

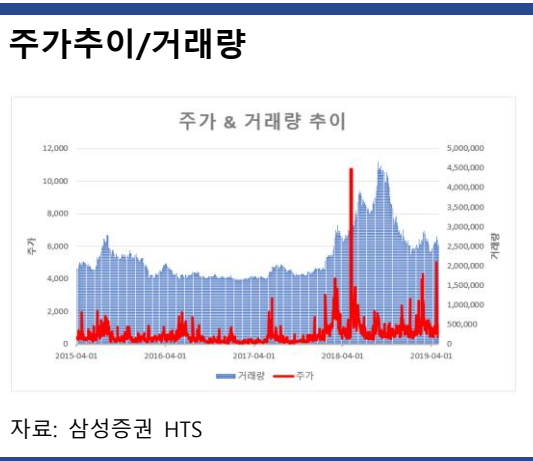
무림 P&P(주) (009580)

Strong Buy(강력매수)

Target Price: 9128 원
Current Price: 6,100 [19/04/30]
Upside Potential: 49.6%

STOCK DATA

KOSPI 지수	2203.59
52 주 최고/최저(원)	11,200/5,470
시가총액(억원)	3,692
발행주식수(주)	62,368,324
주요주주 무림페이퍼(주)(%)	66.97



POSTRADE 리서치 1 팀
김용민 roop1202@naver.com
심대용
김지환
김예진
장유리
임세준

숨겨진 무림 고수, 무림 P&P(주)
CONTENTS

INTRO

산업분석

기업분석

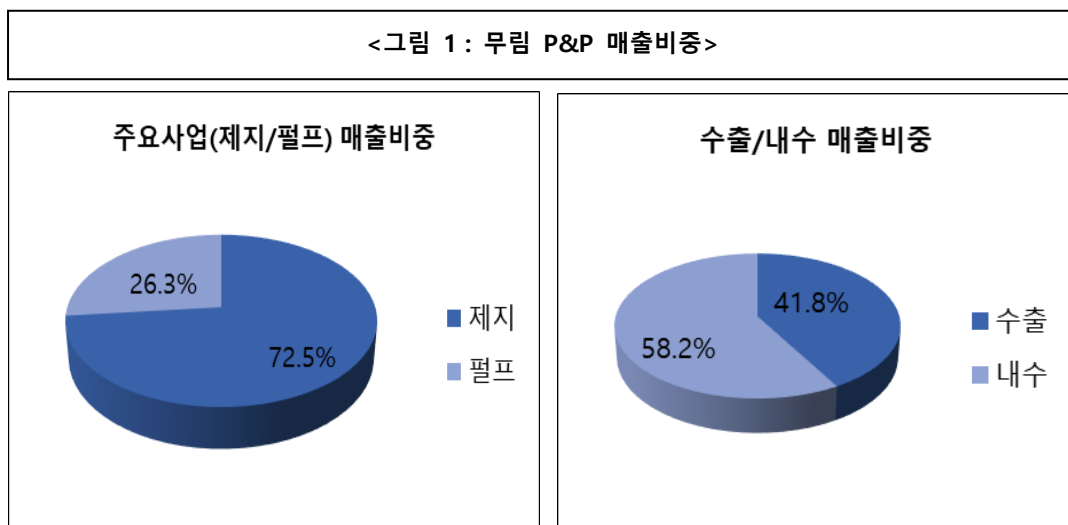
- 펄프-제지 공장 일원화로 효율적, 안정적 수익
- 최근 펄프가격 하락 주가 저평가
- 신흥국 인쇄용지, 글로벌 위생용지 수요 증가세

Valuation

Appendix

INTRO

무림 P&P 는 제지부문과 펄프부문이 주요 사업분야로, **국내 유일의 표백화학펄프 제조업체**로서 화학펄프 단일품목을 생산하고 있으며, 2011년 3월 펄프-제지 일관화 공장을 완공하여 아트지, 백상지 등 인쇄용지를 생산하여 국내외에 판매하는 사업을 하고 있다.



(출처 : 사업보고서 한국외국어대학교 POSTRADE)

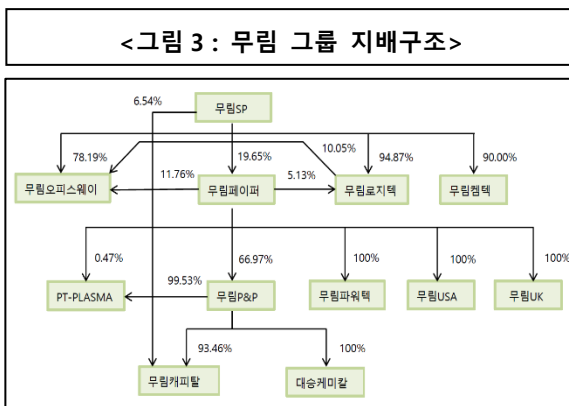
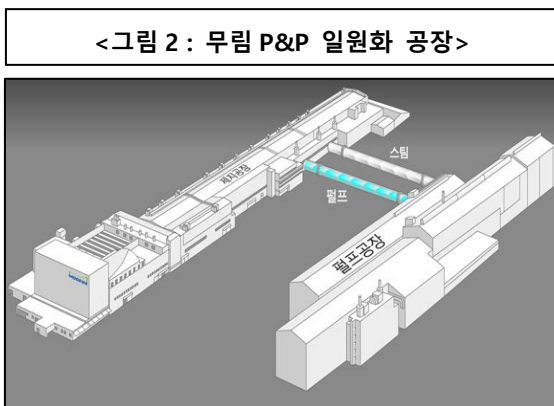
안정적 비즈니스 모델

동사는 펄프와 인쇄용지를 울산공장에서 동시 생산하고 있다. 펄프 공장에서 슬러리 펄프를 직접 공급받기 때문에 건조와 해리과정을 거치지 않아 불필요한 공정을 줄인다. 또 펄프 생산시 발생하는 흑액을 에너지원으로 사용해 에너지 절감 효과도 누린다. 울산공장에서 펄프, 인쇄용지, 에너지가 동시 생산되며 운송도 울산공장에서 바로 이어진다.

