지주/유통/상사/제지
박종렬
02)6260-2466
jrpark@heungkuksec.co.kr

R.A
김지은
02)739-5938
qet3474@heungkuksec.co.kr

(009580)

무림P&P

BUY(유지)

실적 개선에 집중할 필요

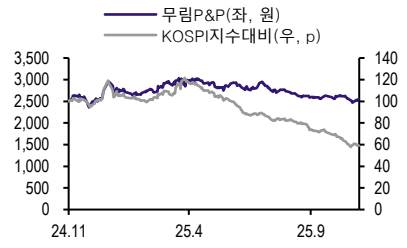
목표주가	3,100원(유지)
현재주가(11/17)	2,510원
상승여력	23.5%
시가총액	157십억원
발행주식수	62,368천주
52주 최고가 / 최저가	3,035 / 2,360원
3개월 일평균거래대금	십억원
외국인 지분율	1.1%
주요주주	
무림페이퍼 (외 1인)	67.0%
자사주 (외 1인)	0.0%

주가수익률(%)	1개월	3개월	6개월	12개월
절대수익률	-0.2	-6.8	-12.8	1.8
상대수익률(KOSPI)	-16.5	-36.1	-72.7	-70.8

(단위: 십억원, 원, %, 배)

재무정보	2023	2024	2025E	2026E
매출액	769	812	726	726
영업이익	12	36	-19	23
EBITDA	65	95	45	88
지배주주순이익	-22	23	-16	11
EPS	-353	361	-262	176
순차입금	672	752	908	916
PER	n/a	7.9	n/a	14.5
PBR	0.3	0.3	0.3	0.3
EV/EBITDA	13.3	9.8	24.0	12.2
배당수익률	3.2	3.5	3.9	4.7
ROE	-3.4	3.6	-2.6	1.8
컨센서스 영업이익	-	-	-8	27
컨센서스 EPS	-	-	-144	208

주가추이



1분기(공장 대보수에 따른 영향), 2분기(국제펄프가격 하락과 관세 불확실성) 등으로 상반기 부진한 실적을 기록함. 하반기에도 전년의 기저효과 이외에는 뚜렷한 반등을 기대할 만한 요인은 부재한 상황. 국제펄프가격의 회복이 관건이나, 글로벌 경기 상황을 고려할 때 획기적인 반등을 기대하기는 어려움. 기업 및 주주가치 제고에 노력하는 모습이 필요한 때임.

2Q Review: OP -86억원(적전 YoY), 당초 전망치 하회

3분기 연결기준 매출액 1,838억원(-12.6% YoY), 영업손실 86억원(적전 YoY)으로 당초 전망치를 크게 하회하는 부진한 실적을 기록함. 제지와 펄프 두 부문 모두 실적이 크게 악화됐는데, 경기침체에 따른 내수 부진과 함께 미국 관세 불확실성에 따른 수출물량 감소 때문임. 외형의 큰 폭 감소에 따른 고정비 부담 확대와 국제펄프가격 약세에 따른 펄프부문의 적자 확대가 크게 작용함. 국제펄프가격은 지난해 4분기($670/t)를 저점으로 올해 1분기에는 톤당 $728로 반등한 이후 3분기에는 재차 $647까지 하락했음. 미국 관세 영향과 함께 펄프에 대한 수요 부진으로 국제펄프가격의 약세 현상은 당분간 지속될 전망임.

올해 실적 모멘텀 부진, 내년 실적 개선 전망

글로벌 수급 악화에 따른 국제펄프가격의 약세 지속으로 무림P&P의 실적 부진은 당분간 지속될 전망임. 실적 모멘텀은 올해 4분기까지 부진할 것이고, 내년에는 다소 반등하는 모습을 보일 것으로 판단함. 당초 예상보다 부진한 3분기 실적과 함께 4분기에도 전년의 부진을 만회하는 수준으로 판단해, 연간 수익예상을 하향 조정함. 2025년 연간 연결기준 매출액 7,255억원(-10.6% YoY), 영업손실 186억원(적전 YoY)으로 수정 전망함.

