

KOSPI | 소재

무림P&P (009580)

국내 유일의 종합펄프제지 업체

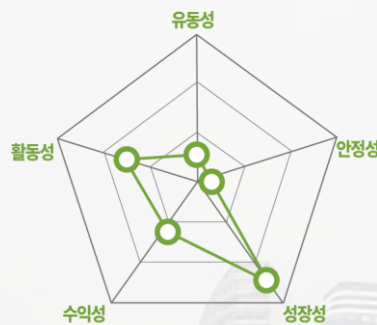
체크포인트

- 1974년 펄프 업체로 설립되었으며, 2008년 무림 계열에 인수되며 펄프 및 인쇄용지 업체로 확장. 2024년 3분기 누계 매출액 비중 펄프 25.7%, 제지 69.9%, 금융 4.4%
- 투자포인트: 1)신규 보일러 및 스팀터빈이 가동되는 2025년 4분기부터 연 300억 원 수준의 비용 절감 기대 2)우호적 환율
- 달러 강세로 인쇄용지 사업부문은 2024년부터 호조를 이어가고 있음. 2025년에는 매출액 8,011억 원(yoy -1.3%), 영업이익 416억 원(yoy 14.1%) 전망

주가 및 주요이벤트

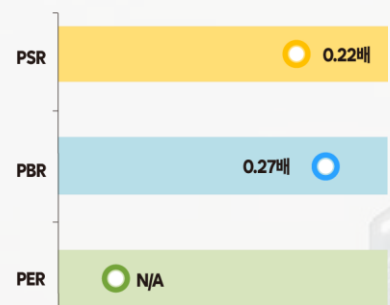


재무지표



주: 2023년 기준, Fnguide WICS 분류상 소재산업 내 등급화

밸류에이션 지표



주: PSR, PER은 2023년 기준, PBR은 3Q24 기준, Fnguide WICS 분류상 소재산업 내 순위 비교, 우측으로 갈수록 저평가

국내 유일의 종합펄프제지 업체

1974년 펄프 업체로 설립되었으며, 2008년 무림 계열에 인수되며 펄프 및 인쇄용지 업체로 확장. 2024년 3분기 누계 매출액 비중 펄프 25.7%, 제지 69.9%, 금융 4.4%

2025년 4분기부터 신규 보일러 및 스팀터빈 가동

2023년 5월에 발표한 2,763억 원 규모의 설비투자가 2025년 9월 1일에 마무리될 전망. 효율성 높은 신규 설비가 기존 설비를 대체하면서 연간 300억 원 수준의 실적 개선 기대

인쇄용지 매출의 51%는 수출

인쇄용지 수출의 대부분이 달러로 결제. 2025년 2월 27일 기준환율 1,445.3원/달러는 2024년 평균 1,363.4원/달러 대비 6.0% 높아 인쇄용지 수출 실적에 긍정적

현주가는 2025년 추정 실적 대비 PER 8.9배, PBR 0.3배

무림P&P의 주가는 역사적 PBR Band 하단에서 거래되고 있음. 인쇄용지 실적은 2025년에도 수출을 중심으로 호조. 2026년부터는 신규 보일러 및 스팀터빈 가동효과가 기대됨. 최근 개선된 실적 및 신규 설비투자에 대한 기대감이 반영되지 않은 주가 수준

Forecast earnings & Valuation

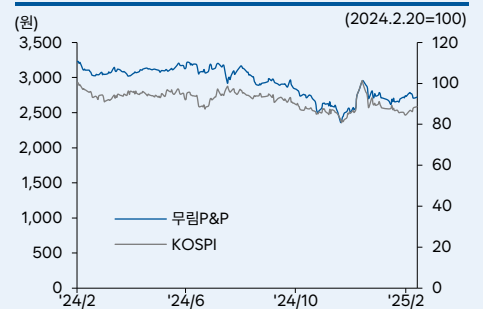
	2021	2022	2023	2024F	2025F
매출액(억원)	6,137	7,741	7,689	8,117	8,011
YoY(%)	16.3	26.1	-0.7	5.6	-1.3
영업이익(억원)	294	683	116	365	416
OP 마진(%)	4.8	8.8	1.5	4.5	5.2
지배주주순이익(억원)	186	449	-220	230	190
EPS(원)	298	721	-353	369	304
YoY(%)	흑전	141.7	적전	흑전	-17.6
PER(배)	14.5	6.0	N/A	7.7	8.9
PSR(배)	0.4	0.4	0.3	0.2	0.2
EV/EBITDA(배)	8.9	6.0	10.8	8.0	8.2
PBR(배)	0.4	0.4	0.3	0.3	0.3
ROE(%)	3.1	7.1	-3.4	3.7	3.0
배당수익률(%)	2.9	3.4	3.2	4.4	4.6

자료: 한국IR협회의 기업리서치센터

Company Data

현재주가 (3/4)	2,720원
52주 최고가	3,215원
52주 최저가	2,360원
KOSPI (3/4)	2,528.92p
자본금	1,559억원
시가총액	1,696억원
액면가	2,500원
발행주식수	62백만주
일평균 거래량 (60일)	42만주
일평균 거래액 (60일)	13억원
외국인지분율	1.21%
주요주주	무림페이퍼 66.97%

Price & Relative Performance



Stock Data

주가수익률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	1.1	-7.6	-12.4
상대주가	-0.8	-5.7	-7.4

참고

1) 표지 재무지표에서 안정성 지표는 '이자보상배율', 성장성 지표는 '매출액 증가율', 수익성 지표는 'EBITDA마진율', 활동성지표는 '재고자산회전율', 유동성지표는 '유동비율'임. 2) 표지 밸류에이션 지표 차트는 해당 산업군내 동사의 상대적 밸류에이션 수준을 표시. 우측으로 갈수록 밸류에이션 매력도 높음.



기업 개요

1 연혁

국내 유일 종합펄프제지 업체

무림P&P는 국내 유일의 종합펄프제지 업체이다. 국내에서 유일하게 표백화학펄프 설비 및 펄프-제지 일관화 공장을 갖고 있다.

사명

무림P&P는 1974년 대한화학펄프로 설립되었고, 1977년 동해펄프로 상호 변경했다. 2008년 무림페이퍼 컨소시엄에 인수되면서 현재 사명으로 상호 변경이 되었다.

주요주주

무림P&P는 설립 당시 정부 투자 기관이었다. 1987년 펄프 실수요 업체 17개사가 공동으로 인수하여 민영화되었고, 1989년 KOSPI 시장에 상장되었다. 1998년 회사부도가 발생했으며, 1999년 회사정리계획 인가결정이 나며 채권자 출자 전환에 따라 한국산업은행이 최대주주가 되었다. 2008년 무림페이퍼 컨소시엄이 신주 및 구주인수 방법으로 지분을 취득하여 최대주주가 되었다.

설비 규모

1980년 펄프 생산량 연 11만 톤 규모의 제 1공장이 준공되었으며, 1985년 공정 개선을 통해 연 16만톤 규모로 확대되었다. 1993년에는 펄프 생산량 연 27만 톤 규모의 제 2공장이 준공되며 펄프 생산 설비 규모가 연 43만 톤까지 확대되었다.

2011년에 펄프-제지 일관화공장을 준공하면서 외부에 판매 가능한 펄프 설비는 연 22만 톤으로 축소되었으며, 인쇄용지 연 46만 톤 생산 설비를 갖추었다.

2 기업개요 및 주요종속회사

3Q24 매출액 기준

펄프 25.7%, 제지 69.9%, 금융 4.4%

무림P&P는 펄프 및 인쇄용지를 생산, 판매하고 있다. 종속회사 무림캐피탈에서 금융사업을 영위하고 있다.

2024년 3분기 누계기준으로 매출액 비중은 펄프 25.7%, 제지 69.9%, 금융 4.4%이다.

펄프

펄프 사업부는 연간 약 43만 톤의 활엽수 표백화학펄프(BHKP, Bleached Hardwood Kraft Pulp)를 생산한다. 생산한 펄프의 약 50%를 외부 판매하고, 나머지는 당사 제지 생산에 필요한 슬러리 펄프로 활용하고 있다. 외부에 판매된 펄프만 매출로 인식하며, 2024년 3분기 누계로 수출 비중은 32.2%이다. 펄프의 주요 원재료인 목재칩 약 84만 톤을 국내 주요 업체로부터 40%, 태국, 베트남 등 해외에서 60%를 조달하고 있다.

제지

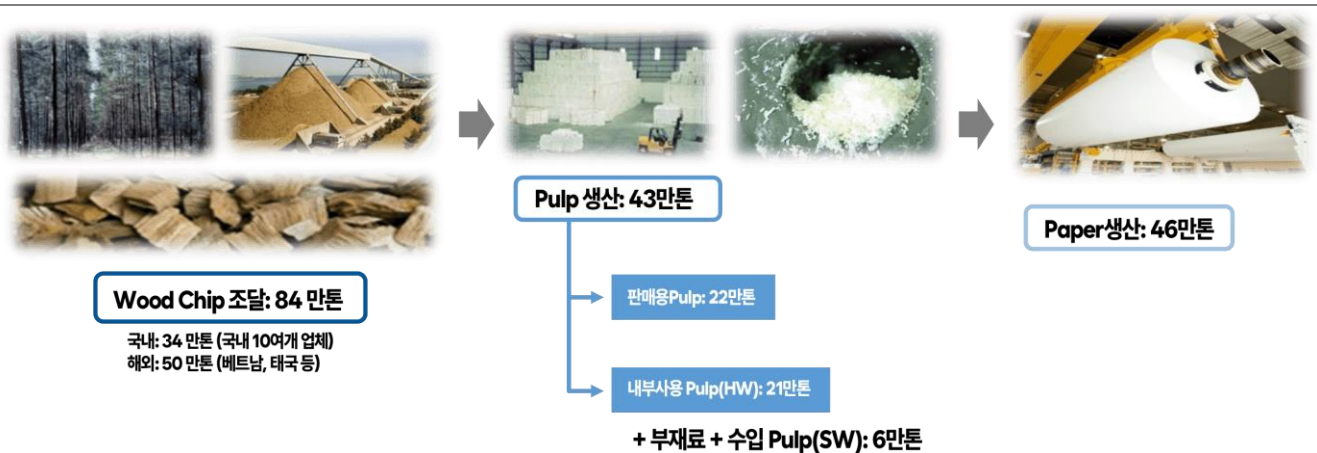
제지 사업부는 인쇄용지 약 46만 톤을 생산 및 판매하고 있다. 2024년 3분기 누계 기준 수출 비중은 51.0%이다. 인

쇄용지의 주요 원재료인 활엽수 표백화학펄프 약 21만 톤을 펄프-제지 일관화 시스템을 통해 자체 조달하고 있으며, 침엽수표백화학펄프(BSKP, Bleached Softwood Kraft Pulp) 6만 톤을 해외에서 수입하고 있다.

금융

무림캐피탈(지분율 93.46%)은 여신전문금융업법에 근거하여 시설대여, 할부금융, 신기술사업금융 및 투자업무 등을 영위하고 있는 여신전문금융회사이다. 2024년 3분기말 연결기준 자산규모는 3,734억 원이며, 주요자산으로 유가증권 1,353억 원, 대출채권 1,511억 원, 신기술금융자산을 323억 원을 보유하고 있다. 자본총계 규모는 1,382억 원이다.

무림P&P 원료 조달 및 제품 생산 구조



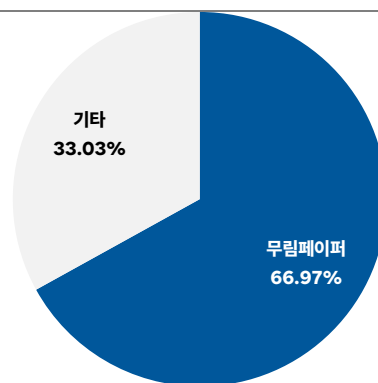
자료: 무림P&P, 한국IR협회의 기업리서치센터

3 주주구성

주요주주 무림페이퍼 66.97%

최대주주는 무림페이퍼로, 2024년 3분기말 기준 지분율은 66.97%이다. 무림페이퍼는 인쇄용지 생산 및 판매 업체로 1973년에 설립되었으며, 2008년에 무림P&P를 인수했다. 2024년 실적은 매출액 1.4조 원, 영업이익 894억 원을 기록했다. 그 외에 5% 이상 지분을 갖고 있는 주주는 없다.