슬러리펄프: 건조되지 않은 반죽 상태의 펄프

해리과정: 제지 생산을 위해 펄프를 잘게 분해하는 과정

무림그룹은 무림 SP 를 필두로 무림페이퍼, 무림 P&P 가 대표적인 계열사인데 이들 모두 인쇄용지를 생산하는 제지 특화 그룹이다. 최근 펄프의 원료인 우드칩의 안정적인 공급을 위해 인도네시아 조림회사인 PT Plazma 를 인수한 바가 있다. **무림그룹인 제지공정의 원료수입부터 펄프 생산, 제지생산, 운송, 수출까지 수직적 통합을 통해 다른 제지업체에 비해 비용절감 효과가 크다.**



기업 개요

(출처 : 무림 P&P, 사업보고서 한국외국어대학교 POSTRADE)

시장에서 저평가 받고 있는 무림 P&P

2018 년 기준 무림 P&P 의 PER 은 5.4, PBR 은 0.6 으로 글로벌 Peer 평균 PER 이 7.6, PBR 이 1.2 이임을 감안했을 때 시장에서 저평가 받고 있음을 알 수 있다.

최근 인쇄용지 수요감소 우려와 2018 년 하반기부터 펄프가격이 하락세를 보이며 동사의 주가도 대폭 하락하였다. 그러나 동사는 펄프와 인쇄용지를 동시에 생산해 수익스프레드는 펄프가격에 영향을 받지 않고 펄프의 원재료인 우드 칩 가격과 인쇄용지 판가 차이에 영향을 받는다. 인쇄용지 판가는 하방경직적이며 우드 칩 가격은 펄프 가격에 비해 안정적인 편이다. 따라서 시장의 우려와는 달리 동사의 매출은 안정적으로 성장할 것으로 예상된다.



(출처 : FnGuide, 사업보고서 한국외국어대학교 POSTRADE)

산업분석

제지산업과 펄프산업은 모두 공정 자동화로 노동인력의 수요가 적은 편이고 시설투자에 막대한 자본이 필요해 시장진입이 매우 어려운 산업이다. 일반적으로 경제규모 성장에 따라 두 산업이 성장하는 양상을 띤다. 우리나라의 지류소비량은 선진국의 80% 수준으로 소비량이 점차 감소한다. 그러나 신흥국 인쇄용지 및 글로벌 위생용지 수요가 증가하고 최근 남미 펄프제조사들의 구시설 폐쇄가 발생하여 공급의 균형을 이루고 있다.

펄프 산업

펄프는 목재 등의 식물성 섬유를 원료로 하여 기계적 또는 화학적 처리에 의하여 뽑아낸 섬유소의 집합체로 제지의 제조원료이다. 펄프는 원재료인 우드칩을 가공하여 생산되며 가공된 펄프는 건조공정을 거쳐 고객에게 전달된다. 무림 P&P 는 우드칩을 가공하여 펄프를 직접 생산해내고 있으며, 펄프-제지 일관화 공정을 운영해 펄프 건조 공정 및 해리공정이 생략된다.

공급전망

전세계적으로 펄프 공급은 메이저 펄프 업체들의 대규모 펄프 설비의 증설이 부재할 것으로 예상되면서, 타이트한 수급 현황이 이어질 것으로 예상된다. 또한, 전세계 펄프 공급에 25%를 중국이 차지하고 있는데, 중국 정부의 규제로 인해 정화시설을 갖추지 않은 펄프 제조 시설에 대해 가동 제한이 걸리면서 공급은 더욱 빠듯해질 것으로 예상된다. 또 브라질의 Lwarcel 사의 0.75백만톤, 미국의 Sun Paper사의 0.7백만톤, 중국의 China Paper사의 0.5백만톤 외에는 2019년 증설 계획이 없는 상황이다.

수요전망

펄프에 대한 수요는 중국의 환경 규제와 신흥국 인쇄 및 위생용지 수요 증가로 인해서 구조적인 단위에서 지속적으로 증가할 것으로 예상된다

중국 환경규제

2018년 말 중국 정부는 환경 규제(National Sword, Blue Sky 2018)를 강화하면서, 오염물질 배출을 감소시키기 위해 1)정화시설을 갖추지 못하는 제지설비를 폐쇄하고 2) 혼합폐지의 수입에 전면 금지령을 내렸다

먼저, 정화시설을 갖추지 못한 설비 폐쇄 명령이 내려지자, 해당 기준을 맞추지 못한 중국 내 펄프 설비들이 폐쇄되었다. 이에 따라, 기존에 펄프를 자체조달 하던 업체들이 해외에서 펄프를 구매하기 시작하면서, 중국의 수입 펄프 시장의 수요가 증가하고 있다.

또한, 혼합폐지를 수입을 전면 금지하면서, 중국 제지업체들이 판지제작에 사용되는 폐지 조달이 어려워지자 펄프 수요가 증가하고 있다. 특히, 중국의 혼합폐지 사용률은 65%에 달하고 펄프 재고 수준이 낮은 것으로 드러나, 그 수요는 급증할 것으로 예상된다

신흥국 인쇄, 위생용지 수요 증가

한 국가의 제지 수요는 GDP의 성장률과 비례하게 증가하는 경향을 보인다. 현재 중국과 아시아 신흥국을 중심으로 펄프 수요가 증가하고 있는데, 이는 인쇄용지와 위생용지에 대한 수요가 늘어남에 따른 현상이다.

특히, 위생용지는 글로벌 마켓펄프의 약 35%를 사용하면서 최대 수요처로 자리매김하고 있는데, 연 평균 5.9% 성장세가 예상되어 현재의 약 3500만톤의 생산량이 2021년 4400만톤 규모로 성장할 것으로 전망되고 있다. 또한, 중국과 아시아 신흥국의 1인당 위생용지 소비량은 여전히 낮은 수준이라, 성장여력이 충분히 남아있어 펄프 소비량도 증가가 예상된다.