투자의견 BUY, 목표주가 3,100원 유지

목표주가는 가치합산방식으로 산출했고, 사업가치 산정시 EV/EBITDA Multiple 10.9배(최근 5년간 평균치)를 적용함. 12개월 Forward 기준 P/B는 0.3배 수준으로 저평가된 상태임. 올해 예상 배당수익률도 3.9%로 배당주로서의 매력도 보유함. 다만, 주가 재평가를 위해 실적 모멘텀의 회복과 주주환원 확대에 적극적으로 노력하는 모습이 필요함.

표 1 무림P&P 연간/분기 실적 추이 (단위: 십억원)

	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25E	1Q26E	2Q26E	3Q26E	4Q26E	2024	2025E	2026E
매출액	173	168	184	200	168	164	189	205	812	726	726
제지	132	119	136	142	129	118	139	144	567	528	530
펄프	37	34	41	43	35	31	43	45	202	156	154
기타	4	15	7	15	4	15	7	16	42	41	42
매출총이익	6	12	8	17	19	19	21	25	105	42	85
영업이익	-9	-1	-9	0	5	6	4	8	37	-19	23
제지	1	2	2	3	3	2	2	3	49	8	10
펄프	-8	-7	-13	-7	0	0	0	0	-14	-35	0
기타	-2	4	2	4	2	4	2	4	2	8	12
세전이익	-12	1	-11	0	4	2	2	7	13	-22	14
지배주주순이익	-9	1	-9	0	3	1	1	6	23	-16	11
수익성 (%)											
GPM	*3.3*	*7.1*	*4.3*	*8.3*	*11.5*	*11.8*	*11.2*	*12.1*	*12.9*	*5.8*	*11.7*
OPM	*-5.1*	*-0.8*	*-4.7*	*0.2*	*2.9*	*3.7*	*2.1*	*3.8*	*4.5*	*-2.6*	*3.1*
제지	*0.6*	*1.8*	*1.5*	*2.3*	*2.1*	*1.9*	*1.3*	*2.3*	*8.7*	*1.6*	*1.9*
펄프	*-21.4*	*-21.3*	*-30.8*	*-16.0*	*-0.2*	*0.3*	*-0.1*	*0.8*	*-7.1*	*-22.4*	*0.2*
RPM	*-7.1*	*0.8*	*-5.9*	*-0.2*	*2.1*	*1.1*	*0.9*	*3.5*	*1.6*	*-3.0*	*2.0*
NPM	*-5.0*	*0.7*	*-4.7*	*-0.1*	*1.6*	*0.8*	*0.7*	*2.7*	*2.8*	*-2.2*	*1.5*
성장성 (%, YoY)											
매출액	-8.3	-20.4	-12.6	-0.5	-3.0	-2.3	2.8	2.3	5.6	-10.6	0.1
제지	-3.8	-15.0	-9.2	0.5	-2.3	-1.2	2.7	1.9	1.8	-6.9	0.4
펄프	-22.0	-37.8	-24.6	-4.2	-6.2	-8.3	3.1	4.0	24.8	-23.0	-1.3
기타	1.5	-9.6	12.9	1.6	2.0	2.0	1.7	1.8	-15.4	-1.2	1.9
영업이익	적전	적전	적전	흑전	흑전	흑전	흑전	2,371	217.4	적전	흑전
세전이익	적지	-94.0	적전	적지	흑전	33.5	흑전	흑전	흑전	적전	흑전
순이익	적지	-92.8	적전	적지	흑전	12.7	흑전	흑전	흑전	적전	흑전
주요가정											
GDP성장률 (%, YoY)	0.0	0.6	1.0	1.6	2.0	2.0	1.7	1.8	2.0	0.8	1.9
민간소비 (%, YoY)	0.6	0.9	1.3	1.6	1.8	1.8	1.5	1.4	1.1	1.1	1.6
국제펄프가 ($/Ton)	728	655	647	644	647	649	652	654	773	669	651
원/달러 (평균환율)	1,452	1,399	1,387	1,415	1,405	1,385	1,378	1,375	1,364	1,413	1,386

자료: 무림P&P, 흥국증권 리서치센터

표 2 무림P&P 적정주주가치 산출 근거 (단위: 십억원, 천주, 원, %)

