

아낌없이 돈 주는 나무

0. Intro

1. 기업분석
2. 투자포인트 1: '역대급' 호황에 목재는 활활 타는 중
3. 투자포인트 2: OSB No.1 인수로 Panel까지 정복 완료!
4. 투자포인트 3: Pulp & Paper, 필연적 수요
5. Issue & Risk
6. Valuation - PER Method
7. Appendix

<Earning Table>

CAD \$ mil.	2016	2017	2018	2019	2020	2021.1Q	2021E		
Sales	4,450	5,134	6,118	4,877	5,850	3,124	14,298		
		yoY(%)	15.4%	19.2%	-20.3%	20.0%	144%		
Cost and expenses	3,968	4,264	5,046	5,036	4,752	1,952	10,218		
Cost of products sold	2,971	3,124	3,617	3,652	3,434	1,385	7,978		
Freight and other distribution costs	629	633	732	713	709	241	961		
Export duties	0	48	202	162	79	49	217		
Amortization	197	210	257	259	272	163	699		
Selling, general and administration	176	217	231	211	247	104	363		
Equity-based compensation	-5	32	7	6	11	9	0		
Restructuring and impairment charges	0	0	0	33	0	0	0		
Operating earnings	482	870	1,072	-159	1,098	1,172	4,080		
		OPM(%)	10.8%	16.9%	17.5%	-3.3%	18.8%	37.5%	28.5%
Finance expense, net	29	31	37	49	37	17	83		
Other	-9	7	37	11	19	-5	0		
Earning before tax	444	846	1,072	-219	1,042	1,160	3,997		
Tax recovery(provision)	118	250	262	-69	266	273	1,079		
Net Income	326	596	810	-150	776	887	2,918		

Rating

Conviction Buy

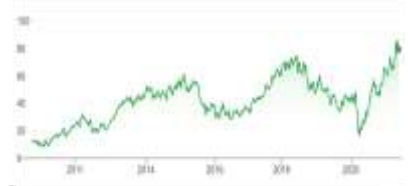
목표주가: 137 USD

현재주가: 78 USD

상승여력: 76%

12M 주가추이

시가총액 9.77 bil. USD



Balance sheet data

순자산 2.47 bil. USD

PBR 2.48배

ROE 30.06%

Earning data

PER 5.6 배

12M EPS 8.86USD

주요 주주

Great Pacific Capital Co. 7.47%

SMIC 3팀

팀장 42기 서주은

팀원 42기 문인우

42기 최재원

43기 김필호

43기 박규형

0. Intro

2021년, 북미와 중국발 역대급 건설 호황이 시작됐다. 각 국가별로 건설 붐은 종종 찾아왔으나 미국, 중국, 캐나다 건설 호황의 교집합은 이전 건설 Cycle과는 차원이 다르다. COVID-19 이후 세 국가 모두 본격적인 경제 회복기에 들어서며 주거용과 인프라 건설 시장의 급성장이 예상되기 때문이다.

올해 4월 바이든 행정부에서 밝힌 신규 주택 관련 인프라 투자액만 해도 약 3천억 달러 (한화 약 335조 4,000억 원)에 달한다. 본 보고서는 이와 같은 글로벌 건설 호황의 최대 수혜 기업이 동사임을 밝히고자 한다.

주택 건설이 견인하는 현 건설 호황에서 Lumber와 Panel은 가장 중요한 자재다. 투자포인트 1에서는 미국, 캐나다, 중국에서의 건설 Big Cycle과 그에 따른 Lumber 가격의 폭발적 상승에 따른 수혜를 북미 Lumber No.1 동사가 온전히 입을 것임을 증명하였다.

투자포인트 2에서는 동사의 Panel 매출이 세계 OSB(Oriented Strand Board) 1등 Norbord 인수로 약 600% 이상 성장할 것을 보였다. OSB는 북미 구조목 생산량의 약 69%를 차지함에도 불구하고, 기존 동사는 OSB를 제외한 Panel만 팔고 있었다. 그러나 동사는 올해 2월 Norbord를 인수하면서 단숨에 OSB 세계 1위로 1년만에 새로 태어났다.

여기에 더해, 미국, 중국발 펄프의 수입 수요가 필연적이며 적어도 올해까지 이와 같은 수요가 견조하게 유지될 것으로 예상됨에 따라 동사의 Pulp & Paper 매출도 증가할 것을 투자포인트 3에서 밝혔다.

건설 대호황을 맞은 지금, Lumber와 Panel로 동사는 유례없는 매출 성장을 보일 것이고, 이는 135%의 주가 상승으로 이어질 것으로 예상된다.

1. 기업 분석

1.1. 기업 개요

세계 최대 목재 기업

동사는 목재 가공 및 판매를 영위하는 회사로 본사는 캐나다의 Quesnel, B.C.에 위치해있다. 1955년에 설립되었으며 이후, 꾸준히 밀을 인수하며 규모를 확대하여 2008년에는 북미 최대 목재 기업에 등극하였다. 1995년에 토론토 증권거래소에 상장하였으며 2008년에는 뉴욕증권거래소에 상장하였다. 최근 행적으로는 2021년 2월 세계 최대 OSB 업체인 Norbord를 인수하였다.

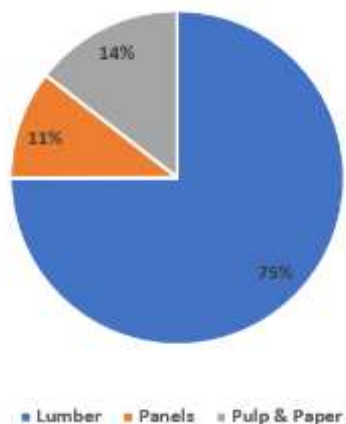
1.2. 사업내용

Lumber 판매가 주요, 미국이 가장 큰 고객

동사는 나무를 벌목한 후 다양한 제품으로 가공하여 판매하는 방식으로 사업을 영위하고 있다. 매출로 이어지는 사업부문으로는 크게 Lumber, Panels, Pulp & Paper로 나뉘며 2020년 매출 기준 각각 75%, 11%, 14%의 비중을 차지한다. 사내 거래를 제외한 매출은 모두 external customer에 의한 것이며 나라별 비중은 미국이 65%로 가장 높다.

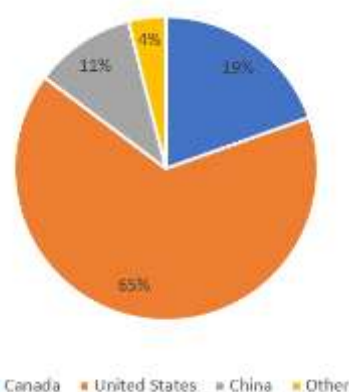
동사는 현재 세계 목재시장에서 압도적인 1위 기업이다. 벌목을 위해서는 정부로부터 해당 지역에 대한 허가가 필요하기 때문에 시장 진입이 거의 불가능하다. 최근에 일어난 Norbord 인수는 동사가 앞으로 다양한 사업부에서 압도적인 위치를 점할 것임을 시사한다.

그림 1-1. 동사 2020년 사업부별 매출 구성



출처: 동사 사업보고서, SMIC 3팀

그림 1-2. 동사 2020년 나라별 매출 구성



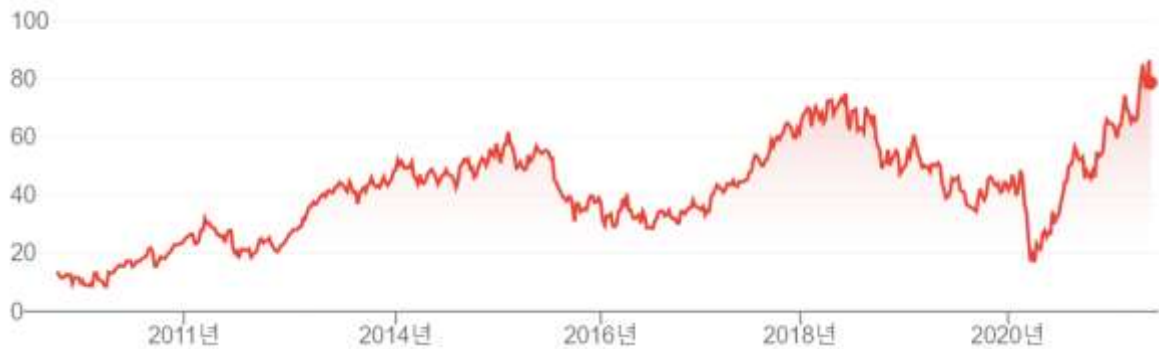
출처: 동사 사업보고서, SMIC 3팀

1.3. 주가분석

주가는 실적과 동행

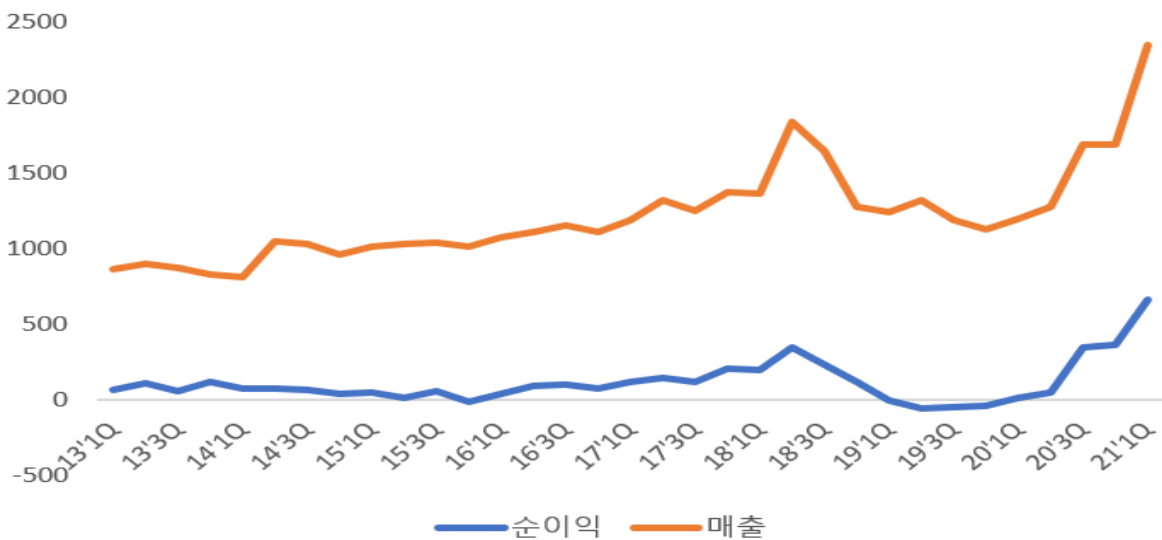
동사의 주가는 실적에 강하게 연동되는 모습을 보여왔다. 2013~14년에는 매출의 성장과 함께 주가도 서서히 상승했다. 2015~16년에는 원가 상승 및 환율 부진으로 인해 영업이익이 급격히 감소해 매출 역시 급락했다. 이후, 현재까지의 주가는 매출 및 영업이익의 추세와 동행하고 있다.

그림 1-3. 동사 주가 추이



출처: Google, NYSE

그림 1-4. 동사 매출, 당기순이익 추이



출처: 동사 사업보고서, SMIC 3팀

2. 투자포인트 1: '역대급' 호황에 목재는 활활 타는 중

2021년, 동사의 매출 비중의 약 90%를 차지하는 미국, 캐나다, 중국 모두 '동시에' 역대급 (주택) 건설 활황 시기가 도래했으며, 이는 아직 활황의 중간 단계에 불과하다. 투자포인트 1에서는 미국, 캐나다, 중국에서의 (주택) 건설 붐과 그에 따른 Lumber 가격의 폭발적 상승에 따른 수혜를 복미 목재 회사 1위인 동사가 온전히 입을 것임을 설명한다.

2.1. 개요

동사의 주요 매출 3개국 모두 건설 대호황 **바야흐로 건설 경기 대호황 시기가 도래했다.** 그것도 동사의 매출 비중의 약 90%를 차지하는 미국, 캐나다, 중국 3개국 모두 동시다발적으로 말이다.

