

# 무림P&P(009580)

Not rated

## 중국 환경 규제, 펄프가 부족하다!

### 펄프 가격, 일시적이 아닌 구조적 상승세

펄프 가격 강세가 지속되며 수익성이 개선될 전망이다. 18년 1월 펄프 가격은 톤당 890달러로 전년동월 대비 47.1% 상승했다. 펄프 가격 상승은 공급 쇼크와 수요 증가에 기인한다. 중국 정부가 환경 규제를 강화하며 정화 시설 등을 갖추지 않은 펄프 생산 설비 가동을 제한해 공급량이 줄었다. 또한 혼합폐지 수입 금지 및 생산 제한 조치를 내리며 펄프 수요도 증가세다. 중국 혼합폐지 사용률은 65%에 달하며 제지 수입의 20% 이상을 차지하고 있어 수요 증가는 장기화 될 것이다. 중국은 전세계 펄프 소비와 생산의 25%를 차지하는 주요 시장이다. 중국의 강력한 환경 규제에 따른 펄프 가격 강세 수혜가 당분간 지속될 전망이다.

### 제지 가격 인상 기대감도 커진다

매출의 75%를 차지하는 제지 가격 인상 가능성도 높다. 한솔제지, 깨끗한나라, 전주페이퍼, 한국제지 등 국내 상위 제지 업체들은 펄프를 외부 조달해 펄프 가격 급등에 따른 원재료 부담이 커지고 있다. 수출 환경도 우호적이다. 미국이 중국, 인니산 제지에 대한 반덤핑 관세를 5년 추가 연장하며 수출 가격 인상 가능성이 커졌다. 중국 제지 업체들의 가격 인상으로 중국 제지 가격은 전년동월 대비 30.1% 상승했고 글로벌 제지/펄프 업체 주가는 강세다. 게다가 무림P&P는 제지의 원재료인 펄프를 우드칩(wood chip, 펄프 원재료)을 통해 직접 생산한다. 다른 업체에 비해 제지 가격 상승의 수혜가 더 크다. 우드칩 가격은 안정적인 가운데 제지 가격이 올라 수익성 개선 가능성이 높은 상황이다.

### 실적 & Valuation

18년 매출액과 영업이익은 각각 6,535억원과 591억원으로 전년 대비 각각 7.5%와 32.2% 증가할 전망이다. 영업이익률은 9%로 1.6%p 상승할 것으로 추정된다. 18년 PER은 8.2배, ROE 7.7%에 PBR은 0.6배다. 감가상각 등으로 EBITDA와 영업이익 괴리가 큰데 EV/EBITDA는 6.2배이며 과거 평균은 9.6배, 하단은 8.4배로 valuation 매력이 부각된다. 배당 수익률은 3.4%로 추정된다.

	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EPS (원)	증감률 (%)	EBITDA (십억원)	PER (x)	EV/EBITDA (x)	PBR (x)	ROE (%)	DY (%)
2015A	629	37	12	186	NM	89	26.8	8.3	0.6	2.1	4.0
2016A	599	14	(1)	(13)	NM	65	NM	9.6	0.5	(0.1)	3.1
2017F	608	45	36	585	NM	95	7.8	6.7	0.5	6.7	3.3
2018F	654	59	45	714	22.0	110	8.2	6.2	0.6	7.7	3.4

주: 순이익, EPS 등은 지배주주지분 기준

Value	Growth	Turn around	Issue
-------	--------	-------------	-------

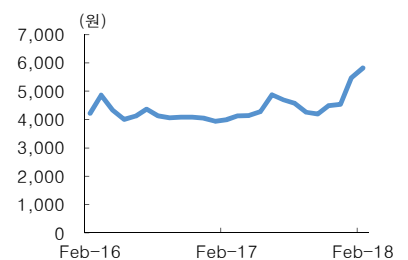
#### Stock Data

KOSPI(2/23)	2,452
주가(2/23)	5,950
시가총액(십억원)	371
발행주식수(백만)	62
52주 최고/최저(원)	6,040/3,965
일평균거래대금(6개월, 백만원)	1,078
유동주식비율/외국인지분율(%)	32.7/7.6
주요주주(%)	무림페이퍼 67.3

