

KOSDAQ | 소재

**무림SP** (001810)

**특수 인쇄용지 전문기업**

### 체크포인트

- 1956년에 설립된 특수 인쇄용지 전문기업. 2024년 3분기 누계 기준 매출액 비중 제지 98.6%, 물류창고업 1.4%. 제지 매출에서 CCP지 35.5%, 기타 인쇄지(노트용지, 엽서용지, 통계용지 등) 36.7%로 높음
- 투자포인트: 부원료 가격 하락 안정으로 실적 개선
- 큰 폭으로 가격이 하락한 부원료 전분이 2025년에 본격적으로 투입될 것. 2025년에는 매출액 1,647억 원(yoy 5.7%), 영업이익 72억 원(yoy 1,700%) 전망

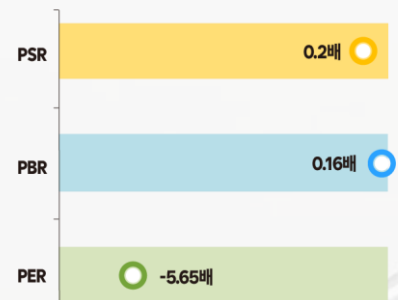
### 주가 및 주요이벤트



### 재무지표



### 밸류에이션 지표



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

# 무림SP (001810)

Analyst 김선호 shkim@kirs.or.kr

RA 이희경 hk.lee@kirs.or.kr

KOSDAQ

소재

## 특수 인쇄용지 전문기업

1956년에 설립된 특수 인쇄용지 전문기업으로, 2024년 3분기 누계 기준 매출비중은 제지 98.6%, 물류 창고업 1.4%. 제지 매출액에서 CCP지 35.5% 기타 인쇄용지 36.7%로 특수지 비중 높음. CCP지 시장에서 국내 1위 업체(2023년 점유율 95%)

## 부원료 전분 가격 하락으로 원재료 투입비용 감소

무림SP 실적에서 부원료 전분 가격은 핵심 변수. 2022~2023년 전분 가격 급등으로 적자 전환했으나, 2024년에는 전분 가격이 하락세로 전환되며 흑자 전망. 하락한 가격의 전분이 본격적으로 투입되는 2025년에는 추가적인 실적 개선 기대

## 현주가는 2025년 추정 실적 대비 PER 2.6배, PBR 0.2배

무림SP 주가는 역사적 PBR band 하단에 머무르고 있으나 실적은 2024년부터 회복 국면 진입. 실적 회복이 반영되지 않은 주가 수준

### Forecast earnings & Valuation

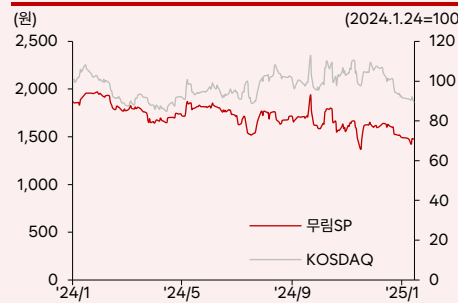
	2021	2022	2023	2024F	2025F
매출액(억원)	1,322	1,535	1,621	1,775	1,674
YoY(%)	5.4	16.1	5.6	9.5	-5.7
영업이익(억원)	61	-72	-73	4	72
OP 마진(%)	4.6	-4.7	-4.5	0.2	4.3
지배주주순이익(억원)	42	-88	-58	61	124
EPS(원)	190	-397	-261	276	562
YoY(%)	138.5	적전	적지	흑전	103.9
PER(배)	16.9	N/A	N/A	5.8	2.6
PSR(배)	0.5	0.4	0.3	0.2	0.2
EV/EBITDA(배)	8.9	N/A	N/A	18.0	2.9
PBR(배)	0.3	0.3	0.2	0.2	0.2
ROE(%)	2.0	-4.2	-2.9	3.0	5.9
배당수익률(%)	0.8	0.6	0.5	0.6	0.7

자료: 한국IR협회의 기업리서치센터

### Company Data

현재주가 (2/7)	1,466원
52주 최고가	1,970원
52주 최저가	1,367원
KOSDAQ (2/7)	742.90p
자본금	111억원
시가총액	325억원
액면가	500원
발행주식수	22백만주
일평균 거래량 (60일)	3만주
일평균 거래액 (60일)	1억원
외국인지분율	0.42%
주요주주	이동욱 외 2 인
	61.41%

### Price & Relative Performance



### Stock Data

주가수익률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	-8.4	-3.9	-25.1
상대주가	-11.4	-3.2	-18.1

### 참고

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

## 기업 개요

### 연혁 및 사업영역

#### 무림SP

#### 특수 인쇄용지 업체

무림SP는 산업용지, 정보용지, 생활용지 등 70여 종에 달하는 각종 고부가가치 특수 인쇄용지를 생산·판매하는 기업이다. 무림SP의 SP는 Special Paper를 뜻한다. 1999년 12월에 코스닥 시장에 등록됐다.

무림SP는 1956년 청구제지공업으로 설립되었다. 1962년 무림제지공업, 1976년 무림제지, 2006년 현재 사명으로 상호 변경이 있었다.

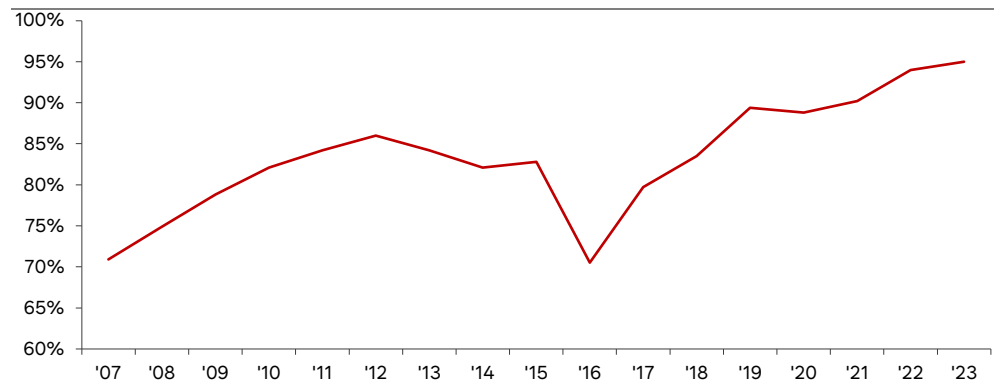
#### 연 8.2만 톤 생산설비 보유

무림SP는 연 8.2만 톤의 인쇄용지 생산설비를 갖추고 있다. 이 중 기타인쇄지가 연 4.5만 톤, CCP지가 3만 톤을 차지한다.