지금까지 2017~2018년 초반의 미국의 건설 붐과 같이 각 국가별로 건설 경기 호황은 종종 발생했으나, 동사의 주요 목재 수요처인 **미국, 캐나다, 중국 모든 국가가 동시에 건설 호황 시기를 공유한 적은 없다시피 하다.** 왜냐하면 이번처럼 3개국 모두가 비슷한 전 국가적 재난(COVID-19) 후 경제 회복 사이클을 공유한 적이 드물기 때문이다. 앞서 기업 분석에서 소개했듯이, 동사의 주요 제품인 Lumber는 주거용 건설부터 산업용 건설에 이르기까지 모든 건설에 필수적으로 사용된다. 따라서 **건설 경기의 역대급 활성화는 필연적으로 동사 Lumber 매출의 기록적인 상승으로 이어진다.**

이에 먼저 [2.2.]에서 동사의 매출 비중 순서대로 **미국, 캐나다, 중국의 건설 경기 현황 및 전망**을 살펴볼 것이다. 그 다음, [2.3.]과 [2.4.]에서 이런 건설 호황 시기에 목재가 주목을 받아야 하는 근거와 목재의 극심한 수급 불균형을 설명할 것이고, [2.5.]에서 **매출 추정을 통해 앞선 논리들을 수치적으로 증명할 것이다.**

2.2. 유례없는 건설 경기

2.2.1 미국 건설 경기 현황

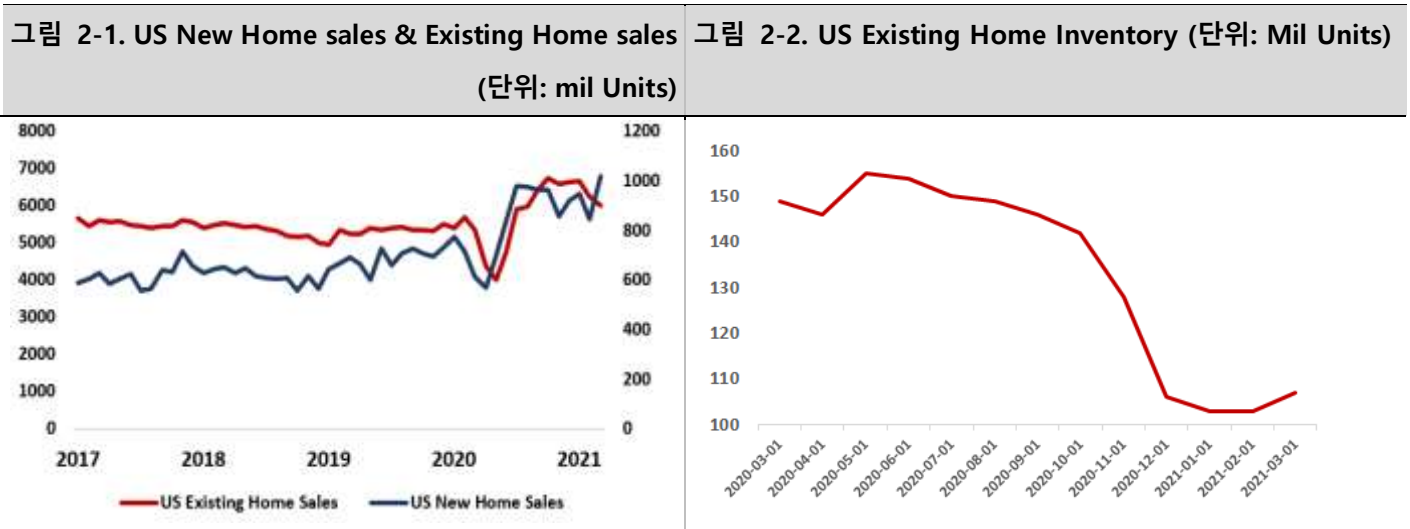
미국 주택 경기는 역대급 **미국의 주택 건설 경기는 역대급 활황 상태이며 전체 건설 경기를 이끌고 있다.** 이를 주택 수요와 공급으로 나누어 살펴보자.

먼저 주택 수요이다. 기본적으로 미국 내 주택 수요는 30 Yr Mortgage Loan Rate과 Housing inventory 두 가지 지표로 살펴볼 수 있다. 당연히 주택 담보 대출 금리가 낮을수록 사람들은 적극적으로 주택을 구매하려 할 것이며, 이에 빈집의 재고가 줄어들 것이기 때문이다.

너무 낮은 금리, 2021년에는 다소 오르지만 여전히 낮다

이와 관련해, 미국의 주택담보대출 금리는 2020년에 사상 처음으로 3% 이하로 하락하였고, 2020년의 주택 담보 대출 규모는 약 3조 4,500억 원으로 역사상 가장 대출이 많은 해 중 하나로 기록되었다. 2021년에는 주택 담보 대출에 대한 수요가 급증하면서 대출 업체들이 금리를 인상했지만, 여전히 30년 주택 담보 대출 금리는 현재 약 2.94%일 뿐이며, 역사상 최저금리 구간에 속해 있다. 이에 주택담보대출 규모 또한 3조 3,000억 원으로, 2021년 또한 역사상 가장 주택 담보 대출이 많은 해 중 하나로 기록되고 있다.

즉, 주택담보대출 금리가 2020년에 이어 2021년에도 역사상 최저점을 기록하면서, 자연스럽게 주택 수요는 최고점을 기록하고 있다. 실제로 그림 [2-1]과 같이 미국 내 주택 실구매는 폭발적으로 증가하였고, 이에 Housing Inventory는 최저점을 기록하고 있는 상황이다.



출처: U.S. Census Bureau, SMIC 3팀

출처: National Association of Realtors', SMIC 3팀

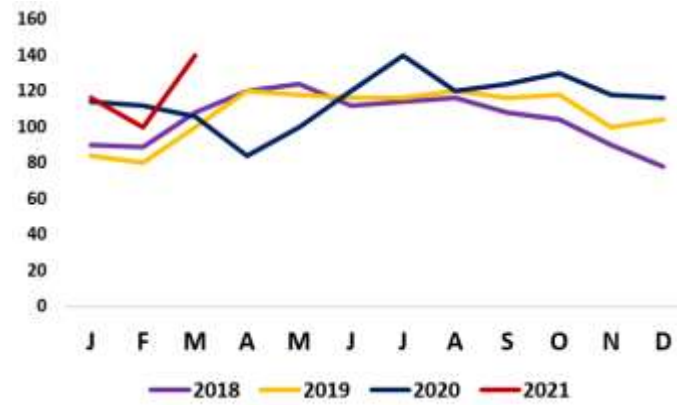
신규 주택 착공(=목재 수요)는 역대 최고치

다음은 주택 공급 측면이다. '2007~8년 때 제기된 주택 공급 과잉 문제와 정반대로, 미국은 2021년 주택 공급 부족의 문제에 시달리고 있다. 2021년 3월 기준 미국의 Existing Home inventory는 107만 호로 역대 최저치이며, 이렇게 기존의 주택 재고가 턱없이 낮은 수치임에도 불구하고 주택 수요는 꾸준하거나 증가하고 있기 때문에 신규 주택 착공 건수는 폭발적으로 증가한다. 특히 그림 [2-3]에서 볼 수 있듯이 2021년 3월의 신규 주택 착공 건수는 본격적인 건설 시즌이 도래하지 않았음에도 역사상 최고치인 173만 9천 가구를 기록하여 전년 동기 대비 37% 증가했는데, 이는 기존 예측보다도 약 10만 가구 더 높은 수치이다. 이러한 현상은 전 지역에 걸쳐 나타나고 있으며, 전기 대비 주택 착공 건수 증가율을 보면 가장 최근 자료인 3월 기준 중서부가 약 122.8%, 북동부는 약 65%, 남부는 13.5% 증가한 것으로 나타났다.

주택 수급 불균형 & 목재 수급 불균형=주택 가격 상승 중

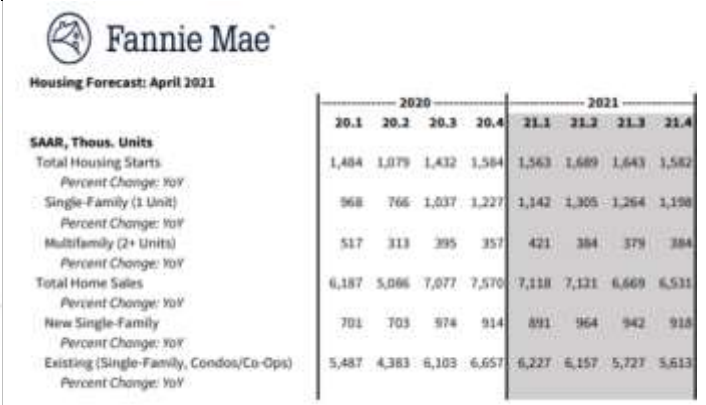
이렇게 주택 공급이 증가하지만 여전히 주택의 초과 수요는 심각하여 미국의 주택 가격은 2021년 3월 기준 전년 대비 17.2% 상승해 역사상 최고치인 32만 9,100달러를 기록했으며, 단독 주택 평균 매매 가격 역시 33만 4,500달러로 18.4% 급등해 사상 최고치를 경신했다.

그림 2-3. US Housing Starts (단위: Mil Starts)



출처: 동사 사업 보고서, SMIC 3팀

그림 2-4. 2021년 예상 주택 착공 건수 분기별



출처: Fannie Mae

금리는 물론 오를 것 이나 여전히 최저 구간!

그렇다면 앞으로의 전망은 어떨까? 미국의 Fannie Mae와 Freddie Mac에 따르면, 인플레이션에 대한 우려로 전반적인 금리에 대한 상승 압력이 있지만, 이를 감안하더라도 30년 주택 담보 대출 금리는 2021년 내내 평균적으로 약 3.2% 정도로 낮게 유지될 것으로 전망된다. 이는 현재에 비해 0.2% 정도 오른 수치이지만, 여전히 역사상 최저점 구간에 해당한다는 점은 변하지 않는다.

주택 착공 예상치 역시 올 3분기까지 긍정적

따라서 여전히 낮은 모기지론 금리에 따른 주택 수요는 3분기까지는 꾸준히 고점을 유지할 것이며, 금리 문제가 아니더라도 미국은 판매 가능한 기존 주택의 재고 자체가 부족한 상황이기 때문에 주택 공급은 2021년 꾸준히 증가할 것이 예상된다. 실제로, 미국 연방 저당권 협회 Fannie Mae는 2021년 미국의 주택 착공 건수는 4분기 내내 높은 수치를 기록할 것이며, 전년도에 비해 약 16% 이상 증가할 것으로 전망했다.

이제야 온전히 수혜 받는 시즌 도래!

또한, 1분기에 미국을 덮친 기록적인 한파로 인해 주택 공급이 원활하게 이루어지지 못하여 폭증하는 주택 수요가 아직 제대로 충족되지 못한 상황이란 사실에 주목해야 한다. 날이 풀리고 미국의 본격적인 건설 시즌인 2~3분기를 거치면서 미국의 건설 경기는 더욱 더 활성화될 것으로 전망된다.

2.2.2. 캐나다 건설 현황 및 전망

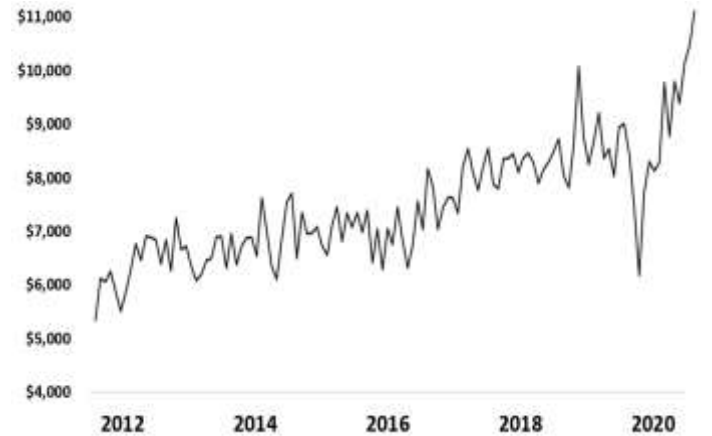
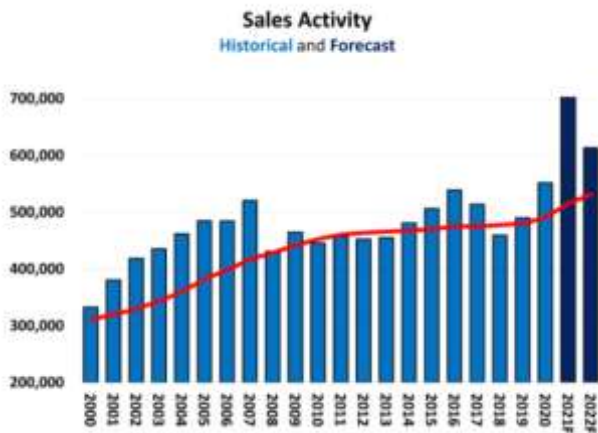
캐나다 역시 건설 경기 초활황!

캐나다 역시, 주택 건설을 중심으로 건설 경기가 초활황 상태이다. 캐나다의 Fixed 5-year Mortgage Rate은 약 2.3% 정도로 최저 구간에 속해있으며, 여기에 COVID-19 시기 소비자들의 수요와 구매력 축적, 그리고 빠르게 증가하는 캐나다로의 국제 이민으로 인해 신규 주택 구매는 사상 최고의 흐름을 보이고 있다.

그림 2-5. Canada Housing Sales (단위: CAD)

(단위: CAD)

그림 2-6. Canada Housing Starts



출처: CREA

출처: Canada Mortgage And Housing Corporation, SMIC 3팀

한파에도 역사상 최고치 기록!

실제로, CREA(캐나다 부동산 협회)에서는 2021년 약 70만 2천 건의 주택 거래가 이루어져 역사상 최고의 주택 건설 시장 호황을 기록할 것으로 예상했으며, 한파가 지속되어 본격적으로 건설 시즌이 도래하지 못했던 1~2월 동안도 캐나다 내 주택 거래량은 전월 대비 7% 증가하는 등 1년 전과 비교하여 약 40% 정도 증가한 추세를 보여준다.

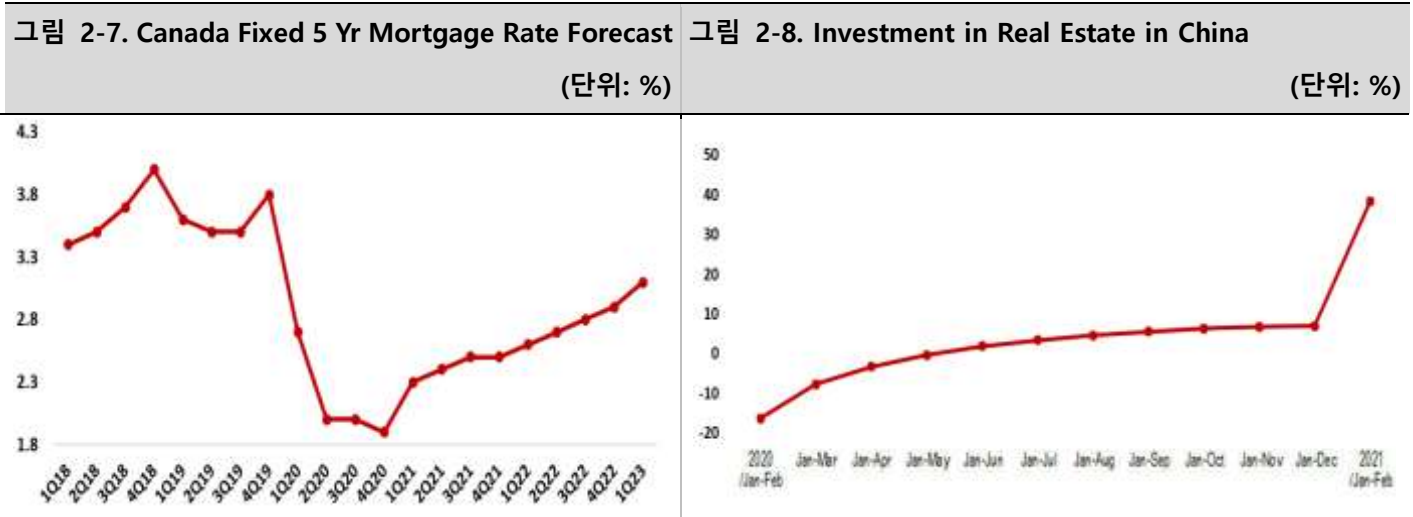
주택 가격 상승은 수급 불균형을 부추김!

