

KOSPI | 소재

무림페이퍼 (009200)

무림P&P를 보유한 인쇄용지 전문기업

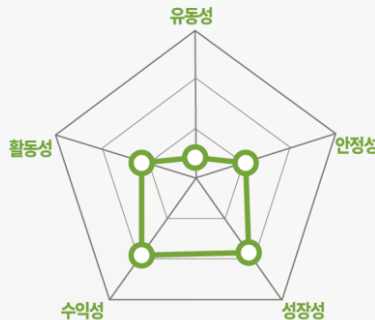
체크포인트

- 1979년부터 인쇄용지 사업에 진출했으며, 2008년 종합펄프제지 업체 무림P&P(지분율 66.97%) 인수. 2024년 3분기 누계 매출액 비중 무림페이퍼 별도 38.1%, 무림P&P 연결 58.6%, 기타 3.4%
- 투자포인트: 1)펄프 가격과 환율이 실적을 이중 견인 2)종속회사 무림P&P의 신규 시설 투자
- 낮은 펄프 가격과 원화 약세가 실적을 견인. 2025년에는 매출액 1.4조 원(yoy -1.0%), 영업이익 977억 원(yoy 9.3%) 전망

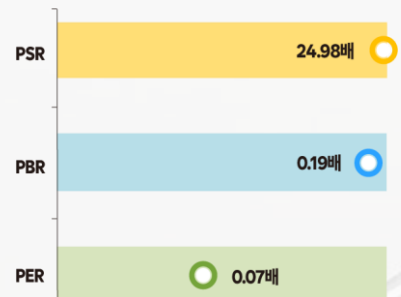
주가 및 주요이벤트



재무지표



밸류에이션 지표



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

인쇄용지 전문기업

1979년 인쇄용지 사업에 진출했으며, 2008년 종합필프제지 업체 무림P&P(지분율 66.97%) 인수. 2024년 3분기 누계 매출액 비중 무림페이퍼 별도 38.1%, 무림P&P 연결 58.6%, 기타 3.4%

펄프 가격과 환율이 실적을 이중 견인

펄프 가격과 환율은 인쇄용지 산업 실적에 주요 변수로, 낮은 펄프 가격과 원화 약세가 인쇄용지 업체에게 유리. 펄프 가격은 대규모 설비 증설, 원화는 국내 경기 부진으로 두 변수 모두 약세. 별도기준 무림페이퍼 실적에 유리한 환경

종속회사 무림P&P의 신규 시설 투자

무림P&P는 2023년 5월 신규 보일러 및 스팀터빈에 대한 2,753억 원 투자 발표. 해당 투자는 2025년 9월 1일에 마무리될 전망. 신규 설비가 가동되는 시기에 실적 및 현금흐름 개선 가능. 무림페이퍼의 연결실적 개선 및 무림P&P로부터 얻는 배당금 수익 증가 효과 기대

현주가는 2025년 추정 실적 대비 P/E 2.1배, P/B 0.2배

무림페이퍼의 주가는 역사적 PBR Band 하단에서 거래되고 있음. 인쇄용지 사업을 영위하는 별도기준 무림페이퍼는 2024년에 10년 내 최대 실적을 기록했으며, 2025년 실적 전망도 밝음. 2026년부터 종속회사 무림P&P의 실적 및 현금흐름 개선 예상. 인쇄용지 업황의 호조 및 주요 종속회사의 설비 투자 효과에 대한 기대가 담겨있지 않은 주가 수준

Forecast earnings & Valuation

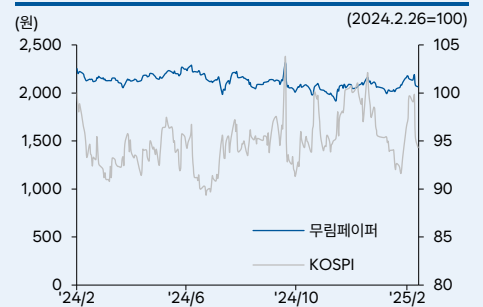
	2021	2022	2023	2024P	2025F
매출액(억원)	10,553	13,991	13,219	13,939	13,798
YoY(%)	11.1	32.6	-5.5	5.4	-1.0
영업이익(억원)	298	963	678	894	977
OP 마진(%)	2.8	6.9	5.1	6.4	7.1
지배주주순이익(억원)	-64	152	35	414	417
EPS(원)	-153	365	83	996	1,002
YoY(%)	적지	흑전	-77.1	1,093.5	0.6
PER(배)	N/A	6.7	27.4	2.1	2.1
PSR(배)	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
EV/EBITDA(배)	13.6	8.4	10.2	8.9	8.7
PBR(배)	0.3	0.2	0.2	0.2	0.2
ROE(%)	-1.6	3.7	0.8	9.6	8.9
배당수익률(%)	1.0	2.0	3.3	4.9	4.8

자료: 한국IR협회의 기업리서치센터

Company Data

현재주가 (3/10)	2,065원
52주 최고가	2,320원
52주 최저가	1,916원
KOSPI (3/10)	2,570.39p
자본금	1,040억원
시가총액	859억원
액면가	2,500원
발행주식수	42백만주
일평균 거래량 (60일)	16만주
일평균 거래액 (60일)	3억원
외국인지분율	2.21%
주요주주	무림에스피 외 4인 51.86%

Price & Relative Performance



Stock Data

주가수익률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	2.2	0.7	-3.1
상대주가	0.3	-1.1	1.1

참고

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



기업 개요

1 연혁

인쇄용지 전문 생산업체

무림페이퍼는 인쇄용지 전문 생산업체이며, 종속회사를 통해 펄프 생산, 도매 및 발전, 골프장 및 관광숙박업 등의 사업을 영위하고 있다.

사명

무림페이퍼는 1973년에 동서펄프공업으로 설립되었다. 1975년 대림펄프로, 1979년 신무림제지로, 2006년부터 현재 사명으로 변경되었다.

설비 규모

동사는 종이를 생산하는 초지기 3대를 보유하고 있다. 1호기는 1979년에 가동됐으며, 지폭 3,320mm, 분당속도 650m, 평량¹ 67~375g의 종이 생산이 가능하다. 2호기는 1992년에 가동됐으며, 지폭 3,380mm, 분당속도 1,000m, 평량 70~216g의 종이 생산이 가능하다. 3호기는 1999년에 가동됐으며, 지폭 3,600mm, 분당속도 1,500m, 평량 45~248g의 종이 생산이 가능하다.

종이 코팅에 필요한 코터기는 2대를 보유하고 있다. 2호기는 지폭 3,320mm, 분당속도 1,200m, 평량 100~400g의 종이 생산이 가능하다. 3호기는 지폭 3,525mm, 분당속도 1,800m, 평량 50~300g의 종이 생산이 가능하다.

연간으로 인쇄용지 41만 톤이 생산 가능하다.

연결 종속

무림페이퍼는 1995년 무림파워텍(구 신동에너지)을 설립했다. 2008년에는 표백화학펄프 업체 무림P&P를 인수하여, 연결종속회사로 편입했다.

2 사업 영역 및 주요 종속회사

무림페이퍼는 인쇄용지를 생산, 판매하고 있다. 연결종속법인을 통해 펄프, 금융, 도매, 발전, 골프장 및 관광숙박업 사업을 영위하고 있다. 2024년 3분기 누계 기준 매출비중은 무림페이퍼 별도 38.1%, 무림P&P 연결 58.6%, 발전과 도매 사업이 포함된 기타 사업부문이 3.4%를 차지한다.

무림페이퍼 별도

무림페이퍼 별도 법인은 인쇄용지 중 아티지를 중심으로 생산 및 판매를 하고 있다. 2024년 3분기 누계로 매출액 기준 수출 판매 비중은 56.6%로 주요 판매지역은 국내 43.4%, 북미 35.4%, 유럽 3.9%이다. 인쇄용지 생산에 필요한 펄프는 종속회사인 무림P&P로부터 37%, 북미와 동남아, 남미에서 63% 조달하고 있다.

¹ 평량: 1m²의 무게(단위: g/m²), 평량은 종이의 품질과 용도를 결정. 인쇄용지에서 평량이 낮은 종이(60g~100g/m²)는 신문지, 복사용지에 쓰이는 반면, 평량이 높은 종이(150~300g/m²)는 책 표지, 카탈로그, 포스터 등 내구성이 필요한 용도로 쓰임.