동사는 종이를 생산하는 초지기 2기를 보유하고 있다. 초지기 1호기는 지폭 2,275mm에 분당속도 500m, 최대 평량<sup>1</sup> 400g의 종이 생산이 가능하다. 초지기 2호기는 지폭 1,340mm에 분당속도 400m, 최대평량 200g의 종이 생산이 가능하다.

또한 종이 코팅에 필요한 코터기를 2기 갖고 있다. 그 중 1기는 CCP(Cast Coated Paper)지 생산에 필요한 CCP 코터로 최대 2,240mm의 지폭에 분당속도 80m, 최대평량 400g의 코팅이 가능하다. CCP 코터는 1988년에 도입했으며, 국내 CCP지의 95%<sup>2</sup>를 점유하고 있는 무림SP의 핵심 설비이다. 코터기 1호는 최대 1,300mm의 지폭에 분당속도 320m, 최대평량 400g의 코팅이 가능하다.

무림SP CCP지 국내시장 점유율 추이



자료: 무림SP, 한국IR협회의 기업리서치센터

#### 2024년 3분기 누계 기준

#### 제지 98.6%, 물류 창고업 1.4%

동사는 시장 점유율 1위의 네오 CCP지를 비롯해 인쇄용지에서 특수용지 중심으로 생산 및 판매를 하고 있다. 2024년 3분기 누계 기준으로 매출비중은 제지 98.6%, 물류 창고업 1.4%이다.

<sup>1</sup> 평량: 1m<sup>2</sup>의 무게(단위: g/m<sup>2</sup>), 평량은 종이의 품질과 용도를 결정. 인쇄용지에서 평량이 낮은 종이(60g~100g/m<sup>2</sup>)는 신문지, 복사용지에 쓰이는 반면, 평량이 높은 종이(150~300g/m<sup>2</sup>)는 책 표지, 카탈로그, 포스터 등 내구성이 필요한 용도로 쓰임.

<sup>2</sup> 2023년 기준

## 제지 매출

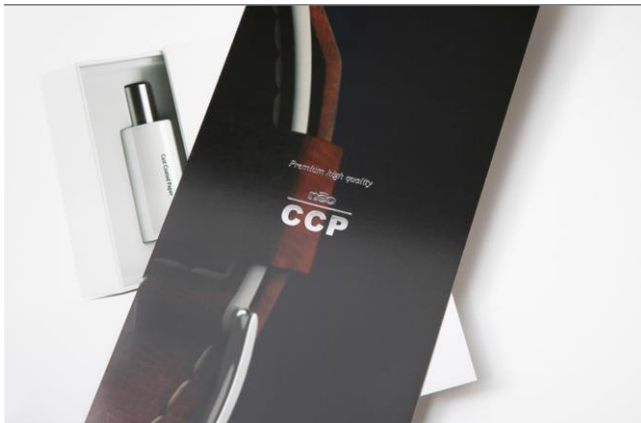
**CCP지 35.5%, 기타 36.7%**

제지 매출액에서 CCP지가 35.5%, 노트용지, 엽서, 통계용지 등에 쓰이는 기타 인쇄지가 36.7%, 백상지 및 아트가 4.6%를 차지한다. 그 외 매출액은 컴퓨터용지, 신문용지 등에 대한 상품 판매 및 원료 매출 등이 차지하고 있다.

특수용지로 분류되는 CCP지는 높은 광택과 평활성을 가진 종이로 고급 화장품, 약품 등의 포장지, 고급 카탈로그, 브로슈어에 쓰인다.

기타 인쇄지에는 대표적으로 친환경 종이(네오포레)가 있다. 친환경 종이는 기존 플라스틱 코팅과 달리 생분해 인증을 받은 수용성 코팅을 거친다. 예를 들어 기존 일회용 종이컵은 종이에 플라스틱 코팅이 더해져 재활용 대신 소각 처리되는데, 친환경 종이를 만든 종이컵은 재활용이 가능하다. 동사의 친환경 종이는 종이컵, 빨대, 완충재, 라벨용 등으로 사용된다. 그 밖에도 버려진 옷을 수거해 면섬유들을 분리, 작은 조각으로 분쇄하여 천연 펄프와 혼합하여 제조되는 자원 순환형 포장용지 TMB지 등이 있다.

### 특수기능지 중 네오CCP지



자료: 무림, 한국IR협회의 기업리서치센터

### 친환경 종이(네오포레)



자료: 무림, 한국IR협회의 기업리서치센터

## 무림SP 제지 사업 영역

네오포레(식품용)	네오포레(생활용)	산업용지	생활용지
<b>네오포레 PACK</b> <ul style="list-style-type: none"> <li>- 사무실/가정용 컵</li> <li>- 매장용/배달용 컵</li> <li>- 식품 소포장용 컵</li> </ul> <b>네오포레 STRAW</b> <ul style="list-style-type: none"> <li>- 일자형/U자형</li> <li>- 가정용/업체용</li> <li>- 음료 부착용 주름 빨대</li> </ul>	<b>네오포레 FLEX</b> <ul style="list-style-type: none"> <li>- 냉동포장 합지용</li> <li>- 파우치 합지용</li> <li>- 생수병 라벨용</li> <li>- 각종 식품 라벨용</li> </ul> <b>네오포레 완충재</b> <ul style="list-style-type: none"> <li>- 택배용 완충재</li> <li>- 쇼핑백용 완충재</li> </ul>	<b>박리지</b> <ul style="list-style-type: none"> <li>- 네오박리지</li> </ul> <b>특수용지</b> <p><b>보드류</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>- 네오CCP      네오TMB</li> <li>- 네오CCP R30    -네오코튼TMB</li> </ul> <p><b>정보용지</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>- 네오지로용지    - 네오상품권지</li> <li>- 네오복권용지    - 네오투표용지</li> <li>- 네오증권용지</li> </ul>	<b>식품용지</b> <ul style="list-style-type: none"> <li>- 네오무형광백상지</li> <li>- 네오클린팩</li> <li>- 네오아이스캔디지</li> <li>- 네오백상아이스콘지</li> </ul> <p><b>팬시용지</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>- 네오판시</li> <li>- 네오갤럭시</li> <li>- 네오드로잉</li> <li>- 네오도화용지</li> </ul>

자료: 무림SP, 한국IR협회의 기업리서치센터

**물류 창고업 1.4%**

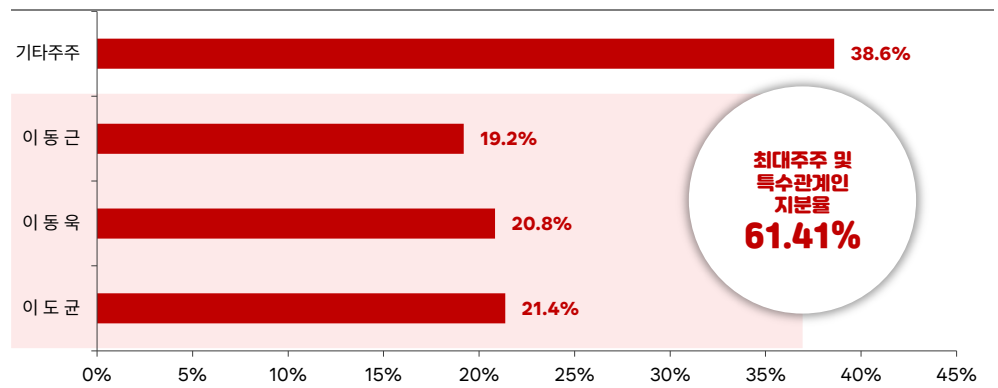
물류 창고업은 2014년에 종속회사로 편입된 무림로지텍(지분율 94.87%)에서 운영되고 있다. 지류 펄프의 보관 및 창고업을 영위하고 있다. 2024년 3분기 누계 기준 매출액 7억 원, 순이익 6억 원을 기록했다.