이러한 수요에 발맞춰 캐나다 내 주택 공급과 그 선행 지표인 주택 건설 허가 지표 역시 증가하고 있지만, 수급불균형이 워낙 극심하여 2021년 전국 평균 주택 가격은 16.5% 정도 상승할 것으로 전망된다. 이렇게 주택 가격이 오르다 보니 주택 수요자들은 주택 가격이 더 오르기 전에 기존 주택을 선제적으로 구매하려는 경향을 보이게 되고, 이에 주택 수요는 더 폭증하여 캐나다의 전국 Housing Inventory는 약 1.7개월분으로 최저 구간을 기록하고 있다.

2021년 내내 초저금리와 건설 호황은 지속!

주택 건설 경기 초활황 상태는 2021년까지 지속적으로 유지될 것으로 전망되는데, 캐나다의 각 은행들은 5년 만기 모기지론 금리(고정)가 2021년 경제 회복에 따라 조금씩 상승하나 여전히 2.5% 이하로 초저금리 구간을 유지할 것으로 예상하고 있다. 폭증하는

주택 수요는 1분기에 한파 시즌을 거치면서 제대로 충족되지 못했고, 북미의 본격적인 건설 시즌인 2분기와 3분기에 주택 경기는 더욱 활성화될 것으로 전망된다. 실제로 CREA에서는 2021년 캐나다의 모든 주에 있어서 신규 주택 구매 건수가 두 자리 수의 성장률을 기록할 것이며, 이러한 주택 경기 활황은 4분기 후반이 되어서야 진정될 것으로 전망했다.



출처: Bank of Montreal, Scotiabank, etc., SMIC 3팀

출처: National Bureau of Statistics, China, SMIC 3팀

2.2.3. 중국 건설 경기

중국은 정부 주도로 건설 경기 활성화!

중국은 정부 주도로 건설 경기가 활성화되고 있다. 중국 공산당은 창당 100주년인 2021년부터 14차 5개년 계획을 발표하여 대규모 인프라 투자를 실시하며, 국무원 직속 국가발전 개혁 위원회로부터 승인된 중국 지방 정부의 5대 인프라 프로젝트 건설 규모는 약 8,493억 위안(한화 약 145조 원)이다. 특히, 이 중에서 목재(침목)의 사용 비중이 높은 고속 철도 부문의 투자 비중이 굉장히 크다는 점이 주목할 만하다.

또한, 2021년 중국 지방 양회에서는 주거 문제를 해결하기 위해 임대주택 공급 및 중저가 주택 공급을 대규모로 늘리겠다고 결정하였다. 2021년에 발표된 신규 주택 공급 물량만 해도 공개된 자료 기준 약 45만 채 정도이며, 노후화 주택 리모델링 물량 역시 비슷한 정도로 계획되어 있다.

실제로 중국의 부동산 투자액은 2021년 1분기 동안 전년 대비 26% 증가하였으며, 신규 건설 착공 면적 역시 28.2% 증가했다.

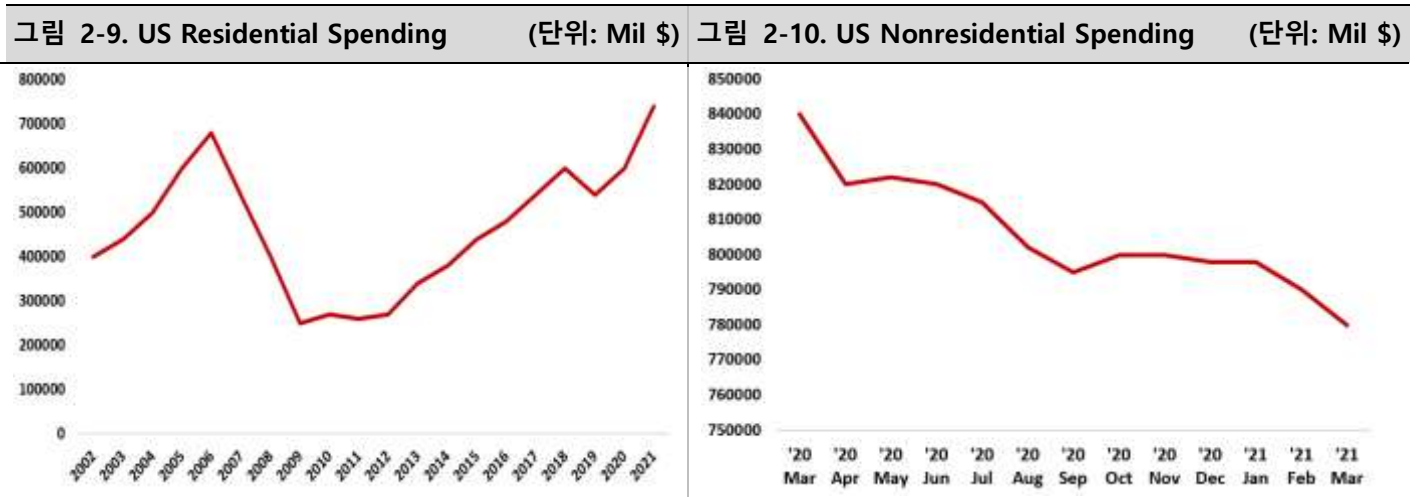
즉, [2.2.]를 바탕으로 COVID-19 사태로 인해 2021년 동사의 주요 고객사인 북미(매출의 약 80%)와 중국(매출의 약 10%)에 있어 모두 동시다발적으로 건설 경기 대 활황 시기가 도래한 것을 알 수 있다. 그렇다면, 이러한 건설 경기 속에서 왜 하필 Lumber가 주목받고 있는가? 그리고 왜 동사가 수혜를 입게 되는가?

2.3. Why Lumber? Why 동사?

2.3.1. Why Lumber?

이번 건설 호황은 주택 건설이 이끄는 중!

앞서 설명한 2021년 북미의 건설 경기 호황은 산업용 건설이 아닌, 바로 주거용 건설이 이끌고 있다. 일례로 아래의 그림 [2-9]과 [2-10]을 보면, 코로나 이후 회복 국면에서 미국의 주거용 건설 투자액은 빠르게 증가하고 있는 반면 비주거용 건설 투자액은 빠르게 감소하고 있다. 실제로, 무디스에서는 2021년 미국 내 비주거용 건축 Put-In-Place의 투자액이 2020년에 비해서도 약 4.6% 감소할 것이라고 전망했다.



출처: U.S. Census Bureau, SMIC 3팀

출처: U.S. Census Bureau, SMIC 3팀

북미 주택=목조 주택
-> Lumber가 최고 수혜!

이렇게 일반 주택 건설이 북미 내 전체 건설 경기를 이끌고 있는 상황에서 가장 주목받고 폭발적으로 수요가 증가할 원자재는 다름 아닌 바로 Lumber일 것이다. 그 이유는, 미국과 캐나다의 주거용 건물은 대부분 주택이며, 주택은 약 90%가 목조 주택(그 중에서도 주로 경량목구조 주택)이기 때문이다.

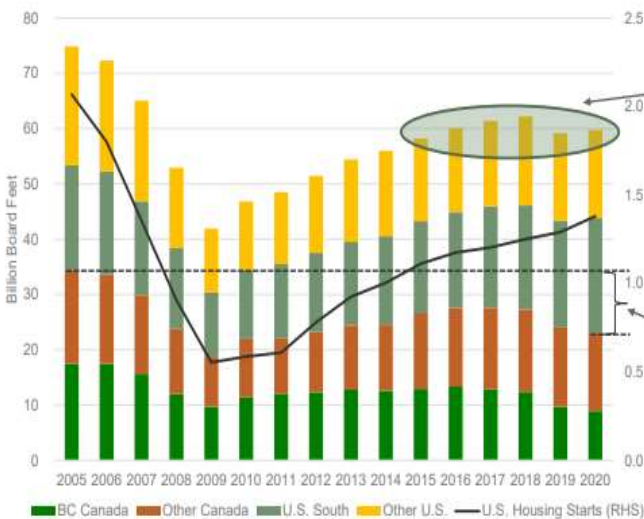
미국과 캐나다는 기본적으로 벌목이 용이한 큰 숲이 굉장히 많다. 따라서 적어도 북미에서 Lumber는 벽돌, 시멘트와 같은 다른 국가에서 쓰이는 주택 건설 재료보다 운송비와 가격 면에서 훨씬 저렴한 건자재이며 조달이 가장 용이한 건자재이다. 또한, 북미인들은 이동성이 굉장히 높은 것으로 알려져 있는데, 생애 중 평균 5회 이사한다는 연구 결과도 있다. 목조 주택은 기타 주택에 비해서 훨씬 건설 시간도 짧고, 설계 가변성 및 응용성도 높다. 또한 앞서 말했듯이 가격 면에서도 저렴하기 때문에 항상 북미에서 대부분의 주택은 목조 주택으로 지어졌고, 앞으로도 그럴 것임은 당연하다는 판단이다.

Lumber는 목조 주택 모든 곳에 다~쓰인다!

Lumber는 목조 주택의 모든 곳-일반 구조목, 방부목, 장선, 스테드, 서까래, 심지어 문과 벽체까지-에 쓰이기 때문에, 그림 [2-11]에서 볼 수 있듯이 신규 주택 수요에 따른 목조 주택의 건설 착공 증가는 그대로 Lumber 수요의 급증으로 이어진다.

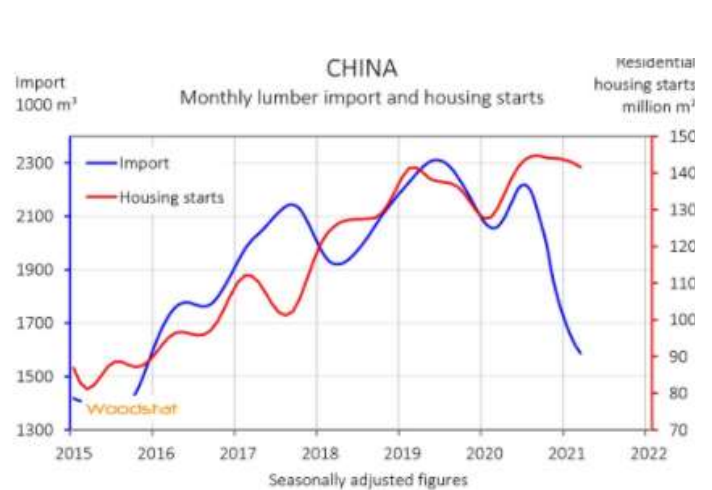
한편 중국은 목조 주택의 비중이 미국과 캐나다에 비해서는 낮지만, 신규 주택에 들어가는 구조목으로서 목재에 대한 수요는 일관되게 유지되어 왔으며, 실제로 그림 [2-12]와 같이 중국 내 신규 주택 착공 건수와 Lumber의 수입은 연동되는 경향을 볼 수 있다. (2021년의 차이에 대해서는 후술할 것으로, 재고 관리 문제에서 비롯된다).

그림 2-11. US Housing Starts와 Lumber Supply



출처: 동사 사업보고서

그림 2-12. China Lumber Import And Housing Starts



출처: China Customs, China Statistical Information Network

리모델링과 산업용으로 Lumber는 많이 쓰임!

이뿐만 아니다. Lumber는 신규 주택 건설뿐만 아니라 주택 리모델링과 산업용으로도 쓰인다. 북미 내 리모델링 시장 규모는 지속적으로 증가하고 있는데, 특히 코로나 시기를 맞이하여 2020년에는 기존 성장률의 약 2.25배인 12.5%의 증가 추세를 보였으며, 북미

각국의 연구 결과에 따르면 2021년에도 높아진 수요가 견조하게 유지될 것으로 예상된다.

대규모 인프라 투자 발표!

산업용으로서 목재는 **산업용 팔레트부터 목조 창고, 교량 건설, 선박 자재, 고속철도용 침목에 이르기까지 도로를 제외한 거의 모든 부문에 사용된다.** 이와 관련하여, 바이든 행정부는 2021년 4월 초 약 **2조 달러 규모의 대규모 인프라 투자 계획**을 발표했다. 이 중에서 **가장 직관적으로 와 닿는 신규 주택 관련 인프라 투자액만 해도 약 3천억 달러에 달하며, 목재가 다수 쓰이는 교량과 노인 복지 건물 건설에도 비슷한 규모의 투자액이 배정되었다.** 또한 상술했듯이, **중국에서도 침목이 다수 쓰이는 고속철도 비중이 굉장히 높은 인프라 투자 계획**을 발표했다.