무림P&P 연결

무림P&P는 무림페이퍼의 연결종속법인으로 무림페이퍼가 지분 66.97%를 보유하고 있다. 무림P&P는 국내 유일한 표백화학펄프 및 펄프-인쇄용지 일관화 공장을 갖고 있는 업체이며, 무림캐피탈의 지분 93.46%를 보유하고 있다.

무림P&P는 연 43만 톤의 펄프 생산이 가능하다. 생산한 펄프 중 22만 톤을 외부에 판매하고 있으며, 나머지 펄프는 펄프-제지 일관화 공장을 통해 연 46만 톤의 인쇄용지를 생산한다.

무림캐피탈은 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, 신기술금융자산 323억 원을 보유하고 있다. 자본총계 규모는 1,382억 원이다.

기타

기타에는 미국과 영국에서 무림페이퍼의 수출을 담당하는 무림USA(지분율 100%)와 무림UK(지분율 100%), 발전회사 무림파워텍, 골프장 및 관광숙박업을 영위하는 미래개발 등이 있다.

무림파워텍(지분율 100%)은 1995년 3월에 설립되었다. 경상남도 진주시 상평산업단지에 위치해 있으며, 증기와 전기 생산 및 판매를 주요 사업으로 영위하고 있다. B/C유와 LNG를 연료로 활용하며, 증기 320톤/h 및 전기 26.3MW의 생산능력을 갖고 있다.

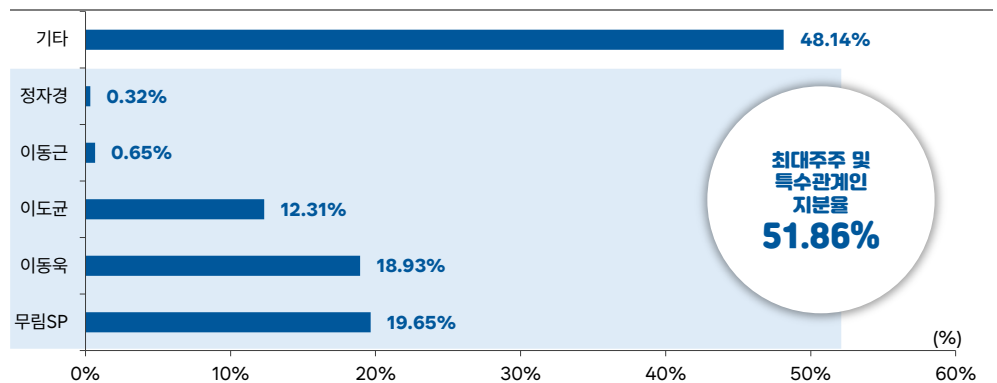
미래개발(지분율 무림파워텍 42%, 무림P&P 17.1%, 무림로지텍 13.0%, 무림캐피탈 4.9%)은 용인에서 골프장 및 관광숙박업 등의 서비스를 제공하는 파인리조트와 속초 소재의 설악리조트에서 숙박 서비스를 제공하고 있다.

3 주주구성

1대주주 무림SP 19.65%

최대주주는 무림SP로, 2024년 3분기말 기준 지분율은 19.65%이다. 무림SP는 특수 인쇄용지 전문기업이다. 2024년 매출액 1,769억 원(yoy 9.1%), 영업이익 7억 원(흑자전환)을 기록했다. 그 외에 이도웅 회장이 18.93%, 이도균 대표이사가 12.31%를 보유하고 있다. 최대주주 및 특수관계인 지분율은 51.86%이다.

주요주주(3Q24)



자료: 무림페이퍼, 한국IR협회의 기업리서치센터



1 인쇄 용지

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 종이다.

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, 사이즈제² 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, 인쇄적성³을 높인 종이다. 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. 평활도⁴가 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 종이다. 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 초지 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. 사전, 성경, 법전 등에 사용되는 인디아지가 있다.

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

² 사이즈제: Sizing Agent, 수분을 막아 견디어 내는 성질인 내수성을 부여하는 과정을 Sizing이라 함

³ 인쇄적성: Printability, 인쇄하는 데 쓰는 재료들이 갖추어야 하는 성질

⁴ 평활도: Smoothness, 표면의 매끄러운 정도

인쇄용지 생산과정

인쇄용지 생산과정은 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 충전재를 비롯한 각종 약품을 배합하는 과정을 거친 다음, 클리너와 스크린 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.

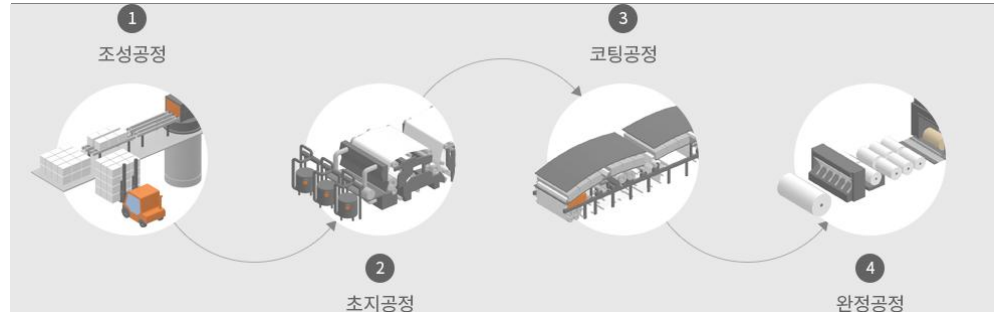
3)코팅공정

코팅공정은 종이의 인쇄적성 및 화상 재현성을 향상시키기 위해 종이 표면에 도료를 도피하는 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 생산과정

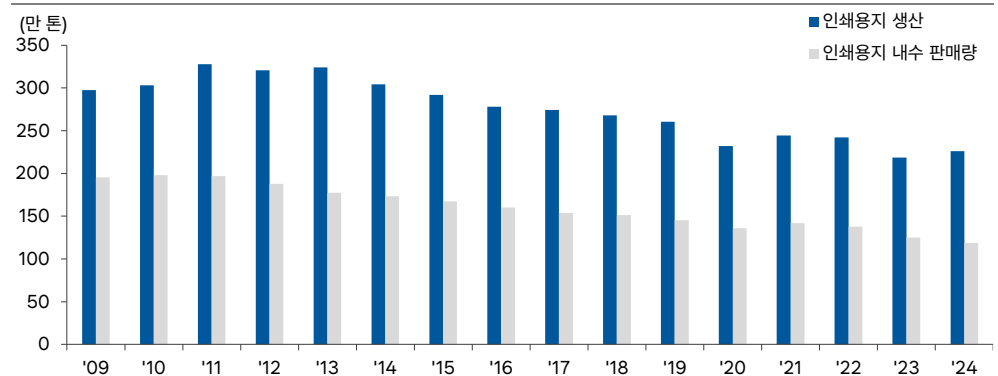


자료: 한국제지, 한국IR협회의 기업리서치센터

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, 내수경쟁심화에 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 50만 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.

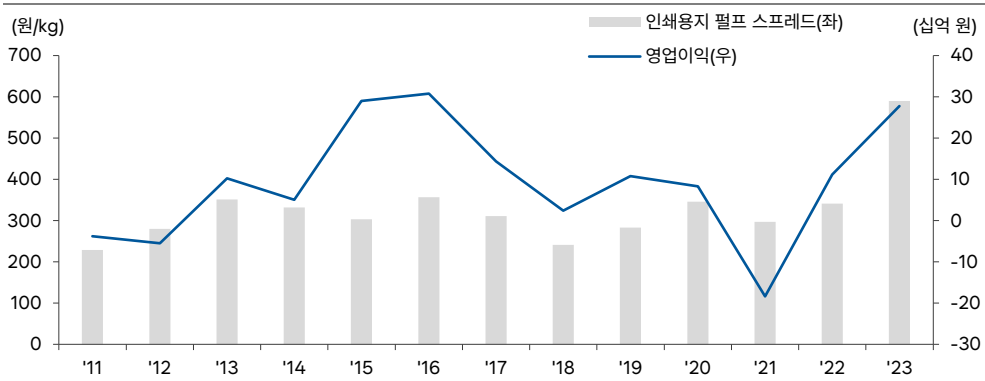
과정구조에도 불구하고

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, 한국IR협의회 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.