<그림 6 : 글로벌 제지 수요와 소비량>

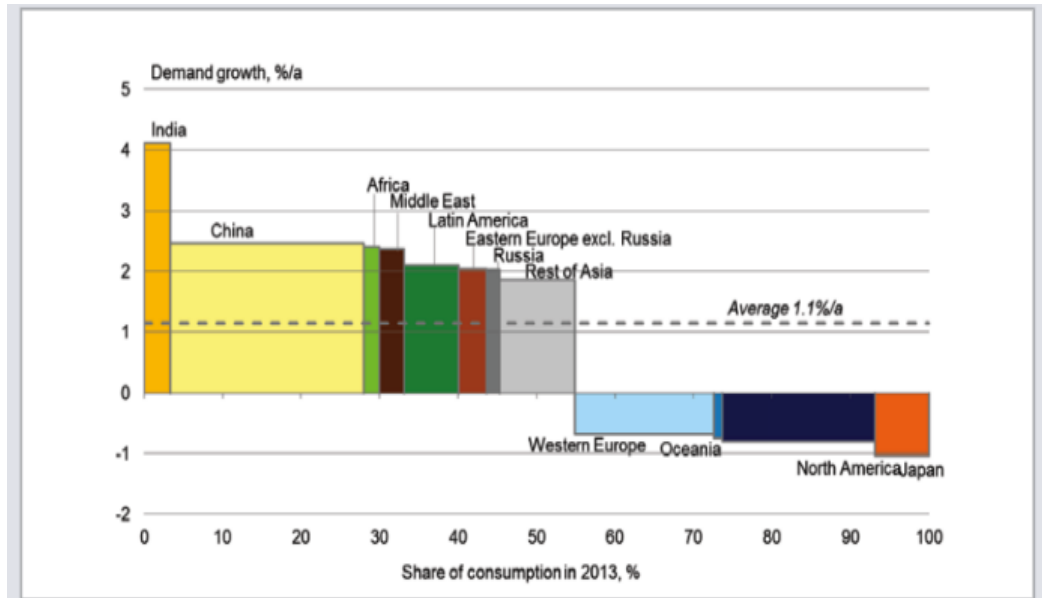


Figure 3 – Paper and paperboard consumption growth in the long term, per region Source: Pöyry

(출처 : Poyry)

제지 제조업

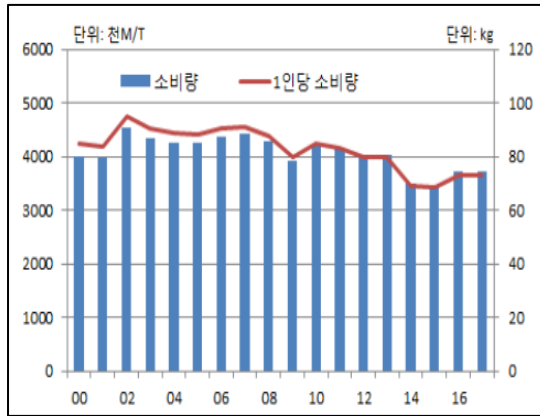
제지산업은 펄프를 주원료로 하여 각종 종이 및 종이제품을 생산하는 산업이다. 원자재 투입에서 초지 공정, 가공공정까지 일관자동화가 요구되어 **대규모의 설비 투자가 필요한 자본집약적인 장치산업이다.** 따라서, 대규모 설비투자액이 진입장벽으로 작용해 신규업체의 시장진입이 어렵다는 특징이 있다. 동사는 국내 최초로 울산에 펄프와 제지 일관화 공장을 세워 번거로운 작업 공정 없이도 바로 최종 생산물을 생산할 수 있으며 자체생산한 펄프를 바탕으로 15%정도 원가 절감을 이루고 있다.

인쇄용지 수급

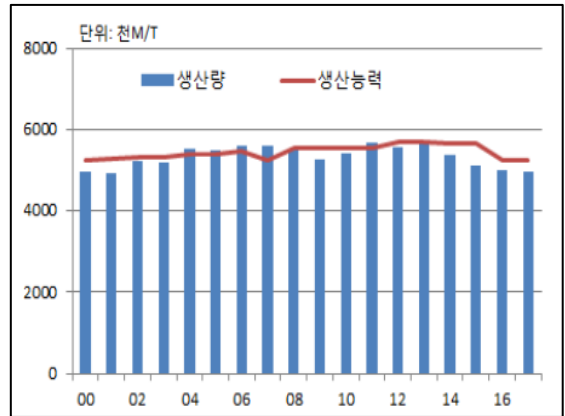
국내 종이 생산량은 세계 5 위이나, 2011 년을 기점으로 무림 P&P 를 비롯한 한솔제지와 한솔아트원과 같은 제지업체들이 인쇄용지 설비를 폐쇄하거나 전환투자를 진행하면서, 연간 생산량은 지속적으로 감소 추세를 보이고 있다. 이는 디지털 미디어의 성장에 따른 구조적 변화로 볼 수 있으며, 이러한 트렌드에 맞춰 제지 제조업체들은 기존의 인쇄용지에서 고부가가치 특수지(감열지, 백상지, 아트지 등) 생산으로 품목을 전환하고 있다

국내 종이 소비량은 디지털 미디어가 성장한 동시에 인구성장 둔화로 수요 인구가 줄어들면서 축소되고 있다. 특히, 인쇄용지의 경우 2012 년까지 1,900 천 M/T 수준의 소비량을 유지하다가, 스마트폰의 출현과 함께 2017 년 1,600 천 M/T 으로 급격히 감소하였다.