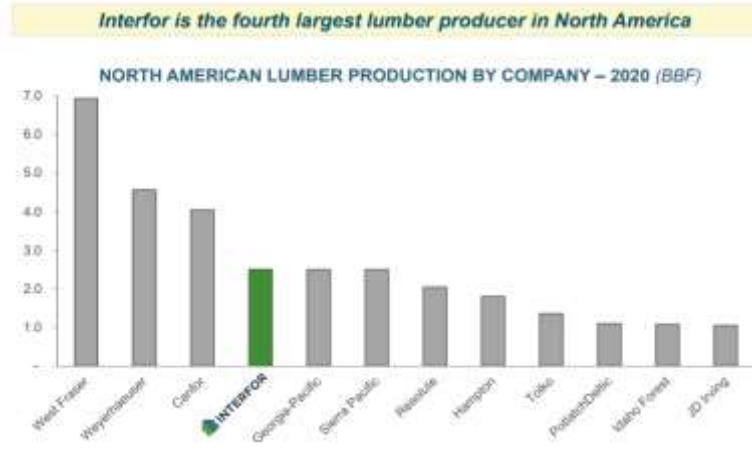
정리하자면, (동사의 매출 80% 이상을 차지하는) 2021년 북미의 건설 경기 초활황은 비주거용 건설이 아닌 일반 주택 건설이 이끌고 있으며, 북미의 주택은 목조 주택이 거의 전부이므로 다른 건자재가 아닌 **Lumber에 대한 수요가 가장 폭발적으로 증가할 것이다.** 여기에 더해, **Lumber는 심지어 산업용과 주택 리모델링 용도로도 다수 쓰이는데, 각국의 대규모 인프라 투자 계획이 최근 발표 및 진행되고 주택 리모델링 시장이 폭발적으로 성장하고 있으므로 주택 건설 이외의 부문에서도 Lumber에 대한 수요는 폭발적으로 증가할 것이다.** 따라서 본 보고서에서는 각국의 건설 경기 호황 속에서 철강이나 기타 원자재가 아닌, **Lumber가 가장 많은 주목을 받아야 할 필요가 있다고 판단한 것이다.**

2.3.2. Why 동사?

동사는 Lumber 1위, 증설까지!

동사는 주택 건설에 필요한, 그리고 산업 건설에 필요한 '모든' **Lumber 생산에 있어서 북미 내 1위 기업**이다. 2020년 기준, 동사는 북미 Lumber 공급 중에서 약 **11%**를 단독 생산했다. 2~3분기에 높아지는 Lumber의 가격을 온전히 받을 Q 측면에서도, 동사는 WeyerHaeuser과 함께 **가동률 상승 여력이 가장 큰 목재 회사**이다. 동사는 미국 남부 Dudley의 Lumber Mill을 증설할 예정이며(이는 올해부터 반영된다), 추가적으로도 **150 mil \$를 미국 남부 지역의 5곳의 Lumber mill에 투자하여 적극적으로 Lumber CAPA 증설을 할 계획**이기 때문이다.

그림 2-13. 동사와 타사의 CAPA 비교



출처: Interfor 사업보고서

기존에 다들 하던
OSB 이제야 시작!
그것도 세계 1위로 바
로 시작!

그리고 가장 중요한 것은 투자포인트 2에서 설명하겠지만, 동사는 주거용 건설이 폭증하
면서 Lumber와 함께 그 수요가 폭발적으로 증가할 **OSB(Oriented Strand Board)** 사업
부문을 이전에는 영위하지 않았지만, 2021년 **세계 1위 OSB 회사 Norbord**를 인수함으로
써 **Panel 부문에서 엄청난 성장성**을 지니게 되었다. 동사의 주된 경쟁사라고 볼 수 있는
WeyerHaeuser의 경우, 기존에도 OSB를 하고 있었기 때문에 **2021년 가장 큰 외연적 및
내연적 성장을 실현시킬 수 있는 기업은 바로 동사**라고 판단하였다.

2.4. Lumber 가격

2.4.1. Lumber 가격 현황

Lumber 가격 폭발
중!

Lumber에 대한 수요가 폭발적으로 증가하다 보니, 당연히도 Lumber의 가격은 폭발적으
로 상승한 상태이다. 그리고 이 폭발적 상승분은 아직 끝나지 않았고, 올해까지만 유지되
어 동사의 '올해' 폭발적인 매출 상승을 이끌 것이라는 것이 본 보고서의 견해이다.

수급 불균형의 시작

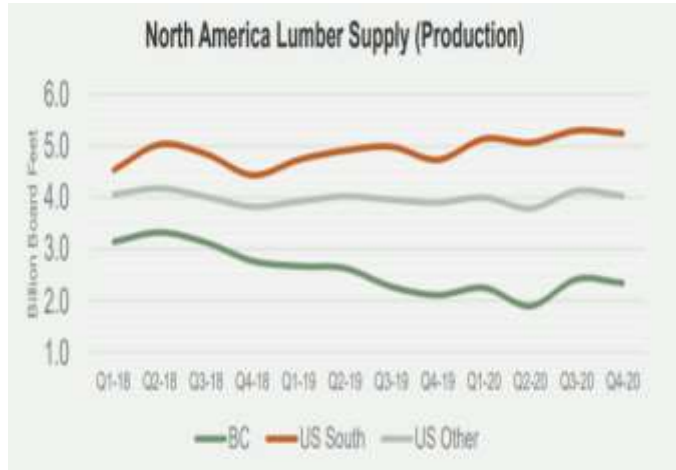
Lumber 수급 불균형의 시작부터 되짚어 보자. COVID-19 직격탄을 맞은 2020년, 북미 내
주요 목재 회사들은 주택 경기의 오랜 침체를 예상하고 생산량을 대폭 감축했으며, 주요
목재 회사들은 코로나 사태 초기에 유동성 확보를 위해 **재고자산을 대거 처분**했다. 일례
로, 또 다른 목재 기업인 WeyerHaeuser의 경우 Lumber, OSB, 그리고 기타 Engineered
Wood Products 등 주요 제품의 **Operating CAPA**를 약 **20% 일괄적으로 줄였다**.

예상 외로 COVID-19 사태 회복이 빠르게 이루어지면서 주요 목재 회사들은 제재소를 다시 가동하고 있지만, 제재소의 재가동은 일반 공장의 재가동과는 전혀 다르기 때문에 운전 조건 합리화와 인력 확보에 많은 시간이 소요된다. 추가하여 재고자산까지 없으므로 주택 경기가 빠르게 회복되는 현재 시기에 Lumber의 수급 불균형이 일어날 수밖에 없는 것이다.

공급은 제한되어 있기에 수요에 따라 움직이는 Lumber 가격!

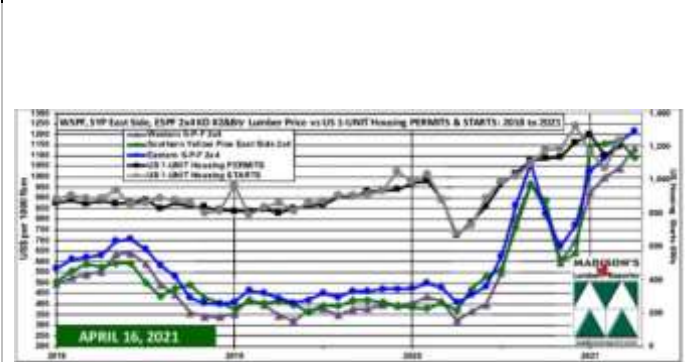
한편, 앞서 그림 [2-11]에서 확인했듯이 북미 내 Lumber 수요는 북미 내 신규 주택 착공과 일정하게 연동된다. 하지만 북미 내 Lumber의 공급은 언제나 제한되어 있는데, 이는 주요 목재 벌목지인 브리티시 컬럼비아의 Log availability가 항상 제한적이기 때문이다. 따라서, 역사적으로 북미 내 Lumber의 공급은 비교적 일정하게 유지되는 한편 각 목재 회사들의 가동률 범위 내에서 움직이는 것을 확인할 수 있다. 따라서, 그림 [2-14]와 같이 Lumber의 가격은 Lumber에 대한 수요(즉, 주로 신규 주택 착공과 주택 리모델링)를 온전히 반영하여 그대로 올라가며, Lumber mill을 가진 목재 회사들은 제한된 CAPA를 가지고 시장에서 가격 결정자로 기능하며, 이 높아진 가격을 그대로 자신의 판매 P에 반영한다. 실제로 동사는 2019년 Q4 영업손익 31 mil. USD 적자를 기록하고 2020년 Q1 영업이익은 13 mil. USD로, 급증한 바 있다. 이는 동기 lumber 영업이익 증가에 기인한다. Lumber 영업이익 증가는 공급자 우위 가격 전가로 해석할 수 있다. 동사 lumber 가동률은 COVID-19 영향으로 전분기에 비해 감소했음에도 분기 평균 lumber 가격이 약 30% 상승함에 따라 동사 역시 lumber 제품 P를 높였기 때문이다.

그림 2-14. N.A. Lumber Supply



출처: 동사 사업보고서

그림 2-15. N.A. Lumber Price



출처: Madison's Lumber Reporter

가격 많이 올랐고, 많이 오르고 있다!

살펴보면, 2021년 1분기에는 미국 내 기록적인 한파로 인해 건설 경기가 완전히 활성화되지 않았음에도 불구하고, Softwood lumber의 가격은 종류 불문 2020년 4분기에 비해 1.6배, 작년 연평균에 비해 1.8배, 작년 1분기에 비해 2.2배씩 올랐으며, 가장 최근 자료를 보더라도 1주마다도 10%씩 증가하는 등 엄청나게 가격이 상승하고 있다. 미국 내 목

재 선물의 가격도 연초에 비해서 5월 기준 2배 이상 상승했으며, 이러한 경향에 힘입어 동사는 **Lumber** 부문 **Shipment**가 1분기에 감소했지만, 전체 **Sales**는 약 **1.8배** 증가했다고 21년 1분기 사업보고서에서 밝혔다.

2.4.2. Lumber 가격, ‘올해만’ 유지된다.

올해 3분기~4분기 초까지는 높은 가격이 유지될 것!

그렇다면 이러한 가격 상승분은 언제까지 유지될 것인가? Lumber의 가격 상승은 ① **Lumber에 대한 수요(즉, 신규 주택 착공과 주택 리모델링)**에 의해 움직이고 ② **Lumber에 대한 수요는 다시 주택 담보 대출 금리와 Housing Inventory**에 의해 주로 결정되며 ③ 그 밖에 확인해야 할 점은 **공급에 있어서의 큰 증가가 있는지**와 ④ **재고자산이 얼마나 남아서 가격 상승분을 희석할 수 있는지** 정도가 될 것이다. 이를 차례대로 살펴보자.

- ① **Lumber에 대한 수요는 북미와 중국 내 신규 주택 착공에 의해 움직인다.** 먼저 북미를 살펴보면, [2.2.]에서 제시한 Fannie Mae의 예상치에서 볼 수 있듯이 2~4분기는 가격이 충분히 올랐다고 생각되는 1분기에 비해서도 신규 주택 착공 건수가 훨씬 많다. 또한, 1분기는 한파로 인해 폭발적인 수요를 감당할 만한 주택 착공이 이루어지지 못했다. 2~3분기에 본격적으로 건설 프로젝트가 진행되면 북미 내 신규 주택 착공, 즉 **Lumber에 대한 수요는 2~3분기에 1분기 대비 증가할 것임을** 알 수 있다.

상술했듯이, 중국에서의 신규 주택 착공 건수는 확정되어 있지만 그림 [2-12]에서 보듯 2021년 초의 경우 신규 주택 착공 건수에 비해 **Lumber의 수입량은 터무니없이 낮기 때문에 재고관리의 측면으로 접근해야** 한다. 중국은 2020년 1분기에서 3분기에 걸쳐서 수입된 Lumber의 재고가 건설 경기 침체로 제대로 활용되지 못하여 높은 정도로 쌓여 있었다. 따라서 중국은 재고가 많이 쌓여 있는데 굳이 2020년 4분기와 2021년 1분기에 **Lumber를 추가적으로 수입할 이유가 없었던** 것이다.

그림 2-16. China Lumber Inventory In Taicang Port (단위: thousand cubic meter)



출처: Forest Economic Advisors

하지만 그림 [2-15]를 보면, 중국의 Lumber 재고는 2021년 초반에 다시 평년 수준으로, 아니 오히려 그 이하 수준으로 떨어졌다. 이는 앞서 말했듯이 중국의 건설 경기가 2020년 4분기부터 빠르게 회복되어 산업용 또는 주거용 건설 Lumber의 수요가 급증했기 때문이다. 따라서 재고가 바닥난 지금부터는, 중국의 북미산 Lumber 수입이 다시 급증할 것으로 예상할 수 있다.

② 북미 내 주택 담보 대출 금리에 대한 설명은 [2.2.]에서 나와 있듯이 2020년 수준은 아니나, 2021년 내내 저금리 상태를 유지할 것이다. Housing Inventory는 신규로 주택이 빠르게 건설되어야 해소가 될 것이나, 목조 주택이라 하더라도 건설 완료까지 1년의 시간이 소요될 것이므로 적어도 올해 4분기까지는 해소가 되지 않을 것으로 보인다.

③, ④ Lumber의 공급 증가는 타 Peer Group들을 조사해 보니 올해 내로 증설되는 Lumber mill의 규모는 없거나 미미하다시피 했다. 즉, Lumber의 공급 증가는 가동률 범위 내에서만 움직일 것이다. 재고 자산의 경우 모든 목재 회사의 2020년 4분기~2021년 1분기 Production과 Shipment를 비교해본 결과 재고 자산이 거의 남아 있지 않으며 생산하는 양의 거의 모든 부분을 그대로 출하하는 것으로 나타났다.