투자포인트

1 펄프 가격과 환율이 실적을 이중 견인

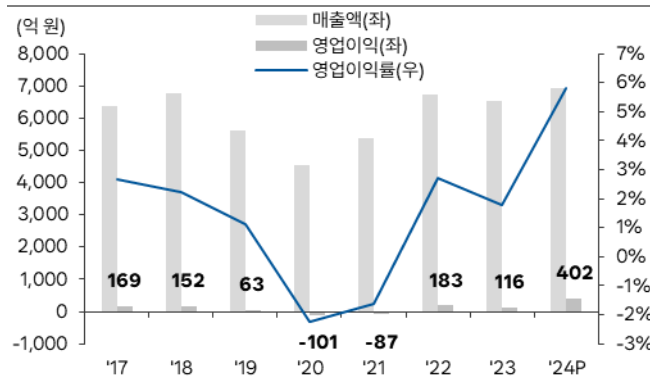
외부 변수에 따라 실적 변동

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 형성 될 경우, 인쇄용지 업체들의 실적은 상승 국면에 진입할 가능성이 높아진다.

인쇄용지 업체 실적 호조

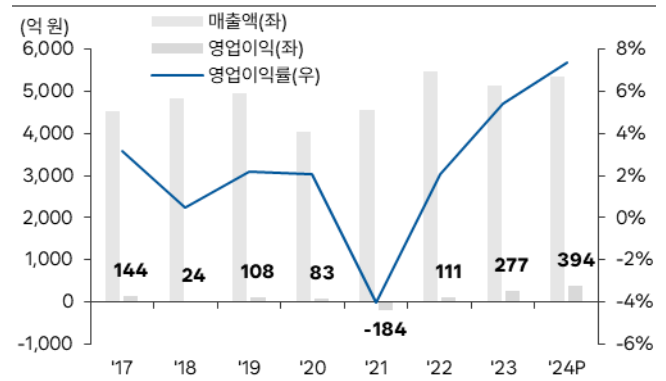
2024년 한솔제지의 인쇄용지 사업부 영업이익은 402억 원으로 2017년 이후 최대치가 발표되었다. 무림페이퍼의 별도기준 영업이익 전망치는 394억 원⁵으로 2017년 이후 최대치를 기록할 것으로 전망된다.

한솔제지 인쇄용지 사업부 실적추이



자료: 한솔제지, 한국IR협의회 기업리서치센터

무림페이퍼 별도기준 실적추이



자료: 무림페이퍼, 한국IR협의회 기업리서치센터

인쇄용지 사업 실적이 호조를 보이는 이유는 두 가지 외부 변수가 긍정적으로 작용하고 있기 때문이다.

실적 호조의 첫번째 이유

첫째, 펄프 가격이 낮기 때문이다.

낮은 펄프 가격

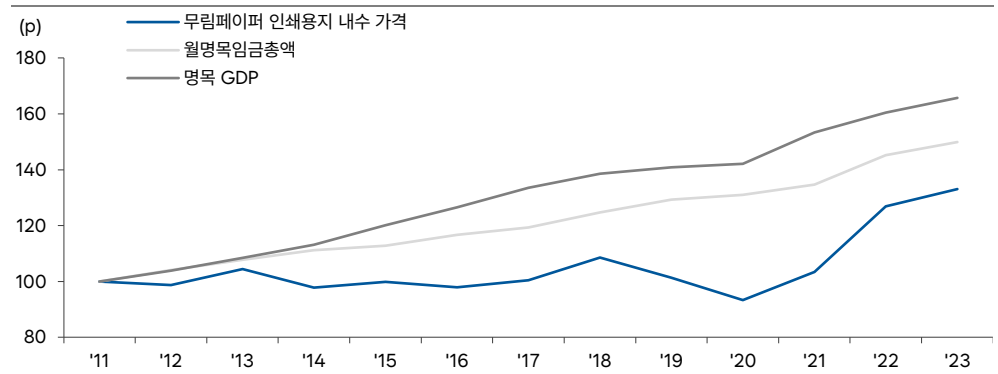
인쇄용지 가격은 상당히 안정적이다. 2023년 무림페이퍼의 인쇄용지 가격은 131만원/톤으로 2011년 대비 33.1% 상승했다. 같은 기간 대한민국 명목 기준 국내 GDP 성장률은 65.8%⁶, 명목 기준 월임금총액 상승률 49.9%⁷ 과 비교 하면 인쇄용지 가격 상승률이 낮은 것을 확인할 수 있다. 하나의 예를 더 들자면 2021년 인쇄용지 가격은 102만원/톤으로 2011년 98만원/톤 대비 3.4% 상승했다. 사실상 10년 동안 가격 변화가 없었다는 뜻이다. 만성적인 공급과잉 및 구매자의 가격 저항이 주요 원인으로 작용했을 것으로 보인다.

⁵ 2024년 연결기준 잠정실적이 발표되었으며, 별도 기준은 매출만 공개되었음

⁶ 명목GDP 2011년 1,449조 원, 2023년 2,401조 원

⁷ 월 명목임금총액 2011년 242.8만 원, 2023년 364만 원

무림페이퍼 인쇄용지 내수 가격, 월 명목임금총액, 명목 GDP 연도별 추이(2011년을 100으로 환산)



자료: 무림페이퍼, 고용노동부, 통계청, 한국은행, 한국IR협회의 기업리서치센터

낮은 펄프 가격이

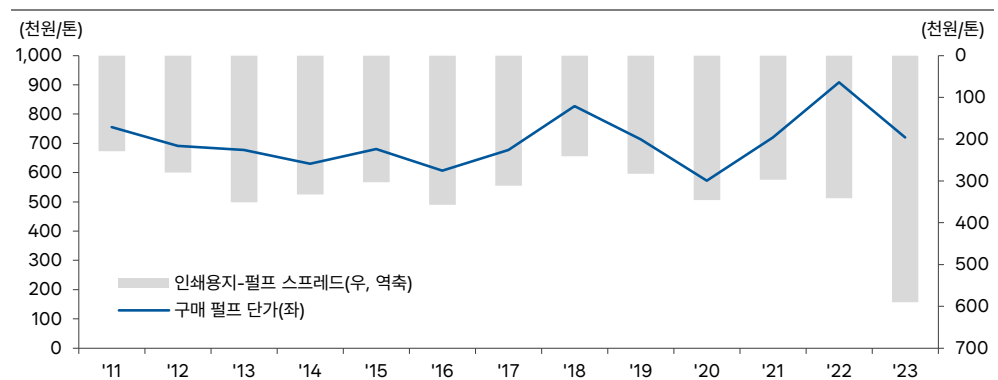
제지-펄프 스프레드에 유리

산업현황에서 인쇄용지 업체 실적의 주요 변수가 제지-펄프 스프레드라는 것을 확인했다. 제지 가격의 변동성이 낮기 때문에, 스프레드 확대를 위해서는 펄프 가격이 낮은 것이 인쇄용지에게 유리하다. 실제로 2011년부터 2021년까지 펄프 가격과 제지-펄프 스프레드의 상관계수는 -0.87로 높은 음의 상관관계를 보이고 있다. 다시 말해 펄프 가격이 낮을 때 인쇄용지 업체들의 스프레드가 확대됐다.

참고로 2011년부터 2023년까지 두 변수의 상관계수는 -0.15로 상관관계가 축소되었다. 2022년에는 구매 펄프 단가가 상승했으나 스프레드가 확대되었으며, 2023년에는 구매 펄프 단가 하락폭보다 스프레드 상승폭이 더 컸다. 이는 코로나 이후 세계적으로 인플레이션이 발생하며, 제지 업체들의 전반적인 비용 상승분이 원가에 반영됐기 때문으로 해석된다. 같은 기간 무림페이퍼 실적 개선폭이 스프레드 확대 폭에 비해 크지 않다는 점도 이를 뒷받침한다.

이는 인쇄용지 실적을 단순화하기 위해 사용한 인쇄용지-펄프 스프레드가 갖는 한계로 볼 수 있다. 그러나 '펄프 가격이 낮은 환경이 인쇄용지 업체에게 유리하다'는 가정 자체는 여전히 유효하다고 판단된다.

펄프 가격과 인쇄용지-펄프 스프레드 추이



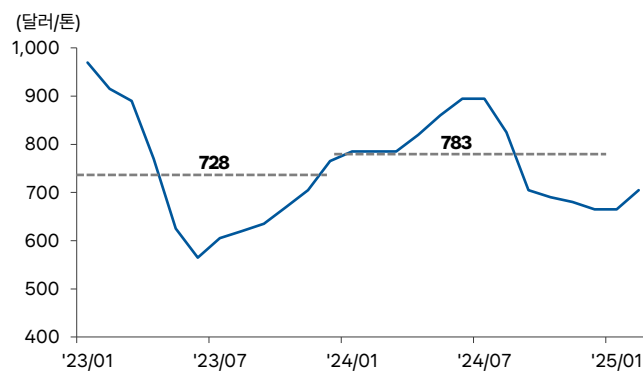
자료: 무림페이퍼, 한국IR협회의 기업리서치센터

펄프 가격 약세

최근 펄프 가격은 약세를 보이고 있다. 2025년 2월 펄프 가격은 SBHK(Southern Bleached Hardwood Kraft Pulp, 미국 남부산 혼합 활엽수 펄프) 기준 705달러/톤으로 12월 저점 665달러/톤 대비 6.0% 상승했다. 하지만 2월 기준 가격은 2023년 평균가격 728달러/톤, 2024년 평균가격 783달러/톤보다 낮은 수준이다.