주요주주(3Q24)



자료: 무림P&P, 한국IR협회의 기업리서치센터

산업 현황

1 펄프 산업

제지 산업은 크게 목재 칩을 이용해 펄프를 생산하는 펄프 제조업과 펄프 및 폐지를 원료로 각종 종이 및 종이제품을 생산하는 종이 및 판지 제조업으로 구분할 수 있다.

펄프는 종이 제조를 위한 섬유 원료이다. 일반적으로 식물의 섬유질을 분리해 얻는다.

펄프는 원료, 제조방법, 표백 유무, 용도, 생산 지역 등에 따라 분류가 된다. 종이 및 판지 제조업을 분석할 때 펄프의 분류가 중요한 이유는 지종에 따라 쓰이는 펄프가 다르기 때문이다.

원료, 제조방법, 표백 유무, 용도, 생산 지역에 따른 펄프의 분류

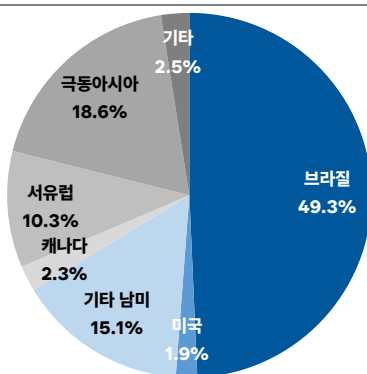
펄프는 원료에 따라 목재(Wood)와 비목재(Non-wood) 펄프로 구분된다. 비목재펄프는 짚, 닥나무, 사탕수수대, 갈대 등 식물섬유로 만든 펄프를 뜻한다. 참고로 무림페이퍼는 1978년까지 벚짚펄프를 생산하다가, 펄프수입이 자유화되며 생산을 중단했다.

목재 펄프(Wood)는 활엽수 펄프(LP, Leaf Pulp)와 침엽수 펄프(NP, Needle Pulp)로 구분된다.

활엽수 펄프는 참나무, 유칼리 등 활엽수를 주 원료로 한다. 일명 Hardwood 펄프라 하며, 섬유길이가 짧고 강도가 약하다. 백상지, 아트지, 화장지 등에 주로 쓰인다. 남미가 대표적인 생산지이다.

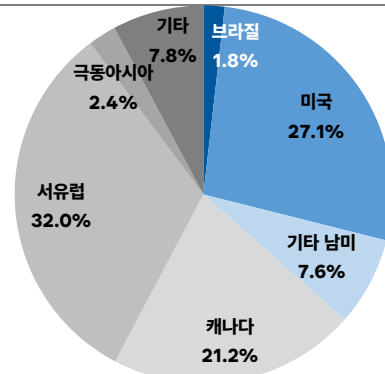
침엽수 펄프는 소나무, 전나무 등 침엽수를 주 원료로 한다. 일명 Softwood 펄프라 하며, 섬유길이가 길고 강도가 강하다. 활엽수 펄프보다 가격이 비싸며 신문용지, 종질지 등에 사용된다. 북유럽, 북미가 주요 생산지이다.

2023년 지역별 활엽수 펄프 생산설비 비중(설비규모 4,270만 MT)



자료: RISI, TIG Analysis, 한국IR협의회 기업리서치센터

2023년 지역별 침엽수 펄프 생산설비 비중(설비규모 2,870만 MT)



자료: RISI, TIG Analysis, 한국IR협의회 기업리서치센터

펄프는 제조방법 따라서 화학펄프와 기계펄프로 구분된다. 이 중에서 가장 널리 쓰이고 있는 방법은 화학펄프 중 크라프트 펄프(KP: Kraft Pulp, Sulfate Pulp)이다.

펄프의 원료가 되는 목재는 50% 내외의 순수섬유(Fiber)와 목질부(Lignin)로 구성되어 있다. 이중 목질부를 제거하고 순수섬유를 얻을 때 화학약품을 사용하면 화학 펄프가 되며, 화학약품에 따라 품질과 수율이 다른 다양한 펄프가 만들어진다. 화학펄프의 경우 품질이 우수하나 수율이 40~55% 내외로 낮은 편이다.

크라프트 펄프는 현재 가장 많이 생산되는 화학펄프이다. 약제로 황화나트륨(Na_2S)과 수산화나트륨(NaOH)을 사용한다.

이 외에도 수산화나트륨(NaOH)과 탄산칼슘(CaCO_3)을 약제로 하는 소다 펄프(SoP: Soda Pulp), 이황산(H_2SO_3)과 $\text{Ca}(\text{H}_2\text{SO}_3)_2$ 와 같은 이황산염의 혼합액을 약제로 하는 이황산펄프(SP: Sulfite Pulp)가 있다.

기계펄프(GP, MP: Groundwood Pulp, Mechanical Pulp)는 목재를 기계적인 방법으로 처리하여 얻는 펄프를 총칭한다. 주로 침엽수를 원료로 사용하며, 수율이 90~95% 수준으로 화학 펄프대비 높다. 통나무나 칩을 기계적으로 분쇄시켜 제조하기 때문에 목질부 성분이 그대로 포함되어 있다. 리그닌 성분으로 인해 색상이 변하므로 수분과 햇빛으로부터 보호되어야 하며 시간의 경과에 따라 품질이 저하된다. 주로 신문용지 등에 쓰인다.

화학펄프는 약액이 목재와 반응하여 착색이 되는데, 이러한 착색 물질을 염소, 이산화탄소, 과산화수소, 오존 등의 약품으로 제거된 펄프를 표백(Bleached) 펄프라 한다. 미표백(Unbleached) 펄프는 지대, 포장지 등에 쓰이게 된다.

펄프는 생산 지역에 따라 분류되기도 한다. 펄프제조에 사용된 목재원료의 주요 산지나 사용원료에 근거해 명명된 것으로 국제 펄프시장에서 주로 사용되고 있다. 캐나다 침엽수 펄프를 NBSK(Northern Bleached Kraft Pulp), 미국 남부산 침엽수 펄프를 SBSK(Southern Bleached Softwood Kraft Pulp), 미국 남부산 혼합 활엽수 펄프를 SBHK(Southern Bleached Hardwood Kraft Pulp), 주로 브라질이나 칠레 등의 남미에서 유칼립투스로 생산된 펄프를 BEKP(Bleached Eucalyptus Kraft Pulp)라 부른다.

인쇄용지 업체는

표백화학펄프를 주로 사용

무림 계열의 업체들이 주로 생산하는 백상지와 아트지 생산을 위해서는 표백화학펄프(BKP, Bleached Kraft Pulp)가 100% 사용된다. 인쇄용지 산업 분석을 위해서는 활엽수표백펄프(BHKP: Bleached Hardwood Kraft Pulp)와 침엽수표백펄프(BSKP: Bleached Softwood Kraft Pulp)를 중심으로 살펴보아야 한다.

무림P&P는 국내 유일한 BHKP를 생산 업체이다. 생산한 펄프를 자체 인쇄용지 생산 및 외부 판매에 활용하고 있다. 인쇄용지 생산을 위해 필요한 BSKP는 캐나다, 미국 등의 지역에서 외부 구매하고 있다.

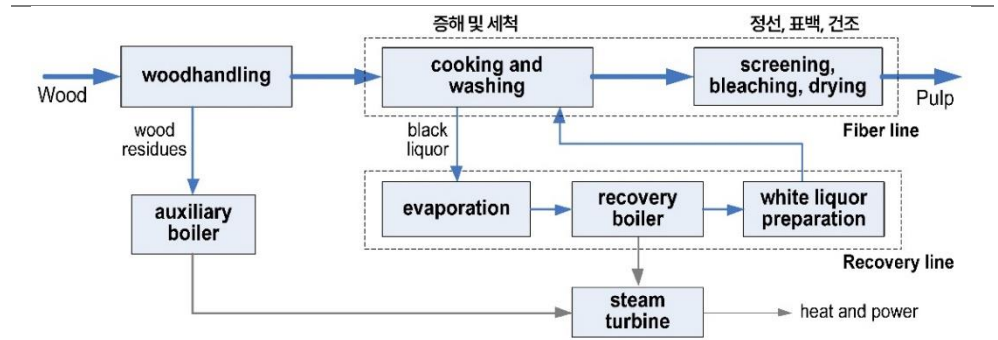
무림페이퍼 및 무림SP는 인쇄용지 제조를 위해 표백펄프를 전량 외부 구매하고 있다. 이 중에 1/3을 계열사인 무림 P&P로부터 구매하고 있고, 그 외는 캐나다, 미국, 동남아, 유럽 등의 지역에서 수입해오고 있다.

펄프 제조 과정

화학펄프인 크라프트 펄프 제조과정은 1)증해(Cooking) 공정, 2)세척(Washing) 공정, 3)정선(Screening) 공정, 4)표백(Bleaching) 공정, 5)건조(Drying) 공정, 6)마감(Finishing) 공정을 거친다.

통나무를 직접 가공할 경우 나무의 껍질을 벗겨내는 박피(Debarking) 공정을 거치게 된다. 무림P&P는 목재칩 형태로 수입하고 있어 따로 박피 공정이 필요 없다. 1)증해 공정에서는 약품을 이용해 목재칩을 고온, 고압의 압력 용기인 증해기(Digester)에서 증해하여 섬유질과 섬유질을 결속시키는 리그닌을 약화시킨다. 2)세척 공정에서는 분리된 리그닌을 물로 씻어내고, 3)정선 공정을 거쳐 이물질을 분리한다. 이후 4)표백 공정을 거쳐 펄프 속에 함유되어 있는 착색 성분을 탈색 또는 제거한다. 표백된 펄프는 5)건조 공정을 거친 후, 최종 생산된 제품을 일정 크기 및 무게로 포장하는 6)마감 공정을 거치면 외부에 판매할 수 있는 펄프가 완성이 된다.

크라프트 펄프 생산과정



자료: MDPI, 한국R협회의 기업리서치센터

목재칩이 펄프의 주 원료

펄프업의 주원료는 목재칩(wood chip)이다. 국내 유일한 BHKP 생산업체 무림P&P는 목재칩의 40%를 국내에서 조달하고 나머지는 수입에 의존하고 있다. 다양한 종류의 목재칩이 일정 비율로 배합되는데, 수종에 따라 약간의 차이는 있지만, 수율은 평균 50% 내외이다. 원재료비는 펄프 생산원가의 75%~80%를 차지한다. 목재칩의 안정적인 수급과 매입가격, 환율, 운반비 등이 생산원가를 결정한다.

약한 국내 펄프 산업 경쟁력

국내 펄프 산업이 글로벌 시장에서 차지하는 위치는 미미하다.

2023년 기준으로 무림P&P는 국내 BHKP 시장에 연간 15.2만 톤의 펄프를 공급했다. 이는 전세계에서 거래되는 BHKP(Market BHKP¹) 시장 3,900만 톤의 0.4% 수준으로 극히 낮은 비중이다. 인쇄용지 제작에 필요한 또 다른 종류의 펄프 BSKP는 세계에서 거래되는 2,400만 톤의 물량 중 국내 업체가 생산하는 물량은 없다.

국내 펄프 산업이 약한 것은 무엇보다 숲을 확보해 목재에서 펄프, 종이, 최종제품까지 수직계열화에 성공한 남미, 북미, 북유럽 업체 대비 지리적 약점 때문이라고 할 수 있다. 세계적으로 시가총액이 큰 펄프 업체들로 Suzano(브라질), International Paper(미국), UPM(핀란드)등을 꼽을 수 있는데 남미, 북미, 북유럽에 위치해 있다.

브라질 제지업체 Klabin 사업 포트폴리오



주: OCC(Old Corrugated Containers): 폐지, Fluff pulp: 침엽수 펄프를 섬유처럼 기늘고 긴 모양으로 전환시킨 펄프. 기저귀 등 흡수성 위생 제품 생산에 쓰임

자료: Klabin, 한국R협회의 기업리서치센터

¹ MarketBHKP: 시장에서 거래되는 펄프 연간 제지 생산을 위해 필요한 펄프의 37%~38% 정도가 시장에서 거래되고 나머지는 수직계열화 되어 있어 자체 소비됨

펄프 가격 강세가

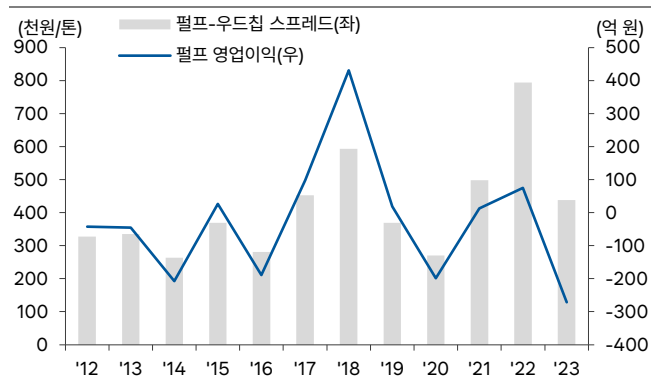
펄프 업체 실적에 긍정적

수직 계열화, 규모의 경제, 지리적 이점을 누리기 어려운 국내 펄프 업체에게 원화 가격으로 환산한 펄프 가격이 실적의 핵심 변수로 작용하고 있다.