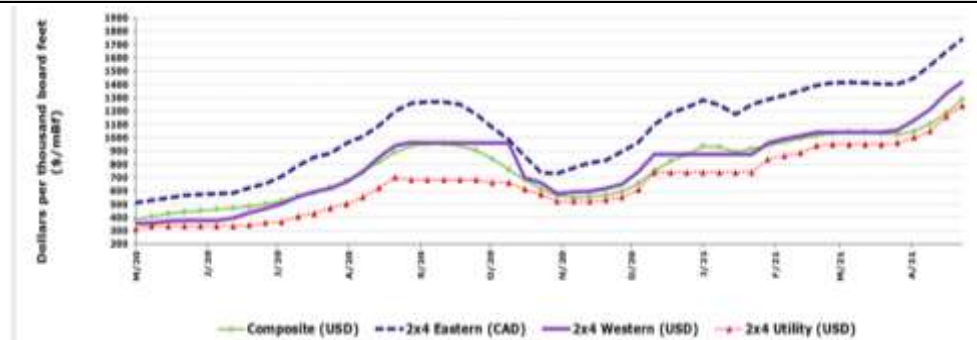
즉, ①~④를 종합해보면, Lumber 가격은 1분기에 비해 오히려 2~3분기 때 오를 것이나, 오른 상태로 상승과 하락을 반복할 것이며, 4분기 후반에는 건설 시즌이 끝나가고 수급 불균형과 금리가 어느 정도 변화할 것이기 때문에 Lumber의 가격이 다소 하락할 것으로 예상된다. 실제로, 각종 예상치에 따르면 Lumber의 가격은 올해 3분기가 끝나고 안정화되기 시작할 것이나 신규 주택 착공 이외의 홈 리모델링 수요 등이 꾸준히 이어져 그래도 2020년보다는 높은 수준을 유지할 것이라는 예측이 대부분이다.

2.5. Lumber 부문 매출 추정

① 동사의 Lumber 부문은 크게 SPF와 SYP로 나뉘며, SPF는 SPF #2 & Better 2x4, SPF #3 Utility 2x4를, SYP는 SYP #2 West 2x4를 판매하고 있다. 근데 일반적으로 모든 lumber의 가격은 종류와 상관없이 같은 추세로 움직인다. 단순히 추세뿐만 아니라, 증감 역시 거의 같은 변화를 보인다.

동사의 Lumber 부문 제품 Mix는 변하지 않고, 동사의 P가 시장 전체의 Benchmark Price를 그대로 따라간다는 점을 고려했을 때, 2~4분기의 P 또는 Q의 상승이 있다면 분기별 상승율을 그 이전 분기의 P*Q에 적용하여 계산하였다.

그림 2-17. Softwood Lumber Prices History



출처: Government Of Canada

② P 추정 논리: 지속되는 저금리와 수급 불균형으로 인해 Lumber 가격도 3분기까지 이전에 비해 높은 가격을 유지할 것이다. 실제로, 4월 23일 Lumber의 평균 Benchmark 가격은 3월 23일에 비해 약 16% 정도 올랐다. 건설 경기가 더 활성화되면서 5~9월까지의 추가적인 가격 상승이 있을 것으로 기대되지만, 가격의 오르내림을 고려하여 4월 가격이 3분기까지 유지된다고 판단하였다.

즉, 건설 시즌과 수급 불균형이 확실하게 해결되지 않을 2분기와 3분기는 동일한 예상 가격을 적용하였고, 4분기는 수급 불균형이 어느 정도 해소된다는 점과 금리 인상 이슈, 그리고 계절적 요인을 모두 고려하여 1분기의 가격을 적용하였다. 가장 부정적인 전망조차 4분기 Lumber 가격을 2020년 수준보다 높게 예상하기 때문이다. 그렇다면 1분기 대비 2~3분기의 동사 Lumber 가격 증가율은 약 16.7% 정도가 될 것이다.

③ Q 추정 논리: Lumber의 경우 동사의 다수 연도 사업보고서를 참고한 결과 생산한 만큼을 거의 항상 출하해서 판매한다는 사실을 확인할 수 있었다. 가동률의 경우, 동사는 1분기 사업보고서에서 올해 남은 기간 동안 넘치는 수요를 감당하기 위해 최대한의 Lumber CAPA를 가동하겠다고 밝혔다. 실제로 건설 경기가 좋았지만 2021년만큼은 아니었던 2017~2018년에 이미 동사는 Lumber CAPA 가동률을 약 9n% 로 가동한 바 있다.

동사의 1분기 Lumber 부문 추정 가동률은 약 90.5%였다. 그러므로 본격적인 건설 시즌인 2~3분기에는 Lumber 부문 가동률을 96%로 동일하게 가정하였고, 4분기는 계절적 요인을 감안하여 가동률을 1분기와 같게 적용하였다. 2~3분기의 가동률 96%은 동사의 Lumber mill 노후 장비 교체를 고려하여 산출하였으며, 3~4분기에는 6월에 완료되어 바로 가동을 시작하는 Dudley 공장의 추가 Lumber CAPA 100MMfbm을 절반씩 나누어서 추가적으로 적용해주었다. 즉, 1분기에서 2~3분기까지의 동사의 Q 증가분은 각각 5.79%, 5.96%가 될 것이다.

④ 이미 1분기 사업보고서를 통해 발표된 동사의 2021년 1분기 Lumber 부문 매출은 1,733mil CAD이다. 위의 논리를 적용하여 계산한 동사의 각 분기 부문 매출은 아래와 같다. **2021년 동사의 Lumber 예상 매출은 7,854mil CAD로, 이는 전년도 대비 1.74배이다.**

그림 2-18. 동사 Lumber 부문 예상 Sales

(단위: mil CAD)

	21'1Q	21'2Q	21'3Q	21'4Q	2021E
Sales	1,733	2,137	2,201	1,783	7,854

출처: SMIC 3팀

3. 투자포인트 2: OSB No.1 인수로 Panel까지 정복 완료!

투자포인트 1에서 전술하였듯이 세계적인 건설 대호황이 온다. Lumber와 동시에 Panel은 건설에 필수적인 소재다. 투자포인트 2에서는 동사의 Panel 사업 매출 역시 세계 OSB 1등 Norbord 인수로 약 600% 성장할 것을 보이고자 한다.

3.1. Why Panel?

건설 필수재,
Panel

Wood-based Panel은 건설의 필수 자재 중 하나로, 목재 기반 재료에 접착제를 더해 만든 평평한 혹은 구부러진 시트를 말한다. 지붕과 바닥, 벽, 문, 계단 등 높은 구조적 내구성을 요하는 **건설 산업의 모든 제품 자재**로 쓰인다. Panel은 목재를 원료로 삼기 때문에 1)전단 강도가 높으며 2)시공 작업도 간편할 뿐더러 3)나사에 대한 강한 지탱력을 갖고 있고 4)가격이 저렴하다는 장점을 지닌다.

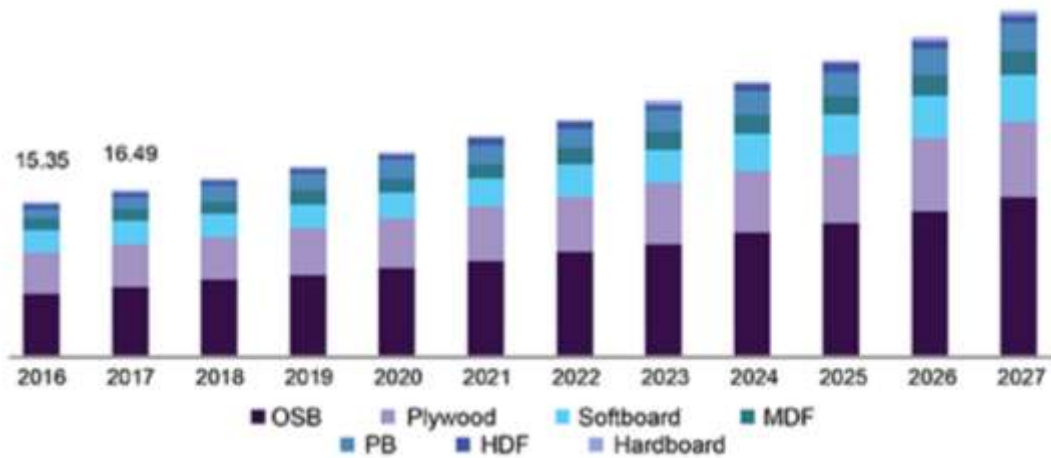
OSB, Plywood,
MDF, LVL, 등

Panel 유형으로 **OSB(Oriented Strand Board), Plywood, MDF(Medium Density**

Fiberboard)/HDF(High Density Fiberboard), LVL(Laminated Veneer Lumber), Softboard, Particleboard 등이 있으며 동사가 영위하는 Panel에 대해 간단하게 설명해보겠다.

그림 3-1. 미국 Wood-based Panel Market Size, by product, 2016-2027

(단위: USD Billion)



출처: Grandviewresearch

1) MDF(Medium Density Fiberboard)

중밀도 목재 합판으로, 나무를 곱게 갈아 만든 톱밥을 접착제와 섞어 압착한 제품이다. 다양한 크기로 저렴한 제작과 판매가 가능하며 주거, 상업용 신축 공사에 엠보싱이나 가구 패널로 사용된다. 다만 접착제에서 유해성분인 포름알데히드가 방출되며 Panel 중 가장 내구성이 약하다.

2) LVL(Laminated Veneer Lumber)

평판적층재로, 얇은 목재를 접착제로 붙여 만든 제품을 뜻한다. 보통 평행한 방향으로 접층하여 방향성이 좋고 강한 소재로 제조되기 때문에 일반 Panel보다 높은 강도를 가지며 기둥, 보, 서까래 등 건축 구조물 소재로 적합하다.

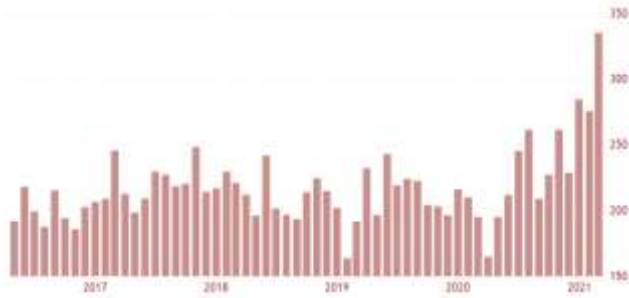
3) Plywood

베니어합판으로 불리는 Plywood는 원목 시트를 서로 엇갈리게 여러 겹 붙여 만든 합판을 뜻한다. 건축 구조물, 내장, 가구, 수출용 포장박스 등에 사용될 수 있으며 주택 시장 및 수리, 리모델링 시장을 전방으로 둔다.

동사의 Plywood 판매는 주로 캐나다에서 이뤄지는데, 캐나다의 주택, 수리 및 리모델링 시장의 급격한 성장으로 2021년 동사의 Plywood 매출 성장 역시 기대된다.

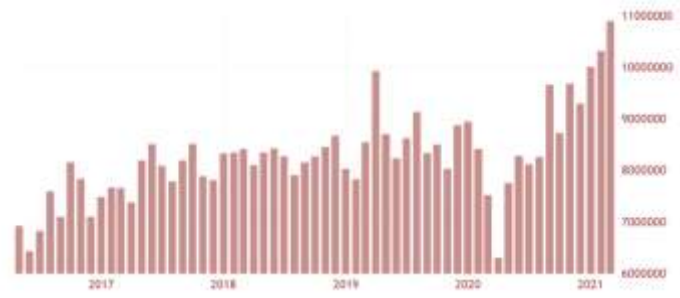
캐나다 전방 수요
증가로 Plywood
매출 증가 예상

그림 3-2. 캐나다 주택 착공 건수 (단위: 1,000 호)



출처: Canada Mortgage and Housing Corporation

그림 3-3. 캐나다 건축 허가 (단위: 1,000 CAD)



출처: Canada Mortgage and Housing Corporation

4) OSB(Oriented Strand Board)

신 주택 건설은 북미 OSB 소비 58% 차지

배향성보드로 불리는 OSB는 배향한 층을 서로 직교하여 열압 성형한 보드를 뜻한다. 기존 Panel에 비해 강하고 내구성이 좋다. 신 주택 건설은 북미 OSB 시장의 가장 큰 전방으로 2020년 기준 OSB 소비의 약 58%를 차지했다.

OSB는 북미 구조목 생산량 69% 차지

OSB는 2019년 기준 북미 구조목 생산량의 약 69%를 차지함에도 불구하고, 기존 동사는 OSB를 제외한 Panel만 팔고 있었다. 그러나 전 세계 최대 OSB 회사인 Norbord 인수로 동사는 Panel 시장마저 집어삼킬 준비를 마쳤다.

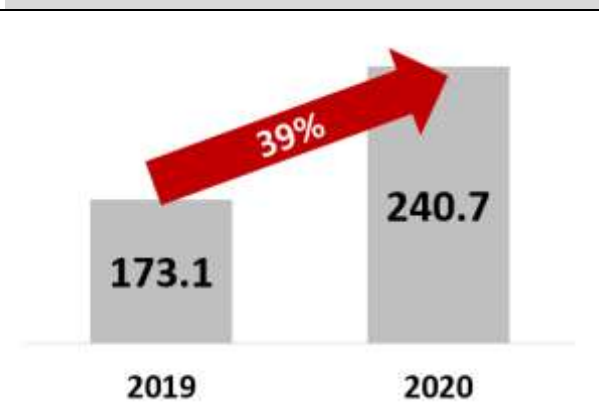
3.2. OSB, 이륙 준비 완료

3.2.1. OSB 글로벌 1위! Norbord

글로벌 OSB 1위 Norbord 인수

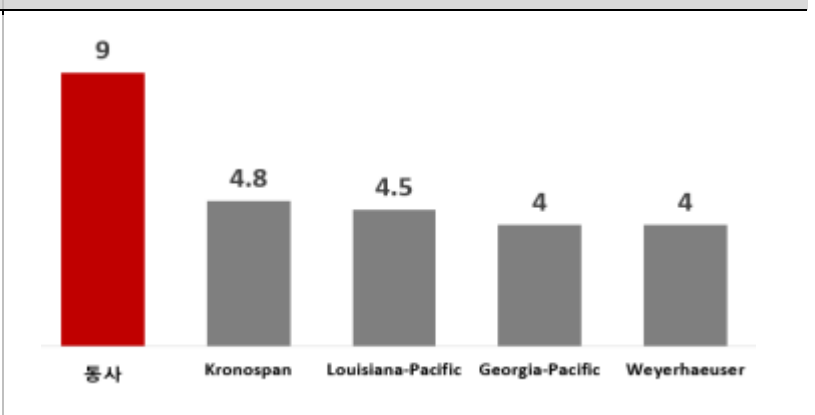
동사가 인수한 Norbord는 OSB와 MDF와 PB를 생산하는 캐나다 기업으로, 주력 생산하는 OSB 분야에서 글로벌 점유율 1위를 유지했다. COVID-19 상황에서도 전년 대비 39%의 매출 성장을 이뤄낸 바 있다. Norbord는 대부분의 OSB를 미국 및 캐나다에 위치한 공장을 통해 현지 생산, 판매 중이다. 또한, OSB는 Plywood보다 저렴하고 전단 강도가 높아 유럽에서 인기를 얻고 있는데, Norbord는 영국과 벨기에 공장을 거점으로 삼고 유럽 시장을 공략하고 있다. 특히, 영국에서 최초로 Zero-added Formaldehyde 제품을 선보여 영국 내 최대 OSB 업체로 올라서는 등 유럽에서의 지위를 확장 중이다. 이와 같은 Norbord의 잠재력은 2021년 동사의 전망을 더욱 밝게 만들고 있다.