<그림 7 : 연도별 종이 소비량>



<그림 8 : 종이 생산량 및 생산능력>



(출처 : 한국제지연합회, 한국외국어대학교 POSTRADE)

<그림 9 : 국내 종이 수급전망>

구분	실측치			추정치	전망치		
	2014	2015	2016	2017	2018	2020	2022
생산	5,375	5,125	5,013	4,964	5,285	5,550	5,732
수입	701	726	752	880	900	902	905
수출	2,259	2,035	2,035	2,129	2,175	2,264	2,351
소비	3,500	3,488	3,730	3,715	4,010	4,188	4,286

(단위 : 천 M/T)

(출처 : 국립 산림과학원, 한국외국어대학교 POSTRADE)

기업분석

투자포인트

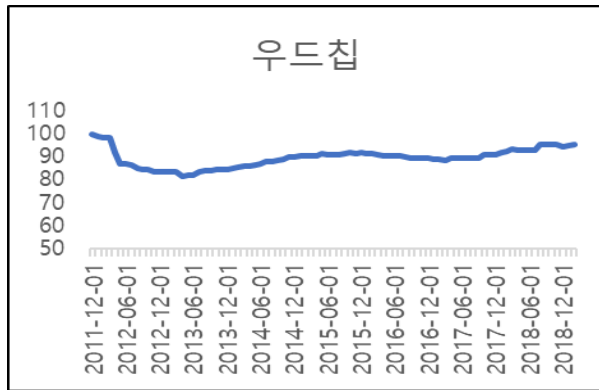
시장의 우려는 크게 2 가지 부분에서 발생하고 있다.

- 1) 동사가 생산하는 펄프의 가격의 하락에 따른 스프레드 축소와
- 2) 종이 소비량 감소로 인한 시장 전체의 파이 감소에 대한 우려이다.

투자
대한
우려
리스크에
과도한

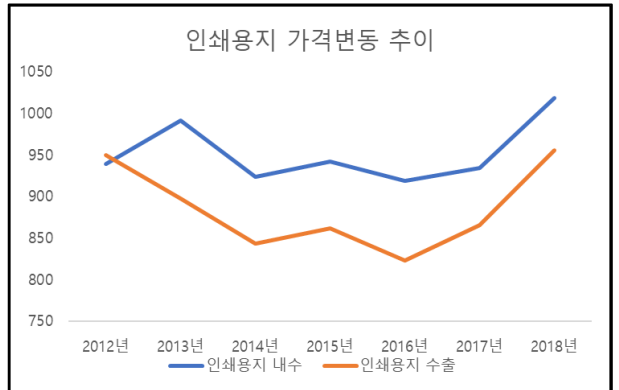
제지생산은 1) 우드칩 -> 2) 펄프 -> 3) 인쇄용지의 과정을 통해 이루어진다. 이에 맞춰, 동사는 우드칩을 바탕으로 펄프를 자체 가공하여 인쇄용지 생산 및 판매를 통해 수익을 확보하고 있다. 즉, 수익성 확보를 위해서는 우드칩-펄프와 펄프-제지판가 간의 스프레드 확보가 최대 관건으로 자리잡은 것이다. 그러나 최근 펄프의 수요대비 초과공급으로 인해 펄프 가격이 급락한 반면, 우드칩 가격은 안정적인 기조를 이어가고 있다. 이는 우드칩-펄프의 스프레드 축소로 인한 이익 감소 리스크로 자리잡아, 투심이 얼어붙는 결과를 낳고 있다.

<그림 10 : 우드칩 가격 추이>



(단위 : 2011년 기준가 100)

<그림 11 : 인쇄용지 가격변동 추이>



(출처 : Fred, 사업보고서 한국외국어대학교 POSTRADE)

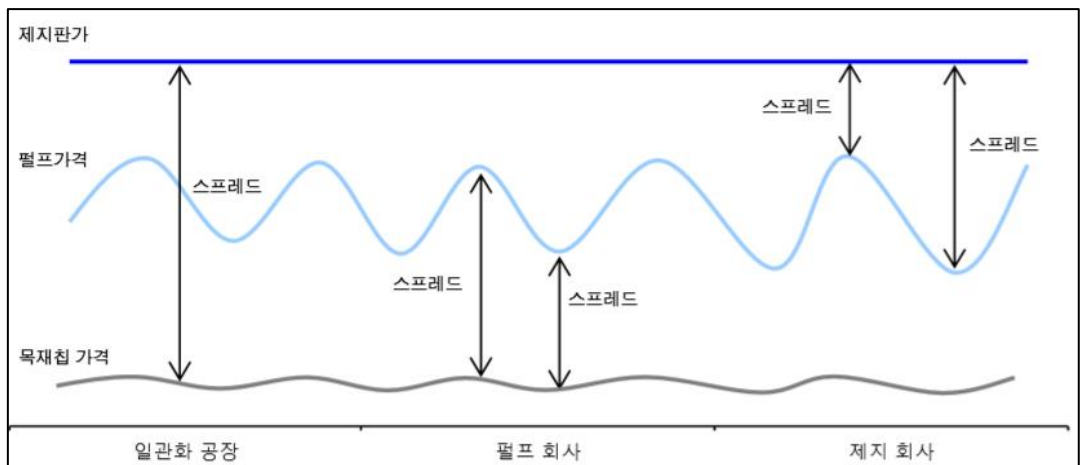
수직계열화로

**스프레드 수익은
안정적으로 유지**

그러나, 이는 수직계열화에 따른 안정적 스프레드 수익 확보할 수 있는 동사에는 해당되지 않는 과도한 우려로 해석된다. 타 업체와는 달리, 동사는 국내에서 유일하게 펄프를 직접 생산하여 자체 조달하는 일관화 공장을 운영하고 있다. 이에 따라, 펄프 가격보다 원재료인 우드칩의 가격 안정성과 우드칩-제지판가 간의 스프레드 확보가 중요한 실정이다. 우드칩 가격은 펄프에 비해 변동성이 적은 만큼, 상대적으로 안정적인 이익 창출을 기대할 수 있다.