**2 주주구성**

**최대주주 및 특수관계인 지분율  
61.41%**

최대주주는 이도균 대표이사로, 2024년 3분기말 기준 지분율은 21.37%이다. 이도균 사장은 창업주 이동욱 회장의 장남이다. 무림페이퍼와 무림P&P의 대표이사 겸임하고 있다. 이 외에도 창업주이자 이도균 대표이사의 아버지인 이동욱 회장이 20.84%, 이도균 대표이사의 숙부인 이동근씨가 19.2%를 보유하고 있어 특수관계인으로 분류되고 있다. 최대주주 및 특수관계인 지분율은 61.41%이다.

주요주주구성(2024년 3분기)



자료: 무림SP, 한국IR협의회 기업리서치센터



## 산업 현황

### 1 인쇄용지 산업

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, 자판원지 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.

**비도공지**는 종이 표면에 안료(물 및 대부분의 유기용제에 녹지 않는 분말상의 착색제)를 도포하지 않은 인쇄용지를 말한다. 비도공지는 펄프를 주원료로 충전제, 사이즈제<sup>3</sup> 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·다이러리 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.

**도공지**는 비도공지를 더 하얗고 매끄럽게 만들기 위해 종이에 코팅처리 한 다음, 인쇄적성<sup>4</sup>을 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. 평활도<sup>5</sup>가 높고 흡수성이 좋아 잡지, 포스터, 전단지, 달력 등 대부분의 인쇄물에 다양하게 쓰인다. 경량코트지(LWC)는 백상지 또는 중질지를 원지로 하며, 1m<sup>2</sup>당 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 인쇄용지**는 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.

**박엽지**는 인쇄용지 중 두께가 아주 얇은 종이를 말한다. 사진, 성경, 법전 등에 사용되는 인디아가 있다.

**정보 인쇄용지**는 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.

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

<sup>4</sup> 인쇄적성: Printability, 인쇄하는 데 쓰는 재료들이 갖추어야 하는 성질

<sup>5</sup> 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 충전제를 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.

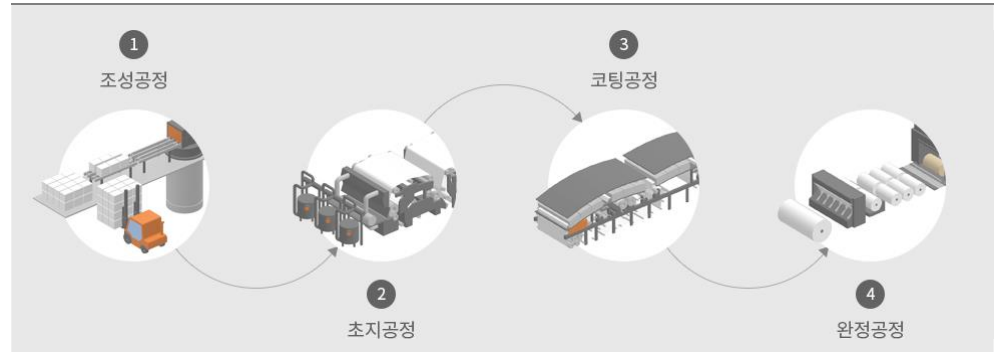
## 3)코팅공정

코팅공정은 종이의 인쇄적성 및 화상 재현성을 향상시키기 위해 종이 표면에 도료를 도포하는 공정이다. 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

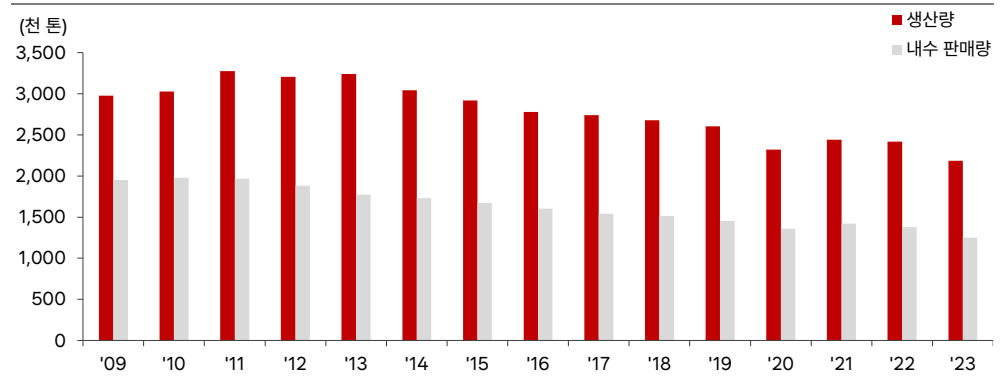


자료: 한국제지, 한국IR협회의 기업리서치센터

## 인쇄용지 시장은 계속 축소

국내 업체들이 생산하는 인쇄용지의 생산량은 감소하고 있다. 국내 인쇄용지 생산량은 2023년 219만 톤으로 2009년 298만 톤 대비 27% 감소했다. 이는 인쇄용지에 대한 수요가 줄어들면서 인쇄용지 업체들의 퇴출 및 구조조정이 이뤄졌기 때문이다. 국내 업체가 생산한 인쇄용지 중 내수 판매량은 2023년 125만 톤으로 2009년 195만 톤 대비 36% 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 2023년에 생산한 219만 톤의 인쇄용지 중 44%인 97만 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