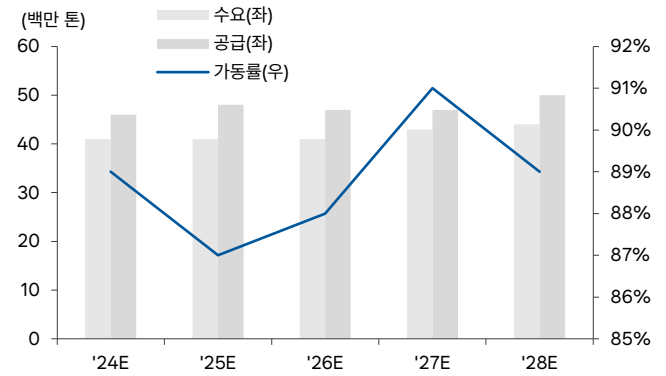
펄프 가격은 당분간 낮은 수준에서 횡보할 것으로 보인다. 2024년 6월을 고점으로 하반기 펄프 가격이 급락한 이유에는 남미와 중국 등에서 400만 톤의 펄프가 시장에 풀린 영향이 크다. 400만 톤의 신규 설비는 2023년 기준 전세계에서 거래되는 BHKP(Bleached Hardwood Kraft Pulp) 설비 규모 4,270만 톤 대비 9.4% 수준이다. 2001년 이후 거래되는 BHKP 수요 성장률 3.6%보다 5.8%p 높은 수준으로 물량 소화에 시간이 필요해 보인다. 수요 측면에서 중국의 부진이 겹치고 있는 점도 가격 반등을 지연시키는 요인이다.

SBHK 가격



자료: 산업통상자원부, 한국IR협회의 기업리서치센터

BHKP(Bleached Hardwood Kraft Pulp) 수요 공급 및 가동률 전망



자료: Susano, 한국IR협회의 기업리서치센터

별도기준 무림페이퍼의 지난 2년 동안 실적에서 확인할 수 있듯이, 낮은 펄프 가격은 실적에 긍정적 요인이었다. 펄프 가격 상승에 대한 기대가 높지 않은 2025년에 무림페이퍼의 실적이 기대되는 첫번째 이유이다.

실적 호조의 두번째 이유

원화 대비 달러 강세

인쇄용지 실적 호조에 긍정적 영향을 미치는 두번째 변수는 원화 대비 달러 강세이다.

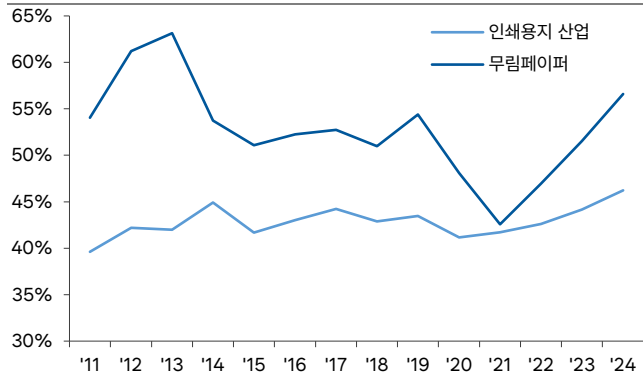
2024년 국내 인쇄용지 생산량은 226만 톤이며, 이중 46.2%를 수출로 판매하고 있다. 이는 2011년 39.6% 대비 6.6%p 상승한 수치로, 국내 수요가 지속적으로 감소하고 있기 때문에 해외 판매의 중요성은 높아지고 있다.

무림페이퍼는 동종업계 평균보다 수출 비중이 높다. 2024년 3분기 별도 누적 기준 동사의 매출액에서 수출이 차지하는 비중은 56.6%로 내수 43.4%보다 13.2%p 높다. 특히 북미 시장이 62.5%를 차지하여 핵심 수출지역으로 자리 잡고 있으며, 기타 지역에서도 달러 기반 결제가 이뤄지는 것으로 보인다. 2024년 3분기 말 연결 기준⁸ 해외 매출채권 1,393억 원 중 미국 달러 비중은 78.2%에 달하며, 유로화(14.9%), 영국 파운드화(5.4%)가 그 뒤를 잇고 있다. 환율이 무림페이퍼 영업에 미치는 영향을 살펴보기 위해서는 해외에서 발생하는 비용에 대한 검토도 필요하다. 무림페이퍼는 2024년 3분기까지 902억 원 규모의 펄프를 해외에서 수입했으며, 이는 동기간 해외 매출 2,247억 원의 40.1% 수준이다.

해외에서 발생하는 매출액과 구매 금액을 고려할 때, 무림페이퍼 실적에 달러 강세가 실적 개선에 긍정적인 영향을 미칠 가능성이 높다.

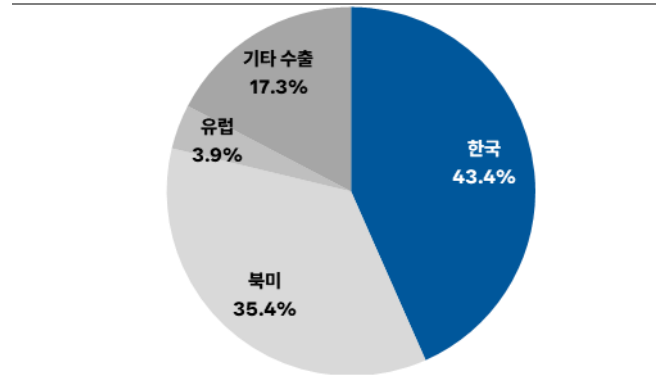
⁸ 별도 기준 비교가 적절하지만 사업보고서에서 연결기준으로만 해외 매출채권을 공개

인쇄용지 산업 및 무림페이퍼 수출 판매 비중



자료: 한국제지연합회, 무림페이퍼, 한국IR협회의 기업리서치센터

무림페이퍼 판매 지역 비중(별도 기준, 3Q24 누계)

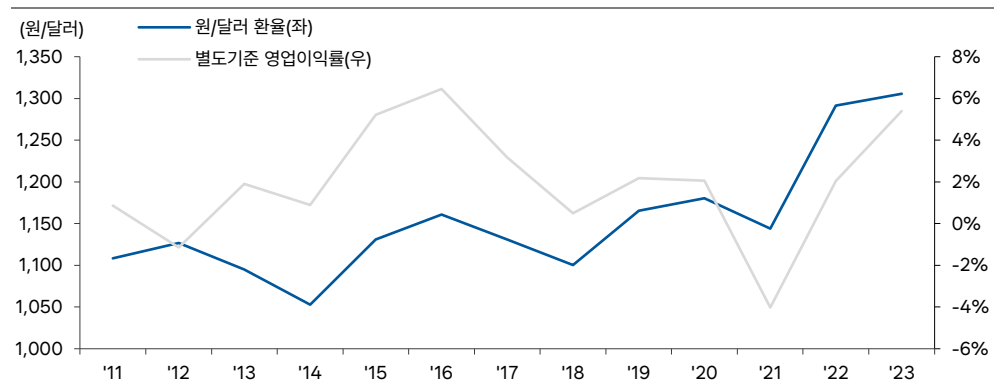


자료: 무림페이퍼, 한국IR협회의 기업리서치센터

환율이 무림페이퍼 실적에 중요한 변수라는 것은 과거 실적을 통해서도 확인이 가능하다. 2011년부터 2020년까지 환율과 동사의 영업이익률 상관관계를 살펴보면 0.43의 상관계수를 갖는다. 제지-펄프 스프레드 수준의 상관관계에 미치지 못하지만 환율이 펄프 가격과 함께 동사 실적의 중요한 변수라고 말할 수 있다.

2011년부터 2023년까지 환율과 영업이익률의 상관계수는 0.35로 낮아진다. 펄프 가격과 펄프-제지 스프레드 상관관계 분석과 유사한데, 코로나 기간 동안 운반비, 인건비 등의 원가가 상승하면서 제지 업체의 원가 구조가 달라졌기 때문으로 추정된다.