무림P&P의 펄프사업부문 영업이익은 펄프-우드칩 스프레드(원화 환산 BHKP - 2 * 우드칩 구매 가격²)에 연동해왔다. 2012년부터 2023년까지 11년 동안 두 변수의 상관계수는 0.61로 높은 상관관계를 갖고 있다. 직관적으로 제품과 제조원가의 75~80%를 차지하는 원료와의 가격 차이가 실적에 연동하는 것은 당연해 보인다.

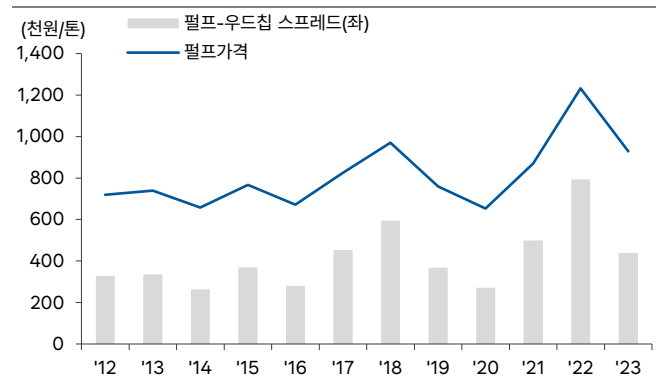
펄프-우드칩 스프레드는 펄프 가격이 오를 때 확대되는 경향이 있다. 대부분의 소재 산업이 그러하듯 원료 가격이 상승할 때 가격 전가가 용이하다. 2012년부터 2023년까지 BHKP 가격과 펄프-우드칩 스프레드의 상관계수는 0.98을 기록해 아주 높은 상관관계를 보이고 있다.

무림P&P 펄프 사업부문 영업이익과 펄프-우드칩 스프레드 추이



자료: 무림P&P, 한국IR협회의 기업리서치센터

펄프 가격과 펄프-우드칩 스프레드 추이



자료: 무림P&P, 한국IR협회의 기업리서치센터

펄프 가격

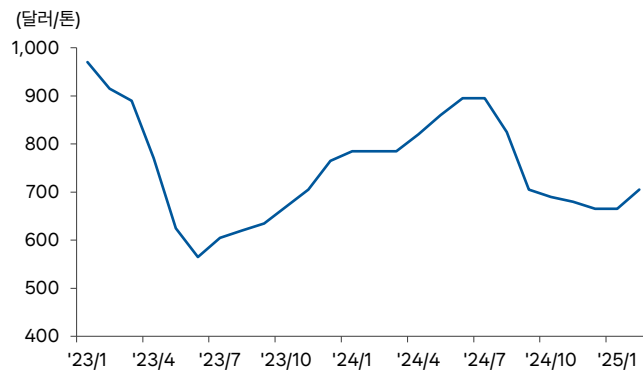
2024년 하반기부터 가격 조정

펄프 가격은 우크라이나-러시아 전쟁으로 인한 물류 대란이 있었던 2022년을 고점으로 2023년에는 하락세에 접어들었다. 그러나 2023년 6월을 저점으로 펄프 가격은 반등을 시작했는데 캐나다 퀘벡에서 발생한 초대형 산불 등 주요 조림지에서 잇따라 산불이 발생하며 펄프 원료 수급에 차질이 있었기 때문이다.

2024년에는 해상 물류비 상승과 핀란드 등 주요 생산국 노조의 파업이 맞물리면서 7월까지 2023년의 상승세를 이어갔다. 하지만 하반기 남미와 중국 등에서 세계 공급량의 10%에 해당하는 400만 톤의 펄프가 시장에 풀리며 BHKP 가격은 하락세로 전환했다. 수요 측면에서는 펄프의 가장 큰 수요처인 중국의 내수 부진도 가격 하락에 영향을 미쳤다.

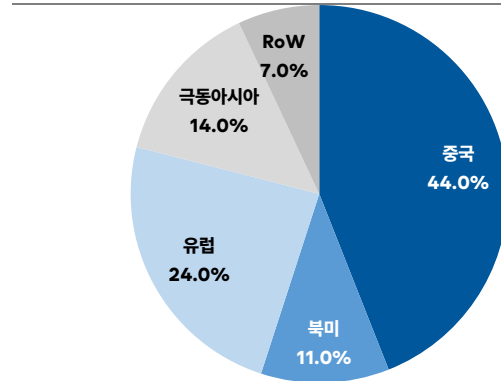
² 우드칩 가격에 2를 곱한 것은 화학펄프 수출 50%를 고려한 것. 2023년 무림P&P 우드칩의 구매량은 84만 톤으로 펄프 생산량 추정치 43만 톤에 두배 수준

SBHK(미국 남부 활엽수 펄프) 가격 추이(한국 현물 기준)



자료: 산업통상자원부, 한국IR협회의 기업리서치센터

지역별 거래되는 펄프(Market Pulp) 수요 구성(2023년 기준)



자료: RISI, TIG Analysis, 한국IR협회의 기업리서치센터

펄프 가격

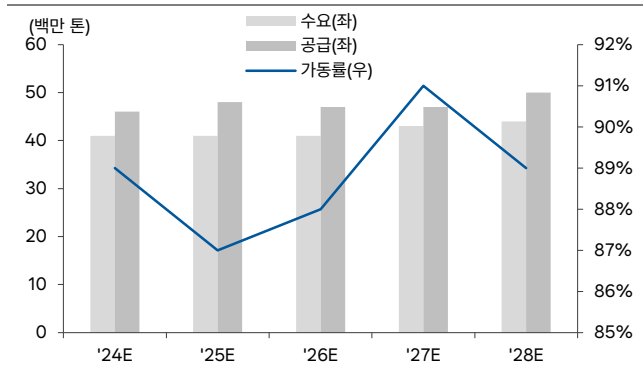
공급 증가로 당분간 약세 전망

펄프 가격은 2025년~2026년 중에 저점을 찍고 회복할 것으로 보인다.

2024년 하반기 가동되기 시작한 400만 톤의 신규 설비는 2023년 전세계 BHKP 설비 규모 4,270만 톤 대비 9.4% 수준이다. 2001년 이후 시장에서 거래되는 BHKP(Market BHKP) 세계 수요 성장률 3.6%보다 5.8%p 높은 수준으로 물량 소화에 시간이 필요해 보인다. 수요 측면에서 최근 중국의 부진이 겹치고 있는 점도 가격 반등을 지연시키는 요인이다.

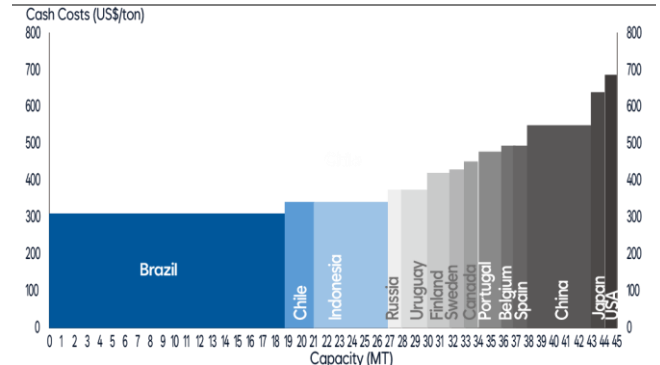
그럼에도 추가적인 가격 하락을 제한적으로 보는 이유는 산업의 자발적인 공급 조절 능력 때문이다. 2023년 기준으로 상위 10위 업체들의 점유율은 55%로 2002년 36% 대비 19%p 상승했다. 펄프 업체들 내에서도 지역간 생산 원가 차이가 나고 있어, 생산원가가 열위인 지역을 중심으로 공장 폐쇄가 활발하게 이뤄지고 있다.

BHKP 수요 공급 및 가동률 전망



자료: Suzano, 한국IR협회의 기업리서치센터

지역별 BHKP Cash cost(운임과 보험료를 포함한 인도 조건 기준)



자료: RISI, TIG Analysis, 한국IR협회의 기업리서치센터

인쇄용지

종이는 인쇄용지, 신문용지, 포장용지 등으로 나뉘며, 판지는 종이에 대응하는 용어로 펄프 또는 폐지 등을 배합하여 여러 층으로 겹뜨기 한 두꺼운 종이를 말하고, 일반적으로 0.3mm 이상의 두께를 갖는다. 판지에는 골판지, 백판지, 컵 원지, 지관원지 등이 있다.

인쇄용지는 비도공지, 도공지, 미도공지, 박엽지, 정보 인쇄용지로 구분

인쇄용지는 인쇄, 필기의 목적 또는 다른 정보 교환 형태로 사용되는 종이이다.

인쇄용지는 비도공지(Uncoated Paper), 도공지(Coated Paper), 미도공지(MFC: Machine Finished Coated), 박엽지, 정보 인쇄용지로 구분된다.

비도공지는 종이 표면에 안료(물 및 대부분의 유기용제에 녹지 않는 분말상의 착색제)를 도포하지 않은 인쇄용지를 말한다. 비도공지는 펄프를 주원료로 충전제, 사이즈제³ 등 종이를 보완해주는 물질을 첨가해 만든다. 비도공지는 펄프의 구성 비율에 따라 추가적으로 상질지, 중질지 1급, 중질지 2급으로 구분된다. 상질지인 백상지(白上紙)는 표백화학펄프 100%로 제조하며, 도서·노트·다이어리 등에 사용된다. 중질지는 표백화학펄프에 기계펄프 또는 재생펄프를 혼합하여 백상지보다 품질이 낮다. 표백화학펄프 함유량이 50% 이상인 중질지 1급은 서적, 노트, 교과서에 쓰이며, 표백화학펄프 함유량이 50% 미만인 중질지 2급은 만화용지, 전화번호부 용지 등에 사용된다.

도공지는 비도공지를 더 하얗고 매끄럽게 만들기 위해 종이에 코팅처리 한 다음, 인쇄적성⁴을 높인 종이이다. 도공지는 코팅량과 광택에 따라 아트지와 코트지로 나뉜다. 그리고 종이의 어느 표면에 코팅했는지에 따라 양면 아트지와 편면 아트지로 구분된다. 아트지는 백상지를 원지로 하여 도공 및 광택 처리하여 제조한다. 평활도⁵가 높고 흡수성이 좋아 잡지, 포스터, 전단지, 달력 등 대부분의 인쇄물에 다양하게 쓰인다. 경량코트지(LWC)는 백상지 또는 중질지를 원지로 하며, 1m²당 양면에 5~15g 전후의 도공처리를 한 종이이다. 잡지본문과 전단지 등에 사용된다. 경면광택지(CCP)는 백상지를 원지로 인쇄면과 후면뿐만 아니라 그 사이의 펄프까지 전부 백색으로 이루어진 고급 지류이다. 코팅을 위해 Cast Coater를 별도로 필요로 한다. 아트지보다 표면의 광택이 높아 고급 화보, 화장품 케이스 등에 사용된다.

미도공 인쇄용지는 초기 공정 때 미량을 코팅한 도공지를 말한다. 별도의 코팅 공정을 거치지 않는다. 미도공 인쇄용지는 비도공지와 도공지의 중간 형태의 종이라고 할 수 있으며 주로 잡지, 교과서, 문제집 등 대량 인쇄물에 사용된다.

박엽지는 인쇄용지 중 두께가 아주 얇은 종이를 말한다. 사진, 성경, 법전 등에 사용되는 인디아지가 있다.

정보 인쇄용지는 복사기, 프린터, 팩스 등의 정보기기 입출력에 사용되는 종이이다. 신용카드 전표 등에 사용되는 노카본(NCR, No Carbon Required) 원지, 열에 민감하여 글자나 그림 등을 발색하는 감열지 원지, 복사용지, 컴퓨터 용지 등이 있다.

인쇄용지 생산과정

인쇄용지 생산공정은 1)조성공정, 2)초지공정, 3)코팅공정, 4)완정공정을 거친다.