	2025E	2026E	12M Forward	비고
1. 사업가치	483	956	897	
EBITDA	45	88		
EV/EBITDA	10.9	10.9		최근 5년간 평균(10.9배) 적용
2. 투자자산가치	163	164	164	
투자유가증권	153	153		순자산가액 대비 30% 할인 적용
기타투자자산 등	10	11		순자산가액 대비 30% 할인 적용
3. 기업가치 (=1+2)	646	1,119	1,060	
4. 순차입금	735	875	858	
5. 비지배주주지분	9	9	9	
6. 적정시가총액 (=3-4-5)	-98	235	194	
발행주식수	62,368	62,368	62,368	
적정주가 (원)	-1,570	3,773	3,105	
현재주가	2,510	2,510	2,510	
상승여력 (%)	-	50.3	23.7	

자료: 흥국증권 리서치센터

표 3 무림P&P 수직계열화 통합 생산 시스템

부문	내용
Wood chip	조달 82만톤 (국내 39만톤, 해외 43만톤)
Pulp 생산	43만톤 (판매용 Pulp 21만톤, 내부사용 Pulp 22만톤)
Paper 생산	47만톤

자료: 무림P&P, 흥국증권 리서치센터

그림 1 무림P&P 펄프/제지 구매-생산 프로세스

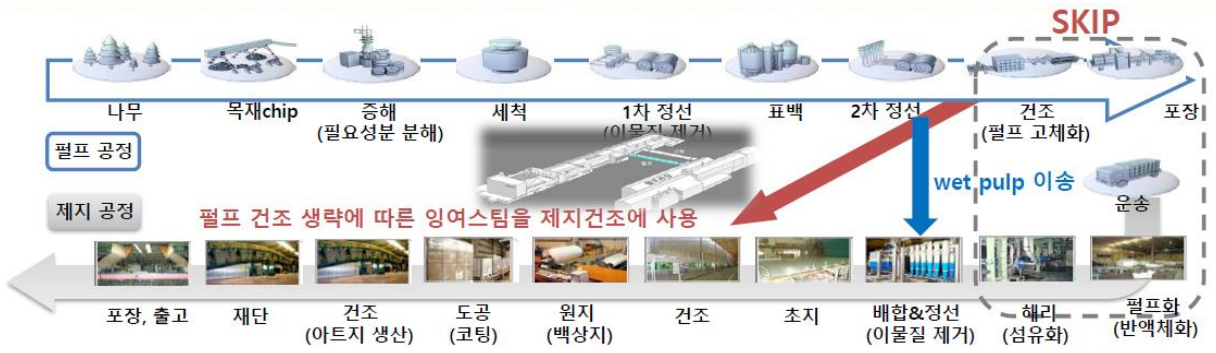
자료: 무림P&P, 흥국증권 리서치센터

표 4 무림P&P 일관화 공장

부문	내용
설립연도	1974년 (2008년 무림그룹 인수)
주요제품	펄프, 제지
Capa	연간 펄프 45만톤, 종이 52만톤
투자포인트	일관화를 통한 공정 생략, 원가절감을 통한 안정적 수익 창출
	펄프부산물(흑액)을 연소하여 제지 건조, 연료 대체에 따른 원가 절감/에너지 비용 절감
	가격 안정적인 칩을 주원료로 제지를 생산 및 판매, 이익의 안정성 확보

자료: 무림P&P, 흥국증권 리서치센터

그림 2 무림P&P 일관화 공장 (울산)



자료: 무림P&P, 흥국증권 리서치센터

표 5 무림P&P 주요 계열회사

회사	사업 내용	주력 제품
무림페이퍼	산업용인쇄용지 전문기업	산업용 인쇄용지, 디지털 용지
무림SP	고부가가치 특수지 전문기업	산업용, 정보용, 생활용, 팬시용 특수지