무림페이퍼 환율과 영업이익률 추이



자료: 무림페이퍼, 한국IR협회의 기업리서치센터

원화 약세 환경

2025년 1월~2월 평균환율은 1,449.4원/달러를 기록해, 2024년 평균 환율 1,363.4원/달러 대비 6.3% 높다. 낮은 펄프 가격과 더불어 환율까지 유리하게 전개되고 있어, 무림페이퍼가 좋은 실적을 낼 수 있는 환경이 지속되고 있다.

주요 종속회사 무림P&P의 신규 시설 투자

무림P&P는 무림페이퍼의 주요종속회사로 지분 66.97%를 보유하고 있다. 무림P&P는 무림페이퍼 매출의 58.6%, 이익의 44.0%를 차지하는 핵심 회사로 평가할 수 있다.

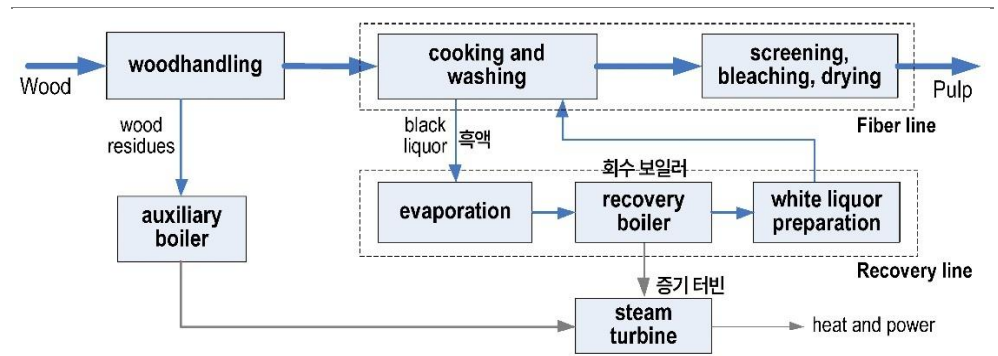
신규 보일러 및 터빈

2025년 4분기부터 가동

무림P&P는 2023년 5월 16일 공시를 통해 신규 시설에 대한 투자를 발표했다. 동사의 투자는 2,763억 원 규모의 회수보일러(Recovery Boiler) 및 증기터빈(Steam Turbine)에 대한 시설 투자이다. 해당 설비를 활용하여 흑액(Black Liquor)을 이용한 발전량 및 스팀생산량을 확대하고, 전기 사용량 및 LNG 사용량을 감소시켜 제조원가 절감을 목표로 하고 있다. 부가적으로 청정연료 사용에 따른 온실가스 감축 및 미세먼지 저감 효과도 기대하고 있다.

공시에 의하면 투자기간은 2025년 9월 1일까지이다. 보일러가 가동되기 시작하는 2025년 4분기부터 설비 투자의 성과를 확인할 수 있을 것으로 전망된다.

크라프트 펄프 생산과정



자료: MDPI, 한국IR협회의 기업리서치센터

신규 투자 생산량 변화

흑액 동일

스팀 321.1 톤/h → 345.7 톤/h

발전량 32mw → 54mw

무림P&P는 1980년에 설치한 회수보일러⁹ 1호기(850tDS¹⁰/d)와 증기터빈 1호기(정격용량 14.4mw, 운전 12mw), 1993년에 설치한 회수보일러 2호기(1,200tDS/d)와 증기터빈 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 회수보일러 1호기와 증기터빈 1호기는 폐쇄하고, 회수보일러 2호기와 증기터빈 2호기는 비상용으로 존치할 계획이다. 대신 신규 회수보일러(2,300tDS/d)와 증기터빈(정격용량 59.6mw, 운전 54mw)만 운영하게 된다. 참고로, 2호기를 동시에 가동하지 않는 이유는 하루 흑액 생산량이 2,050tDS로 신규 회수보일러에서 처리가 가능하기 때문이다. 신규 설비의 가동으로 스팀생산량은 321.1톤/h에서 345.7톤/h로, 발전량은 32mw에서 54mw로 확대될 전망이다.

⁹ Recovery Boiler: 연소를 통해 증기와 전기생산 뿐 아니라 흑액에 포함된 약품을 회수하는 보일러로 화학 펄프 제조시에만 사용된다.

¹⁰ Dry Solid: 건조고형물

신규 투자로 연 300억 원 수준의

비용절감 효과 전망

신규 회수보일러가 가동되면 연 300억 원 수준의 비용절감 효과가 나타날 것으로 예측된다.

첫째, 발전기 운전용량이 32mw에서 54mw로 22mw 증가함으로써 연간으로 약 19.3만MWh 전력이 추가 생산이 가능하다. 수치를 가능하기 위해 산업용 전력요금을 154원/KWh¹⁾로 가정하면 절감할 수 있는 전력비가 297억 원이다. 둘째, 스팀 생산량이 증가함에 따라 스팀 판매도 가능하다. 스팀 생산량 증가량은 24.6톤/h로, 연간으로 약 21.5만톤의 스팀 생산이 증가한다. 코스닥에 상장되어 있는 업체 코엔텍의 2024년 3분기 스팀판매 단가 54.4천원/톤을 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 예상된다. 당사는 유형자산에 대해 정책법으로 생각하고 있기 때문에 연 120억 원 수준의 감가상각비가 추가될 것으로 예상된다.

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

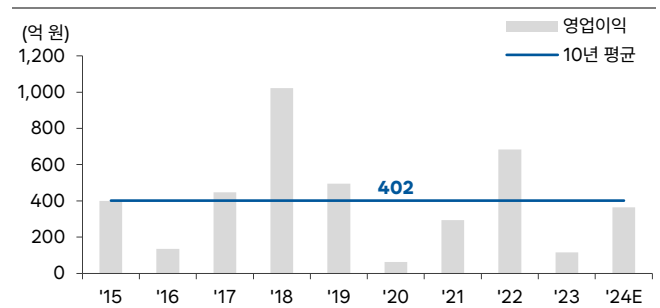
무림 P&P의 이익 규모를 고려할 때 연간 300억 원 수준의 영업이익 개선은 상당히 큰 수준이다. 무림P&P 최근 10년(2015년~2024년) 평균 영업이익은 402억 원이었다. 더욱이 연간 약 200억 원의 이자비용이 발생하기 때문에 세전 이익에 대한 재무 레버리지 효과는 더욱 클 것으로 보인다.

신규투자로 인한 실적 개선 효과

	설비 용량 증가	연환산 생산량 증가	단가 가정	실적 효과
발전기	22mw	19.3 만 MWh	154 원/KWh	297 억 원
스팀	24.6T/h	21.5 만 T	5.4 만원/T	117 억 원
감가상각비				-120 억 원
계				294 억 원

자료: 무림P&P, 한국R협의회 기업리서치센터

무림P&P 연간 영업이익 규모



자료: 무림P&P, 한국R협의회 기업리서치센터

무림P&P로부터 수취할 수 있는

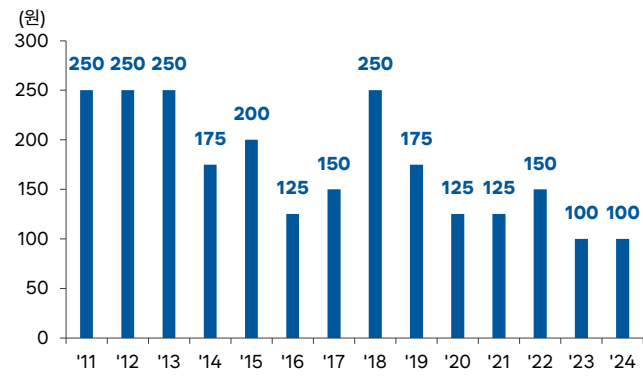
배당금 증가 효과 기대

2024년 무림P&P의 영업이익은 365억 원으로 전년대비 214% 증가했음에도, 주당 배당금은 2023년과 동일한 수준인 주당 100원으로 결정됐다. 이는 무림P&P의 보일러 및 증기터빈에 대한 투자로 유형자산에 대한 천억 원대 중후반 규모의 투자가 이뤄지고 있기 때문이다. 참고로 2013년부터 2022년까지 10년 평균 유형자산에 대한 투자규모는 284억 원이다.

설비 투자가 마무리되는 2025년 4분기를 기점으로 무림P&P는 신규 설비로 인한 실적 증가 효과와 투자에 대한 부담 완화가 기대된다. 2026년부터 본격적으로 무림P&P의 실적 및 현금흐름이 개선되면서 주당 배당금이 증가할 것으로 기대된다.