1)조성공정

조성공정에서 종이의 기본적인 품질 특성이 결정된다. 종이의 주원료인 펄프가 해리 및 고해(펄프에 물리적인 충격을 가하여 개개의 섬유로 분리하는 과정) 과정과 충전제를 비롯한 각종 약품을 배합하는 과정을 거친 다음, 클리너와 스크

³ 사이즈제: Sizing Agent, 수분을 막아 건디어 내는 성질인 내수성을 부여하는 과정을 Sizing이라 함

⁴ 인쇄적성: Printability, 인쇄하는 데 쓰는 재료들이 갖추어야 하는 성질

⁵ 평활도: Smoothness, 표면의 매끄러운 정도

린 등에서 정선-제진(먼지를 없애는 과정) 과정을 거쳐 초지기의 헤드박스로 보내진다.

2)초지공정

초지는 종이를 뽑아낸다는 뜻으로, 초지공정에서는 조성공정에서 생산한 지료를 탈수, 건조하여 종이를 만든다. 지층형성, 압착탈수, 건조, 표면처리 등의 과정으로 이루어진다. 초지공정에 쓰이는 초지기(Paper Machine)는 제지 업체의 설비 규모를 결정하는 핵심 설비이다.

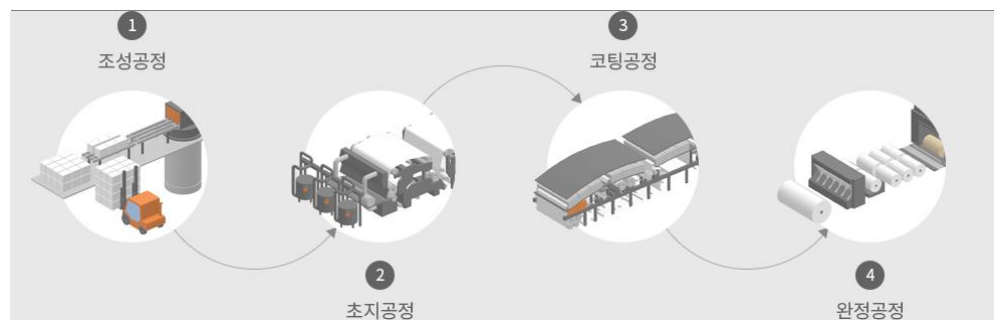
3)코팅공정

코팅공정은 종이의 인쇄적성 및 화상 재현성을 향상시키기 위해 종이 표면에 도료를 도포하는 과정이다. 코팅 공정에는 코터 설비(Coating Machine)가 필요하며, CCP지는 별도의 캐스트 코터(Casting Coater)가 필요하다. 원하는 종이의 물성에 따라 코팅지의 광택과 평활도를 향상시키기 위해 슈퍼캘린더(Super Calendar) 공정이 추가되기도 한다.

4)완정공정

완정공정은 초지 또는 코팅공정이 끝난 종이를 수요자의 요구에 따라 권취(Roll) 또는 평판(Sheet)으로 재단한 다음 단위 포장을 하는 공정이다.

인쇄용지 생산공정

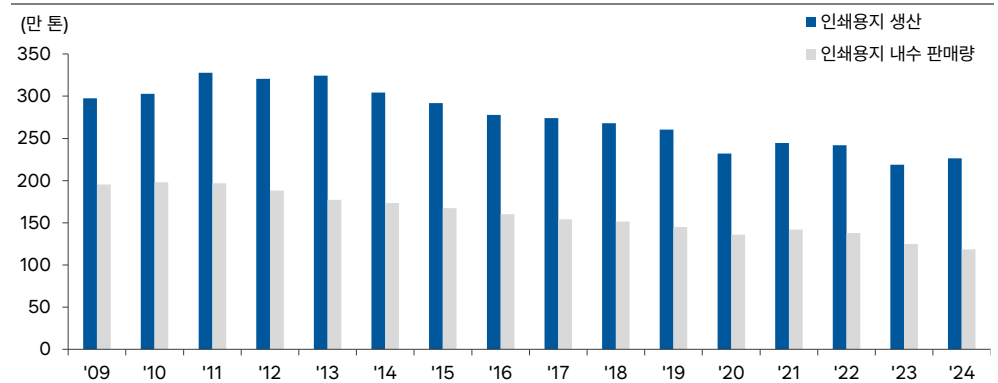


자료: 한국제지, 한국IR협회의 기업리서치센터

인쇄용지 시장은 계속 축소

국내 업체들이 생산하는 인쇄용지의 생산량은 감소하고 있다. 국내 인쇄용지 생산량은 2024년 226만 톤으로 2009년 298만 톤 대비 24% 감소했다. 이는 인쇄용지에 대한 수요가 줄어들면서 인쇄용지 업체들의 퇴출 및 구조조정이 이뤄졌기 때문이다. 국내 업체가 생산한 인쇄용지 중 내수 판매량은 2024년 119만 톤으로 2009년 195만 톤 대비 39.3% 감소했다. 인쇄용지는 IT 기술의 발달, 저출산에 따른 아동인구 감소 및 스마트 미디어 플랫폼을 통한 콘텐츠 이용 증가 등 IT 기술이 지류의 역할을 대체하면서 수요가 감소하고 있다. 국내 업체들이 2024년에 생산한 226만 톤의 인쇄용지 중 46.2%인 105만 톤을 수출하고 있으며, 연간으로 20만 톤 규모의 인쇄용지가 수입되고 있다.

인쇄용지 생산량 및 내수 판매량



자료: 한국제지연합회, 한국R협의회 기업리서치센터

시장 축소를 공급 축소로 대응

국내 인쇄용지 업체들은 생산설비를 축소하거나 타 지종에 대한 투자를 확대하며 시장축소에 대응해 왔다.

2005년부터 2007년까지 펄프가격 상승, 원달러 환율 하락, 내수경쟁 심화에 따른 판가 하락 등으로 업계 전반의 수익성이 악화되었다. 이로 인해 상대적으로 원가 경쟁력이 열위한 노후설비의 폐쇄, 한계기업들의 워크아웃과 피인수 등 구조조정이 진행되었다. 2007년에는 계정제지 오산공장(연산 8만 톤)이 폐쇄되었고, 한솔아트원제지(舊 이엔페이퍼, 2017년 한솔제지에 흡수합병) 진주공장 노후설비(연산 6만 톤)가 폐쇄되었다. 연산 27만 톤 규모의 남한제지는 2008년 생산중단 후, 2009년 법원의 청산결정이 내려졌다.

2011년에는 한솔아트원제지 진주공장 폐쇄로 연산 12만 톤의 설비가 축소되었다. 하지만 무림P&P의 연산 46만 톤 설비가 완공되며 다시 공급 과잉이 심화되었다.

이후에는 업체들의 전환투자가 활발했다. 2013년에는 무림페이퍼가 생산설비 일부를 라벨지, 식품 포장용지 등 산업용 인쇄용지 생산설비로 전환했으며, 한솔제지는 장항공장 인쇄용지 설비를 개조하여 특수지인 감열지 생산설비로 전환했다. 2016년에는 무림페이퍼의 연산 13만 톤 초지기 1대 설비가 가동 중단되었고, 한솔아트원제지의 오산공장(연산 11만 톤)이 폐쇄되었다. 2018년에는 한솔제지는 신탄진의 연산 28만 톤 인쇄용지 설비를 특수지 생산설비로 전환투자를 완료했다.

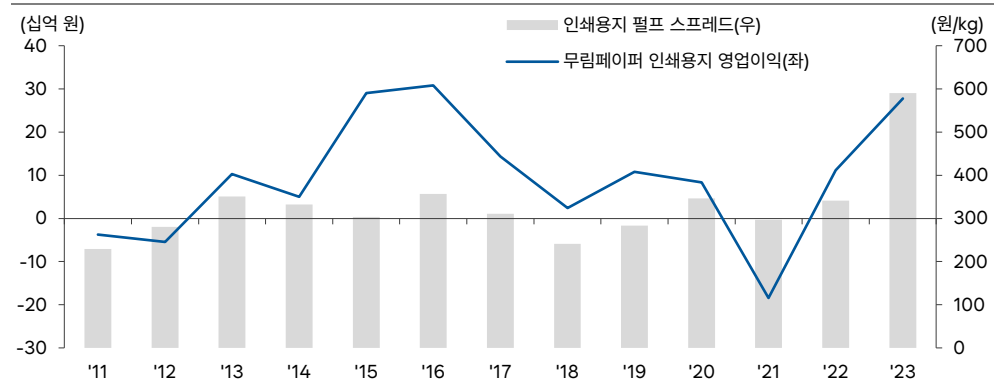
과점구조에도 불구하고

시장지배력이 약함

현재 인쇄용지 시장은 한솔제지, 한국제지, 무림페이퍼 계열 3사가 과점하고 있다. 과점 시장임에도 불구하고 높은 수준의 공급과잉과 수입지 대체 가능성 등으로 과점 3사의 인쇄용지 업체의 가격 결정력은 약한 편이다.

인쇄용지의 주요 원료인 펄프의 가격, 환율, 국제유가에 따른 에너지 비용 등 대외변수에 의한 비용을 제품 가격에 반영하는 수준에 따라 업체들의 이익률이 결정된다. 인쇄업체의 이익률은 제조원가의 50% 내외를 차지하는 펄프와 제품 가격과의 스프레드와 연동한다.

인쇄용지 스프레드(인쇄용지-펄프)와 무림페이퍼 영업이익



자료: 무림페이퍼, 한국IR협회의 기업리서치센터

수출은 주로 북미 지역을 대상으로 하며, 해당 시장에서 일본, 인도네시아, 중국 업체들과 경쟁을 하고 있다. 결제통화가 달러이기 때문에 원/달러 환율이 실적에 중요한 영향을 미친다.

3 펄프-제지 일관화 공장

국내 유일의

무림P&P 펄프-제지 일관화 공장

무림P&P는 국내 유일의 펄프-제지 일관화 공장을 갖고 있다. 무림페이퍼가 무림P&P를 인수한 후 다음해인 2009년 기존의 연 41만 톤 활엽수표백화학펄프(BHKP, Bleached Hardwood Kraft Pulp) 설비 중 일부를 펄프-제지 일관화 공장으로 전환 투자하여 2011년부터 인쇄용지 연산 46만 톤 설비를 가동하기 시작했다.

일관화 공장 장점 1

공정 생략 가능

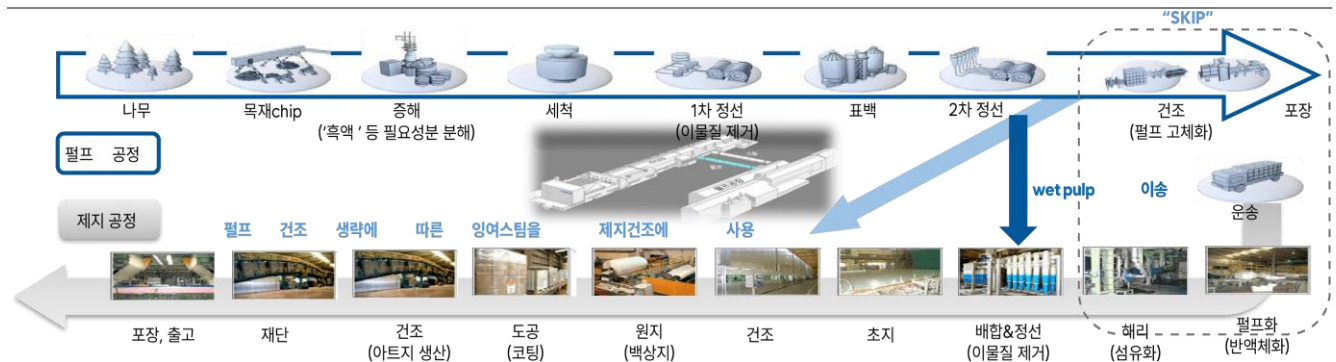
펄프-제지 일관화 공장은 일반 인쇄용지 설비 대비 비용 우위에 있다.

첫째, 일부 공정을 생략하여 시간과 비용을 아낄 수 있다.

펄프를 외부 판매하는 업체는 증해, 세척, 정선, 표백 공정을 마친 표백된 펄프를 건조하고, 최종 생산된 펄프를 운반하기 쉽게 제품을 일정 크기 및 무게로 포장하게 된다. 펄프를 외부에서 구매하는 제지업체는 구매한 펄프를 물과 같이 고속 회전시켜 단섬유로 분리하는 해리과정을 거치게 된다.