#### 주가상승률

	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	14.4	30.1	46.9
KOSPI 대비(%p)	15.4	26.4	29.1

#### 주가추이



자료: WISEfn

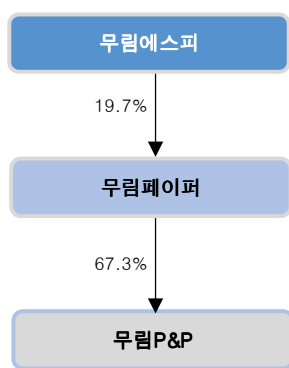
한상웅

sangung@truefriend.com

## 기업 개요

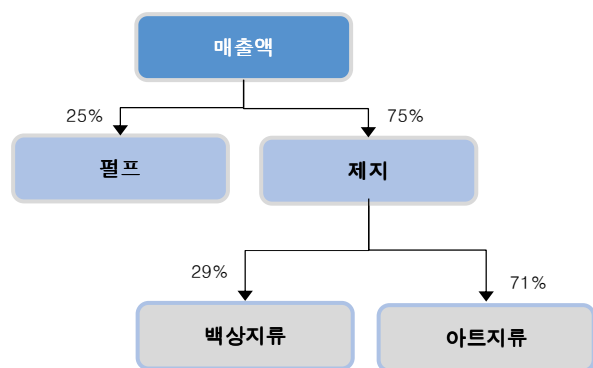
무림P&P는 아트지, 백상지 등의 인쇄용지를 제조 및 판매한다. 무림그룹은 국내 시장 점유율 2위의 제지 그룹이다. 국내에서 유일하게 제지 인쇄용지의 주요 원재료인 펄프를 직접 생산한다. 매출 비중은 펄프가 25%, 제지가 75% 다. 제지 매출의 71%는 아트지류(coated), 29%는 백상지류(uncoated)로 구성됐다. 아트지류는 고급 인쇄물, 브로슈어, 전단지, 달력 등, 백상지류는 도서, 노트 등의 필기용지에 활용된다.