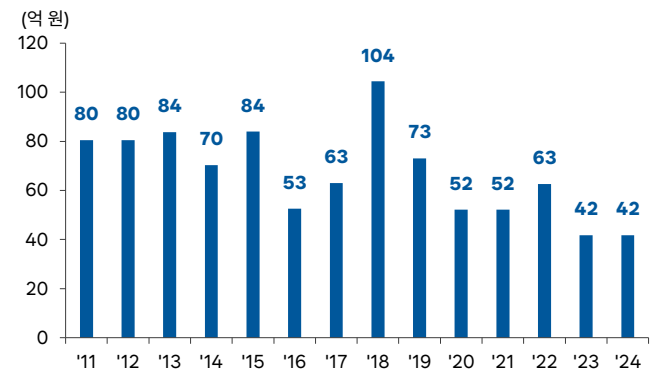
¹⁾ 2025년 10월 24일부터 적용된 산업용(을) 전기요금 고압A, 선택1 수치를 시간 가중평균하여 구한 값

무림P&P 주당 배당금



자료: 무림P&P, 한국IR협회의 기업리서치센터

무림페이퍼가 무림P&P로부터 수령한 배당금



자료: 무림P&P, 한국IR협회의 기업리서치센터



실적 추이 및 전망

2024년 실적 리뷰

‘24

매출액 1.4조 원(yoy 5.4%)

영업이익 894억 원(yoy 31.9%)

무림페이퍼의 2024년 잠정실적은 매출액 1.4조 원(yoy 5.4%), 영업이익 894억 원(yoy 31.9%)을 기록했다. 영업이익률은 6.4%로 전년 대비 1.3%p 상승했다. 원화 약세로 인쇄용지 부문 실적 개선이 컸던 것으로 추정된다.

무림페이퍼 별도

인쇄용지 사업을 영위하는 무림페이퍼 별도부문 실적은 매출액 5,354억 원(yoy 4.1%), 영업이익 394억 원(yoy 42.0%)으로 추정된다. 달러 강세로 해외에서 판매하는 인쇄용지의 이익률 상승 및 생산량 증가 효과가 있었던 것으로 추정된다. 잠정실적 발표로 별도부문 매출액만 공개된 상태이다.

3분기까지 누적으로 매출액 3,968억 원(yoy 4.8%), 영업이익 305억 원(yoy 73.5%)을 기록했다. 2024년 4분기에도 수출호조가 지속되면서 양호한 실적이 지속되었을 것으로 추정한다. 2024년 4분기 평균 환율은 1,396원/달러로 분기 최고치를 기록했다.

무림P&P 연결

종합펄프제지 업체 무림P&P는 매출액 8,117억 원(yoy 5.6%), 영업이익 365억 원(yoy 214.1%)을 기록했다. 잠정실적이 발표되었으나 사업부별 실적은 공개되지 않은 상태이다.

1)펄프

펄프사업 부문은 매출액 2,003억 원(yoy 23.8%), 영업이익은 -117억 원(적자축소)으로 추정된다. 2024년 평균 펄프 가격¹²이 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. 4분기 실적은 펄프 가격이 678달러/톤까지 하락하며 분기 영업적자 규모가 가장 컸을 것으로 보인다.

2)제지

제지사업 부문은 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. 제지사업 부문의 매출액 중 51%(2024년 3분기 누계 기준)가 수출이며, 3분기까지 생산량은 35.9만 톤으로 2023년 3분기 35.0만톤 대비 2.4% 증가했다.

¹² SBHK(Southern Bleached Hardwood Kraft Pulp) 기준

분기 실적 추이

(단위: 억 원)

구분	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24P	2023	2024P
매출액	3,448	3,275	2,983	3,514	3,308	3,615	3,499	3,516	13,219	13,939
무림페이퍼 별도	1,325	1,225	1,235	1,357	1,371	1,340	1,257	1,386	5,143	5,354
무림 P&P 연결	2,009	1,907	1,761	2,012	1,887	2,114	2,102	2,013	7,689	8,117
기타	114	142	-14	144	49	161	140	118	387	468
영업이익	216	254	29	180	261	469	180	-16	678	894
무림페이퍼 별도	49	32	95	102	155	124	27	89	277	394
무림 P&P 연결	141	80	-61	-45	62	265	73	-36	116	365
기타	25	141	-5	123	44	80	80	-69	284	135
영업이익률	6.3%	7.7%	1.0%	5.1%	7.9%	13.0%	5.1%	-0.5%	5.1%	6.4%
무림페이퍼 별도	3.7%	2.6%	7.7%	7.5%	11.3%	9.2%	2.1%	6.4%	5.4%	7.4%
무림 P&P 연결	7.0%	4.2%	-3.5%	-2.2%	3.3%	12.5%	3.5%	-1.8%	1.5%	4.5%

자료: 무림페이퍼, 한국IR협의회 기업리서치센터

2025년 실적 전망

25E

매출액 1.4조 원(yoy -1.0%)

영업이익 977억 원(yoy 9.3%)

2025년 매출액은 1.4조 원으로 전년 대비 1.0% 감소하고, 영업이익은 977억 원으로 전년대비 9.3% 증가할 것으로 예상된다. 영업이익률은 7.1%로 전년 대비 0.7%p 상승할 것으로 기대된다. 원화 강세로 제지 부문이 실적을 견인할 것으로 기대된다.

무림페이퍼 별도

2025년 연간 무림페이퍼의 별도 실적은 매출액 5,422억 원(yoy 1.3%), 영업이익 399억 원(yoy 1.3%)으로 기대된다. 2024년보다 소폭 높은 수준의 펄프 가격 및 비슷한 수준의 환율을 가정했다. 참고로 별도기준 무림페이퍼의 10년 영업이익의 평균은 156억 원이며, 연간 영업이익 399억 원은 10년 내 최대치이다.

인쇄용지 업체 실적에서 펄프 가격과 환율은 주요한 변수이다. 펄프 가격과 환율 모두 우호적인 상황이 지속되면서 준수한 실적을 기록할 것으로 기대된다.

2월까지 펄프 가격 및 환율 흐름을 살펴보면 당 리서치센터의 추정치를 상회할 가능성도 있다. 2월 SBHK 가격은 705달러/톤으로 2024년 평균 783달러/톤보다 10% 낮은 수준이며, 2025년 1월~2월 평균환율은 1,449.4원/달러로 2024년 평균 환율 1,363.4원 대비 6.3% 높다.

무림P&P 연결

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 부문의 적자가 지속됨에도 불구하고 제지 부문의 실적 호조가 실적을 견인할 것으로 보인다.

1)펄프

펄프사업 부문은 매출액은 1,909억 원(yoy -4.7%), 영업이익 -89억 원(적자축소)으로 기대된다. 펄프 가격이 소폭 상승하면서 영업적자는 개선되지만, 판매량은 감소하면서 매출액은 감소할 것으로 전망된다. 펄프 부문은 펄프 가격이 858달러/톤을 기록한 2024년 2분기에 영업이익 흑자를 달성했으며, 펄프 가격이 808달러/톤을 기록한 2024년 3분

기에 영업적자를 기록했다. 이를 근거로 당 리서치센터는 펄프 부문의 손익분기점을 800달러/톤 초중반으로 추정하고 있다. 실적 추정에는 800달러/톤 수준의 펄프 가격을 가정했으며, 2월까지 펄프 가격 동향을 보면 당 리서치센터 추정치를 하회할 가능성도 있다.

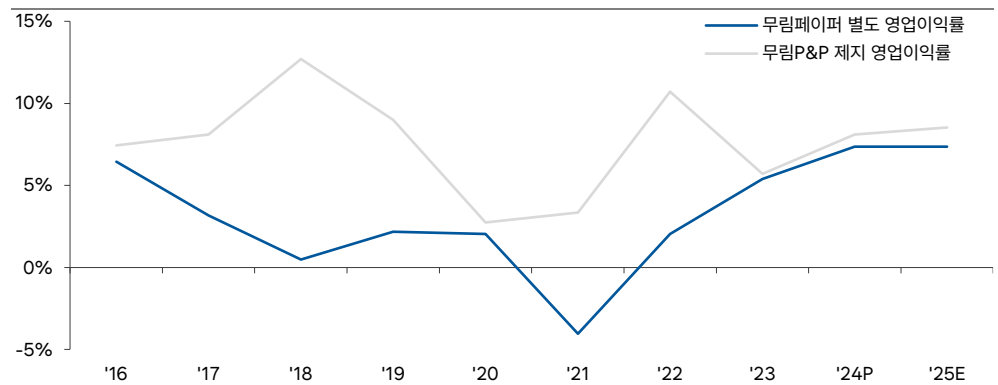
2)제지

제지부문은 매출액 5,714억 원(yoy -1.9%), 영업이익 472억 원(yoy 2.2%)으로 기대된다. 별도기준 무림페이퍼와 동일한 이유로 인쇄용지 판매에 유리한 환경이 조성되어 있다. 그러나 비용 측면에서 무림P&P가 갖고 있는 펄프-제지 설비의 장점이 부각되지 못할 것으로 보인다.