무림P&P는 펄프부터 제지까지 일관화 공장을 구축하여 펄프 업체의 건조 및 마감 공정과 제지 업체의 초기 해리 공정이 필요 없다. 표백된 펄프를 건조시키지 않고 젖은 상태로 제지 공정에 바로 활용함으로써 공정 시간 및 제조 비용을 절감할 수 있다.

무리P&P 일관화 공장



자료: 무림P&P, 한국R협의회 기업리서치센터

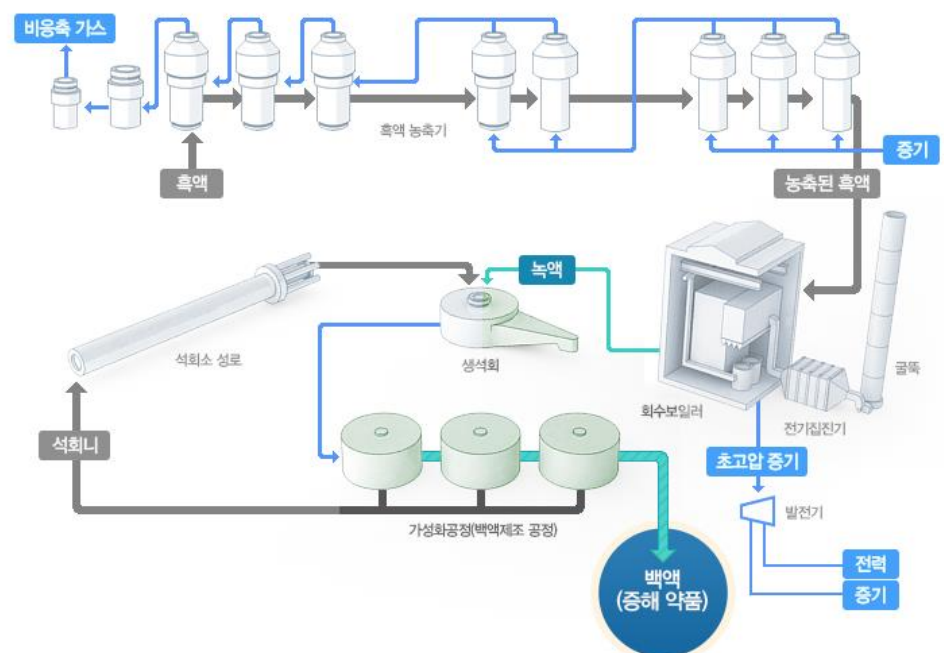
일관화 공장 장점 2

펄프 생산 부산물 흑액 활용

둘째, 펄프 생산 과정에서 생성되는 부산물 흑액을 제지 건조 및 전력 생산에 사용할 수 있다.

흑액은 크라프트 펄프 제조 과정에서 발생하는 물질이다. 크라프트 펄프는 약제로 황화나트륨(Na_2S)과 수산화나트륨(NaOH)을 사용한다. 펄프 생산 공정 중 첫 단계인 증해(Cooking) 공정에서 분리된 목질부(Lignin)가 화학적으로 분해되어 용액에 녹아 나온다. 이 용액이 흑액으로 갈색 또는 검은색을 띤다. 흑액은 목질부와 무기물(Na_2CO_3 , Na_2SO_4), 물로 구성되어 있다. 증해공정에서 발생된 Dry Solid 기준으로 15~20% 수준의 흑액을 보일러에서 연소가 가능하도록 증발공정을 거쳐 Dry solid 기준 70% 이상 수준의 흑액을 만들게 된다. 이 농축된 흑액을 회수보일러에 연소하여 고압의 증기를 얻게 된다. 보일러 연소로 얻은 고압의 증기는 일부 공정에 직접 공급되기도 하고, 전력 생산에도 쓰인다. 참고로 흑액은 '신에너지 및 재생에너지 개발·이용·보급 촉진법'에 따라 바이오매스로 취급되고 있다.

무림P&P 동력공정



자료: 무림P&P, 한국R협의회 기업리서치센터

펄프를 외부에 판매하는 생산업체는 펄프를 건조하기 위해 흑액을 사용한다. 반면, 펄프-제지 일관화 공장은 표백된 펄프를 건조할 필요가 없어 흑액이 남게 된다. 제지 생산과정에서는 초지 공정 마무리 단계에 건조 과정이 필요하며, 종이는 화재 위험이 높아 스팀을 활용해 건조한다. 일반적인 제지업체들은 스팀을 생산하기 위해 LNG나 벙커C유를 외부에서 구매한다. 그러나 무림P&P는 펄프 생산 과정에서 발생하는 흑액을 활용하여 제지 건조에 필요한 스팀과 전력을 자체적으로 생산한다. 이를 통해 펄프-제지 일관화 공장은 LNG·벙커C유 구매 비용을 절감할 뿐만 아니라, 자체 전력 생산으로 전력 구매량도 줄일 수 있다.

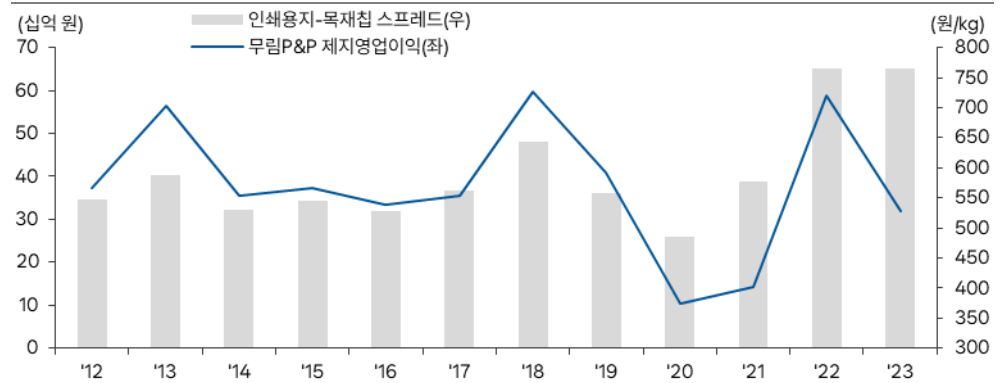
무림P&P는 2024년 말 기준 흑액 2,050tDS/d 회수보일러와, 정격용량 36.4mw(운전 32mw)의 증기터빈을 설비를 운영하고 있다.

실적은 제지-목재칩 스프레드에 연동

펄프-제지 일관화 공장을 운영하는 무림P&P의 실적은 펄프를 외부에서 구입하는 일반적인 인쇄용지 업체들과 다른 이익 궤적을 갖는다.

제지 업체들은 제조 원가에서 원재료 비중이 높기 때문에 최종 판매 제품 단가에서 주요 원재료 단가를 뺀 스프레드에 실적이 연동한다. 앞서 살펴보았듯이 제지 업체는 펄프를 구매하여 제지를 생산하기 때문에 제지-펄프 스프레드와 실적이 연동한다. 하지만 목재부터 구매하여 인쇄용지를 생산하는 무림P&P는 인쇄용지-목재 스프레드⁶와 실적이 연동한다. 2012년부터 2023년까지 무림P&P의 제지 사업부문 영업이익과 인쇄용지-목재 스프레드의 상관계수는 0.48을 기록하고 있다.

무림P&P 제지 사업부문 영업이익과 인쇄용지-목재칩 스프레드



자료: 무림P&P, 한국IR협회의 기업리서치센터

⁶ 크라프트 펄프의 경우 수율이 50%이기 때문에 펄프-목재 스프레드는 펄프가격-2*목재가격으로 계산

투자포인트

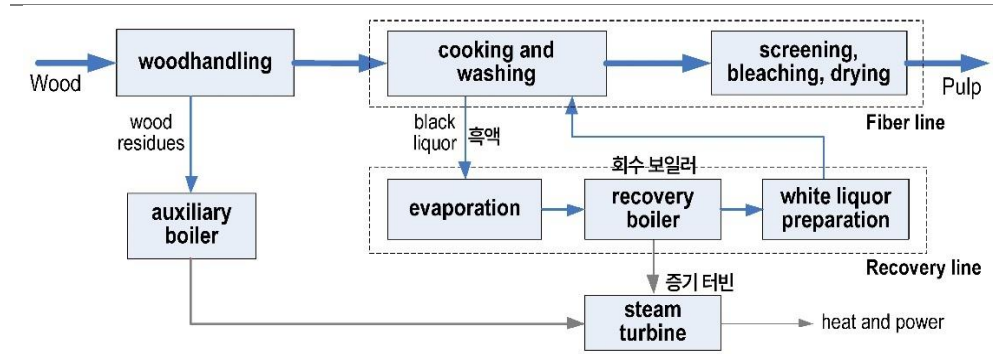
1 신규 보일러 및 터빈 가동으로 실적 개선

신규 보일러 및 터빈

2025년 4분기부터 가동

무림P&P는 2023년 5월 16일 공시를 통해 신규 시설에 대한 투자를 발표했다. 발표된 내용은 2,763억 원 규모의 회수 보일러(Recovery Boiler) 및 증기 터빈(Steam Turbine)에 대한 시설 투자이다. 설비 투자의 목표는 신규 설비를 활용하여 흑액(Black Liquor)을 이용한 발전량 및 스팀 생산량을 확대하고, 전기 사용량 및 LNG 사용량을 감소시켜 제조원가를 절감하는 것이다. 부가적으로 청정연료 사용에 따른 온실가스 감축 및 미세먼지 저감 효과도 기대하고 있다. 공시에 의하면 투자기간은 2025년 9월 1일까지이다. 이를 감안하면 2025년 4분기부터 설비 투자의 성과를 확인할 수 있을 것으로 기대된다.

크라프트 펄프 생산과정



자료: MDPI, 한국IR협회의 기업리서치센터

신규 투자 생산량 변화

흑액 동일

스팀 321.1T/h → 345.7T/h

발전량 32mw → 54mw

무림P&P는 1980년에 설치한 회수 보일러⁷ 1호기(850tDS⁸/d)와 증기 터빈 1호기(정격용량 14.4mw, 운전 12mw), 1993년에 설치한 회수 보일러 2호기(1,200tDS/d)와 증기 터빈 2호기(정격용량 22mw, 운전 20mw)를 운영하고 있다. 해당 설비들을 통해 하루 흑액 2,050tDS가 처리 가능하며, 자가발전시설 정격용량 36.4mw(운전 32mw) 설비를 운영하고 있다.

동사는 기 운영중인 시설 중 회수 보일러 1호기와 증기 터빈 1호기는 폐쇄하고, 회수 보일러 2호기와 증기 터빈 2호기는 비상용으로 존치할 계획이다. 대신 신규 회수 보일러(2,300tDS/d)와 증기 터빈(정격용량 59.6mw, 운전 54mw)만 운영하게 된다. 참고로, 2호기를 동시에 가동하지 않는 이유는 하루 흑액 생산량이 2,050tDS로 신규 회수 보일러에서 처리가 가능하기 때문이다. 신규 설비의 가동으로 스팀 생산량은 321.1T/h에서 345.7T/h로, 발전량은 32mw에서 54mw로 확대될 전망이다.

⁷ Recovery Boiler: 연소를 통해 증기와 전기생산 뿐 아니라 흑액에 포함된 약품을 회수하는 보일러로 화학 펄프 제조시에만 사용

⁸ Dry Solid: 건조고형물

신규 투자로 약 연 300억 원

비용절감 효과 전망

신규 회수 보일러가 가동되면 연 300억 원 수준의 비용절감 효과가 나타날 것으로 기대된다.

첫째, 발전기 운전용량이 32mw에서 54mw로 22mw 증가함으로써 연간으로 약 19.3만MWh 전력이 추가 생산이 가능하다. 수치를 가능하기 위해 산업용 전력요금을 154원/KWh⁹로 가정하면 절감할 수 있는 전력비가 297억 원이다.

둘째, 스팀 생산량이 증가함에 따라 스팀 판매도 가능하다. 스팀 생산량 증가량은 24.6T/h로, 연간으로 약 21.5만T의 스팀 생산이 증가한다. 코스닥에 상장되어 있는 업체 코엔텍의 2024년 3분기 스팀판매 단가 5.4만원/T를 가정하면 연간으로 스팀 매출이 117억 원 가능하다.