또한, 우드칩을 더욱 저렴하고 안정적으로 조달하기 위해 인도네시아에 서울시 면적(6만 5000ha) 규모의 조림지를 개발하고 있어, 우드칩-펄프-제지로 이어지는 수직계열화를 통한 우드칩 원가를 절감할 수 있다. 동시에, 인쇄용지 가격 또한 공급에 비해 타이트한 수요로 인해 상승하는 추세를 보이고 있어, 우드칩-제지판가 스프레드를 추가로 확보함으로써 스프레드 수익 우려를 불식시킬 수 있을 것으로 보인다.

<그림 12 : 무림 P&P 수익 스프레드>

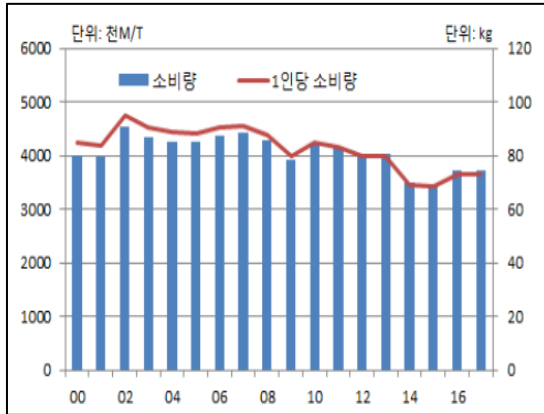


(출처 : 신한금융투자)

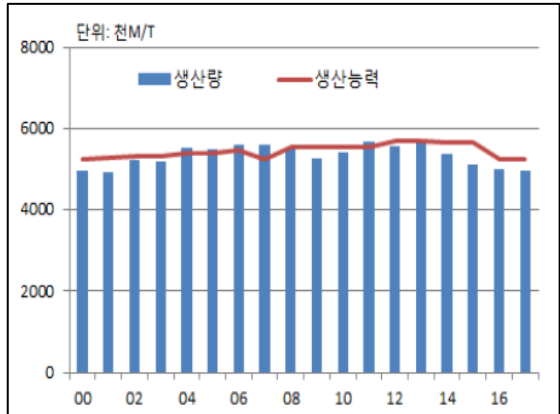
디지털화에 따른 소비량 우려
종이 감소

국내 종이 소비량의 감소 또한 리스크로 자리잡고 있다. 스마트폰을 통한 디지털 미디어(인터넷 뉴스, 이북, 웹툰 등)의 소비가 증가하면서 자연스럽게 종이 소비량이 감소하는 추세이며, 인구 성장의 둔화는 이를 더욱 가속시키고 있다. 특히 종이 지종 중에서도, 인쇄용지와 신문용지의 소비량의 감소가 가장 두드러지며, 이미 설비폐쇄와 같은 변화가 가시적으로 나타나고 있다. 이는 인쇄용지 생산을 주력으로 하는 무림 P&P 는 시장이 파이가 축소하고 있다는 부담으로 다가오고 있다.

<그림 13 : 연도별 종이 소비량>



<그림 14 : 종이 생산량 및 생산능력>

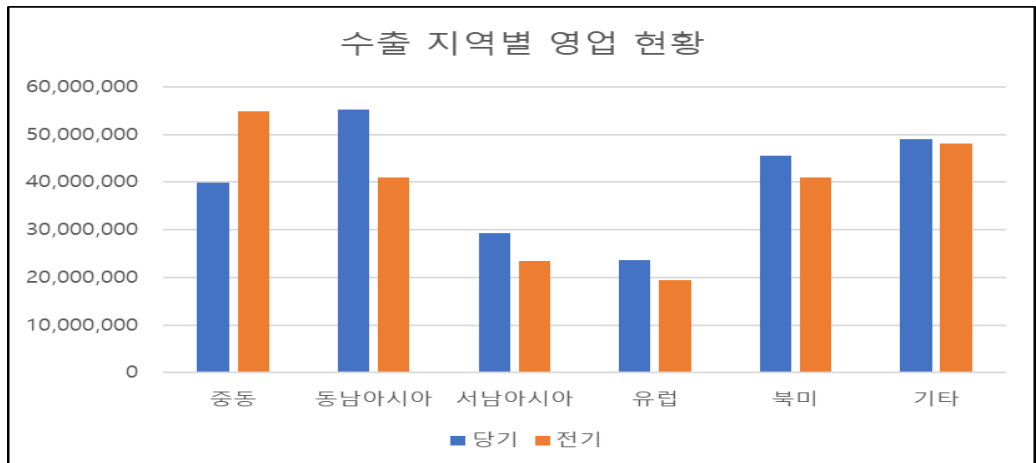


(출처 : 한국제지연합회, 한국외국어대학교 POSTRADE)

신흥국 대내외 수혜로 확보
수출과 구조조정 수익성

그러나, 이러한 시장상황에도 불구하고 동사의 인쇄용지의 수요는 점진적으로 증가할 것으로 보인다. 먼저, 신흥국으로의 인쇄용지 수출 규모가 확대되고 있다. 기존에는 원료 및 제품의 크기로 인한 제약 때문에 내수시장을 중심으로 초과생산분만을 수출하는 구조였으나, 최근에는 동남아와 서남아시아 신흥국을 중심으로 수출을 규모를 확대하고 있다. 이는 인쇄용지 수요량이 GDP 증가율과 비례하게 증가하는데, 우리나라의 1인당 지류 소비량이 주요 선진국의 약 80%에 근접함에 따라 내수시장의 성장성이 제약적인 것에서 비롯한다. 더하여, 동사는 북미 및 유럽 선진국 시장을 중심으로 기존의 디지털 인쇄용지와 아트지를 너머 보드지와 같은 고부가가치 지종을 수출 품목에 추가하여 수출 규모를 확대할 계획에 있어, 국내 종이 소비량 감소에 대한 대응이 가능할 것으로 예상된다.

