

무림P&P

009580

Dec 10, 2024

Buy

유지

TP 4,000 원

유지

Company Data

현재가(12/09)	2,360 원
액면가(원)	2,500 원
52 주 최고가(보통주)	3,250 원
52 주 최저가(보통주)	2,360 원
KOSPI (12/09)	2360.58p
KOSDAQ (12/09)	627.01p
자본금	1,559 억원
시가총액	1,472 억원
발행주식수(보통주)	6,237 만주
발행주식수(우선주)	0 만주
평균거래량(60 일)	59 만주
평균거래대금(60 일)	2 억원
외국인지분(보통주)	1.06%
주요주주	
무림페이퍼	66.97%

Price & Relative Performance



주가수익률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	-8.8	-19.6	-20.3
상대주가	-3.7	-11.0	-18.0



미스몰캡 김민철

3771-9253, 20080035@iprovest.com



KYOBO 교보증권

수익성을 흐드는 원가

양호한 3분기 실적

3Q24 매출액은 YoY +19% 증가한 2,102억원, 영업이익은 73억원으로 전년동기 대비 흑자전환하며 양호한 실적을 달성. 다만 QoQ 수익성이 둔화되는 모습을 보임. 이는 국제 펄프 가격의 하락과 제지 부문의 비용 증가에 따른 부담으로 인해 수익성이 악화된 것이 주된 요인. 3분기 평균 국제 펄프 가격은 2분기 대비 톤당 93 달러 하락하였으며, 이는 중국 등 지역의 증산 물량으로 인한 수급 악화 때문. 펄프 부문은 가격 하락 영향을 직접적으로 받아 QoQ 적자 전환되었고, 제지부문도 해상운임 인상 등의 원가 상승 요인을 제품 가격에 충분히 반영하지 못하면서 수익성이 감소하였기 때문.

4Q24 매출액 2,167억원, 영업이익 137억원 전망

4Q24년 매출액은 2,167억원 (YoY +8%, QoQ +3%), 영업이익은 (YoY 흑자전환, QoQ +87%) 137억원 전망. 이는 펄프 부문 적자 축소와 제지 부문 수익성 회복에 기인할 것으로 판단. 특히 제지부문 성수기 시즌과 맞물려 해상운임 비용 등의 감소가 예상되기 때문. 다만, 2025년에는 펄프 가격 약세 지속으로 실적 개선 폭이 제한적일 것으로 예상. 동사는 원가 절감을 위한 구조적 개선과 ESG 경영 강화를 통해 장기적인 안정성을 확보하려는 노력을 기울이고 있음.

투자의견 BUY 유지, 목표주가 4,000원 유지

무림P&P에 대해 투자의견 BUY를 유지하며, 목표주가 4,000원유지. 펄프가격 약세로 인한 펄프부문 수익성은 다소 부정적이나, 제지부문의 수익성 개선이 전망됨. 3분기의 경우 비수기 시즌 중인 점을 고려 시 양호한 실적을 달성하였으며, 연말 성수기 시즌을 맞아 운송비 절감이 예상되는 점, ESG 경영과 일관화 공정을 통한 비용 절감 노력이 예상 되는 점 등은 긍정적인 요소로 작용할 전망.

Forecast earnings & Valuation

12 결산(억원)	2022.12	2023.12	2024.12E	2025.12E	2026.12E
매출액(억원)	7,741	7,689	8,271	8,850	9,010
YoY(%)	26.1	-0.7	7.6	7.0	1.8
영업이익(억원)	683	116	484	557	633
OP 마진(%)	8.8	1.5	5.9	6.3	7.0
순이익(억원)	455	-216	258	322	393
EPS(원)	721	-353	420	525	640
YoY(%)	141.7	적전	흑전	25.0	21.9
PER(배)	6.0	-9.0	6.0	4.8	3.9
PCR(배)	2.3	2.9	1.4	1.3	1.3
PBR(배)	0.4	0.3	0.2	0.2	0.2
EV/EBITDA(배)	6.0	10.8	6.5	6.1	5.4
ROE(%)	7.1	-3.4	4.1	5.0	5.8