신규 설비의 가동으로 증가하는 감가상각비 규모는 120억 원 수준으로 추정된다. 무림P&P는 기계장치에 대한 내용연수를 8년~30년으로 잡고 있다. 과거 회수 보일러 및 스팀 터빈이 각각 1980년, 1993년에 설치되어서 여전히 가동되고 있음을 감안하면 신규 설비에 대한 내용연수는 30년이 될 것으로 보인다. 발표한 설비 투자 외에도 기반시설에 대한 투자가 동반되기 때문에 총 투자규모는 약 3,600억 원 수준이 될 것으로 보인다. 당사는 유형자산에 대해 정책적으로 상각하고 있기 때문에 연 120억 원 수준의 감가상각비가 추가될 것으로 예상된다.

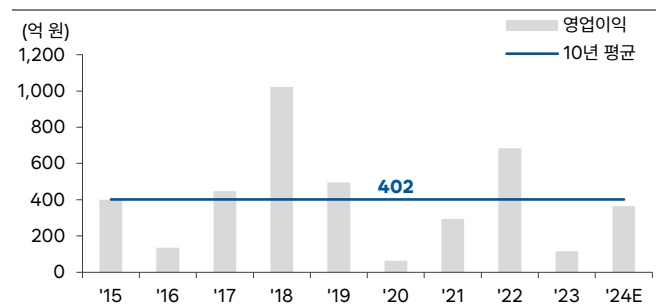
그러므로 신규 회수 보일러의 효과가 본격적으로 나타나는 시기에는 연간 300억 원 수준의 영업이익 기여가 있을 것으로 추정된다.

신규투자로 인한 비용 절감 효과

	설비 용량 증가	연환산 생산량 증가	단가 가정	실적 효과
발전기	22mw	19.3만 MWh	154 원/KWh	297억 원
스팀	24.6T/h	21.5만 T	5.4만원/T	117억 원
계				414억 원

자료: 무림P&P, 한국R협의회 기업리서치센터

무림P&P 연간 영업이익 규모



자료: 무림P&P, 한국R협의회 기업리서치센터

무림 P&P의 이익 규모를 고려할 때 연간 300억 원 수준의 영업이익 개선은 상당히 큰 수준이다. 무림P&P 최근 10년(2015년~2024년) 평균 영업이익은 402억 원이었다. 더욱이 연간 약 200억 원의 이자비용이 발생하기 때문에 세전 이익에 대한 재무 레버리지 효과는 더욱 클 것으로 보인다.

2 달러 강세

인쇄용지 실적 호조

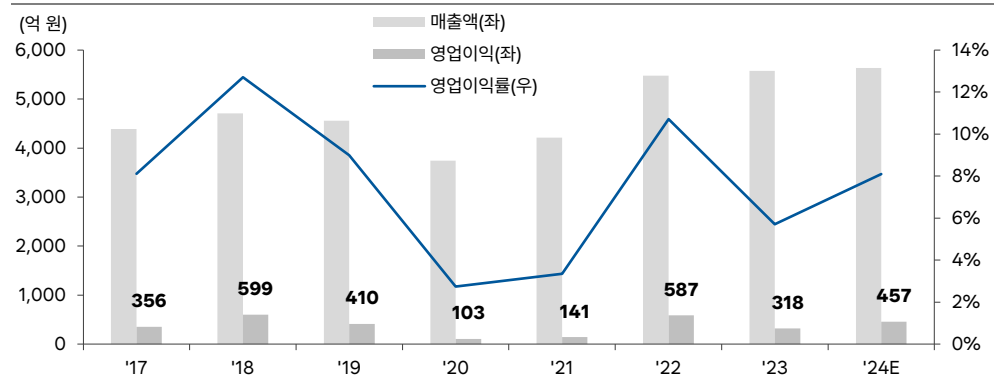
인쇄용지 산업은 구조적인 공급과잉 상태에 있지만, 업황의 등락은 반복된다. 공급이 수요를 초과하는 산업 특성상, 개별 기업들의 마진은 자발적으로 결정되지 못하고 외부 요인의 영향을 크게 받는다. 따라서 대외 환경이 유리하게 형성될 경우, 인쇄용지 업체들의 실적은 상승 국면에 진입하게 된다.

2024년 무림P&P 제지 사업부문 영업이익 전망치는 457억 원¹⁰으로 2017년 이후 세번째로 높은 실적을 기록할 것으로 전망된다.

⁹ 2025년 10월 24일부터 적용된 산업용(을) 전기요금 고압A, 선택1 수치를 시간 가중평균하여 구한 값

¹⁰ 잠정실적은 발표되었으나 사업부별 실적은 발표 전. 제지 사업부문 3Q24 누계 영업이익 403억 원

무림P&P 인쇄용지 사업부문 실적추이



자료: 무림P&P, 한국IR협회의 기업리서치센터

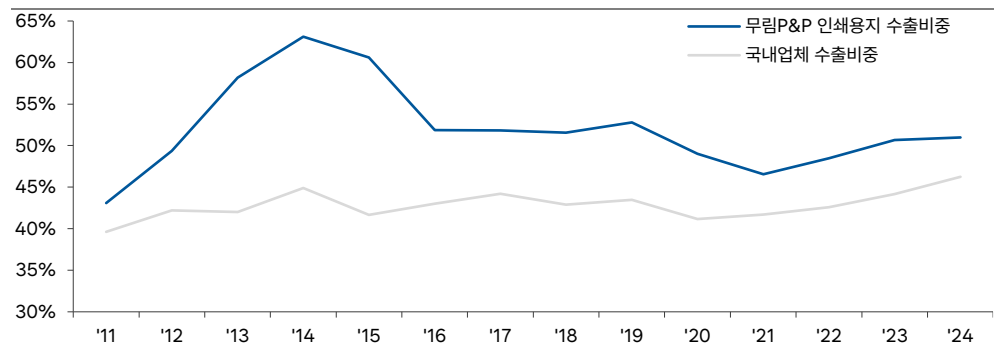
생산한 물량의 절반 가량을 수출

동사 인쇄용지 사업부문의 실적이 잘 나올 수 있는 배경에는 환율이 있다.

2024년 국내 업체들이 생산한 226만 톤의 인쇄용지 중 105만 톤을 수출하여 생산한 물량의 46.2%를 수출로 판매하고 있다. 이는 2011년 39.6% 대비 6.6%p 상승한 수치로, 인쇄용지의 국내 수요가 지속적으로 감소하고 있기 때문에 해외 판매는 더욱 중요해지고 있다. 무림P&P도 2024년 3분기 누적 기준으로 제지 부문 매출액에서 수출이 차지하는 비중은 51.0%로 내수 49.0%보다 2.0%p 높다.

무림P&P의 2024년 3분기말 기준 외화채권을 살펴보면 미국 달러가 71.0%, 유럽 유로가 20.4%, 영국 파운드가 7.3%를 차지하고 있다. 달러 노출도가 높기 때문에, 달러의 강세는 해외로 판매하는 인쇄용지 실적에 긍정적 영향을 미친다.

국내 인쇄용지 업체(생산량 기준) 및 무림P&P 인쇄용지¹⁾(매출액 기준)의 수출 판매 비중



자료: 무림P&P, 한국IR협회의 기업리서치센터

현재까지 환율은 2024년 평균환율보다 높은 수준

2025년 2월 27일 기준 환율은 1,445.3원/달러를 기록해, 2024년 평균 환율 1,363.4원/달러 대비 6.0% 높다. 2025년 실적 추정에서는 2024년 수준의 환율을 가정했으나, 예상보다 높은 환율이 지속된다면 당 리서치센터 추정치보다 더 좋은 실적이 나올 수 있다.

¹⁾ 2024년은 3분기까지 누계



실적 추이 및 전망

2024년 실적 분석

‘24

매출액 8,117억 원(yoy 5.6%)

영업이익 365억 원

(yoy 214.1%)

무림P&P의 2024년 잠정실적은 매출액은 8,117억 원(yoy 5.6%), 영업이익은 365억 원(yoy 214.1%)을 기록했다. 영업이익률은 4.5%로 전년 대비 3.0%p 상승하였다. 펄프 가격 상승으로 펄프 사업부문 적자폭이 축소되었고, 수출 호조로 제지 사업부문 실적이 개선되었다.

펄프

무림P&P의 펄프사업 실적은 매출액 2,003억 원(yoy 23.8%), 영업이익은 -117억 원(적자축소)으로 추정된다. 2024년 평균 펄프 가격이 783달러/톤으로, 2023년 평균 728달러/톤 대비 7.5% 상승했고, 판매량이 증가하면서 매출액 증가를 견인한 것으로 보인다. 영업이익은 펄프 가격이 상승하면서 적자폭이 축소되었을 것으로 추정된다.

3분기까지 누적으로 매출액 1,569억 원(yoy 29.2%), 영업이익 -22억 원(적자축소)을 기록하였다. 2024년 4분기에는 펄프 부문 적자가 다시 확대되었을 것으로 예상된다. 4분기 평균 펄프 가격¹²은 678달러/톤으로 분기 중 가장 낮은 수치를 기록했다. 펄프 가격은 1Q24 785달러/톤, 2Q24 858달러/톤, 3Q24 808달러/톤을 기록했다.

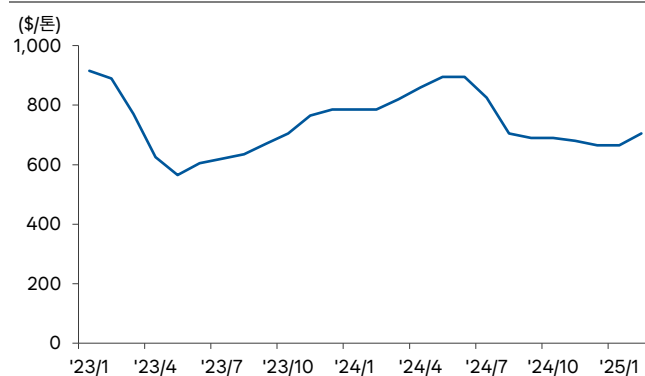
제지

무림P&P의 제지사업 실적은 매출액 5,637억 원(yoy 1.1%), 영업이익은 457억 원(yoy 43.6%)으로 추정된다. 2024년 평균환율은 1,363원/달러로 전년 대비 4.4% 상승했다. 달러 강세가 지속되면서 해외 사업부문의 이익률 상승 및 생산량 증가 효과가 있었을 것으로 추정된다. 동사의 제지사업 매출액 중 51%(2024년 3분기 누계 기준)가 수출이며, 3분기까지 생산량은 35.9만 톤으로 2023년 3분기 35.0만톤 대비 2.4% 증가했다.

3분기까지 매출액 4,264억 원(yoy 2.8%), 영업이익 403억 원(+37.8%)을 기록했다. 2024년 4분기에는 연말 고객들의 재고 조정으로 물량 소폭 감소가 있었음에도, 평균 환율이 1,396원/달러로 분기 최고치를 기록해 양호한 실적이 지속됐을 것으로 보인다.

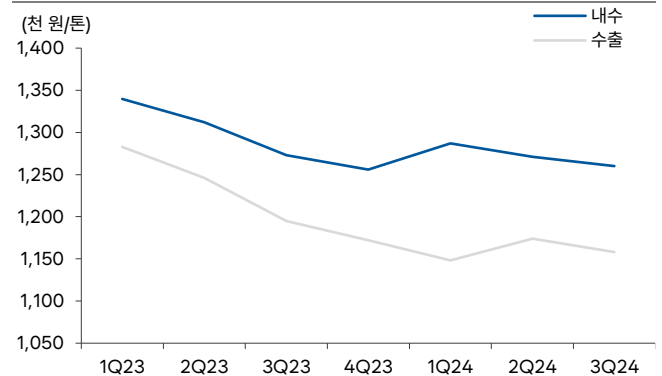
¹² SBHK(Southern Bleached Hardwood Kraft Pulp) 기준

펄프가격(SBHK 기준) 월별 변동추이



자료: 무림P&P, 산업통상자원부, 한국R협회의 기업리서치센터

제지가격 분기별 변동추이



자료: 무림P&P, 한국R협회의 기업리서치센터

분기 실적 추이

(단위: 억 원)

	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24P	2023	2024P
매출액	2,009	1,907	1,761	2,012	1,887	2,114	2,102	2,013	7,689	8,117
펄프부문	506	351	357	404	478	542	548	434	1,618	2,003
제지부문	1,454	1,346	1,347	1,427	1,370	1,403	1,491	1,372	5,574	5,637
금융부문	48	210	57	181	39	169	63	206	497	477
영업이익	141	80	-61	-45	62	265	73	-36	116	365
펄프부문	37	-126	-105	-76	-33	28	-17	-95	-271	-117
제지부문	107	121	64	25	125	190	88	53	318	457
금융부문	0	88	-18	9	-26	50	3	8	79	35
기타부문	-2	-2	-2	-2	-3	-2	-2	-2	-9	-9
영업이익률	7.0%	4.2%	-3.5%	-2.2%	3.3%	12.5%	3.5%	-1.8%	1.5%	4.5%
당기순이익(지배)	53	0	-103	-166	-46	171	66	-220	-220	230
당기순이익률	2.7%	0.0%	-5.9%	-8.3%	-2.4%	8.1%	3.1%	-2.9%	-2.9%	2.8%

자료: 무림P&P, 한국R협회의 기업리서치센터

2025년 실적 전망

‘25E

매출액 8,011억 원(yoy -1.3%)

영업이익 416억 원(yoy 14.1%)

2025년 매출액은 8,011억 원으로 전년 대비 1.3% 감소하고, 영업이익은 416억 원으로 전년대비 14.1% 증가할 것으로 예상된다. 영업이익률은 5.2%로 전년 대비 0.7%p 상승할 것으로 전망된다.