무림P&P의 제지사업부는 무림페이퍼의 설비 대비 원가 경쟁력을 갖고 있다. 펄프-제지 일관화 공장을 갖고 있기 때문이다. 일관화 공장은 일부 공정이 생략 가능하기 때문에 일반 인쇄용지 설비 대비 생산 원가가 낮다. 2015년부터 2024년까지 10년동안 무림P&P의 제지사업 부문의 영업이익률 평균은 7.6%로 별도기준 무림페이퍼의 영업이익률 평균 3.0%보다 4.6%p 높다. 그럼에도 불구하고 대외환경에 따라 두 회사의 영업이익률 차이가 줄어들 때가 있었는데, 펄프 가격 약세로 무림P&P의 펄프사업 부문이 적자를 기록할 때이다. 무림P&P의 펄프사업 부문이 적자를 기록했던 2016년, 2020년, 2023년, 2024년에 무림P&P 제지사업 부문의 영업이익률은 6.0%로, 별도기준 무림페이퍼의 영업이익률 평균 5.3%보다 0.7%p 높아 그 격차가 많이 줄어들었다.

무림P&P의 펄프부문 적자가 예상되는 2025년에는 무림P&P의 제지사업 부문 영업이익률과 별도기준 무림페이퍼의 영업이익률 차이가 크지 않을 것으로 전망된다.

무림페이퍼와 무림P&P의 인쇄용지 영업이익률 비교



자료: 무림페이퍼, 무림P&P, 한국IR협회의 기업리서치센터

연간 실적 추이 및 전망

(단위: 억 원)

구분	2020	2021	2022	2023	2024P	2025E
매출액	9,497	10,553	13,991	13,219	13,939	13,798
무림페이퍼 별도	4,050	4,561	5,461	5,143	5,354	5,422
무림 P&P 연결	5,279	6,137	7,741	7,689	8,117	8,011
기타	168	-145	790	387	468	365
영업이익	273	298	963	678	894	977
무림페이퍼 별도	83	-184	111	277	394	399
무림 P&P 연결	63	294	683	116	365	416
기타	126	188	169	284	135	162
영업이익률	2.9%	2.8%	6.9%	5.1%	6.4%	7.1%
무림페이퍼 별도	2.1%	-4.0%	2.0%	5.4%	7.4%	7.4%
무림 P&P 연결	1.2%	4.8%	8.8%	1.5%	4.5%	5.2%

자료: 무림페이퍼, 한국IR협회의 기업리서치센터

Valuation

1 역사적 PBR Band 하단에서 거래

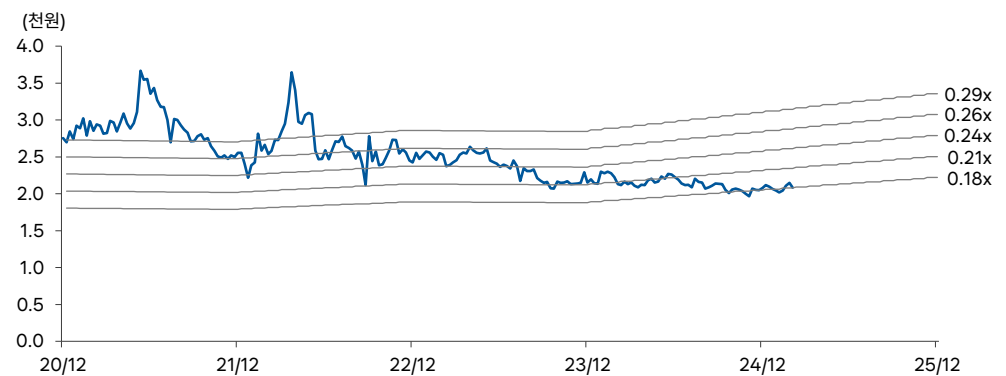
개선된 이익 수준을 반영하지 못한
주가 수준

무림페이퍼의 2025년 예상 PBR은 0.18배로, 2021년 이후 PBR Band 0.18배~0.29배 중 하단에서 거래되고 있다.

동사의 실적은 2021년 저점을 찍고 회복세에 접어들었으며, 2025년에는 대외 환경이 우호적으로 조성되며 별도 기준으로 10년 내 최대 영업이익을 기록할 것으로 기대된다. 주요 종속회사 무림P&P의 대규모 설비투자가 2025년 4분기에 마무리되며, 이익 및 현금흐름 개선이 기대된다는 점도 긍정적이다.

동사의 업황은 PBR Band 하단을 벗어날 수 있는 환경이라 할 수 있다.

무림페이퍼 역사적 PBR Band



자료: Quantwise, 한국IR협회의 기업리서치센터

2 동종 업체 종목 대비 할인 영역

과거 ROE 수준을 반영한
PBR 배수

현 주가는 2025년 추정실적 대비 PBR 0.18배로, 무림계열의 인쇄용지 업체 3사 평균 PBR 0.20배와 유사한 수준에서 거래되고 있다. 2025년 추정실적 대비 무림P&P는 0.27배, 무림SP는 0.15배이다. 무림 3사의 실적은 당 리서치센터의 추정치이다.

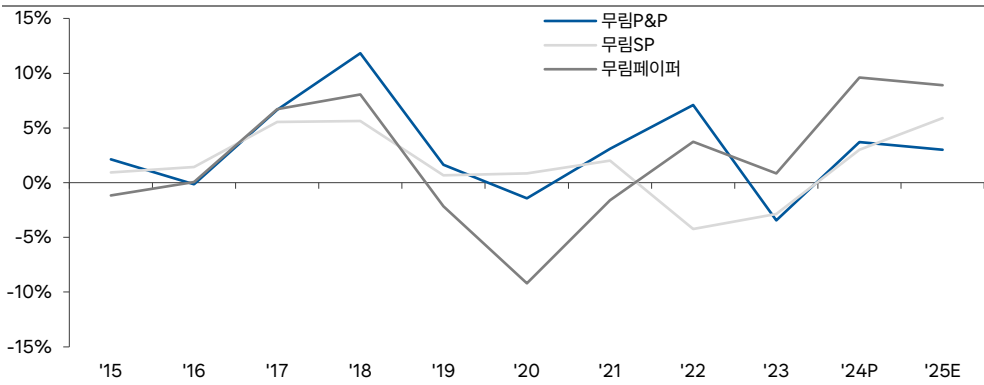
별도기준 무림페이퍼는 상장된 인쇄용지 업체 중 가장 순수한 인쇄용지 업체로, 아트지 및 산업용 인쇄용지를 주로 생산하고 있다. 무림P&P는 인쇄용지를 판매하고 있는 점에서 유사하나, 펄프를 직접 생산하는 종합펄프제지 업체라는 차이가 있다. 무림SP는 특수 인쇄용지에 집중하고 있다.

현재의 PBR 배수 수준은 과거 10년의 ROE 궤적을 잘 반영하고 있다. 2025년 추정실적 대비 무림P&P의 PBR은 0.27배, 무림페이퍼 0.18배, 무림SP 0.15배이다. 이는 과거 3사의 ROE 순서와 동일하다. 10년(2015년~2024년)동안 평균 ROE는 무림P&P가 3.1%, 무림페이퍼가 1.5%, 무림SP가 1.3%를 기록했다.

반영되지 않은 무림페이퍼의
최근 ROE 개선

단, 무림페이퍼의 ROE는 2023년, 2024년에 무림P&P보다 높았으며 2025년에도 지속될 것으로 전망된다. 무림페이퍼의 ROE가 무림P&P보다 높게 형성되는 구간에서 두 회사의 PBR 배수 차이가 줄어들 여지가 있다.