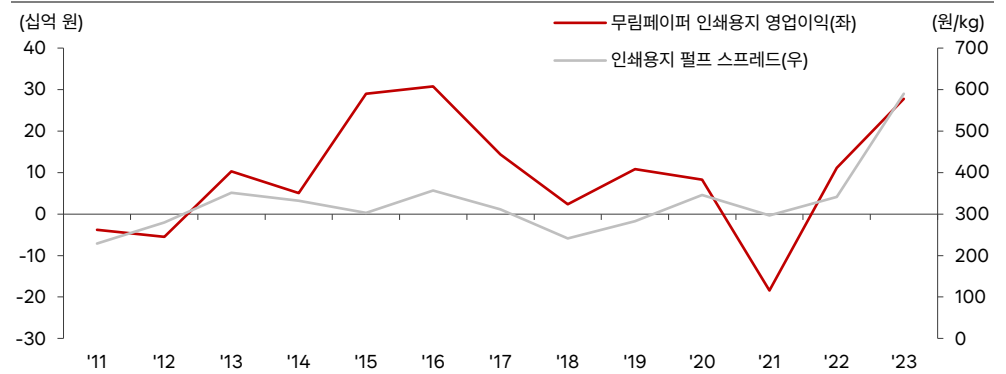
#### 시장지배력이 약함

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(별도 기준)



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

### 부원료 가격 안정으로 원가 개선

인쇄용지 제조 과정에서 코팅은 거친 종이 표면을 매끄럽게 하고 선명한 인쇄품질을 얻기 위한 작업이다. 주요 성분이 펄프로 이루어진 백상지의 표면을 확대해 보면 울퉁불퉁한 거친 모습을 볼 수 있으며, 섬유 사이에 공간들이 존재한다는 것을 확인할 수 있다. 이러한 특징 때문에 백상지에서 선명한 인쇄품질을 구현하기 어렵다.

#### 코팅 방법의 한 종류인 블레이드 코팅



자료: 무림페이퍼, 한국IR협의회 기업리서치센터

#### 코팅액 제조에는 안료, 접착제, 첨가제가 필요

코팅에 쓰이는 코팅액은 안료와 접착제, 첨가제를 혼합하여 제조한다.

안료에는 탄산칼슘이나 백토와 같은 미세 돌가루가 쓰인다. 탄산칼슘은 종이의 불투명도를 향상시키고, 부드러운 질감을 더하며, 종이의 내구성을 높이는 역할을 한다. 백토는 종이를 매끄럽게 하고, 광택을 부여하며, 인쇄할 때 뒷면에 할판 자국이 나지 않도록 도와준다. 이 외에도 활석(Talc)은 종이에 부드러운 질감을 부여하고 잉크의 건조 속도를 조절하는 역할을 하며, 이산화티타늄( $\text{TiO}_2$ )은 광학적 불투명도와 휘도를 증가시켜 종이를 더욱 희고 선명하게 만든다.

접착제는 라텍스나 전분 등이 쓰이며, 첨가제로는 형광염료, 윤활제, 증점제<sup>6</sup> 등이 있다.

코팅액을 구성하는 안료, 접착제, 첨가제의 조성 및 배합비에 따라 최종 제품인 종이의 특성이 결정된다. 코팅지에서 특수지는 방수, 내유성, 보안 기능 등의 추가적인 목적을 위해 더욱 정밀한 코팅 공정을 거친다.

#### 코팅에 쓰이는 부원료 가격이 실적의 주요 변수

무림SP는 특수지 생산 비중이 높은 기업으로, 원가에서 코팅액이 차지하는 비중이 높을 것으로 추정된다. 그럼에도 불구하고 부원료 가격 변동분을 고객에게 전가하는 데 어려움을 겪어왔다.

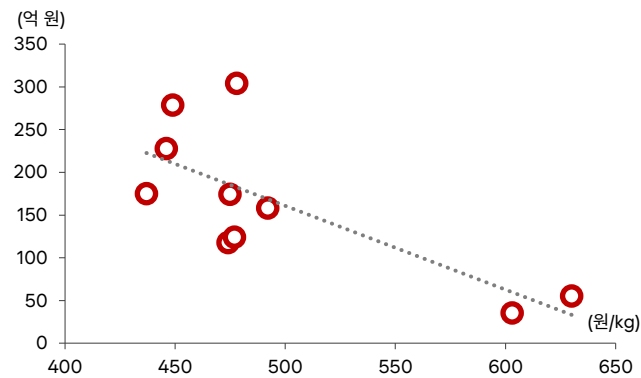
지난 10년(2014년~2023년) 동안 무림SP의 매출총이익과 전분 외(부원료)<sup>7</sup> 구매 단가와와의 상관관계를 분석해본 결과, -0.74의 높은 음의 상관관계가 나타났다. 이는 부원료 가격이 상승할 때, 특수 인쇄용지 가격을 충분히 올리지 못했다는 것을 의미한다. CCP지 시장에서 동사가 압도적인 점유율(2023년 국내 점유율이 95%)을 감안하면 아쉬운 부분이다.

높은 시장 점유율에도 불구하고 무림SP의 가격 결정력이 약한 이유는 시장에 대체제가 존재하기 때문이다. 고객이 CCP지의 가격이 너무 높다고 판단할 경우, CCP지의 높은 광택과 평활성을 포기하고 보다 낮은 사양의 인쇄용지를 선택할 수 있다. 그러므로 무림SP의 부원료 가격이 낮은 환경이 동사에게 유리하다.