펄프

2025년 연간 펄프부문 매출액은 1,909억 원(yoy -4.7%), 영업이익 -89억 원(적자축소)으로 기대된다. 펄프가격 약세로 적자가 지속될 것으로 보인다.

펄프 가격은 2025년~2026년 저점을 찍고 낮은 수준에서 횡보할 것으로 보인다. 저점을 찍을 것으로 전망하는 근거는 현재 수준의 가격이 일부 생산업체들의 현금원가(Cash Cost)에 가깝기 때문이다. BHKP 펄프 생산국가 중 원가가 열위인 중국·일본·미국의 현금원가가 약 600달러/톤 수준이기 때문에, 그 이하의 가격에서는 자발적인 생산량 조절이 예상된다. 그럼에도 불구하고 2024년 하반기 증설된 물량이 세계 공급량의 10% 수준으로 적지 않아, 가파른 반등은 어려울 것으로 전망된다.

펄프 가격은 2025년 2월 705달러/톤으로 2024년 12월과 2025년 1월에 기록했던 저점 665달러/톤 대비 소폭 반등했다. 2024년 평균 펄프 가격 783달러/톤보다 낮은 가격이 지속된다면 추정치가 하향될 수 있다.

제지부문

2025년 연간 제지부문 실적은 매출액은 5,714억 원(yoy -1.9%), 영업이익 472억 원(yoy 2.2%)으로 기대된다. 2024년 수준의 환율을 가정했다.

2025년 2월 27일 환율은 1,445.3원/달러로, 2024년 평균 환율 1,363.4원/달러 대비 6.0% 높다. 2024년 실적에서 확인할 수 있었듯이, 달러 강세는 수출하는 제품의 마진 및 생산량에 긍정적 영향을 미친다. 2025년 실적 추정에는 전년과 비슷한 환율을 가정하였으며, 지금과 같은 달러 강세가 지속된다면 추정치가 상향될 여지가 있다.

교체 투자하는 회수보일러 및 증기터빈은 2025년 4분기 가동을 목표로 하고 있다. 기존에도 영위하고 있던 사업이기 때문에 빠른 시일안에 가동할 수 있을 것으로 기대되나, 불확실성을 감안하여 추정치에 반영하지 않았다. 회사의 계획대로 설비가 가동된다면 당리서치센터의 2025년 추정치를 상회할 여지가 있다.

연간 실적 추이 및 전망

(단위: 억 원)

구분	2020	2021	2022	2023	2024P	2025E
매출액	5,279	6,137	7,741	7,689	8,117	8,011
펄프부문	1,107	1,468	1,830	1,618	2,003	1,909
제지부문	3,741	4,217	5,478	5,574	5,637	5,530
금융부문	415	437	424	497	477	471
기타부문	16	15	9	-	-	-
영업이익	63	294	683	116	365	416
펄프부문	-199	12	75	-271	-117	-89
제지부문	103	141	587	318	457	472
금융부문	180	162	44	79	35	44
기타부문	-21	-22	-23	-9	-9	-11
영업이익률	1.2%	4.8%	8.8%	1.5%	4.5%	5.2%
당기순이익(지배)	-86	186	449	-220	230	185
당기순이익률	-1.6%	3.0%	5.8%	-2.9%	2.8%	2.4%

자료: 무림P&P, 한국IR협회의 기업리서치센터

Valuation

1 역사적 PBR Band 하단에서 거래

영업환경 및 신규 설비 증설은
PBR 배수 상승에 긍정적

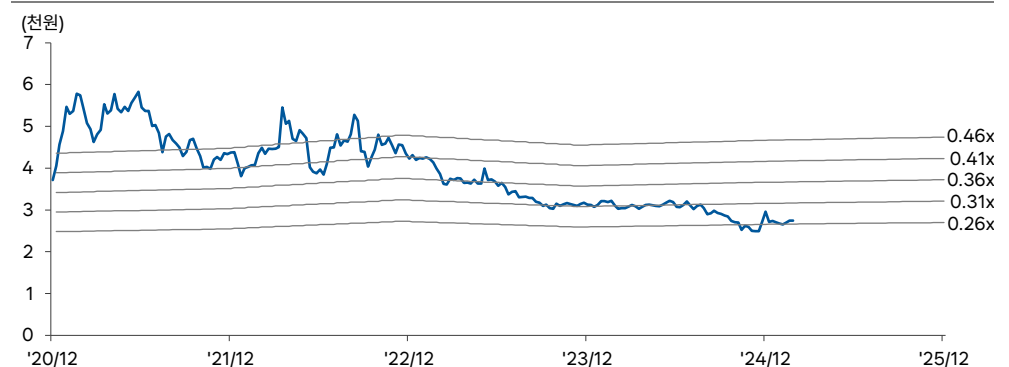
무림P&P의 2025년 예상 PBR은 0.26배로, 2021년 이후 PBR Band 0.26배~0.46배 중 하단에서 거래되고 있다.

무림P&P는 펄프 업체로 투자자들에게 인식되고 있으나, 펄프-제지 일관화 공장을 통해 인쇄용지를 생산 및 판매하고 있기도 하다. 동사의 2024년 영업이익은 365억 원으로 2023년 영업이익 116억 원 대비 큰 폭으로 개선됐다. 달러 강세로 인쇄용지 사업부문이 실적이 호조를 보이고 있으며, 현재까지 환율을 감안하면 2025년에도 인쇄용지 사업에서 양호한 실적이 기대된다.

투자포인트에서 밝혔듯이 2025년 4분기부터 가동이 기대되는 회수 보일러 및 증기 터빈 투자는 동사의 이익체력을 한 단계 끌어올릴 수 있을 것으로 기대된다. 본격적인 투자회수를 목격할 수 있는 시기는 2026년이 될 것으로 기대되지만, 이미 가동 경험이 있는 설비에 대한 재투자로 주가가 미리 반영할 여지가 있다.

무림P&P의 주가는 PBR Band 하단에서 벗어날 수 있는 조건들을 채워가고 있다.

무림P&P 역사적 PBR Band



자료: Quantwise, 한국IR협회의 기업리서치센터

2 동종 업체 종목 대비 할인 영역

한솔제지 대비 낮은 ROE

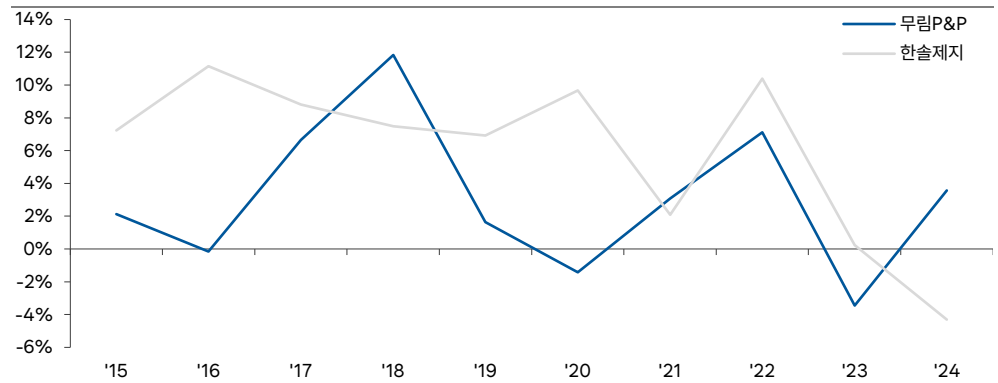
현 주가는 2025년 추정실적 대비 PBR 0.26배로 동종업체 한솔제지 PBR 0.29배 대비 할인되어 거래되고 있다. 한솔제지는 인쇄용지 업체 중 유일하게 컨센서스가 존재하는 업체이다. 국내에 인쇄용지 업체 중 상장된 업체는 무림P&P, 무림페이퍼, 무림SP, 한국제지, 한솔제지가 있다.

한솔제지는 제지사업부문과 환경사업부문으로 이루어져 있으며, 매출 비중은 2024년 3분기 누적 기준 제지사업부 94.4%, 환경사업부 5.6%이다. 한솔제지의 제지사업부는 일반적인 인쇄용지 외에도 감열지 등의 특수지와 판지류 등의 산업용지를 생산하는 점이 무림P&P와 다르다. 환경사업부문에서는 환경플랜트 건설 및 운영 등의 환경 사업을 영위하고 있다. 2024년 연간으로 매출액 2.2조 원, 영업이익 220억 원을 기록했는데, 환경사업부문에서 이천 및 안산 물류창고에 대한 대손처리가 약 700억 원 있었던 영향이 크다.

2015년부터 2024년까지 10년 동안 한솔제지와 무림P&P의 ROE를 비교해보면, 한솔제지의 ROE는 6.0%이며 무림P&P의 ROE는 3.1%이다. 적정 PBR의 주요 변수인 ROE가 높은 한솔제지가 더 높은 PBR에서 거래되는 것은 적절해 보인다.

단, 2025년 4분기부터 회수 보일러 및 증기 터빈 가동으로 개선될 무림P&P의 ROE 수준에 따라 두 회사의 PBR 배수 차이는 줄어들 수 있다.

무림P&P와 한솔제지 ROE 추이



자료: Quantwise, 한국IR협회의 기업리서치센터

무림P&P 동종 업종 밸류에이션

기업명	종가 (원)	시가총액 (십억원)	1년 수익률	매출액(십억원)		영업이익(십억원)		P/E(배)	P/B(배)
				'24P	'25E	'24P	'25E		
코스피	2,529	2,071,278	-5.4%	2,804,091	2,915,680	249,699	290,460	9.2	0.8
코스닥	738	375,108	-15.5%	75,046	89,056	5,887	10,021	20.4	2.3
무림 P&P	2,720	170	-12.4%	812	801	36	42	8.7	0.3
무림 SP	1,473	33	-23.7%	177	167	1	7	2.6	0.2
무림페이퍼	2,135	89	-3.0%	-	-	-	-	-	-
한솔제지	8,690	207	-18.8%	2,261	2,341	61	98	3.3	0.3
한국제지	813	155	-21.4%	-	-	-	-	-	-

자료: Quantwise, 한국IR협회의 기업리서치센터

주: 무림P&P, 무림SP는 당사 추정치



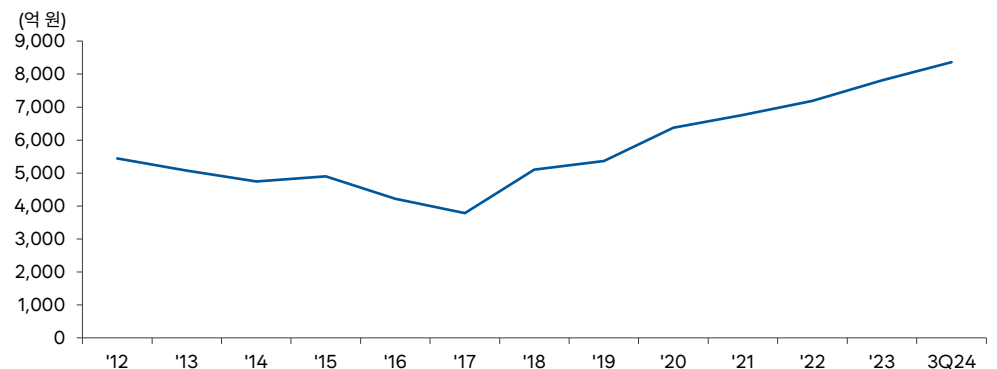
리스크 요인

1 대규모 투자와 차입금 증가

설비투자로 이자지급부채 증가

2024년 3분기말 이자지급부채(단기/장기 사채 및 차입금)는 8,367억 원으로 보일러 및 증기터빈에 대한 시설투자 발표 전인 2023년 1분기말 이자지급부채 7,479억 원 대비 888억 원 증가했다. 2024년 3분기말 기준 부채비율(부채총계/자본총계)은 159%으로 여유가 있는 수준이지만, 설비투자가 진행중으로 2025년 연말까지 부채비율이 상승할 가능성이 높다는 점에서 주의 깊게 지켜봐야 할 부분이다.

