이익 증가율	흑전	130.7	적전	흑전	3.3
수익성					
ROIC	2.7	6.4	1.2	3.4	3.5
ROA	1.3	2.9	-1.3	1.1	1.0
ROE	3.1	7.1	-3.4	3.2	3.3
안정성					
부채비율	139.7	142.1	184.4	210.5	233.2
순차입금비율	45.8	45.3	52.4	55.7	57.7
이자보상배율	2.9	5.1	0.7	1.7	1.6

무림 P&P 최근 2 년간 목표주가 변동추이



최근 2 년간 목표주가 및 괴리율 추이

일자	투자의견	목표주가	괴리율		일자	투자의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저				평균	최고/최저
2022.09.15	매수	6,100	(27.26)	(13.11)					
2023.03.07	매수	5,200	(30.27)	(23.17)					
2023.08.31	매수	4,500	(30.12)	(26.22)					
2024.03.15	매수	4,000							

자료: 교보증권 리서치센터

■ Compliance Notice ■

이 자료에 게재된 내용들은 작성자의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

이 조사자료는 당사 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보증하는 것이 아닙니다. 따라서 이 조사자료는 투자참고자료로만 활용하시기 바라며, 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 또한 이 조사자료의 지적재산권은 당사에 있으므로 당사의 허락 없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.

- 동 자료는 제공시점 현재 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 전일기준 당사에서 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 추천종목은 전일기준 조사분석 담당자 및 그 배우자 등 관련자가 보유하고 있지 않습니다.

■ 투자의견 비율공시 및 투자등급관련사항 ■ 기준일자\_2023.12.29

구분	Buy(매수)	Trading Buy(매수)	Hold(보유)	Sell(매도)
비율	94.2	3.6	2.2	0.0

[ 업종 투자의견 ]

**Overweight(비중확대):** 업종 펀더멘털의 개선과 함께 업종주가의 상승 기대 **Neutral(중립):** 업종 펀더멘털상의 유의미한 변화가 예상되지 않음  
**Underweight(비중축소):** 업종 펀더멘털의 약화와 함께 업종주가의 하락 기대

[ 기업 투자기간 및 투자등급 ] 향후 6개월 기준, 2015.6.1(Strong Buy 등급 삭제)

**Buy(매수):** KOSPI 대비 기대수익률 10%이상

**Hold(보유):** KOSPI 대비 기대수익률 -10~10%

**Trading Buy:** KOSPI 대비 10%이상 초과수익 예상되나 불확실성 높은 경우

**Sell(매도):** KOSPI 대비 기대수익률 -10% 이하