[그림 1] 지배구조



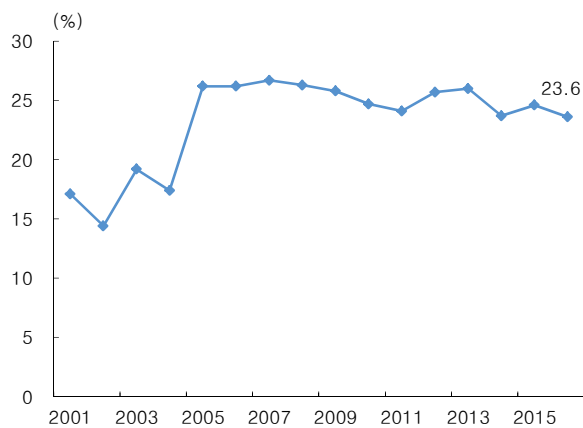
자료: 무림P&P

[그림 2] 사업 개요



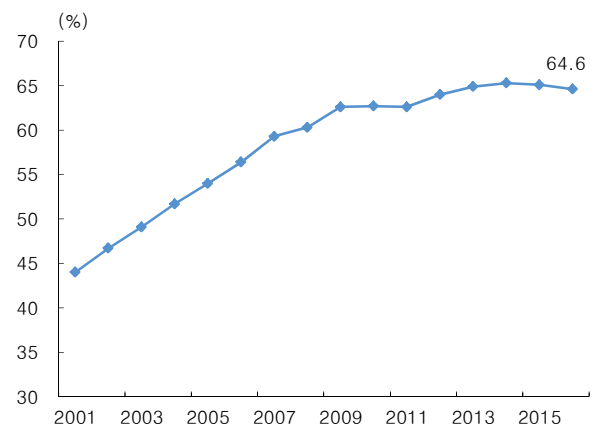
자료: 무림P&P

[그림 3] 중국 제지 수입 중 혼합폐지 비율



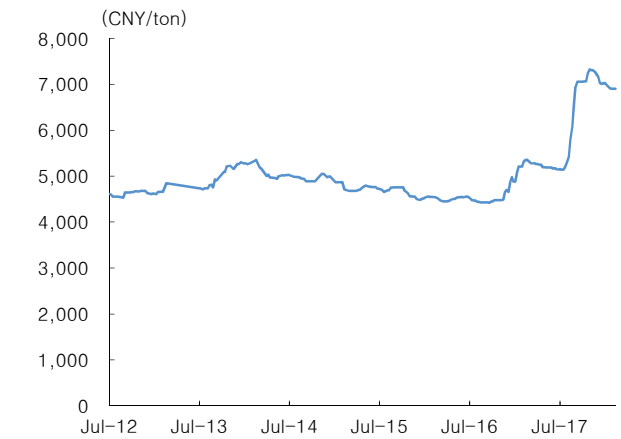
자료: Almanac of China Paper Industry, WIND

[그림 4] 중국 혼합폐지 사용률



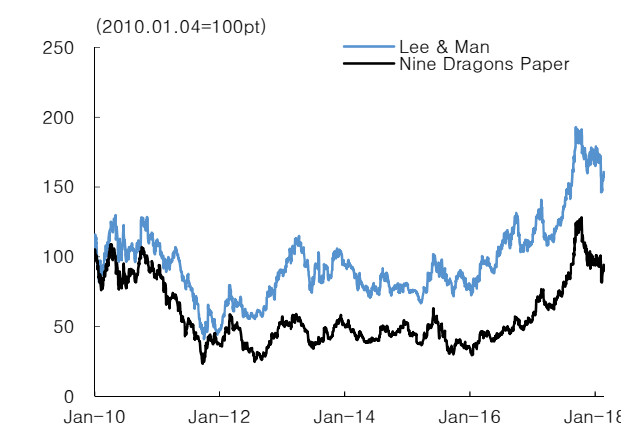
자료: Almanac of China Paper Industry, WIND

[그림 5] 중국 제지 가격 추이



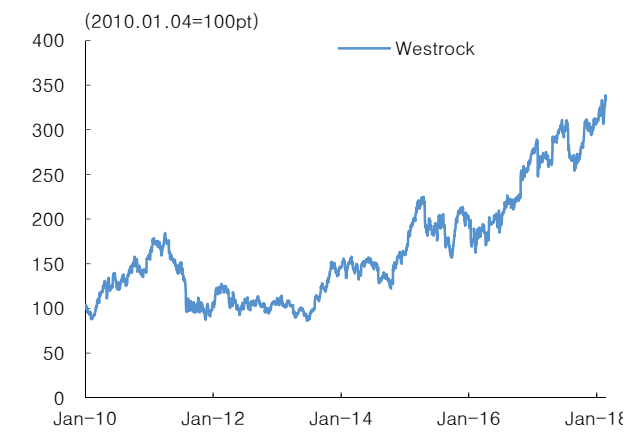
자료: Almanac of China Paper Industry, WIND