무림페이퍼, 무림P&P, 무림SP ROE 추이



자료: Quantwise, 한국IR협회의 기업리서치센터

동종업체 밸류에이션 표

기업명	종가 (원)	시가총액 (십억원)	1년수익률	매출액(십억원)		영업이익(십억원)		P/E(배)	P/B(배)
				'24P	'25E	'24P	'25E	'25E	'25E
코스피	2,570	2,101,440	-4.1%	2,804,111	2,915,430	249,717	290,456	9.3	0.9
코스닥	726	369,530	-16.9%	74,423	89,551	5,855	10,122	20.2	2.3
무림페이퍼	2,065	86	-3.1%	1,394	1,380	89	98	2.1	0.18
무림 P&P	2,850	178	-5.9%	812	801	36	42	9.1	0.27
무림 SP	1,456	32	-19.1%	177	167	1	7	2.6	0.15
한솔제지	8,970	213	-14.9%	2,261	2,359	61	102	3.7	0.3
한국제지	810	154	-20.9%	7,921	-	193	-	-	-

자료: Quantwise, 한국IR협회의 기업리서치센터

리스크 요인

1 하향식(Top Down) 투자 아이디어가 갖는 한계

대외변수가 우호적일때만 유리한 투자 아이디어

무림페이퍼의 투자포인트 및 실적 전망에서 인쇄용지 업체 실적의 핵심 변수인 펄프 가격과 원/달러 환율이 우호적인 환경을 가정했다.

두 가지의 변수는 기업 고유의 경쟁력이 아닌 외부 변수이다. 외부 변수를 근거로 제시하는 투자 의견은 분명한 약점이 있다. 두 변수 모두 대외환경 변화에 노출되어 있어, 언제든지 기대했던 상황과 다른 환경이 전개될 수 있다. 가까운 예로 2023년 상반기 약세를 보이던 펄프 가격이 캐나다 퀘벡 산불로 강세로 전환된 적이 있다.

주요 가정으로 펄프 가격의 약세와 2024년 수준의 원/달러 제시했으나, 기대와 다르게 펄프 가격의 강세 또는 원화 강세의 흐름이 나타난다면 실적은 당 리서치센터의 추정치에 미달할 수 있다.

그럼에도 불구하고 기업에 대한 투자 아이디어를 최근 상황을 고려한 하향식(Top Down)으로 접근하는 투자자라면 무림페이퍼는 좋은 선택지가 될 수 있을 것으로 보인다.

포괄손익계산서

(억원)	2021	2022	2023	2024P	2025F
매출액	10,553	13,991	13,219	13,939	13,798
증가율(%)	11.1	32.6	-5.5	5.4	-1.0
매출원가	9,253	11,887	11,526	11,965	11,705
매출원가율(%)	87.7	85.0	87.2	85.8	84.8
매출총이익	1,300	2,105	1,692	1,974	2,093
매출이익률(%)	12.3	15.0	12.8	14.2	15.2
판매관리비	1,002	1,142	1,015	1,080	1,116
판매비율(%)	9.5	8.2	7.7	7.7	8.1
EBITDA	1,051	1,718	1,426	1,669	1,780
EBITDA 이익률(%)	10.0	12.3	10.8	12.0	12.9
증가율(%)	6.2	63.5	-17.0	17.1	6.6
영업이익	298	963	678	894	977
영업이익률(%)	2.8	6.9	5.1	6.4	7.1
증가율(%)	9.3	223.1	-29.6	31.9	9.3
영업외손익	-282	-606	-726	-396	-413
금융수익	237	545	306	245	249
금융비용	528	952	749	697	718
기타영업외손익	9	-199	-283	56	56
총속/관계기업관련손익	14	59	11	6	7
세전계속사업이익	30	416	-38	504	571
증가율(%)	흑전	1,270.2	적전	흑전	13.2
법인세비용	26	68	-52	-14	91
계속사업이익	4	348	14	518	479
중단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익	4	348	14	518	479
당기순이익률(%)	0.0	2.5	0.1	3.7	3.5
증가율(%)	흑전	8,387.0	-96.0	3,595.4	-7.5
지배주주지분 순이익	-64	152	35	414	417

현금흐름표

(억원)	2021	2022	2023	2024P	2025F
영업활동으로인한현금흐름	-609	419	1,706	1,206	1,320
당기순이익	4	348	14	518	479
유형자산 상각비	738	743	737	766	796
무형자산 상각비	15	13	11	10	7
외환손익	74	0	0	0	0
운전자본의감소(증가)	-1,384	-883	835	-107	19
기타	-56	198	109	19	19
투자활동으로인한현금흐름	-853	-874	-1,813	-1,459	-1,855
투자자산의 감소(증가)	-24	-35	29	-11	2
유형자산의 감소	11	9	10	0	0
유형자산의 증가(CAPEX)	-594	-523	-1,966	-1,592	-1,687
기타	-246	-325	114	144	-170
재무활동으로인한현금흐름	760	887	-501	72	990
차입금의 증가(감소)	829	943	-430	103	1,032
사채의증가(감소)	0	0	0	0	0
자본의 증가	0	0	0	0	0
배당금	-49	-39	-54	-31	-42
기타	-20	-17	-17	0	0
기타현금흐름	82	14	5	-19	-19
현금의증가(감소)	-619	446	-603	-201	436
기초현금	2,554	1,935	2,382	1,779	1,578
기말현금	1,935	2,382	1,779	1,578	2,014

재무상태표

(억원)	2021	2022	2023	2024P	2025F
유동자산	6,754	9,097	7,941	8,049	8,424
현금성자산	1,935	2,382	1,779	1,578	2,014
단기투자자산	545	1,055	1,016	1,044	1,039
매출채권	2,149	2,521	2,446	2,580	2,554
재고자산	2,000	2,937	2,457	2,591	2,565
기타유동자산	125	202	243	256	254
비유동자산	14,136	13,601	14,210	15,038	15,920
유형자산	12,019	11,568	12,616	13,442	14,333
무형자산	88	86	79	69	63
투자자산	1,787	1,664	1,271	1,283	1,280
기타비유동자산	242	283	244	244	244
자산총계	22,844	24,291	23,926	24,689	26,123
유동부채	9,168	10,172	9,989	11,003	11,256
단기차입금	3,830	4,826	5,545	5,445	5,460
매입채무	441	609	610	643	636
기타유동부채	4,897	4,737	3,834	4,915	5,160
비유동부채	7,211	7,226	7,122	6,395	7,138
사채	0	0	0	0	0
장기차입금	5,532	5,644	5,551	4,745	5,503
기타비유동부채	1,679	1,582	1,571	1,650	1,635
부채총계	16,379	17,397	17,111	17,398	18,394
자배주주지분	3,942	4,167	4,145	4,518	4,893
자본금	1,040	1,040	1,040	1,040	1,040
자본잉여금	1,690	1,675	1,675	1,675	1,675
자본조정 등	100	100	100	100	100
기타포괄이익누계액	-0	2	12	12	12
이익잉여금	1,111	1,349	1,317	1,690	2,066
자본총계	6,466	6,894	6,815	7,291	7,729

주요투자지표

	2021	2022	2023	2024P	2025F
P/E(배)	N/A	6.7	27.4	2.1	2.1
P/B(배)	0.3	0.2	0.2	0.2	0.2
P/S(배)	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
EV/EBITDA(배)	13.6	8.4	10.2	8.9	8.7
배당수익률(%)	1.0	2.0	3.3	4.9	4.8
EPS(원)	-153	365	83	996	1,002
BPS(원)	9,473	10,014	9,962	10,858	11,760
SPS(원)	25,361	33,626	31,769	33,499	33,161
DPS(원)	25	50	75	100	100
수익성(%)					
ROE	-1.6	3.7	0.8	9.6	8.9
ROA	0.0	1.5	0.1	2.1	1.9
ROIC	0.0	5.0	-2.2	5.7	4.7
안정성(%)					
유동비율	73.7	89.4	79.5	73.1	74.8
부채비율	253.3	252.4	251.1	238.6	238.0
순차입금비율	166.7	154.9	160.6	153.9	153.0
이자보상배율	1.1	2.6	1.3	1.8	1.9
활동성(%)					
총자산회전율	0.5	0.6	0.5	0.6	0.5
매출채권회전율	5.7	6.0	5.3	5.5	5.4
재고자산회전율	5.7	5.7	4.9	5.5	5.4

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
무림페이퍼	X	X	X

발간 History

발간일	제목
2025.03.13	무림페이퍼 – 무림P&P를 보유한 인쇄용지 전문기업

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 조사항목은 투자 참고 자료로만 활용하시기 바라며, 어떠한 경우에도 투자자의 투자 결과에 대한 법적 책임 소재의 증명자료로 사용될 수 없습니다.
- 본 조사항목의 저작권재산권은 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.