그림 3-4. 19-20 YoY 매출 변화 (단위: 만 USD)



출처: 동사, Norbord 사업보고서, SMIC 3팀

그림 3-5. OSB 글로벌 Top 5 CAPAcity (단위: Bsf-3/8")



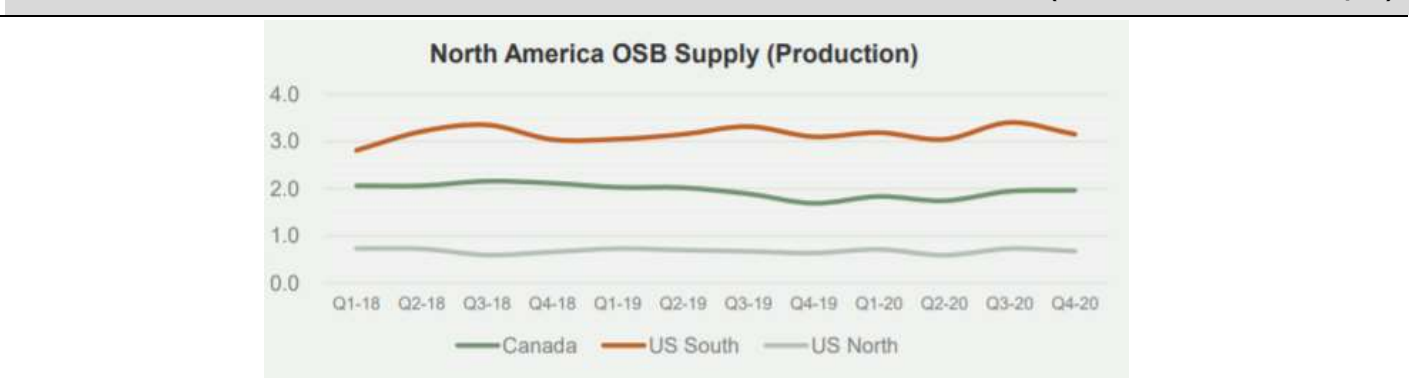
출처: Norbord 사업보고서, SMIC 3팀

3.2.2. OSB의 역사적 성공 초입에서

주택 건설 호황으로 수요는 초과, 공급은 제한적

투자포인트 1에서 언급했듯이, 주택 건설은 유례 없는 호황을 겪고 있다. 동사의 최대 매출처인 북미 전방 시장의 수혜를 오롯이 받을 수 있는 OSB는 그 수요가 폭발적으로 증가할 것이라 전망한다. 한편, OSB의 공급은 제한되어 있는 상황이다. 실제로 동사의 북미향 공급량은 일정한 범위 내 수준을 오르내리며 유지되어 왔다. OSB 생산 시설을 증축하고 시제품을 만들기까지 약 3년이라는 시간이 소요되고, 큰 자본이 필요하다는 점에서 OSB 공급은 수요 증가분을 만족시키지 못할 것이라는 판단이다.

그림 3-6. 동사 OSB 공급 추이 (단위: 십억 제곱 피트 3/8")



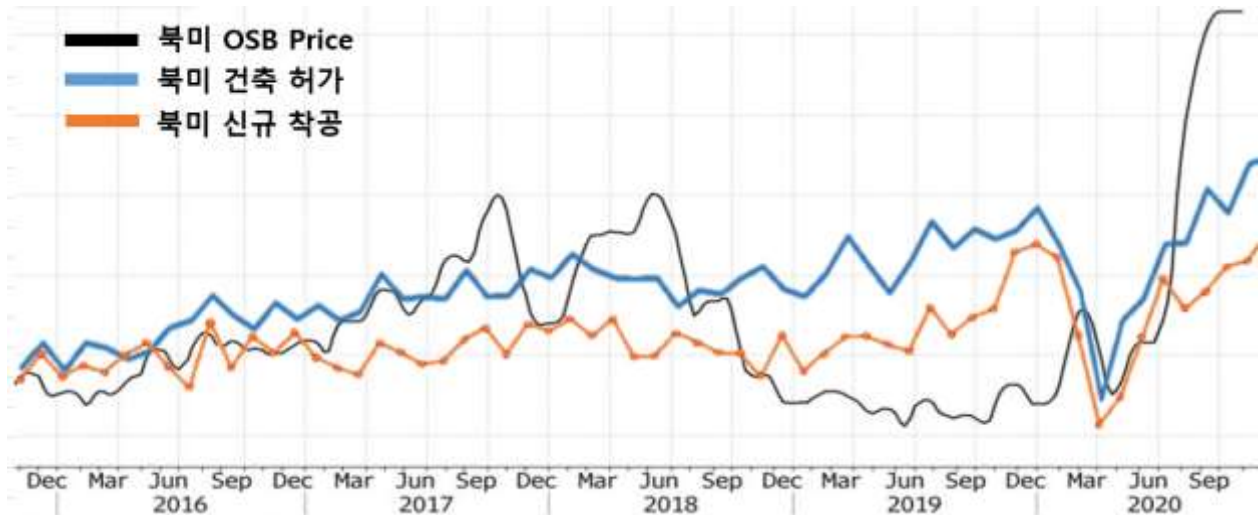
출처: 동사 사업보고서

OSB 가격 역사적 상승 초입! 수혜는 동사가

이에 따라 OSB의 가격은 역사적인 상승의 초입에 들어섰다. 앞서 언급했듯이 건설 경기 호황에 따라 OSB 수요는 증가할 것이고, 이와 별개로 OSB 공급은 제한적이므로 가격은 자연스럽게 상승할 것으로 판단한다. 실제로 북미 지역에서 건설 경기가 활기를 보일 때마

다 OSB 가격은 그 추세와 동행했다. 2021년은 북미 지역 주택 시장이 유례 없는 호황을 누릴 것이므로 OSB 가격 역시 동반 상승할 여력이 충분하고, 그 수혜는 OSB 글로벌 1위인 동사가 입을 수 있다.

그림 3-7. 북미 OSB 가격, 건축 허가, 신규 착공 추이 비교



출처: Bloomberg, U.S. Census Bureau, Statistics CANADA, SMIC 3팀

OSB 가격 QoQ 3배,
전월 대비 40% 상승

실제로 1Q 기준 OSB 7/16" Ontario의 가격이 msf당 1,425CAD으로, 작년 1Q 가격인 400CAD에 비해 약 3배 증가했고, 이러한 가격 상승 추세는 동사의 1분기 실적에 반영됐다. 다만, 텍사스의 기록적인 한파로 인해 OSB 가격 인상 추세는 억눌렸으나 이것 역시 역사적인 고점이며, 지난 4월 가격이 전월 대비 40% 상승한 점을 고려한다면 2021년 OSB의 가격은 현재보다 더 높은 수준에 형성될 것으로 전망한다.

최대 1.125배
CAPA 상승여력

동사의 가동률 상승 여력 역시 긍정적이다. 2021년 1분기 동사의 공장 가동률은 88%로, 비슷하게 건설 시장 호황기였던 2018년 3분기의 공장 가동률 99%에 크게 못 미치며, 2018년보다 더 활기를 띠 2021년의 주택 시장을 고려한다면 올해 동사의 가동률 상승은 문제가 없다는 판단이다.

3.3. 매출 추정

기본적으로 동사의 Panel 사업 부문은 Norbord의 매출과 기존 동사 Panel 매출의 합으로 추정할 것이다. **Norbord Panel 매출**은 1)북미향 OSB 부문과 2)유럽향 OSB 및 Panel로 나누고, **기존 동사 Panel 매출**은 1)Plywood 부문과 2)LVL 및 MDF 부문으로 나누어 추정하였다.

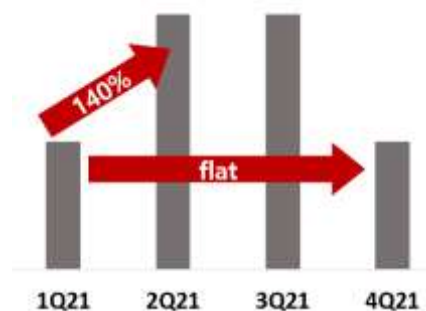
3.3.1. Norbord Panel

1) 북미향 OSB

- ① 2021년 북미향 OSB의 P 추정이다. [2.2.]에서 전술하였듯 시장에서 형성된 올해 1Q OSB P는 작년에 비해 약 2배 증가했고, Norbord의 OSB P 역시 약 1.8배 증가했다. 수급 불균형으로 인한 기록적인 P 인상 추세였지만, 이 역시도 한파로 인해 억눌린 수치였음을 고려한다면 더 큰 상승 곡선을 기대해도 좋다는 판단이다. 또한, 역사적으로 OSB P는 2분기 및 3분기에 전방 시장 호황에 따른 계절적 상승 추세를 보인다. 따라서 2분기 및 3분기 P는 1분기 추세 이상의 증가를 예상할 수 있다.

하지만 본 보고서에는 보수적인 추정을 위해 올해 3월 대비 4월 P 증가 배수인 1.4배를 2분기와 3분기 OSB P에 적용할 것이다. 지속적인 전방 시장 호황과 가격 상승이 예상되므로 1분기 대비 2분기 및 3분기 OSB P에 1.4배를 적용하는 것이 무리한 추정이 아니라고 판단한다. 시장에서는 OSB P 인상 추세가 내년까지 이어질 수 있다는 전망이 나오지만, 4분기 P 역시 보수적인 추정을 위해 2분기 및 3분기 P보다 하락할 수 있다는 논리를 반영하여 1분기 P로 flat하게 적용할 것이다.

그림 3-8. 2021년 동사 북미향 OSB P 추정

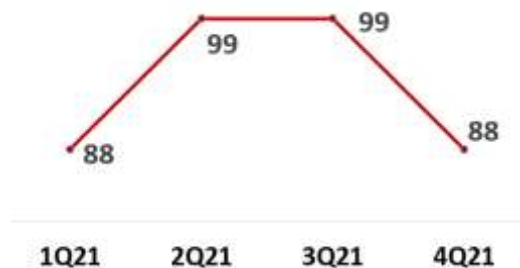


출처: SMIC 3팀

- ② 2021년 북미향 OSB의 Q 추정이다. Q의 경우, CAPA의 변동폭이 제한적이므로 가동률의 측면에서 접근했다. 올해 1분기 기준 가동률은 88%였다. 한파의 영향으로 동사는 넘치는 수요에도 불구하고 가동률을 최대로 끌어올리지 못했다. 따라서 본 보고서에서는 동사가 건설 호황기였던 2018년 3분기의 평균 가동률 99%로 회귀할 수 있다고 판단하여 1Q 대비 2Q 및 3Q Q에 1.125배를 적용했다. 올해가 2018년을 뛰어넘는 유례 없는 전방 시장 호황임을 고려한다면 1.125배라는 수치는 무리한 추정이 아니라고 판단한다. 4분기는 P와 마찬가지로 Q 역시 보수적인 추정을 위해 1Q의 수치를 flat하게 적용한다. 실제로 동사의 OBS 공급은 1Q와 4Q가 비슷한 수치를 보여왔다.

그림 3-9. 2021년 북미향 OSB 공장 가동률

(단위: %)



출처: SMIC 3팀

- ③ Norbord는 북미에서 OSB만 판매 중이므로 북미향 OSB 매출이 그대로 Norbord의 북미 매출이 될 것이고, 따라서 동사의 21년 1분기 OSB 매출은 Norbord의 북미 매출인 793 mil CAD가 된다.
- ④ ①, ②, ③을 모두 고려한 2021년 분기별 매출은 1분기 793 mil CAD, 2분기 1,249 mil CAD, 3분기 1,249 mil CAD, 4분기 793 mil CAD가 된다. 따라서, 2021년 동사의 북미향 OSB 매출은 4,085 Mil. CAD가 된다.

그림 3-10. 2021년 동사 북미향 OSB 매출

(단위: Mil CAD)

단위: Mil CAD	21.1Q	21.2QE	21.3QE	21.4QE	2021E
Sales	793	1,249	1,249	793	4,085

출처: SMIC 3팀

2) 유럽향 OSB 및 그 외 Panel

유럽향 OSB 및 그 외 Panel의 경우, 고객사와의 장기 계약으로 인해 가격의 급격한 변동이 불가하기 때문에 작년 매출 448 mill CAD를 flat하게 반영하여 온기 값을 추정했다.