무림 P&P [009580]

수익성 흐드는 원가

[도표 1] 무림 P&P 실적추이 및 전망

(단위: 억원)

	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24F	2023	2024E	2025E
매출액	2,009	1,907	1,761	2,012	1,887	2,114	2,102	2,167	7,689	8,271	8,850
YoY	24%	6%	-20%	-5%	-6%	11%	19%	8%	-1%	8%	7%
펄프	506	351	357	410	478	542	548	537	1,624	2,105	2,131
인쇄용지	1,454	1,346	1,347	1,430	1,370	1,403	1,491	1,566	5,577	5,830	6,465
금융,기타	49	210	56	170	39	169	63	64	485	335	254
매출비중											
펄프	25%	18%	20%	20%	25%	26%	26%	25%	21%	25%	24%
인쇄용지	72%	71%	76%	71%	73%	66%	71%	72%	73%	70%	73%
금융,기타	2%	11%	3%	8%	2%	8%	3%	3%	6%	4%	3%
매출총이익	297	217	86	101	219	420	245	259	702	1,143	1,270
영업이익	141	80	-61	-45	62	265	73	84	116	484	557
YoY	36%	-28%	적전	적전	-56%	230%	흑전	흑전	-83%	317%	15%
GPM	15%	11%	5%	5%	12%	20%	12%	12%	9%	14%	14%
OPM	7%	4%	-3%	-2%	3%	13%	3%	4%	2%	6%	6%

자료: 교보증권 리서치센터

[도표 2] 무림 P&P 실적추정 변경

(십억원)	2024E			2025E		
	변경전	변경후	차이	변경전	변경후	차이
매출액	819	827	1%	866	885	2%
영업이익	55	48	-12%	58	56	-4%

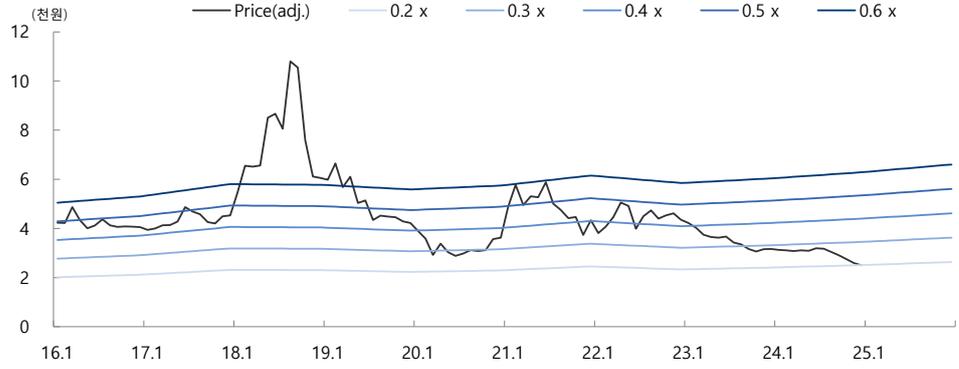
자료: 교보증권 리서치센터

[도표 3] 무림 P&P 목표주가 산출

항목	값	비고
2024E BPS	10,282 원	
Target PBR	0.39 배	최근 5년 평균(end)에서 5% 할인
목표주가	4,000 원	
현주가	2,360 원	2024.12.9 종가기준
업사이드	69%	

자료: 교보증권 리서치센터

[도표 4] 무림 P&P Forward PBR Band



자료: 교보증권 리서치센터

[무림P&P 009580]