<그림 15 : 수출 지역별 영업 현황>



(단위 : 천원)

(출처 : 사업보고서, 한국외국어대학교 POSTRADE)

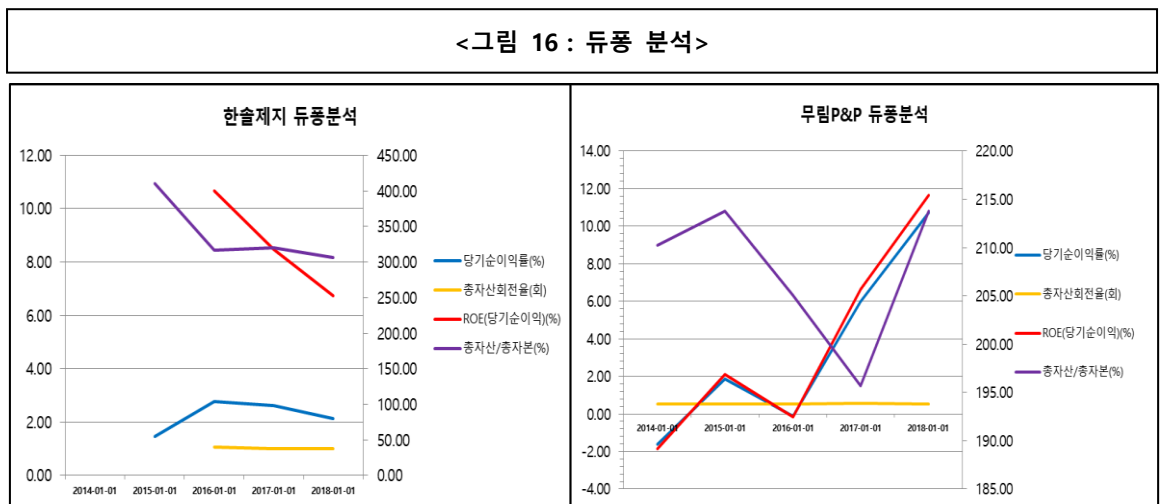
또한, 대내외 경쟁자들의 구조조정에 수혜를 누리고 있다. 2018 년 하반기를 기점으로 경쟁사들이 국내 인쇄용지 생산의 11.4% 규모의 설비를 특수지(감열지, 라벨지, 벽지 등) 생산으로 전환하거나 축소하면서, 인쇄용지 생산 시장에 과잉공급이 완화될 것으로 예상된다. 이와 더불어, 원재료 가격의 상승이 예상되면서 인쇄용지 판가 인상의 정당성까지 갖추어, 추가적인 이익 확보가 가능할 것으로 예상된다.

**선순환적
사업구조와
저평가된 주식**

동사의 수익모델을 듀폰분석으로 비교분석 함으로써, 영위하는 사업의 건전성 및 수익성을 분석했다. 분석결과 동사는 순이익률의 증가에 따라 자본수익률 또한 증가하는 추세로 보인다. 기업의 추가적인 투자 및 재무활동으로 인한 재무레버리지 비율의 증가에도 불구하고 자본수익률이 증가한 것으로 보아, 동사는 수익률을 유지 및 성장시킬 역량이 충분함을 반증한다고 생각된다. 또한 P/E, P/B 등의 상대가치 지표를 통한 글로벌 단위의 비교에서도 무림 P&P 가 저평가 받고 있음을 알 수 있다.

**건전한
사업구조로 인한
선순환**

동사의 ROE 는 11.65 로 상승 추세이며, 이는 코스피 종이, 목재 산업군 동기 평균 7.23 을 웃도는 수치이다 또한 이를 듀폰분석을 통해 분류해보았을 때, 이는 일시적인 개선이 아닌 건전한 사업구조로 인한 결과임을 알 수 있었다. 2011 년 펄프-제지 일관화 공장 준공 이후의 이익률 개선이 반영되고 있고 이는 첨부한 표의 당기수익률의 추세와 ROE 의 상관관계를 통해 알 수 있다. 특이한 점은 재무레버리지 비율 또한 증가추세임에도 불구하고, ROE 가 상승했다는 점이다. 이는 동사의 과거 그리고 미래의 투자 및 재무활동이 현재의 탄탄한 사업구조 및 경쟁력으로 충당 가능하다는 수준임을 나타낸다. 즉, 건전한 사업구조와 재무상태에서 비롯한 성장 모멘텀 및 시장 경쟁력 모두 놓치지 않은 모습을 보여주고 있다. 동사의 peer group 인 한솔제지의 듀폰분석 자료 또한 첨부한다.



(출처 : FnGuide, 한국의국어대학교 POSTRADE)

글로벌 기업과의
상대가치 비교

첨부한 표는 글로벌 peer group 의 상대가치 지표이다. 동사의 18 년도 시가총액은 3804 억원, 당기순이익 698 억, P/E 4.9 으로 글로벌 평균 P/E 7.3 으로 저평가 되어 있다고 판단했다. 동사가 속해 있는 제지, 펄프 산업이 유사한 사업구조를 지니고, 동일한 원재료 및 공정을 필요로 한다는 점을 감안했다. 또한 제지 펄프 산업이 급격한 기술의 발전이 요구되는 산업 또한 아니기에, 유의미한 대조군이라고 판단했다.

<그림 17 : 글로벌 Peer 그룹 PER, PBR>					
회사	시가총액 (1M)	PER (x)		PBR (x)	
		FY18	FY19	FY18	FY19
International Paper (미국)	USD 18794	8.9	8.9	2.6	2.3
Stora Enso (핀란드)	EUR 9208	9.6	10	1.4	1.3
Nine Dragons Paper (중국)	HKD 34019	4.2	5.5	0.9	0.8
Sappi (남아공)	ZAR 37990	9.5	8.3	1.5	1.4
Indah Kiat P&P (인도네시아)	IDR 40485000	7.4	7.4	1.9	1.6
Shandong Sun Paper (중국)		6.6	5.9	1.3	1
Shandong Chenming (중국)		4.4	4.3	0.5	0.5
YFY (대만)	TWD 19758	10.7	-	0.4	-
평균		7.7	7.2	1.3	1.3
무림 P&P	KRW 380	4.9	4.6	0.6	0.6

(출처 : BarChart, 한국외국어대학교 POSTRADE)

Valuation

Valuation 요약

목표주가 9128 원, 상승여력 49.6%로 매수 의견

무림 P&P 2019 년 예상 매출액은 6850 억원(YoY + 5.2%), EPS, BPS 는 각각 1,178, 10,902 로 제시한다. 이를 기반으로 상대가치 평가 기법을 이용하였으면 당사의 Historical PER, PBR, 글로벌 Peer 그룹 PER, PBR 을 기준으로 평균 Price 를 목표주가로 제시하였다.