[그림 6] 중국 펄프/제지 업체 주가 추이



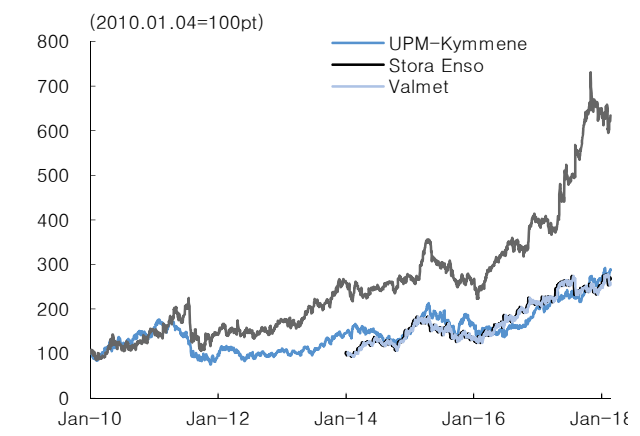
자료: Bloomberg

[그림 7] 미국 펄프/제지 업체 주가 추이



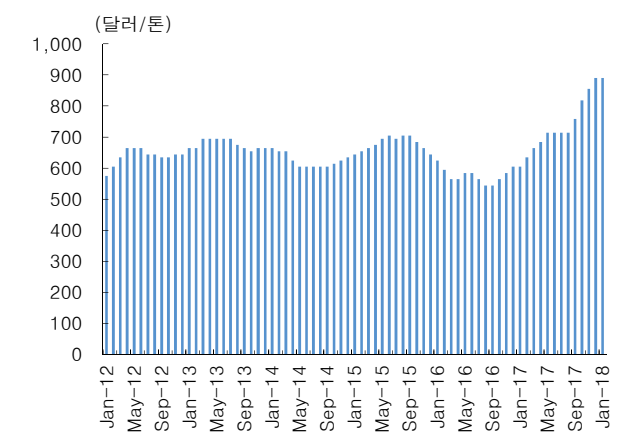
자료: Bloomberg

[그림 8] 유럽 펄프/제지 업체 주가 추이



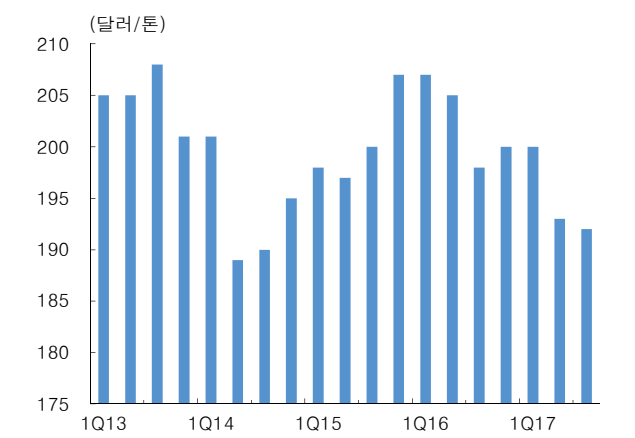
자료: Bloomberg

[그림 9] 펄프 가격 추이



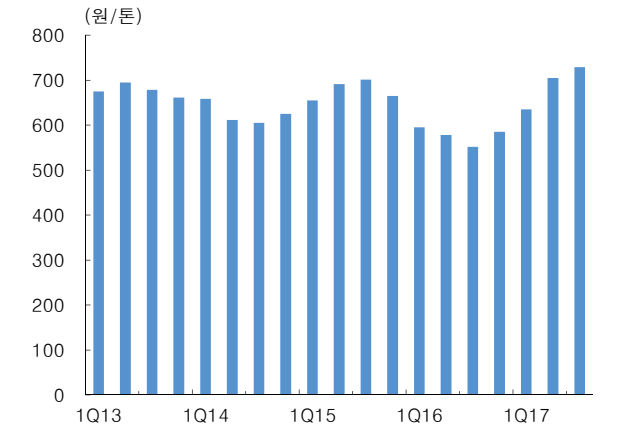
자료: 무림P&amp;P

[그림 10] 우드 칩 투입 가격 추이



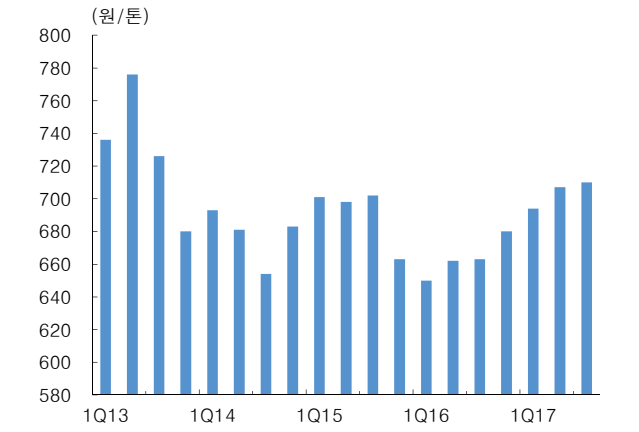
자료: 무림P&amp;P

[그림 11] 펄프 부문 스프레드



자료: 무림P&P

[그림 12] 제지 부문 스프레드



자료: 무림P&P

### 용어해설

- 펄프: 나무를 원료로 하여 기계적, 화학적 처리에 의하여 식물체의 섬유를 추출한 것. 섬유나 종이 원료로 사용

**재무상태표**

(단위: 십억원)

	2015A	2016A	2017F	2018F
유동자산	291	256	260	265
현금성자산	58	49	50	52
매출채권및기타채권	88	89	91	91
재고자산	141	115	117	118
비유동자산	877	839	843	853
투자자산	28	26	27	29
유형자산	835	799	802	809
무형자산	13	13	13	14
자산총계	1,168	1,095	1,103	1,117
유동부채	385	341	333	324
매입채무및기타채무	54	60	61	66
단기차입금및단기사채	170	184	198	208
유동성장기부채	153	89	64	39
비유동부채	237	220	208	199
사채	0	0	0	0
장기차입금및금융부채	167	149	136	121
부채총계	622	561	541	522
지배주주지분	546	534	562	595
자본금	156	156	156	156