<sup>6</sup> 증점제(増粘劑): Thickening agent 액체의 점성을 증가시키는 물질

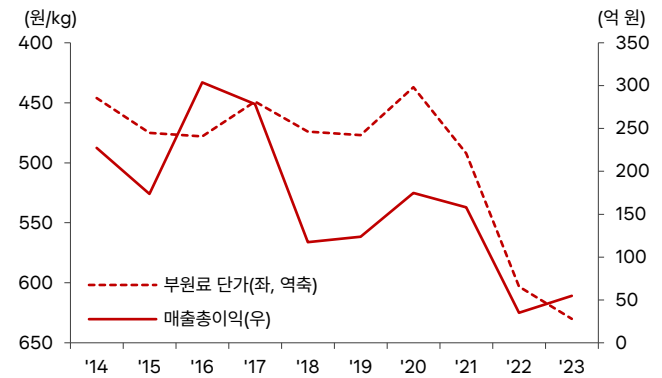
<sup>7</sup> 사업보고서에 기재된 명칭을 그대로 사용

2014년~2023년 무림SP 부원료 단가(X축)와 매출총이익(Y축) 관계



자료: 무림SP, 한국IR협회의 기업리서치센터

2014년~2023년 무림SP 부원료 단가와 매출총이익 추이



자료: 무림SP, 한국IR협회의 기업리서치센터

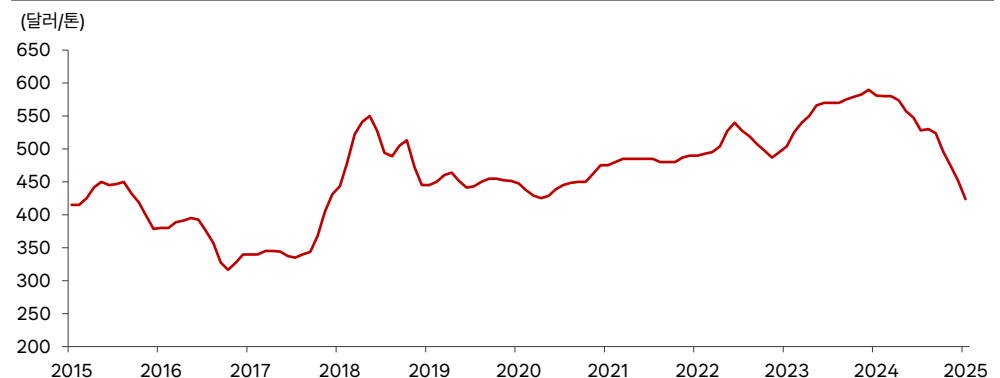
### 전분 가격 급등하던 시기

#### 무림SP 실적 부진

CCP지 코팅액에 접착제 역할을 하는 전분의 가격은 코로나 기간 가격이 급등했다. 태국 타피오카 전분 가격은 2020년 483달러/톤을 저점으로 2021년 483달러/톤, 2022년 507달러/톤, 2023년 560달러/톤까지 상승했다. 무림SP의 사업보고서에 기재되어 있는 전분 외(부원료) 단가도 2020년 43.7만 원/톤에서 2021년 49.2만 원/톤, 2022년 60.3만 원/톤, 2023년 63.0만 원/톤까지 상승했다.

같은 기간 무림SP의 매출총이익은 2020년 175억 원을 고점으로 2021년 158억 원, 2022년 35억 원, 2023년 55억 원을 기록했다. CCP지의 가격을 2020년 톤당 189만 원에서 2021년 톤당 195만 원, 2022년 톤당 206만 원, 2023년 톤당 218만 원까지 인상했지만, 원가 상승분을 충분히 전가하지 못해 이익률은 축소되었다.

### 태국 타피오카 전분 가격 추이



자료: FS, 한국IR협회의 기업리서치센터

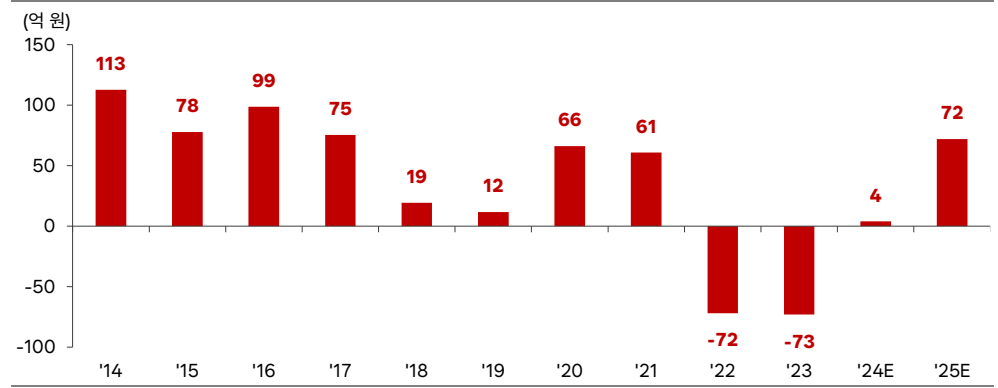
### 2024년부터 전분 가격 하락세로

#### 접어들며 무림SP 실적 개선

태국 타피오카 전분 가격은 2023년 12월 590달러/톤을 고점으로 하락세가 지속되고 있다. 2024년 타피오카 전분 가격은 535달러/톤을 기록해 전년 대비 4.4% 하락했으며, 2025년 1월에는 424달러를 기록해 2024년 평균가격 대비 20.8% 낮은 수치를 기록했다. 전분의 재료가 되는 옥수수, 밀 등의 곡물 가격이 안정세에 있고, 전세계 경제 불확실성이 높아지며 수요가 부진한 점이 가격 하락에 기여하고 있다.

부재료의 가격 상승으로 악화되었던 무림SP의 가격 결정력은 전분 가격 하락으로 확대국면에 접어든 것으로 판단된다. 무림SP의 실적은 2024년부터 턴어라운드가 이미 진행 중이며, 전분 가격이 추가적으로 하락한 2025년에는 추가적인 실적 개선이 진행될 것으로 전망된다.

#### 무림SP 영업이익 추이 및 전망



## 실적 추이 및 전망

### 2024년 실적 전망

#### 2024년 3분기 누계

매출액 1,329억 원(yoy 12%)

영업이익 -0.5억 원(적자 축소)

2024년 3분기 누적 매출액은 1,329억 원(yoy 11.9%), 영업이익은 -0.5억 원(적자축소, +56.5억 원)을 기록하였다. 영업이익률은 -0.04%로 전년 동기 대비 4.8%p 상승하였다.

매출액 증가는 판매량이 견인했다. 2024년 3분기 누계 기준 제품 생산량은 5.8만 톤(yoy 7.1%)을 기록했으며, 이 중에서 CCP지 생산량이 2.1만 톤(yoy 13.1%)으로 증가했다. 단가가 매출액에 미친 영향은 미미했다. 펄프 가격 약세로 일반 인쇄용지 가격이 하락세를 보였으며, CCP지의 내수 단가는 톤당 219만 원으로 전년동기와 동일한 수준을 기록했다.

부원료 단가 하락에 따른 매출총이익 개선이 실적에 긍정적으로 영향을 미쳤다. 2024년 3분기 누계기준 매출총이익은 103억 원, 매출총이익률 7.7%로 전년 동기 매출총이익 37억 원, 매출총이익률 3.1% 대비 큰 폭으로 개선되었다. 원재료에서 전분 외(부원료) 가격은 2024년 3분기 594원/kg을 기록해 전년 동기 649원/kg 대비 8.5% 하락했다.

#### 2024E

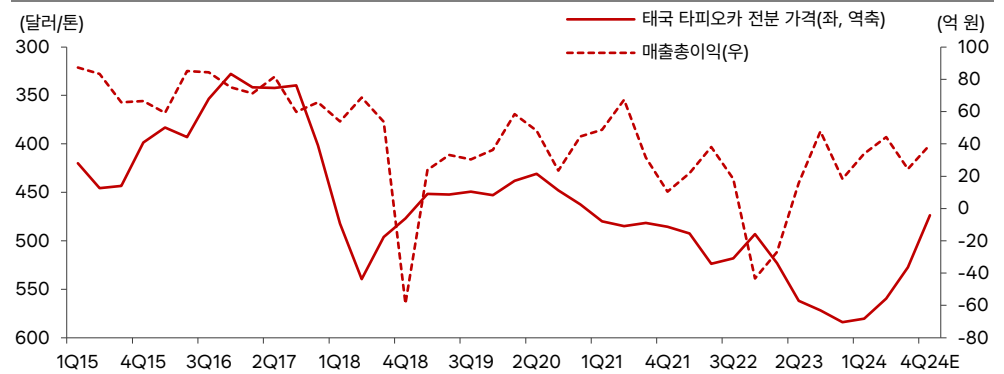
매출액 1,775억 원(yoy 9.5%)

영업이익 4억 원(흑자 전환)

2024년 매출액은 1,775억 원으로 전년 대비 9.5% 증가하고, 영업이익은 4억 원으로 흑자 전환이 기대된다. 영업이익률은 0.2%를 기록할 전망이다. 전분 외(부원료) 가격 하락이 실적 개선에 긍정적으로 기여할 것으로 보인다.