기본 가정

무림 P&P 2019 년 예상 매출액은 6850 억원(YoY + 5.2%)으로 제지부문과 펄프부문 각 5000 억원(YoY + 6%), 1850 억원(YoY + 8%)로 제시한다. 정보통신 기술의 발달로 전체적인 인쇄용지 수요의 감소가 일어나고 있지만 고급 인쇄용지에 대한 수요증가와 고급화로 인한 가격 상승으로 매출액은 지속 증가할 것으로 예상된다. 펄프부문의 경우 2018 년 하반기 펄프 가격이 하락세로 돌아섰지만 환경규제로 인한 펄프 수요가 증가할 것으로 예상, 가격이 상승세로 반전할 것으로 예상된다. 또 신흥국에서의 제지수요 증가로 펄프 제지 부문 모두 수출에 따른 매출액 증가가 기대된다.

인쇄용지가격은 하방경직적인 특징을 갖고 있어 앞으로 현 수준을 유지하거나 더 상회할 것으로 예상되며 펄프의 원재료인 우드 칩 가격은 대체로 안정적인 가격대를 형성할 것이다. 이와 같은 이유로 동사의 이익 스프레드는 작년 대비 상승 혹은 유지할 것으로 예상되어 매출액순이익률 및 영업이익률은 전년도와 유사하게 각각 22%, 15%를 적용하였다.

<그림 18 : 무림 P&P 손익계산서>

	2012/Annual	2013/Annual	2014/Annual	2015/Annual	2016/Annual	2017/Annual	2018/Annual	2019E/Annual
매출액	596,810,815	645,897,962	639,399,107	628,513,608	598,616,175	607,920,397	651,176,104	685,199,103
증가율(%)		8.2%	-1.0%	-1.7%	-4.8%	1.6%	7.1%	5.2%
제지	455,114,775	475,980,978	475,102,898	453,523,369	449,862,396	440,778,895	472,083,101	500,408,087
증가율(%)		4.6%	-0.2%	-4.5%	-0.8%	-2.0%	7.1%	6.0%
펄프	140,592,354	168,864,938	162,957,401	169,975,562	145,188,832	161,333,566	171,102,792	184,791,016
증가율(%)		20.1%	-3.5%	4.3%	-14.6%	11.1%	6.1%	8.0%
매출원가	506,528,852	538,513,711	565,618,739	538,079,569	540,291,573	513,123,033	506,476,843	534,455,300
매출증이익	90,281,964	107,384,252	73,780,368	90,434,038	58,324,602	94,797,364	144,699,260	150,743,803
증가율(%)		18.9%	-31.3%	22.6%	-35.5%	62.5%	52.6%	4.2%
판관비	57,438,577	55,687,224	60,633,227	53,844,833	44,738,102	50,067,827	42,457,057	43,159,593
영업이익	32,843,387	51,697,027	13,147,141	36,589,206	13,586,500	44,729,537	102,242,204	107,584,210
증가율(%)		57.4%	-74.6%	178.3%	-62.9%	229.2%	128.6%	5.2%
영업외수익	37,381,140	19,792,441	17,658,908	13,712,203	18,643,032	25,170,401	11,273,978	11,273,978
영업외비용	32,853,926	33,052,950	35,335,831	33,989,961	33,171,052	21,095,743	19,894,566	21,577,066
법인세자감전 이익	37,370,601	38,436,519	- 4,529,782	16,311,447	- 941,519	48,804,196	93,621,616	97,281,122
증가율(%)		2.9%	-111.8%	-460.1%	-105.8%	-5283.6%	91.8%	3.9%
법인세비용	8,188,890	8,248,048	5,799,052	4,696,612	- 150,577	12,326,055	23,846,746	24,320,280
당기순이익	29,181,712	30,188,470	- 10,328,835	11,614,835	- 790,942	36,478,140	69,774,869	72,960,841
증가율(%)		3.4%	-134.2%	-212.5%	-106.8%	-4712.0%	91.3%	4.6%
주당 순이익	468	484	- 166	186	- 13	585	1,119	1,170

(단위 : 천원)

(출처 : 사업보고서, 한국외국어대학교 POSTRADE)

따라서 동사의 당기순이익은 730 억(YoY +5%), 주당순이익 1,178 을 제시한다. 당기순이익 증가를 고려했을 때 순자산(자본)은 작년 6800 억 대비 약 650 억 증가했다고 가정한다. 이 때 BPS 는 10,902 이다.

동사는 국내 유일의 펄프-제지 회사로 국내에 제지업체는 많으나 펄프를 동시에 생산하는 기업이 존재하지 않는다. 따라서 Peer PER 을 산정할 때 국제 펄프-제지를 동시에 생산하고 있는 기업을 참고하였다.