자본잉여금	120	121	121	121
기타자본	(0)	(0)	(0)	(0)
이익잉여금	269	256	283	315
비지배주주지분	0	0	0	0
자본총계	546	534	562	595

**현금흐름표**

(단위: 십억원)

	2015A	2016A	2017F	2018F
영업활동현금흐름	55	88	88	106
당기순이익	12	(1)	36	45
유형자산감가상각비	51	50	49	50
무형자산상각비	1	1	1	1
자산부채변동	(24)	30	0	7
기타	15	8	2	3
투자활동현금흐름	(48)	(11)	(54)	(61)
유형자산투자	(48)	(11)	(52)	(57)
유형자산매각	0	1	0	0
투자자산순증	0	0	(1)	(2)
무형자산순증	(1)	(0)	(1)	(2)
기타	1	(1)	0	0
재무활동현금흐름	(1)	(87)	(34)	(42)
자본의증가	0	0	0	0
차입금의순증	10	(74)	(24)	(30)
배당금지급	(11)	(12)	(8)	(9)
기타	0	(1)	(2)	(3)
기타현금흐름	(0)	0	0	0
현금의증가	6	(9)	1	3

주: K-IFRS (연결) 기준

**손익계산서**

(단위: 십억원)

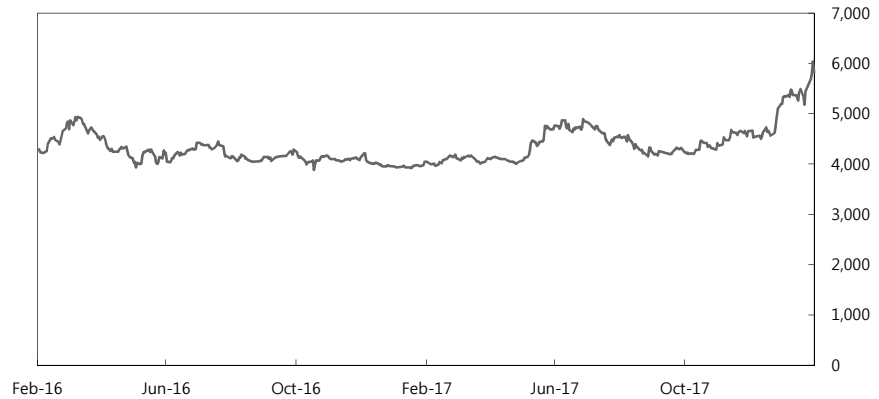
	2015A	2016A	2017F	2018F
매출액	629	599	608	654
매출원가	538	540	516	546
매출총이익	90	58	92	108
판매관리비	54	45	47	49
영업이익	37	14	45	59
금융수익	10	12	19	16
이자수익	1	0	0	0
금융비용	32	28	17	19
이자비용	13	13	11	12
기타영업외손익	1	3	3	3
관계기업관련손익	1	(1)	(1)	(1)
세전계속사업이익	16	(1)	49	58
법인세비용	5	(0)	12	13
연결당기순이익	12	(1)	36	45
지배주주지분순이익	12	(1)	36	45
기타포괄이익	(1)	1	1	1
총포괄이익	10	0	37	45
지배주주지분포괄이익	10	0	37	45
EBITDA	89	65	95	110