태국 타피오카 전분 가격은 2024년 4분기 톤당 473달러로 지난 아홉 달(2024년 1월~9월) 평균 가격 톤당 555달러 대비 14.8% 하락했다. 2024년 4분기에 영업이익 5억 원을 기록할 것으로 기대되며, 2024년 연간으로 영업이익 흑자 전환이 기대된다.

#### 전분가격과 무림SP 매출총이익



자료: FIS, 무림SP, 한국IR협회의 기업리서치센터

## 무림SP 분기 실적 추이

(단위: 억 원, 만 톤)

구분	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	3Q23 YTD	3Q24 YTD
매출액	372	411	406	433	442	440	447	1,188	1,329
제지	369	408	403	430	439	438	445	1,181	1,322
백상지, 아트지	15	16	18	20	14	21	26	49	61
기타지	167	170	155	171	175	155	156	491	486
CCP 지	135	137	139	143	154	160	155	411	469
상품 및 기타	52	86	92	97	96	103	108	230	306
물류창고업	2	2	2	2	2	2	2	7	7
생산량	1.8	1.7	1.9	1.8	1.9	1.9	2.0	5.4	5.8
백상지, 아트지	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.2	0.2	0.3	0.4
기타지	1.1	1.0	1.1	1.1	1.2	1.0	1.0	3.2	3.2
CCP 지	0.6	0.6	0.6	0.6	0.7	0.7	0.7	1.9	2.1
영업이익	-56	-16	15	-16	-3	13	-10	-57	-1
영업이익률	-15.0%	-4.0%	3.7%	-3.7%	-0.6%	2.9%	-2.3%	-4.8%	0.0%
당기순이익(지배)	-51	0	-2	-6	1	40	13	-52	54
당기순이익률	-13.7%	0.1%	-0.4%	-1.3%	0.3%	9.0%	2.9%	-4.4%	4.0%

자료: 무림SP, 한국IR협의회 기업리서치센터

## 2025년 실적 전망

## 25E

매출액 1,674억 원(yoy -5.7%)

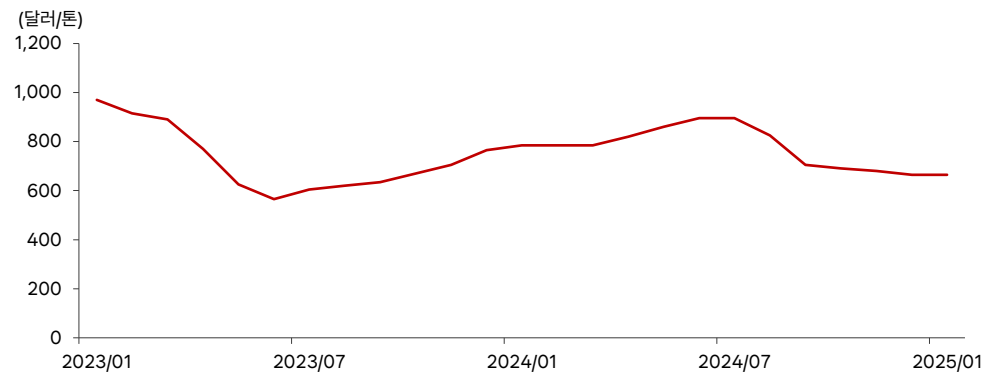
영업이익 72억 원(yoy 1,700%)

2025년 매출액은 1,674억 원으로 전년 대비 5.7% 감소하고, 영업이익은 72억 원으로 전년대비 1700% 증가할 전망이다. 영업이익률은 4.3%로 전년 대비 4.1%p 상승할 전망이다.

주요 원재료인 펄프 가격 하락으로 제품 단가가 하락하며 매출은 감소할 것으로 전망된다. 인쇄용지 제품의 주재료인 펄프 가격은 2024년 7월을 고점으로 하락세에 접어들었다. SBHK(미국 남부 혼합활엽수 펄프 가격) 가격은 2024년 7월 톤당 895달러를 고점으로 2025년 1월 톤당 665달러까지 하락했다.

2025년에는 외형 축소에도 불구하고, 전분 외(부원료)의 투입 가격이 본격적으로 하락하며 영업이익은 큰 폭으로 증가할 것으로 기대된다. 과거 무림SP의 실적을 살펴보면, 타피오카 전분 가격에 실적이 6개월 정도 후행했다. 2015년 1분기부터 2024년 3분기까지 매출총이익과 6개월 전 타피오카 전분 가격과 상관관계는 -0.64를 기록해 높은 음의 상관관계를 띄고 있다. 제품의 선적과 운반 및 원재료의 투입까지 걸리는 시간들 때문에 6개월 정도의 시차가 있는 것으로 해석된다. 2024년 하반기 타피오카 전분 가격은 톤당 500달러로 2024년 상반기 타피오카 전분 가격 톤당 570달러 대비 12.2% 하락했다.

### SBHK 월 가격 추이



자료: 산업통상자원부, 한국R협의회 기업리서치센터

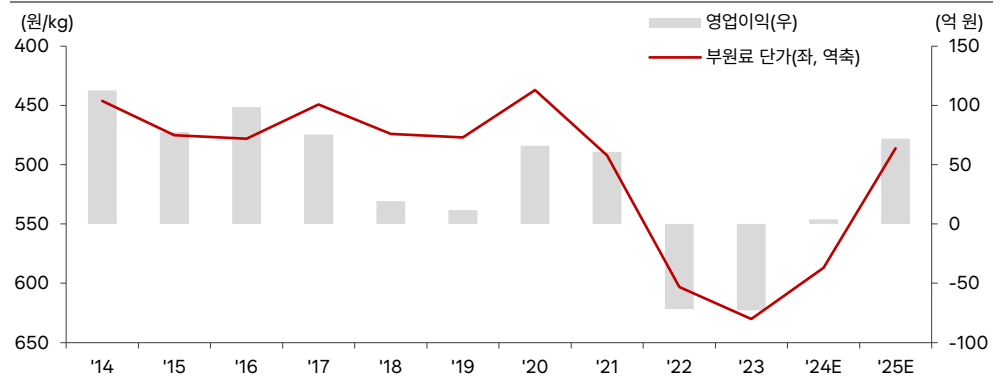
### 무림SP 연간 실적 추이 및 전망

(단위: 억 원, 만 톤)