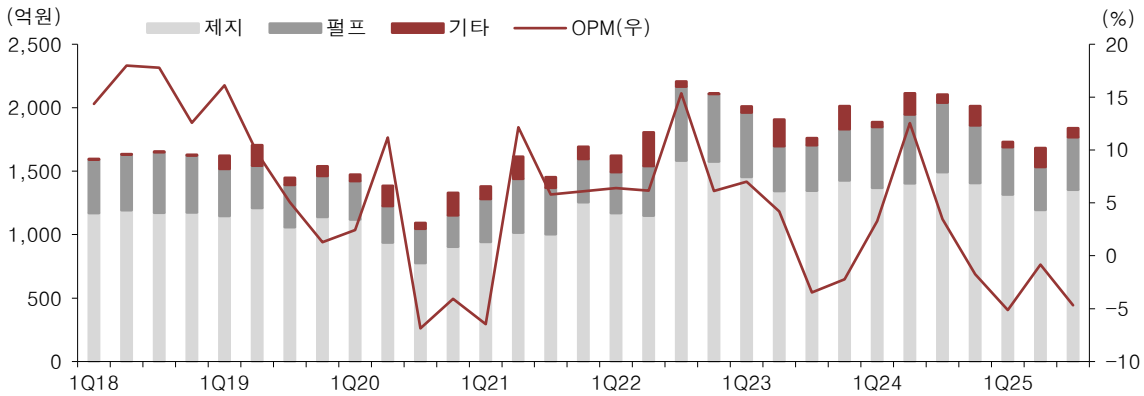
자료: 무림P&P, 흥국증권 리서치센터

표 6 무림P&P ESG 경영

부문	내용
Eco-efficient System	펄프를 만드는 과정에서 생기는 부산물인 리그닌을 농축한 흑액을 연소시켜 스팀과 전기에너지 생산
Eco-Friendly Paper	청정연료를 사용한 低탄소 종이
	2020년 국내 제지업계 최초, 생분해성 인증 획득
Eco-Friendly Packaging	국내 유일 생분해성 & 재활용성 인증을 받은 다용도 용기
Eco-Friendly Materials	펄프 소재를 활용한 새로운 가능성

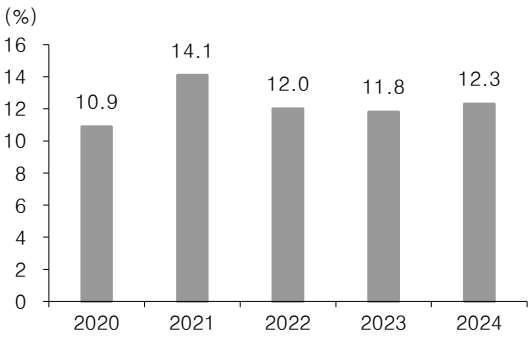
자료: 무림P&P, 흥국증권 리서치센터

그림 3 부문별 매출액 및 영업이익률 추이



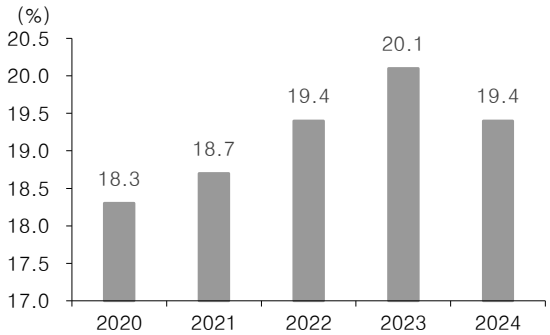
주: 2024년 4분기의 경우 당사 추정치 사용
자료: 무림P&P, 흥국증권 리서치센터

그림 4 무림P&P 펄프 국내시장 점유율



주: 활엽수 표백 화학펄프 기준
자료: 한국제지연합회, 흥국증권 리서치센터

그림 5 무림P&P 인쇄용지 국내시장 점유율



자료: 한국제지연합회, 흥국증권 리서치센터

포괄손익계산서

(단위:십억원)

결산기	2023	2024	2025E	2026E	2027E
매출액	**769**	**812**	**726**	**726**	**743**
증가율 (Y-Y,%)	(0.7)	5.6	(10.6)	0.1	2.3
영업이익	**12**	**36**	**(19)**	**23**	**24**
증가율 (Y-Y,%)	(83.0)	214.1	적전	흑전	5.9
EBITDA	65	95	45	88	89
영업외손익	(43)	(23)	(3)	(8)	(8)
순이자수익	(18)	(17)	(16)	(16)	(15)
외화관련손익	(2)	(9)	8	0	0
지분법손익	3	1	5	7	7
세전계속사업손익	(32)	13	(21)	14	16
당기순이익	**(22)**	**23**	**(15)**	**11**	**12**
지배기업당기순이익	**(22)**	**23**	**(16)**	**11**	**12**
증가율 (Y-Y,%)	적전	흑전	적전	흑전	11.0
3 Yr CAGR & Margins					
매출액증가율(3Yr)	13.4	9.8	(2.1)	(1.9)	(2.9)
영업이익증가율(3Yr)	22.5	7.5	n/a	25.0	(13.0)
EBITDA증가율(3Yr)	7.2	5.5	(28.4)	10.4	(1.9)
순이익증가율(3Yr)	n/a	4.6	n/a	n/a	(18.6)
영업이익률(%)	1.5	4.5	(2.6)	3.1	3.2
EBITDA마진(%)	8.5	11.7	6.1	12.1	12.0
순이익률 (%)	(2.8)	2.8	(2.1)	1.5	1.6
NOPLAT	**8**	**26**	**(13)**	**17**	**18**
(+) Dep	54	58	63	65	65
(-) 운전자본투자	16	(8)	73	13	14
(-) Capex	184	159	129	65	67
OpFCF	(137)	(66)	(152)	5	3