3.3.2. 기존 동사 Panel

1) Plywood

건설 시즌과 수급 불균형이 확실하게 해결되지 않을 것인 2분기와 3분기는 동일한 예상 가격을 적용하였고, 4분기는 수급 불균형이 어느 정도 해소된다는 점과 금리 인상 이슈, 그리고 계절적 요인을 모두 고려하여 1분기의 가격을 적용하였다. 이와 같은 논리 하 산출된 올해 Plywood P 상승분은 전년 평균 대비 약 1.8배이다.

투자포인트 1과 2에서 밝혔듯 캐나다의 주택, 수리 및 리모델링 시장의 급격한 성장으로 Plywood 수요는 크게 늘었으며 최대 가동률을 보였던 2017년 CAPA 가동률 97%를 고려

해 Q 증가분으로 1.092배를 곱해주었다.

$$738 \text{ mil CAD} = 451 \text{ mil CAD} * 1.8 * 1.092$$

2) LVL 및 MDF

LVL, MDF의 경우, 역시 가격이 소폭 상승하였으나 다양한 사이즈의 합판으로 제품이 제공됨에 따라 각 P, Q에 대한 합리적인 추정이 불가하다.

LVL, MDF의 경우 가동률 상승폭이 제한되어 있고 P도 5%~10%의 미미한 상승폭으로 제한되어 있다. 따라서, 전년도 매출 183 mil CAD를 올해 매출로 flat 적용하였고, 이와 같은 가정에 무리가 없다는 판단이다.

3.3.3. Panel 부문 총 매출

따라서, OSB를 포함한 동사의 Panel 부문 총 매출은 다음과 같다.

그림 3-11. 2021년 동사 Panel 총 매출

(단위: Mil CAD)

단위: Mil CAD	2018	2019	2020	2021.1Q	2021E
Panel Sales	676	605	634	1,191	5,454

출처: SMIC 3팀

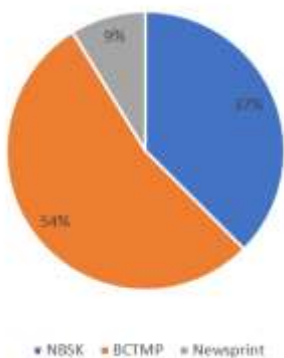
4. 투자포인트 3: Pulp & Paper, 필연적 수요

4.1. Pulp, 유례없는 가격 폭증

4.1.1. Pulp & Paper 사업 개요

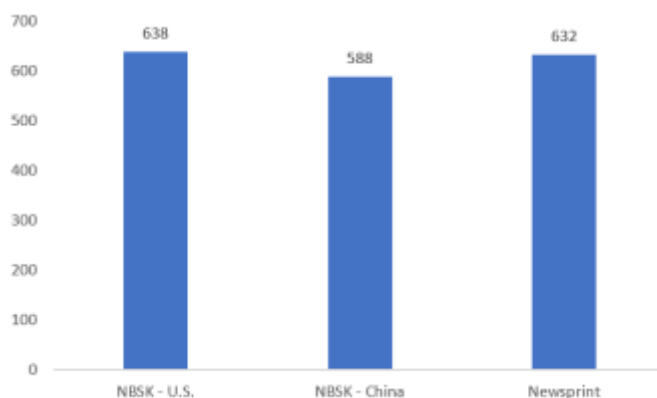
동사의 Pulp & Paper 사업부에서는 **BCTMP, NBSK, Newsprint**의 판매를 다룬다. 이 때, NBSK가 흔히 말하는 Pulp의 대표적인 종류이고, BCTMP가 NBSK보다 품질과 가격이 낮은 종류의 Pulp이다. Newsprint는 Pulp로 생산된 일반 종이를 뜻한다. 매출에 직접적으로 기여하는 shipment 양에서 2020년 기준 BCTMP, NBSK가 각각 54%, 37%를 차지한다. 가격에서는 US향 NBSK가 China향 NBSK보다 조금 더 비싸고, Newsprint는 NBSK와 비슷한 수준으로 유지된다.

그림 4-1. 2020년 동사 Pulp & Paper 매출구성



출처: 동사 Annual Report, SMIC 3팀

그림 4-2. 2020년 Pulp & Paper 부문별 가격(단위:\$/Ton)



출처: 동사 Annual Report, SMIC 3팀

BCTMP 가격은 NBSK 가격의 2/3

한편, BCTMP의 가격은 NBSK의 하위 대체재인 만큼 NBSK의 가격에 크게 연동된다. 실제로, 중국의 BCTMP, NBSK 가격 그래프에서는 **NBSK 가격의 2/3 수준으로 거의 동일하게 움직이는 경향**을 보였다.

그림 4-3. 중국 BCTMP, NBSK, BEK 가격 추이 및 전망



출처: Brian McClay & Associates Inc.

4.1.2. 중국, 필연적인 수입 수요

중국의 종이 수요 급증, 낮은 펄프 수입뿐

중국은 세계 최대의 펄프 수입국이다. 코로나 이후의 빠른 경제 회복으로 종이 제품의 수요 및 가격은 상승했고 중국 내 플라스틱 금지령은 대체재인 종이 수요의 급등으로 이어졌다. 하지만 중국은 종이의 원료인 펄프의 수급에 있어서 수입에 의존할 수 밖에 없다. 산림자원 부족으로 원료를 직접 생산할 수도 없을 뿐더러 자국 정책으로 인해 폐지의 수입도 금지되었기 때문이다.

중국의 종이 수요 급증, 낮은 펄프 수입뿐

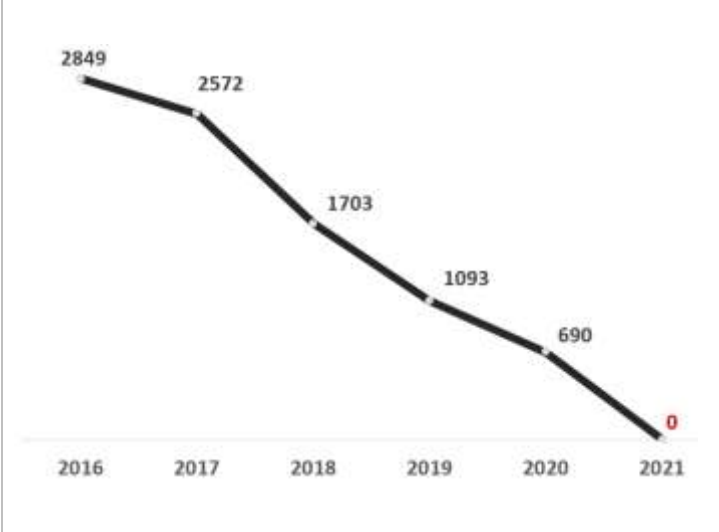
중국의 산림 면적은 주요 수입국인 미국, 캐나다에 비해 현저히 작다. 이에 제지산업의 원재료인 목재 펄프를 수입에 의존하게 된다. 실제로 중국의 펄프 수입의존율은 2008년 12.93%에서 2018년 23.39%로 꾸준히 증가하고 있다. 심지어 2017년 중국 국무원이 발표한 "외국산 고체 폐기물의 수입관리 추진 제도 개혁 실시방안"으로 인해 2021년부터는 폐지 수입이 전면 금지된다. 폐지 회수량 또한 다른 나라에 비해 현저히 적기 때문에 원료 부족은 더욱 극대화될 것으로 보인다.

그림 4-4. 중국 내 고체폐기물법 시행



출처: 중국 생태환경부, SMIC 3 팀

그림 4-5. 중국 내 폐지 수입량 추이 (단위: 만 Ton)



출처: 중국 관세청, SMIC 3 팀

실제로 펄프 수입량, 가격 상승 중

실제로 관세청에 따르면 중국은 2021년 1,2월간 수입한 펄프의 양은 2억 8600만 달러 규모로 전년동기 대비 18.6% 증가한 수치이다. 2021년 3월 중국 통계국에서 발표한 중국 전역의 펄프 가격 역시 전년동기 대비 62% 상승한 6515(위안/톤)으로 수급불균형이 심화되고 있음을 증명한다. 정책적인 보완이 이뤄지지 않는 이상 이러한 수입 수요는 앞으로 더욱 증가할 것으로 보인다.

그림 4-6. 중국의 NBSK 가격 추이



출처: SmithCorona

4.1.3. 미국도 가격 상승의 피해자

미국의 두루마리 휴지 부족상황, 원인은 펄프 공급

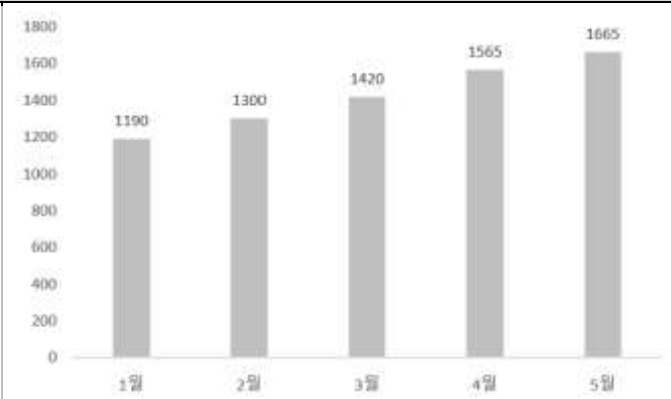
앞에서 보았듯, 세계 최대 펄프 수입국인 중국이 수입량을 꾸준히 늘리면서 미국을 포함한 다른 나라들 역시 가격 상승을 피할 수 없게 되었다. 이것에 대한 가장 큰 지표로 미국의 두루마리 휴지 시장을 볼 수 있다. 미국은 코로나 직후의 휴지대란 이후 다시 한번 두루마리 휴지 부족상황을 겪고 있다. 두루마리 휴지는 필수재인 만큼 일년 내내 수요는 일정하지만 지난 1년간 가격이 15.6% 상승했다. **원료인 펄프의 공급에 문제가 생겼다는 증거다.** 실제로 동사가 미국에 공급하는 NBSK 가격은 올해 비약적으로 상승하고 있다. 2021년에만 벌써 40%의 가격상승이 이뤄져 역대 최고 가격을 달마다 갱신하고 있는 것이다.

그림 4-7. Toilet paper shortage를 겪고 있는 미국



출처: Richard Vogel/AP

그림 4-8. 동사의 미국향 NBSK 가격 (단위: \$/Ton)



출처: 각 사 사업보고서, SMIC 3팀

공급 측면의 문제는 해소가 어려움

이러한 수급 불균형 상황은 쉽게 해결되지 않을 것으로 보인다. 공급 측면에서 문제가 해소되어야 하지만 **펄프의 원료가 되는 lumber는 앞에서 언급했듯, 공급이 제한적이기 때문이다.** 심지어 미국은 여름에는 병충해로 인해, 건조기인 9~10월에는 대형산불로 인해 lumber 공급이 일정수준으로 이뤄지기 힘들다. 주택 건설 등 lumber 자체의 용도로 빠지는 양을 제외하면 적어도 올해까지는 **펄프의 수급불균형이 해소되기 힘들다고** 볼 수 있다.

4.2. 매출 추정

4.2.1. 가격 추정

BCTMP의 경우, NBSK의 가격과 연동되는 성격이 강하고, Newsprint는 Shipment 비중이 10%보다 작다. 따라서 **NBSK, 그 중에서도 동사의 최대 수출국인 미국향 NBSK 가격을 살펴볼 필요가 있다.**

4.1.3.에서 보았듯이, 동사의 미국향 NBSK 가격은 급격히 상승하고 있다. 또한, 앞에서 적어도 2021년까지는 중국과 미국 모두 펄프의 수급불균형이 해소되기 힘들음을 보였다. 따라서, 가격 상승은 지속될 것으로 보이지만 정확한 상승률을 추정하기 어려우므로 보수적으로 **5월의 가격을 유지한다고 가정하였다.** 이에 따른 분기별 NBSK 가격은 아래 표와 같다.

4.2.2. Shipment 추정

Shipment는 Production과 거의 똑같은 값을 기록하는 추이를 보여왔다. 동사의 사업보고서에 의하면 2021년 2분기와 3분기에 각각 유지 보수를 위한 shutdown이 예고되어 있어 2020년보다 조금 더 큰 production을 기록할 것이라고 한다. 2020년에 Cariboo mill에서 4주간 임시 shutdown이 있었음을 고려하면 이것은 합당한 추정이라고 할 수 있다. 특히, **2021년 1분기의 NBSK production이 전년동기 값과 거의 동일하므로 Shipment 역시 flat하게 가정할 수 있다.**

그림 4-9. 예상 NBSK 가격 (단위 : \$/Ton)					그림 4-10. 동사의 NBSK Production, Shipment 비교 (단위: 1,000 Ton)		
	21'1Q	21'2Q(E)	21'3Q(E)	21'4Q(E)		21'1Q	20'1Q
NBSK 가격	1303	1632	1665	1665	Production	117	116
					Shipment	120	117

출처: 동사 사업보고서, SMIC 3팀

출처: 동사 사업보고서, SMIC 3팀

4.2.3. 분기별 매출 추정

가격 추정에서는 유의미한 가격변동이 모두 NBSK 가격에 연동됨을 보였고, Shipment 추정에서는 생산량이 동일하게 유지된다고 가정할 수 있음을 보였다. 매출은 가격과 Shipment의 곱이므로 추정된 분기별 매출은 다음과 같다.

그림 4-11. 동사 Pulp & Paper 예상 매출

(단위: Mil CAD)

	21'1Q	21'2Q(E)	21'3Q(E)	21'4Q(E)	Total(E)
매출	236	295	301	301	1134

출처: 동사 사업보고서, SMIC 3팀

5. Issue & Risk

5.1. 환 위험

동사는 해외 판매 비중이 많은 회사로, 환 위험에 노출되어 있는데 특히 동사 매출의 과반을 차지하는 미국의 영향을 많이 받는다. 지금까지 US\$/CAD\$ 비율은 0.75 정도로 유지되어 왔다. 최근 이 비율은 서서히 상승 중이며 2021년 5월 13일 기준 0.82까지 증가하였다.