구분	2020	2021	2022	2023	2024E	2025E
매출액	1,254	1,322	1,535	1,621	1,775	1,674
제지	1,246	1,313	1,525	1,611	1,765	1,665
백상지, 아트지	65	81	70	69	-	-
기타지	550	589	725	662	-	-
CCP 지	477	471	482	554	-	-
상품 및 기타	154	172	248	327	-	-
물류창고업	8	9	10	10	10	10
생산량	7.7	7.9	7.7	7.2	-	-
백상지, 아트지	0.6	0.7	0.5	0.4	-	-
기타지	4.5	4.8	4.9	4.3	-	-
CCP 지	2.6	2.5	2.4	2.5	-	-
영업이익	66	61	-72	-73	4	72
영업이익률	5.3%	4.6%	-4.7%	-4.5%	0.2%	4.3%
당기순이익(지배)	18	42	-88	-58	66	122
당기순이익률	1.4%	3.2%	-5.7%	-3.6%	3.7%	7.3%

자료: 무림SP, 한국R협의회 기업리서치센터

### 무림SP 부원료 단가와 영업이익 추이 및 전망



자료: FIS, 무림SP, 한국R협의회 기업리서치센터



## Valuation

### 1 역사적 PBR Band 하단에서 거래

실적은 2024년부터 개선세에  
들어섰음에도 PBR 하단에서 거래

무림SP 주가는 1년 수익률 -25.1%를 기록하여 동기간 코스닥지수 하락률 8.5% 대비 크게 하락하며 부진한 수익률을 기록하고 있다.

무림SP의 2025년 예상 PBR은 0.2배이다. 2020년 이후 PBR은 0.2배~0.4배 사이에서 움직였다. 최근 5개년간 동사의 평균 PBR은 0.3배로, 현 주가는 동사의 최근 5개년 평균 주가대비 낮은 밸류에이션에 거래되고 있다. 즉, 동사의 현 주가는 PBR Band 하단에 위치해 있다.

동사의 실적은 2023년을 저점으로 회복세에 접어들었다. 2023년 12월을 고점으로 실적의 주요 변수인 부원료 가격이 하락세에 접어 들었으며, 2024년 하반기 하락폭이 더 커졌다. 2024년에는 흑자 전환이 기대되며, 2025년에도 추가적인 실적 개선이 가능할 것으로 전망된다. PBR Band 저점을 벗어날 영업적 환경은 충분히 조성되어 있다.

#### 무림SP 역사적 PBR Band



자료: Quantwise, 한국IR협회의 기업리서치센터

### 2 동종 업체 종목 대비 할인 영역

현재 주가는 2025년 추정실적 대비 PBR 0.2배로 동종업체 무림P&P 및 한솔제지의 PBR 평균 0.3배 대비 낮은 PBR 배수에서 거래되고 있다. 무림P&P 및 한솔제지는 상장되어 있는 인쇄용지 업체 중 컨센서스가 있는 기업이다.

동사의 계열사이기도 한 무림P&P는 펄프 및 인쇄용지 사업을 영위하고 있다. 2024년 3분기 누적 매출 비중은 제지부문 73.1%, 펄프부문 26.9%이다. 펄프-제지 일관화 공장을 2011년부터 운영하여 제지 사업의 경쟁력이 높다. 한솔제지는 인쇄용지, 산업용지, 특수지 등을 제조하고 있다. 한솔제지는 제지사업과 환경플랜트 건설 및 운영 등의 환경 사업을 영위하고 있으며, 매출 비중은 2024년 3분기 누적 기준으로 제지사업부 94.4%, 환경사업부 5.6%이다. 한솔제지는 한솔홀딩스로부터 분할한 2015년부터 2024년까지 매년 영업이익을 기록했다는 점에서 무림SP 대비 실적 안정성이 뛰어나다.

무림SP가 무림P&P, 한솔제지보다 낮은 PBR 배수에서 거래되는 것은 적절해 보인다.

무림SP 동종 업종 밸류에이션

(단위: 원, 십억 원)

기업명	종가	시가총액 (십억 원)	1년 수익률	매출액(십억 원)		영업이익(십억 원)		P/E(배)		P/B(배)	
				'24E	'25E	'24E	'25E	'24E	'25E	'24E	'25E
코스피	2,522	2,066,650	-3.4%	2,817,361	2,977,944	250,816	293,048	10.8	9.2	0.9	0.8
코스닥	743	375,077	-8.5%	82,685	94,597	6,535	10,916	40.2	20.9	2.5	2.3
무림 SP	1,466	32	-25.1%	178	167	0	7	5.3	2.6	0.2	0.2
무림 P&P	2,655	166	-17.7%	829	863	49	45	7.0	7.4	0.3	0.3
무림페이퍼	2,020	84	-12.0%	-	-	-	-	-	-	-	-
한솔제지	8,500	202	-22.7%	2,242	2,341	56	98	6.3	3.2	0.3	0.3
한국제지	827	157	-22.6%	-	-	-	-	-	-	-	-

자료: Quantwise, 한국IR협회의 기업리서치센터

## **리스크 요인**

### **무역 전쟁발 부원료 가격 급등 가능성**

#### 트럼프 취임후 무역 전쟁 심화

2025년 1월 20일 미국의 제47대 대통령으로 취임한 트럼프 대통령은 현지시간 2월 1일 행정명령을 통해 캐나다와 멕시코에 25%, 중국에 10% 관세를 부과하기로 결정했다. 현지시간 2월 3일 앞서 캐나다와 멕시코에 부과하기로 한 관세가 한 달 유예되었다는 발표가 이어졌다. 한편 중국은 일부 미국산 제품에 대해 10~15%의 보복 관세로 맞대응했다. 배기량이 많은 미국산 자동차와 픽업트럭, 농업기계, 원유 등에 10%, 액화천연가스와 석탄에 15%의 관세를 2월 10일부터 적용하겠다고 밝혔다.

#### 미국의 옥수수 시장 영향력은 막강

전분의 원료<sup>8</sup>인 옥수수 시장에서 미국의 영향력은 막강하다.

USDA가 2025년 1월에 펴낸 '전세계 농산물 수급 전망 보고서'에 따르면 2024/25 시장연도(2024년 10월~2025년 9월) 전세계 옥수수 생산량 12.1억 톤 중에서 미국의 생산량은 3.8억 톤으로 전체 생산량의 31%를 차지하고 있으며, 전세계 옥수수 수출량 1.9억 톤 중에서 미국의 수출량은 33%를 점유할 것으로 전망된다.