재무상태표

(단위:십억원)

결산기	2023	2024	2025E	2026E	2027E
유동자산	576	554	584	584	581
현금성자산	117	134	79	63	45
매출채권	146	141	141	144	148
재고자산	131	141	176	180	185
비유동자산	1,047	1,138	1,197	1,198	1,200
투자자산	222	229	233	234	234
유형자산	823	908	963	964	965
무형자산	2	2	1	1	1
자산총계	**1,623**	**1,691**	**1,782**	**1,782**	**1,782**
유동부채	588	700	726	724	723
매입채무	112	87	98	101	103
유동성이자부채	463	606	619	615	611
비유동부채	405	346	433	430	426
비유동이자부채	326	281	368	364	360
부채총계	**993**	**1,045**	**1,158**	**1,153**	**1,149**
자본금	156	156	156	156	156
자본잉여금	121	121	121	121	121
이익잉여금	346	362	340	344	349
자본조정	(2)	(3)	(3)	(3)	(3)
자기주식	(0)	(0)	(0)	(0)	(0)
자본총계	**630**	**646**	**623**	**628**	**633**
투하자본	1,092	1,181	1,313	1,326	1,341
순차입금	672	752	908	916	926
ROA	(1.4)	1.4	(0.9)	0.6	0.7
ROE	(3.4)	3.6	(2.6)	1.8	2.0
ROIC	0.8	2.3	(1.1)	1.3	1.4

주요투자지표

(단위:십억원,원)

결산기	2023	2024	2025E	2026E	2027E
Per share Data					
EPS	(353)	361	(262)	176	195
BPS	9,963	10,214	9,851	9,927	10,003
DPS	100	100	100	120	150
Multiples(x,%)					
PER	n/a	7.9	n/a	14.5	13.1
PBR	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3
EV/ EBITDA	13.3	9.8	24.0	12.2	12.1
배당수익율	3.2	3.5	3.9	4.7	5.9
PCR	2.9	1.6	4.2	2.3	2.2
PSR	0.3	0.2	0.2	0.2	0.2
재무건전성 (%)					
부채비율	157.5	161.8	185.8	183.6	181.6
Net debt/Equity	106.6	116.4	145.7	145.8	146.4
Net debt/EBITDA	1,025.6	795.4	2,039.8	1,039.8	1,036.1
유동비율	98.0	79.1	80.5	80.6	80.5
이자보상배율	0.7	2.1	n/a	1.5	1.6
이자비용/매출액	2.7	2.4	2.5	2.4	2.3
자산구조					
투하자본(%)	76.3	76.5	80.8	81.7	82.8
현금+투자자산(%)	23.7	23.5	19.2	18.3	17.2
자본구조					
차입금(%)	55.6	57.9	61.3	60.9	60.5
자기자본(%)	44.4	42.1	38.7	39.1	39.5

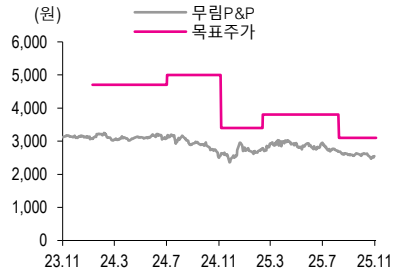
주) 재무제표는 연결기준으로 작성

현금흐름표

(단위:십억원)