포괄손익계산서

단위: 억원

12 결산(억원)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
매출액	7,741	7,689	8,271	8,850	9,010
매출원가	6,400	6,987	7,128	7,580	7,655
매출총이익	1,341	702	1,143	1,270	1,356
매출총이익률 (%)	17.3	9.1	13.8	14.3	15.0
판매비와관리비	658	586	659	713	723
영업이익	683	116	484	557	633
영업이익률 (%)	8.8	1.5	5.9	6.3	7.0
EBITDA	1,211	655	991	1,036	1,086
EBITDA Margin (%)	15.6	8.5	12.0	11.7	12.1
영업외손익	-133	-432	-174	-169	-159
관계기업손익	91	27	27	27	27
금융수익	220	145	157	180	199
금융비용	-370	-330	-356	-375	-384
기타	-74	-274	-1	-1	-1
법인세비용차감전순이익	550	-316	310	388	473
법인세비용	94	-99	53	66	80
계속사업순이익	455	-216	258	322	393
중단사업순이익	0	0	0	0	0
당기순이익	455	-216	258	322	393
당기순이익률 (%)	5.9	-2.8	3.1	3.6	4.4
비지배자분순이익	6	3	-4	-5	-6
지배자분순이익	449	-220	262	327	399
지배순이익률 (%)	5.8	-2.9	3.2	3.7	4.4
매도가능금융자산평가	0	0	0	0	0
기타포괄이익	63	-11	-11	-11	-11
포괄순이익	518	-228	246	311	381
비지배자분포괄이익	6	4	-4	-5	-6
지배자분포괄이익	512	-231	250	316	387

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

현금흐름표

단위: 억원

12 결산(억원)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
영업활동 현금흐름	515	890	902	939	1,115
당기순이익	455	-216	258	322	393
비현금항목의 가감	746	894	909	889	869
감가상각비	520	533	503	476	452
외환손익	-28	37	28	28	28
지분법평가손익	0	0	-27	-27	-27
기타	254	324	405	412	417
자산부채의 증감	-534	573	-30	-29	101
기타현금흐름	-153	-360	-234	-243	-248
투자활동 현금흐름	-415	-1,711	-269	-295	-316
투자자산	-35	29	29	29	29
유형자산	-406	-1,840	-370	-380	-390
기타	26	100	72	56	45
재무활동 현금흐름	404	477	1,135	640	295
단기차입금	1,280	39	35	32	29
사채	566	297	86	-62	-166
장기차입금	1,025	1,704	1,193	835	584
자본의 증가(감소)	0	0	0	0	0
현금배당	-81	-95	-62	-62	-62
기타	-2,387	-1,467	-117	-103	-90
현금의 증감	509	-339	1,401	921	740
기초 현금	805	1,314	975	2,376	3,297
기말 현금	1,314	975	2,376	3,297	4,036
NOPLAT	566	80	402	462	525
FCF	154	-649	509	532	690

자료: 무림 P&P, 교보증권 리서치센터

재무상태표

단위: 억원

12 결산(억원)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
유동자산	6,066	5,759	7,304	8,432	9,262
현금및현금성자산	1,314	975	2,376	3,297	4,036
매출채권 및 기타채권	1,735	1,458	1,594	1,742	1,834
재고자산	1,444	1,314	1,413	1,512	1,540
기타유동자산	1,574	2,012	1,921	1,881	1,852
비유동자산	9,974	10,471	10,308	10,182	10,092
유형자산	7,114	8,235	8,102	8,007	7,945
관계기업투자금	509	486	457	428	399
기타금융투자자산	2,222	1,634	1,634	1,634	1,634
기타비유동자산	128	116	114	114	114
자산총계	16,041	16,230	17,611	18,614	19,354
유동부채	5,903	5,876	5,731	5,638	5,556
매입채무 및 기타채무	989	1,120	1,143	1,165	1,172
차입금	3,117	3,059	3,094	3,126	3,155
유동성채무	1,347	1,297	1,167	1,050	945
기타유동부채	450	401	327	297	285
비유동부채	3,511	4,049	5,374	6,201	6,681
차입금	1,125	1,944	3,137	3,972	4,556
사채	1,468	1,247	1,333	1,271	1,105
기타비유동부채	917	858	904	958	1,019
부채총계	9,414	9,926	11,105	11,839	12,237
지배자분	6,538	6,214	6,413	6,678	7,015
자본금	1,559	1,559	1,559	1,559	1,559
자본잉여금	1,184	1,184	1,184	1,184	1,184
이익잉여금	3,802	3,465	3,664	3,929	4,266
기타자본변동	0	0	0	0	0
비지배자분	89	90	93	97	102
자본총계	6,627	6,304	6,506	6,775	7,116
총차입금	7,269	7,880	9,056	9,737	10,073