미국의 옥수수 수출량이 가장 많은 지역은 멕시코로 2021년부터 2023년까지 3년 동안 미국 옥수수 수출의 34.7%를 차지하고 있다.

무림SP에 대한 투자포인트 및 2025년 실적 전망에는 2024년 대비 낮은 전분 가격을 가정하고 있다. 향방을 가늠할 수 없는 무역전쟁 과정에서 전분 가격이 급등한다면 기대보다 실적이 부진할 수 있다.

<sup>8</sup> 옥수수, 감자, 고구마, 타피오카가 전분의 원료로 쓰임

포괄손익계산서

(억원)	2021	2022	2023	2024F	2025F
매출액	1,322	1,535	1,621	1,775	1,674
증가율(%)	5.4	16.1	5.6	9.5	-5.7
매출원가	1,164	1,500	1,566	1,633	1,461
매출원가율(%)	88.0	97.7	96.6	92.0	87.3
매출총이익	158	35	55	142	213
매출이익률(%)	12.0	2.3	3.4	8.0	12.7
판매관리비	97	107	128	138	141
판매비율(%)	7.3	7.0	7.9	7.8	8.4
EBITDA	88	-45	-54	28	104
EBITDA 이익률(%)	6.7	-2.9	-3.3	1.6	6.2
증가율(%)	-6.0	적전	적지	흑전	270.8
영업이익	61	-72	-73	4	72
영업이익률(%)	4.6	-4.7	-4.5	0.2	4.3
증가율(%)	-7.7	적전	적지	흑전	1,700.0
영업외손익	0	-102	-18	-20	-19
금융수익	8	42	29	24	26
금융비용	31	58	53	50	50
기타영업외손익	24	-86	5	5	5
총속/관계기업관련손익	-5	58	14	92	101
세전계속사업이익	56	-116	-77	76	154
증가율(%)	88.1	적전	적지	흑전	103.9
법인세비용	13	-29	-20	15	31
계속사업이익	43	-87	-57	60	123
중단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익	43	-87	-57	60	123
당기순이익률(%)	3.3	-5.7	-3.5	3.4	7.4
증가율(%)	140.9	적전	적지	흑전	103.9
자배주주지분 순이익	42	-88	-58	61	124

현금흐름표

(억원)	2021	2022	2023	2024F	2025F
영업활동으로인한현금흐름	-18	-204	266	93	149
당기순이익	43	-87	-57	60	123
유형자산 상각비	26	26	17	23	30
무형자산 상각비	1	1	1	1	1
외환손익	4	0	0	0	0
운전자본의감소(증가)	-79	-174	338	8	-5
기타	-13	30	-33	1	0
투자활동으로인한현금흐름	15	-73	-35	-135	23
투자자산의 감소(증가)	0	-20	0	-105	69
유형자산의 감소	27	0	0	0	0
유형자산의 증가(CAPEX)	-12	-41	-51	-29	-46
기타	0	-12	16	-1	0
재무활동으로인한현금흐름	50	136	-60	-2	-2
차입금의 증가(감소)	55	142	-55	0	0
사채의증가(감소)	0	0	0	0	0
자본의 증가	0	0	0	0	0
배당금	-6	-6	-3	-2	-2
기타	1	0	-2	0	0
기타현금흐름	-0	0	-1	0	0
현금의증가(감소)	47	-140	171	-44	170
기초현금	375	421	282	453	409
기말현금	421	282	453	409	579

재무상태표

(억원)	2021	2022	2023	2024F	2025F
유동자산	968	985	977	983	1,120
현금성자산	421	282	453	409	579
단기투자자산	0	10	10	11	11
매출채권	195	233	192	210	198
재고자산	327	405	286	313	295
기타유동자산	24	54	36	39	37
비유동자산	2,122	2,143	2,174	2,283	2,229
유형자산	518	447	501	507	523
무형자산	75	75	74	73	72
투자자산	1,027	1,120	1,116	1,221	1,152
기타비유동자산	502	501	483	482	482
자산총계	3,089	3,128	3,151	3,266	3,350
유동부채	594	570	731	762	742
단기차입금	265	348	349	349	349
매입채무	73	68	187	205	193
기타유동부채	256	154	195	208	200
비유동부채	373	478	420	446	429
사채	0	0	0	0	0
장기차입금	50	200	150	150	150
기타비유동부채	323	278	270	296	279
부채총계	967	1,048	1,151	1,208	1,171
자배주주지분	2,107	2,063	1,983	2,041	2,164
자본금	111	111	111	111	111
자본잉여금	387	387	387	387	387
자본조정 등	-18	-18	-18	-18	-18
기타포괄이익누계액	172	189	186	186	186
이익잉여금	1,456	1,395	1,317	1,376	1,498
자본총계	2,123	2,080	1,999	2,058	2,179

주요투자지표

	2021	2022	2023	2024F	2025F
P/E(배)	16.9	N/A	N/A	5.8	2.6
P/B(배)	0.3	0.3	0.2	0.2	0.2
P/S(배)	0.5	0.4	0.3	0.2	0.2
EV/EBITDA(배)	8.9	N/A	N/A	18.0	2.9
배당수익률(%)	0.8	0.6	0.5	0.6	0.7
EPS(원)	190	-397	-261	276	562
BPS(원)	9,520	9,321	8,956	9,222	9,774
SPS(원)	5,972	6,932	7,322	8,018	7,562
DPS(원)	25	15	10	10	10
수익성(%)					
ROE	2.0	-4.2	-2.9	3.0	5.9
ROA	1.4	-2.8	-1.8	1.9	3.7
ROIC	5.2	-9.3	-8.8	1.7	6.5
안정성(%)					
유동비율	162.9	172.7	133.7	128.9	151.0
부채비율	45.5	50.4	57.6	58.7	53.7
순차입금비율	2.7	14.7	4.4	6.4	-1.8
이자보상배율	7.9	-4.7	-2.4	0.1	2.4
활동성(%)					
총자산회전율	0.4	0.5	0.5	0.6	0.5
매출채권회전율	6.7	7.2	7.6	8.8	8.2
재고자산회전율	4.7	4.2	4.7	5.9	5.5

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 투자위험종목'의 단계를 거쳐 이루어지게 됩니다. ※관련근거 시장감시규정 제5조의2, 제5조의3 및 시장감시규정 시행세칙 제3조~제3조의 7

종목명	투자주의종목	투자경고종목	투자위험종목
무림SP	X	X	X

발간 History

발간일	제목
2025.02.11	무림SP-특수 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 중소기업에 대한 무상 보고서로, 투자자들에게 국내 중소기업 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 중소기업 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 증빙자료로 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 '小中한탐방'과 2) 기업보고서 심층해설방송인 '小中한 리포트 가치보기'를 보실 수 있습니다.