결산기	2023	2024	2025E	2026E	2027E
영업현금	**89**	**98**	**(34)**	**58**	**58**
당기순이익	(22)	23	(16)	11	12
자산상각비	54	58	63	65	65
운전자본증감	57	3	(61)	(13)	(14)
매출채권감소(증가)	27	9	(2)	(3)	(4)
재고자산감소(증가)	8	(7)	(36)	(4)	(5)
매입채무증가(감소)	7	(27)	24	2	3
투자현금	**(171)**	**(138)**	**(124)**	**(59)**	**(61)**
단기투자자산감소	7	20	(1)	(0)	(0)
장기투자증권감소	3	(3)	4	7	7
설비투자	(184)	(159)	(129)	(65)	(67)
유무형자산감소	1	0	1	(0)	(0)
재무현금	**48**	**75**	**101**	**(14)**	**(15)**
차입금증가	57	81	108	(8)	(8)
자본증가	0	0	0	0	0
배당금지급	(10)	(6)	(6)	(6)	(7)
현금 증감	(34)	37	(56)	(16)	(19)
총현금흐름(Gross CF)	**68**	**113**	**38**	**70**	**71**
(-) 운전자본증가(감소)	16	(8)	73	13	14
(-) 설비투자	184	159	129	65	67
(+) 자산매각	1	0	1	(0)	(0)
Free Cash Flow	(131)	(37)	(164)	(8)	(9)
(-) 기타투자	(3)	3	(4)	(7)	(7)
잉여현금	(128)	(40)	(160)	(1)	(3)

무림P&P - 주가 및 당사 목표주가 변경



최근 2년간 당사 투자의견 및 목표주가 변경

날짜	투자의견	적정가격(원)	평균주가 괴리율(%)	최고(최저)주가 괴리율(%)
2022-05-30	담당자변경			
2024-01-23	Buy	4,700	(33.7)	(30.9)
2024-07-16	Buy	5,000	(41.2)	(36.0)
2024-11-19	Buy	3,400	(21.8)	(13.1)
2025-02-25	Buy	3,800	(24.8)	(20.1)
2025-08-22	Buy	3,100	(16.4)	(13.4)
2025-11-18	Buy	3,100		

투자의견(향후 12개월 기준)

기업	Buy(매수): 15% 이상 Hold(중립): -15% ~15% Sell(매도): -15% 이하	산업	OVERWEIGHT (비중확대): 향후 12개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 5% 이상 상승 예상 NEUTRAL (중립): 향후 12개월간 업종지수상승률이 시장수익률과 유사한 수준(± 5%) 예상 UNDERWEIGHT (비중축소): 향후 12개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 5% 이상 하락 예상

최근 1년간 조사분석자료의 투자등급 비율 (2025년 09월 30일 기준)

Buy (97.1%)	Hold (2.9%)	Sell (0.0%)

Compliance Notice

- 당사는 보고서 제공시점 현재 상기 종목을 1% 이상 보유하고 있지 않으며, 동 보고서를 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 조사분석 담당자 및 그 배우자 등 관련자는 상기 종목의 유가증권을 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 보고서 제공시점 기준으로 지난 6개월간 상기 종목의 유가증권 발행에 주간사로 참여한 사실이 없습니다.
- 본 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.

본 보고서는 당사 고객들의 투자에 관한 정보를 제공할 목적으로 당사 고객에 한하여 배포되는 자료입니다. 본 보고서의 내용은 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사가 그 신뢰성이나 완전성을 보증하는 것이 아닙니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 보고서가 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 또한 본 보고서의 지적재산권은 당사에 있으므로 당사의 동의없이 무단 복제, 대여, 전송, 변형 및 배포 될 수 없습니다.

흥국씨앗체

흥국씨앗체는 흥국의 기업철학 모티브를 반영한 글씨체로서, 세계 3대 디자인상인 독일 '2015 iF 디자인 어워드'에서 커뮤니케이션 분야 브랜드 아이덴티티 부문 본상을 수상하였습니다. 친근하고 희망적인 느낌의 흥국씨앗체는 고객존중과 으뜸을 지향하는 흥국의 아이덴티티를 부각시킵니다.

Heungkuk
흥국증권

http://www.heungkuksec.co.kr

□ 주소 (본사) 서울시 영등포구 국제금융로 2길 32 (여의도파이낸스타워 14층)
(리서치센터) 서울시 영등포구 국제금융로 2길 32 (여의도파이낸스타워 6층)
□ 전화번호 영업부 대표 02)6742-3635
□ 팩스 영업부 대표 02)739-6286