동사의 사업보고서에 따르면, US 달러의 강세는 대부분의 매출이 US\$ 단위로 발생하는 동사의 특성상 호재로 작용한다. 실제로 2015년은 2014년에 비해 CAD\$가 약세였던 것은 working capital에서 2800만 달러의 환율 이익을, intercompany financing에서 900만 달러의 이익을 발생시켰다. 따라서, 지금처럼 US 달러의 강세가 유지된다면 이것은 리스크가 아닌 플러스 요인으로 작용할 것으로 예상된다.

그림 5-1. 연도별 평균 US\$/CAD\$ 추이

	2020	2019	2018	2017	2016
US\$/CAD\$	0.746	0.754	0.772	0.771	0.755

출처: 동사 사업보고서, SMIC 3팀

그림 5-2. 최근 1년 US\$/CAD\$ 추이



출처: Morningstar, Coinbase

6. Valuation – Historical PER Method

6.1. Valuation Method 선정 논리

Valuation Method로 PER Valuation Method를 선정하였다. 동사는 2021년 세 국가의 건설 호황기가 겹치는, 유례 없는 전방시장의 활황을 맞게 되며, 업계 압도적 1위인 동사는 그 수혜를 온전히 입게 될 것이다. 투자포인트에서 밝혔듯이, 실제로 동사의 매출과 영업이익은 2021년 전년동기 대비 폭발적으로 성장한다.

따라서 동사의 적정 가치를 평가하기 위해, 폭발적인 영업이익 증가분을 반영할 수 있는 PER Valuation Method를 활용하는 것이 합리적이라고 판단하였다.

6.2. 매출 추정

Sales Revenue(CAD\$ mil)	2018	2019	2020	2021.1Q	2021E
Lumber	4,456	3,442	4,491	1,733	7,854
Panels	676	605	634	1,191	5,454
Pulp & Paper	1,163	966	867	236	1,134
Intracompany fibre sales	-177	-136	-142	-36	-144
total	6,118	4,877	5,850	3,124	14,298

각 부문 매출 추정은 앞선 투자포인트 1, 2, 3에서 서술하였다.

6.3. Cost and expenses 추정

Cost and expenses에서 가장 큰 비중을 차지하는 Cost of Products Sold는 동사의 사업부문별로 상이하여 사업부문별로 추정하였다. 합리적으로 추정하기 어려운 항목은 0이나 flat으로 추정했다.

Lumber Segment (CAD\$ mil)	2018	2019	2020	2021.1Q	2021E
Sales	4,456	3,442	4,491	1,733	7,854
Lumber	3,888	2,945	3,992	1,597	6,981
Wood chips and other residuals	456	384	365	93	638
Logs and other	112	113	134	43	234
Cost of products sold	2,635	2,588	2,513	653	4,395
(%)	59.1%	75.2%	56.0%	37.7%	56.0%
Freight and other distribution costs	503	477	485	121	501
Export duties, net	202	162	79	49	217
Amortization	196	196	201	52	217
Selling, general and administration	162	146	171	48	192
Restructuring and impairment charges	0	33	0	0	0
Operating earnings	758	-160	1,042	809	2,332
OPM(%)	17.0%	-4.6%	23.2%	46.7%	29.7%

Panels Segment (CAD\$ mil)	2018	2019	2020	2021.1Q	2021E
Sales	676	605	634	1,191	5,454
Finished products	648	581	612	1,183	
Wood chips and other residuals	22	18	15	0	
Logs and other	6	6	7	8	
Cost of products sold	461	466	408	601	2,754
(%)	68.2%	77.0%	64.4%	50.5%	50.5%
Freight and other distribution cost	63	63	55	76	284
Amortization	15	16	16	95	434
Selling, general and administration	25	25	30	28	128
Operating earnings	112	35	125	391	1,854
<i>OPM(%)</i>	16.6%	5.8%	19.7%	32.8%	34.0%

Pulp & Paper Segment (CAD\$ mil)	2018	2019	2020	2021.1Q	2021E
Sales	1,163	966	867	236	1,134
Cost of products sold	698	734	655	167	829
(%)	60.02%	75.98%	75.55%	70.62%	73.08%
Freight and other distribution costs	166	173	169	44	176
Amortization	44	43	42	12	48
Selling, general and administration	41	39	43	11	43
Operating earnings	214	-23	-42	3	39
<i>OPM(%)</i>	18%	-2%	-5%	1%	3%

6.3.1. Cost of Products Sold

- 1) Lumber 부문: 2019년에 해당 부문의 매출액 대비 비중이 급증한 이유는 lumber operation에 사용되는 fibre cost의 급증 때문이었다. 20년 3분기 fibre cost는 역대 최저치를 달성, 21년 매출액 대비 비중이 37.7%로 감소하였으나 보수적 추정을 위해 20년 매출액 대비 비중으로 추정하였다.
- 2) Panel 부문: 2019년 비중 상승은 log 가격 상승에 기인했으나, 2020년부터 매출액 대비 비중이 감소하는 추세이다. 또한 2021년 2월 Norbord를 인수하여 최초로 OSB 매출이 잡혔으므로, 2021 추정의 경우 2021년 1Q 비중을 사용하여 추정하였다.
- 3) Pulp & Paper 부문: 매출액 대비 비중이 비교적 안정적으로 유지되기에, 2020년과 2021년 1분기 비중을 평균하여 추정하였다.

6.3.2. 그 외 비용

- 1) Freight and other distribution costs: 투자포인트에서 추정된 Q에 따라 추정하였다.
- 2) Export duties, Amortization: Lumber Export duties의 경우 lumber price가 상승하고 antidumping duty rate 또한 전년 대비 상승하여 21년 1분기 비용에 lumber price 상승분을 고려하여 추정해주었다. Amortization은 매출액 대비 비중 추세가 뚜렷이 존재하지 않아 1분기 값을 기반으로 추정하였다.
- 3) Selling, general and administration: 사업보고서에 따르면, 해당 부문은 주요 Variable Compensation Expense가 차지한다. 매출에 연동하여 21년 1Q의 비중을 사용, 추정해주었다.

Cost and expenses(CAD\$ mil)	2016	2017	2018	2019	2020	2021.1Q	2021E
Cost of products sold	2,971	3,124	3,617	3,652	3,434	1,385	7,978
Freight and other distribution costs	629	633	732	713	709	241	961
Export duties, net	0	48	202	162	79	49	217
Amortization	197	210	257	259	272	163	699
Selling, general and administration	176	217	231	211	247	104	363
Equity-based compensation	-5	32	7	6	11	9	0
Restructuring and impairment charges	0	0	0	33	0	0	0
total	3,968	4,264	5,046	5,036	4,752	1,952	10,218

6.4. Financial expense 추정

CAD \$ mil.	2018	2019	2020	2021E
Interest expense	34	44	43	83
Interest income on short-term investments	-5	0	-1	0
Interest income on long-term duty deposits receivable	-2	-4	-16	0
Finance expense on employee future benefits	9	8	11	0
Accretion on long-term liabilities	1	1	0	0
Finance expense	37	49	37	83

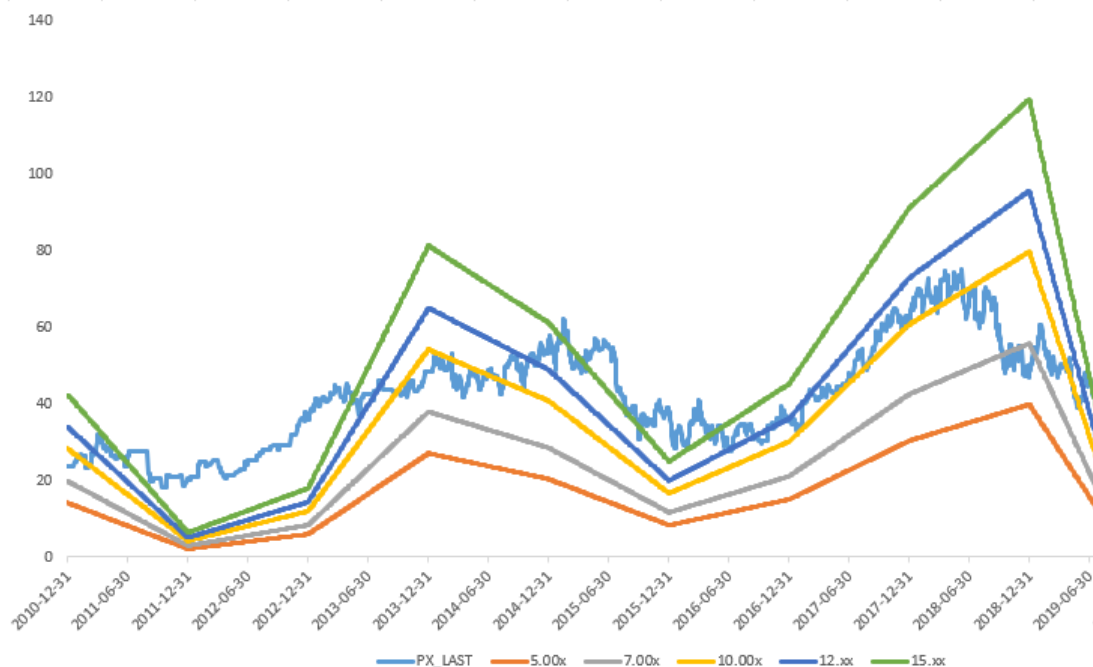
이자비용의 경우 Norbord 채권 상환을 고려하여 동사에서 제시한 이자 비용을 사용하였다. 이자비용을 제외한 값들은 합리적 추정이 어려워 0으로 추정하였다.

6.5. Tax provision 추정

CAD \$ mil.	2016	2017	2018	2019	2020	2021E
Earning before tax	444	846	1,072	-219	1,042	3,997
Tax recovery(provision)	118	250	262	-69	266	1,079
유효세율	27%	30%	24%	32%	26%	27%

2021년 법인세율은 동사 사업보고서에 제시된 세율인 27%를 적용하였다.

6.6. Target PER Multiple 선정 논리



역사적 동사의 PER 추이를 보면, **업황에 대한 기대감과 함께 PER과 EPS가 동반 성장하다가, EPS의 증가 추세가 꺾일 경우 업황에 대한 기대감이 하락하여 PER이 감소하는 모습**을 보였다. 동사는 작년부터 엄청난 영업이익 증가추세를 보이다 2021년 1분기 영업이익만으로도 2020년 영업이익을 넘는 결과를 보여줬다. 그 결과 동사의 현재 시점 기준 TTM PER은 6배 정도이다. 본 보고서의 논의에 따르면, 2021년 2,3분기에는 건설 업황은 활황의 정점을 찍고 4분기에는 소폭 감소할 예정이다. 즉 앞으로는 **Earning이 증가함과 동시에 PER은 증가하다가, 4분기에 감소할 것으로 보는 것이 타당하다.**

2021년과 가장 유사하다고 판단되는 2018년 4분기 평균 PER인 6배를 Target Multiple로 산정하였다.

동사와 유사한 peer들의 FWD PER과 peer 대비 압도적인 동사의 영업이익 증가율 등을 고려해볼 때, 이는 과도한 Multiple이 아닌 것으로 판단된다.

	매출구성	FWD PER	시가총액(US)	영업이익률(2021.1Q)	영업이익증가율(%)
Canfor Corporation	Lumber가 대부분/Pulp&paper	10.3	3.37B	31%	62%
Interfor Corporation	100% lumber	7.92	1.86B	43%	107%
Louisiana-Pacific Corp	Siding(빚물막이 판자)/OSB	12	7.18B	31%	43%
WFG			9.77B	38%	123%

6.7. 목표주가 산출

Valuation-PER Method (2021F)	
당기순이익(CAD dollars)	2,917,589,667
유통주식수(shares)	95,670,000
EPS(2021F)	30.5
환율 적용(US/CAD=0.75)	22.9
Target PER	6.00
목표주가(US dollars)	137
현재주가	78
상승여력	76%

최종적으로 목표주가 137달러, 상승여력 76%으로 투자의견 **Conviction Buy**를 제시한다.

6.8 EXIT 전략

본 보고서가 서술한 동사의 목표 주가는 동사가 2, 3분기에 최대 실적을 찍은 후의 주가이다. 즉, 4분기에 3분기보다 다소 하락한 실적이 발표되면 동사의 주가는 역사적 추이를 고려했을 때 하락할 확률이 높다. 즉, 본 보고서에서는 3분기 실적 발표 이후 주가 추이를 잘 살펴보다가 매도를 하는 것을 추천하는 바이다.

7. Appendix

7.1. Earning Table

CAD \$ mil.	2016	2017	2018	2019	2020	2021.1Q	2021E
Sales	4,450	5,134	6,118	4,877	5,850	3,124	14,298
		15.4%	19.2%	-20.3%	20.0%		14.4%
Cost and expenses	3,968	4,264	5,046	5,036	4,752	1,952	10,218
Cost of products sold	2,971	3,124	3,617	3,652	3,434	1,385	7,978
Freight and other distribution costs	629	633	732	713	709	241	961
Export duties	0	48	202	162	79	49	217
Amortization	197	210	257	259	272	163	699
Selling, general and administration	176	217	231	211	247	104	363
Equity-based compensation	-5	32	7	6	11	9	0
Restructuring and impairment charges	0	0	0	33	0	0	0
Operating earnings	482	870	1,072	-159	1,098	1,172	4,080
	10.8%	16.9%	17.5%	-3.3%	18.8%	37.5%	28.5%
Finance expense, net	29	31	37	49	37	17	83
Other	-9	7	37	11	19	-5	0
Earning before tax	444	846	1,072	-219	1,042	1,160	3,997
Tax recovery(provision)	118	250	262	-69	266	273	1,079
Net Income	326	596	810	-150	776	887	2,918