무림P&P 이자지급부채 추이



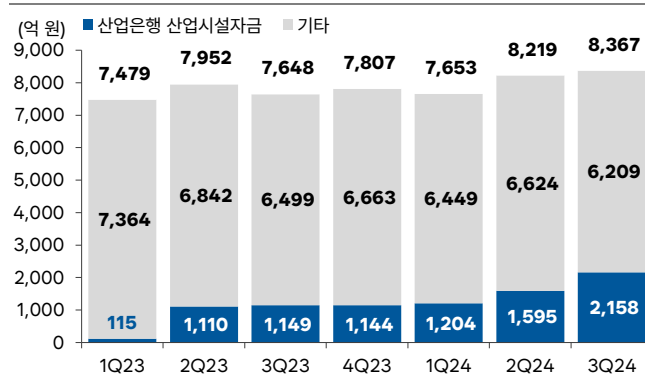
자료: 무림P&P, 한국IR협회의 기업리서치센터

이자지급부채 증가 대비 크지 않은 이자비용 증가

이자지급부채 증가세에도 불구하고 다행히 이자비용 증가폭은 크지 않을 것으로 전망된다. 차입금 증가가 대부분 KDB산업은행의 산업시설자금으로 이뤄지기 때문이다. 2023년 6월 무림P&P는 산업은행과 ESG 투자 협력을 위한 KDB탄소 스프레드 금융지원 프로그램 업무협약을 체결을 맺었다고 밝혔는데, 이 프로그램은 온실가스 감축 효과를 근거로 금리 우대 혜택을 제공받는다.

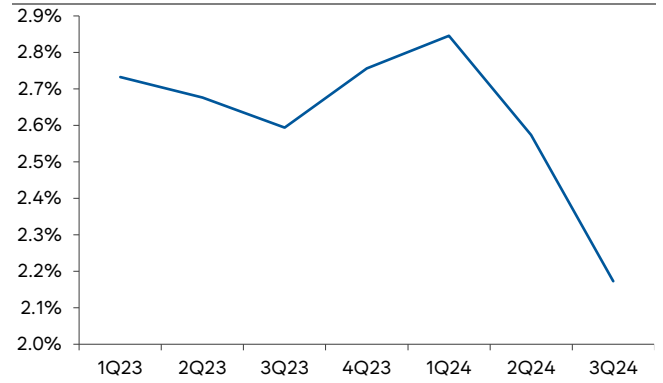
2023년 1분기 이후 이자지급부채 추이를 살펴보면 KDB산업은행 산업시설자금 차입 규모는 2024년 3분기말 2,158억 원으로, 2023년 1분기말 115억 원 대비 2,043억 원 증가하여, 같은 기간 이자지급부채 증가분 888억 원을 상회한다. 같은 기간 무림P&P 실적을 살펴보면 이자지급부채 증가에도 불구하고 이자비용 수준이 비슷하게 유지되고 있다. KDB산업은행 산업시설자금의 연이자율이 낮기 때문인 것으로 추정되며, 그 효과는 2025년에도 지속될 것으로 기대된다.

무림P&P 이자지급부채 추이



자료: 무림P&P, 한국IR협회의 기업리서치센터

무림P&P 이자비용률(분기 이자비용을 연환산/분기말 이자지급부채)



자료: 무림P&P, 한국IR협회의 기업리서치센터

포괄손익계산서

(억원)	2021	2022	2023	2024F	2025F
매출액	6,137	7,741	7,689	8,117	8,011
증가율(%)	16.3	26.1	-0.7	5.6	-1.3
매출원가	5,299	6,400	6,987	7,105	6,930
매출원가율(%)	86.3	82.7	90.9	87.5	86.5
매출총이익	838	1,341	702	1,012	1,081
매출이익률(%)	13.7	17.3	9.1	12.5	13.5
판매관리비	544	658	586	647	665
판매관리비율(%)	8.9	8.5	7.6	8.0	8.3
EBITDA	805	1,211	655	946	1,016
EBITDA 이익률(%)	13.1	15.6	8.5	11.7	12.7
증가율(%)	51.4	50.4	-45.9	44.5	7.3
영업이익	294	683	116	365	416
영업이익률(%)	4.8	8.8	1.5	4.5	5.2
증가율(%)	365.4	132.4	-83.0	214.4	14.0
영업외손익	-52	-224	-458	-269	-202
금융수익	101	220	145	120	118
금융비용	221	370	330	310	313
기타영업외손익	68	-74	-274	-78	-7
종속/관계기업관련손익	18	91	27	35	20
세전계속사업이익	260	550	-316	131	234
증가율(%)	흑전	111.5	적전	흑전	78.9
법인세비용	63	94	-99	-96	47
계속사업이익	197	455	-216	227	187
중단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익	197	455	-216	227	187
당기순이익률(%)	3.2	5.9	-2.8	2.8	2.3
증가율(%)	흑전	130.7	적전	흑전	-17.6
지배주주지분 순이익	186	449	-220	230	190

현금흐름표

(억원)	2021	2022	2023	2024F	2025F
영업활동으로인한현금흐름	-153	515	890	796	817
당기순이익	197	455	-216	227	187
유형자산 상각비	501	520	533	576	596
무형자산 상각비	10	7	6	5	4
외환손익	30	0	0	0	0
운전자본의감소(증가)	-846	-534	573	-2	11
기타	-45	67	-6	-10	19
투자활동으로인한현금흐름	-770	-415	-1,711	-1,452	-1,533
투자자산의 감소(증가)	-24	-35	29	-9	-9
유형자산의 감소	1	2	7	0	0
유형자산의 증가(CAPEX)	-479	-406	-1,840	-1,432	-1,527
기타	-268	24	93	-11	3
재무활동으로인한현금흐름	265	404	477	270	825
차입금의 증가(감소)	-678	-71	287	602	1,103
사채의증가(감소)	1,037	566	297	-269	-200
자본의 증가	0	0	0	0	0
배당금	-81	-81	-95	-62	-78
기타	-13	-10	-12	-1	0
기타현금흐름	32	5	6	563	-4
현금의증가(감소)	-625	509	-339	178	105
기초현금	1,430	805	1,314	975	1,153
기말현금	805	1,314	975	1,153	1,257

재무상태표

(억원)	2021	2022	2023	2024F	2025F
유동자산	4,567	6,066	5,759	4,819	4,890
현금성자산	805	1,314	975	1,153	1,257
단기투자자산	1,662	1,518	1,921	1,360	1,357
매출채권	1,069	1,681	1,381	866	855
재고자산	977	1,444	1,314	1,264	1,247
기타유동자산	53	110	167	176	174
비유동자산	10,269	9,974	10,471	11,350	12,270
유형자산	7,321	7,114	8,235	9,091	10,022
무형자산	22	21	17	12	8
투자자산	2,860	2,732	2,120	2,148	2,141
기타비유동자산	66	107	99	99	99
자산총계	14,836	16,041	16,230	16,168	17,161
유동부채	5,274	5,903	5,876	4,852	5,241
단기차입금	2,050	3,117	3,059	2,191	2,391
매입채무	247	343	303	220	217
기타유동부채	2,977	2,443	2,514	2,441	2,633
비유동부채	3,373	3,511	4,049	4,864	5,358
사채	2,290	1,468	1,247	978	778
장기차입금	139	1,125	1,944	3,144	3,847
기타비유동부채	944	918	858	742	733
부채총계	8,646	9,414	9,926	9,716	10,599
지배주주지분	6,104	6,538	6,214	6,366	6,478
자본금	1,559	1,559	1,559	1,559	1,559
자본잉여금	1,184	1,184	1,184	1,184	1,184
자본조정 등	-0	-0	-0	-0	-0
기타포괄이익누계액	-4	-6	6	6	6
이익잉여금	3,365	3,802	3,465	3,617	3,729
자본총계	6,189	6,627	6,304	6,452	6,561

주요투자지표

	2021	2022	2023	2024F	2025F
P/E(배)	14.5	6.0	N/A	7.7	8.9
P/B(배)	0.4	0.4	0.3	0.3	0.3
P/S(배)	0.4	0.4	0.3	0.2	0.2
EV/EBITDA(배)	8.9	6.0	10.8	8.0	8.2
배당수익률(%)	2.9	3.4	3.2	4.4	4.6
EPS(원)	298	721	-353	369	304
BPS(원)	9,787	10,483	9,963	10,207	10,386
SPS(원)	9,840	12,412	12,329	13,015	12,845
DPS(원)	125	150	100	125	125
수익성(%)					
ROE	3.1	7.1	-3.4	3.7	3.0
ROA	1.4	2.9	-1.3	1.4	1.1
ROIC	2.8	6.3	-0.3	5.9	3.0
안정성(%)					
유동비율	86.6	102.8	98.0	99.3	93.3
부채비율	139.7	142.1	157.5	150.6	161.5
순차입금비율	70.2	67.1	79.2	88.5	99.3
이자보상배율	2.9	5.1	0.6	1.8	2.0
활동성(%)					
총자산회전율	0.4	0.5	0.5	0.5	0.5
매출채권회전율	6.8	5.6	5.0	7.2	9.3
재고자산회전율	6.4	6.4	5.6	6.3	6.4

최근 3개월간 한국거래소 시장경보제도 지정 여부

시장경보제도란?

한국거래소 시장감시위원회는 투기적이거나 불공정거래 개연성이 있는 종목 또는 주가가 비정상적으로 급등한 종목에 대해 투자자주의 환기 등을 통해 불공 정거래를 사전에 예방하기 위한 제도를 시행하고 있습니다. 시장경보제도는 투자주의종목 투자경고종목 투자위험종목의 단계를 거쳐 이루어지게 됩니다.

※관련근거: 시장감시규정 제5조의2, 제5조의3 및 시장감시규정 시행세칙 제3조~제3조의 7

종목명	투자주의종목	투자경고종목	투자위험종목
무림P&P	X	X	X

발간 History

발간일	제목
2025.03.06	무림P&P-국내 유일한 펄프 및 인쇄용지 업체
2022.07.25	무림P&P-펄프 가격 최고가 경신 중. 2Q부터 가격 인상 반영

Compliance notice

본 보고서는 한국거래소, 한국예탁결제원과, 한국증권금융이 공동으로 출연한 한국IR협의회 산하 독립 (리서치) 조직인 기업리서치센터가 작성한 기업분석 보고서입니다. 본 자료는 시가총액 5천억원 미만 중소형 기업에 대한 무상 보고서로, 투자자들에게 국내 중소형 상장사에 대한 양질의 투자 정보 제공 및 건전한 투자문화 정착을 위해 작성되었습니다.

- 당사 리서치센터는 본 자료를 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 해당 종목과 재산적 이해관계가 없습니다.
- 본 자료를 작성한 애널리스트와 그 배우자 등 관계자는 자료 작성일 현재 조사분석 대상법인의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 본 자료는 중소형 기업 소개를 위해 작성되었으며, 매수 및 매도 추천 의견은 포함하고 있지 않습니다.
- 본 자료에 게재된 내용은 애널리스트의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 신의 성실하게 작성되었음을 확인합니다.
- 본 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 본 자료에 수록된 내용은 자료제공일 현재 시점의 당사 리서치센터의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다.
- 본 조사자료는 투자 참고 자료로만 활용하시기 바라며, 어떠한 경우에도 투자자의 투자 결과에 대한 법적 책임 소재의 증명자료로 사용될 수 없습니다.
- 본 조사자료의 지적재산권은 당사에 있으므로, 당사의 허락 없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.
- 본 자료는 텔레그램에서 "한국IR협의회(https://t.me/kirsofficial)" 채널을 추가하시어 보고서 발간 소식을 안내받으실 수 있습니다.
- 한국IR협의회가 운영하는 유튜브 채널 'IRTV'에서 1) 애널리스트가 직접 취재한 기업탐방으로 CEO인터뷰 등이 있는 '소중한탐방'과 2) 기업보고서 심층해설방송인 '가치 리포트 가치보기'를 보실 수 있습니다.