**주요투자지표**

	2015A	2016A	2017F	2018F
주당지표(원)				
EPS	186	(13)	585	714
BPS	8,759	8,562	9,011	9,539
DPS	200	125	150	200
성장성(% , YoY)				
매출증가율	(1.7)	(4.8)	1.6	7.5
영업이익증가율	178.3	(62.9)	229.2	32.2
순이익증가율	NM	NM	NM	22.0
EPS증가율	NM	NM	NM	22.0
EBITDA증가율	34.3	(26.8)	45.8	16.0
수익성(%)				
영업이익률	5.8	2.3	7.4	9.0
순이익률	1.8	(0.1)	6.0	6.8
EBITDA Margin	14.1	10.9	15.6	16.8
ROA	1.0	(0.1)	3.3	4.0
ROE	2.1	(0.1)	6.7	7.7
배당수익률	4.0	3.1	3.3	3.4
배당성향	107.4	NM	25.6	28.0
안정성				
순차입금(십억원)	432	374	349	316
차입금/자본총계비율(%)	89.8	79.1	70.9	61.9
Valuation(X)				
PER	26.8	NM	7.8	8.2
PBR	0.6	0.5	0.5	0.6
EV/EBITDA	8.3	9.6	6.7	6.2

## 투자의견 및 목표주가 변경내역

종목(코드번호)	제시일자	투자의견	목표주가	괴리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가대비
무림P&P(009580)	2018.02.23	NR	-	-	-



### Compliance notice

- 당사는 2018년 2월 23일 현재 무림P&P 종목의 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료의 내용 일부를 기관투자자 또는 제3자에게 사전에 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배무자는 상기 발행주식을 보유하고 있지 않습니다.

### 기업 투자의견은 향후 12개월간 시장 지수 대비 주가등락 기준임

- 매 수 : 시장 지수 대비 15%p 이상의 주가 상승 예상
- 중립 : 시장 지수 대비 -15~15%p의 주가 등락 예상
- 비중축소 : 시장 지수 대비 15%p 이상의 주가 하락 예상
- 중립 및 비중축소 의견은 목표가 미제시

### 투자등급 비율 (2017.12.31 기준)

매수	중립	비중축소(매도)
79.6%	19.9%	0.5%

※ 최근 1년간 공표한 유니버스 종목 기준

### 업종 투자의견은 향후 12개월간 해당 업종의 유가증권시장(코스닥) 시가총액 비중 대비 포트폴리오 구성 비중에 대한 의견임

- 비중확대 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중보다 높이 가져갈 것을 권함
- 중립 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중과 같게 가져갈 것을 권함
- 비중축소 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중보다 낮게 가져갈 것을 권함

■ 본 자료는 고객의 증권투자를 돕기 위하여 작성된 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있으며, 당사의 동의 없이 어떤 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형할 수 없습니다.

■ 본 자료는 당사 리서치센터에서 수집한 자료 및 정보를 기초로 작성된 것이나 당사가 그 자료 및 정보의 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없으므로 당사는 본 자료로써 고객의 투자 결과에 대한 어떠한 보장도 행하는 것이 아닙니다. 최종적 투자 결정은 고객의 판단에 기초한 것이며 본 자료는 투자 결과와 관련한 법적 분쟁에서 증거로 사용될 수 없습니다.

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