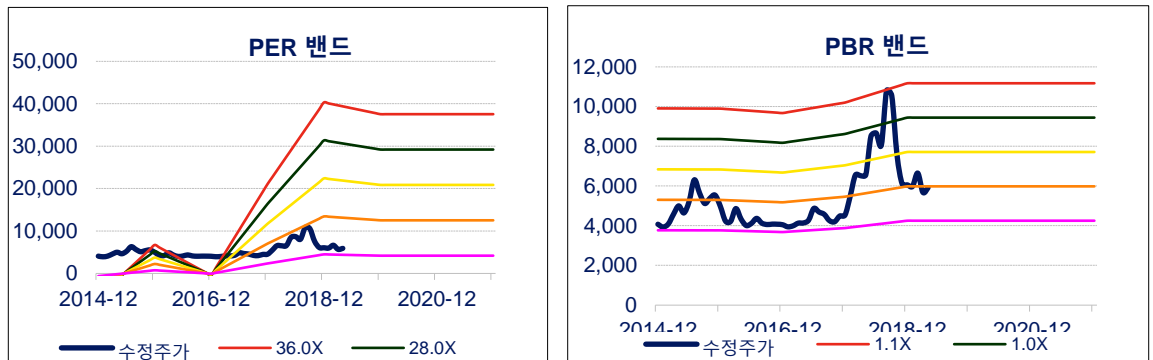
과거 펄프가격 상승으로 주가가 최고치 일 때 PER 은 10, 과거 펄프가격이 현 수준과 유사했을 때 PER 은 5 수준이다. 10 과 5 의 중간인 7 을 목표 PER 로한다.

같은 맥락으로 펄프 가격이 현재와 유사했을 때 PBR 0.8 을 목표 PBR 로 한다.

EPS x Historical PER = 1,178 x 7 = 8,428 원

BPS x Historical PBR = 10,902 x 0.8 = 8,722 원

<그림 19 : 무림 P&P PER, PBR 밴드차트>



(출처 : FnGuide, 한국외국어대학교 POSTRADE)

또 글로벌 Peer 그룹의 평균 PER 은 7.6 PBR 은 1.2 임을 감안해 목표 PER, PBR 을 도출하는 경우 목표 주가는 다음과 같다. 단 PBR 은 1.0 을 최대치로 했다.

EPS x Peer PER = 1,178 x 7.18 = 8,460 원

BPS x Peer PBR = 10,902 x 1.0 = 10,902 원

<그림 20 : 글로벌 Peer 그룹 PER, PBR>

회사	시가총액 (1M)	PER (x)		PBR (x)	
		FY18	FY19	FY18	FY19
International Paper (미국)	USD 18794	8.9	8.9	2.6	2.3
Stora Enso (핀란드)	EUR 9208	9.6	10	1.4	1.3
Nine Dragons Paper (중국)	HKD 34019	4.2	5.5	0.9	0.8
Sappi (남아공)	ZAR 37990	9.5	8.3	1.5	1.4
Indah Kiat P&P (인도네시아)	IDR 40485000	7.4	7.4	1.9	1.6
Shandong Sun Paper (중국)		6.6	5.9	1.3	1
Shandong Chenming (중국)		4.4	4.3	0.5	0.5
YFY (대만)	TWD 19758	10.7	-	0.4	-
평균		7.7	7.2	1.3	1.3
무림 P&P	KRW 380	4.9	4.6	0.6	0.6

(출처 : BarChart, 한국외국어대학교 POSTRADE)

매수 의견 : BUY
목표주가 : 9218 원
상승여력 : 49.6%

Appendix

<부록 1 : 무림 P&P 연결손익계산서>

	2017/Annual	2018/Annual	2019E/Annual
매출액	608	651	685
증가율(%)	1.6%	7.1%	5.2%
제지	441	472	500
증가율(%)	-2.0%	7.1%	6.0%
펄프	161	171	185
증가율(%)	11.1%	6.1%	8.0%
매출원가	513	506	534
매출총이익	95	145	151
증가율(%)	62.5%	52.6%	4.2%
판매비	50	42	43
영업이익	45	102	108
증가율(%)	229.2%	128.6%	5.2%
영업외수익	25	11	11
영업외비용	21	20	22
법인세차감전 이익	49	94	97
증가율(%)	-5283.6%	91.8%	3.9%
법인세비용	12	24	24
당기순이익	36	70	73
증가율(%)	-4712.0%	91.3%	4.6%
주당 순이익	585	1,119	1,170

(단위 : 억원)

(출처 : 사업보고서, 한국외국어대학교 POSTRADE)

<부록 2 : 무림 P&P 연결재무상태표>

	2017/Annual	2018/Annual	2019E/Annual
자산총계	1,102	1,356	1,314
증가율(%)		23.0%	-3.1%
유동자산	282	415	451
매출채권	96	111	122
재고자산	107	117	129
기타유동자산	80	187	200
비유동자산	820	901	863
유형자산	775	772	722
무형자산	11	11	11
기타비유동자산	35	118	130
부채총계	539	722	760
증가율(%)		33.8%	5.3%
유동부채	306	463	500
비유동부채	233	259	260
자본총계	563	634	680
증가율(%)		12.6%	7.2%
자본금	156	156	156
이익잉여금	286	345	390
기타	121	134	134

(단위 : 억원)

(출처 : 사업보고서, 한국외국어대학교 POSTRADE)

<부록 3 : 무림 P&P 주요투자지표>

	2017/Annual	2018/Annual	2019E/Annual
EPS	585	1,119	1,170
BPS	9,031	10,171	10,903
수익성			
영업이익률(%)	7.4%	15.7%	15.7%
순이익률(%)	6.0%	10.7%	10.6%
ROA(%)	3.3%	5.1%	5.6%
ROE(%)	6.5%	11.0%	10.7%
안정성			
부채비율(%)	104.5%	87.9%	89.5%
유동비율(%)	92.1%	89.7%	90.2%

(출처 : 사업보고서, 한국외국어대학교 POSTRADE)

NOTICE

본 보고서는 한국외국어대학교 증권투자연구회 POSTR_ADE 리서치 결과를 토대로 작성되었습니다. 이 자료에 게재된 내용들은 충분히 신뢰할 수 있는 자료 및 정보를 기초로 작성된 것이나, 그 자료 및 정보의 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없습니다. 해당 보고서는 투자 결과에 대한 어떠한 보장도 행하는 것이 아닙니다. 따라서, 이 분석보고서는 어떠한 경우에도 법적 책임 소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 또한, 이 분석 보고서의 지적재산권은 한국외국어대학교 증권투자연구회 POSTR_ADE 에 있음을 알립니다.