주요 투자지표

단위: 원, 배, %

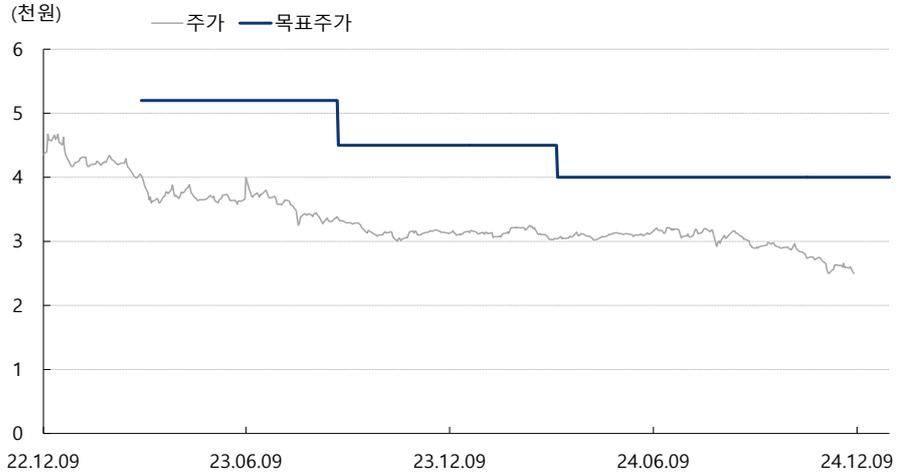
12 결산(억원)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
EPS	721	-353	420	525	640
PER	6.0	-9.0	6.0	4.8	3.9
BPS	10,483	9,963	10,282	10,707	11,247
PBR	0.4	0.3	0.2	0.2	0.2
EBITDAPS	1,941	1,050	1,589	1,661	1,742
EV/EBITDA	6.0	10.8	6.5	6.1	5.4
SPS	12,412	12,329	13,261	14,189	14,447
PSR	0.4	0.3	0.2	0.2	0.2
CFPS	246	-1,040	815	853	1,106
DPS	150	100	100	100	100

재무비율

단위: 원, 배, %

12 결산(억원)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
성장성					
매출액 증가율	26.1	-0.7	7.6	7.0	1.8
영업이익 증가율	132.4	-83.0	317.0	15.0	13.6
순이익 증가율	130.7	적전	흑전	25.0	21.9
수익성					
ROIC	6.4	0.8	4.1	4.6	5.2
ROA	2.9	-1.4	1.5	1.8	2.1
ROE	7.1	-3.4	4.1	5.0	5.8
안정성					
부채비율	142.1	157.5	170.7	174.8	172.0
순차입금비율	45.3	48.6	51.4	52.3	52.0
이자보상배율	5.1	0.6	2.0	2.1	2.3

무림 P&P 최근 2년간 목표주가 변동추이



최근 2년간 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	(22.40)	(19.63)					
2024.06.26	매수	4,000	(22.30)	(19.63)					
2024.08.22	매수	4,000	(22.69)	(19.63)					
2024.12.10	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_2024.09.30

구분	Buy(매수)	Trading Buy(매수)	Hold(보유)	Sell(매도)
비율	96.0	3.3	0.7	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 **Trading Buy:** KOSPI 대비 10%이상 초과수익 예상되나 불확실성 높은 경우
Hold(보유): KOSPI 대비 기대수익률 -10~-10% **Sell(매도):** KOSPI 대비 기대수익률 -10% 이하