

백산 (035150)

턴어라운드의 시작

Not Rated

주가 (5월 14일)

9,750 원

김규리 ☎ (02) 3772-1549
✉ kimkyuri@shinhan.com

윤창민 ☎ (02) 3772-1579
✉ changmin.yoon86@shinhan.com

KOSPI	2,081.84p
KOSDAQ	710.16p
시가총액	236.0 십억원
액면가	500 원
발행주식수	24.2 백만주
유동주식수	10.9 백만주(45.2%)
52 주 최고가/최저가	9,750 원/4,945 원
일평균 거래량 (60 일)	195,529 주
일평균 거래액 (60 일)	1,614 백만원
외국인 지분율	7.33%
주요주주	김한준 외 8 인 52.54%
	국민연금 10.19%
절대수익률	3 개월 41.3%
	6 개월 95.0%
	12 개월 57.8%
KOSPI 대비	3 개월 51.1%
상대수익률	6 개월 93.7%
	12 개월 87.6%

*최신물산

18년 6월 인수, 인수금액 510 억원, 지분 100%

- ◆ 1Q19 영업이익 102억원(+136% YoY) 기록
- ◆ 1) 중국 적자 폭 축소로 수익성 개선, 2) 최신물산 인수로 외형 성장
- ◆ 19년 영업이익 375억원(+74% YoY) 전망

1Q19 영업이익 102억원(+136% YoY) 기록

1Q19 매출액은 1,157억원(+127% YoY)을 기록했다. 주요 고객사인 나이키의 원재료 벤더 수가 축소되며 상위 업체로 오더가 집중되었다. 스포츠 신발 사업부 매출액은 512억원으로 전년 대비 20% 증가했다. 전사 영업이익은 102억원(+136% YoY)을 기록했다. 신규 인수 법인 최신물산의 1분기 매출액과 영업이익은 각각 297억원, 7억원을 기록했다.

1) 중국 적자 폭 축소로 수익성 개선, 2) 최신물산 인수로 외형 성장

18년 중국 법인은 55억원의 영업손실, 70억원의 순손실을 기록했다. 18년 2월 공장 위치 이전 이후 정상 가동이 지연됐기 때문이다. 18년 하반기부터 이어진 가동률 상승으로 1Q19 순이익 흑자 전환(6억원)에 성공했다. 19년 중국 법인 순이익은 20억원(흑자전환 YoY)으로 예상된다.

신규 인수 법인인 최신물산은 3Q18부터 실적에 반영되었다. 지난 하반기 매출 905억원, 영업손실 17억원을 기록했다. 채고자산 관련 일회성 비용 30억원이 반영됐다. 19년 매출액과 영업이익은 각각 1,990억원, 67억원(영업이익률 3.4%)이 예상된다. 전사 매출 비중은 43%, 이익 비중은 18%이다.

19년 영업이익 375억원(+74% YoY) 전망

19년 매출액과 영업이익은 각각 4,643억원(+44% YoY), 375억원(+74% YoY)이 전망된다. 현 주가는 19F PER 8.0배다. 과거 4년 평균 12.0배, 글로벌 피어 평균 PER 22.4배 대비 저평가다. 1) 최신물산 인수로 인한 외형 성장 (19F 매출액 +44% YoY), 2) 중국 공장 적자 폭 축소로 인한 수익성 개선 (19F 영업이익률 +1.4%p YoY) 고려 시 추가 주가 상승 여력은 충분하다.

12월 결산	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	세전이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EPS (원)	증가율 (%)	BPS (원)	PER (배)	EV/EBITDA (배)	PBR (배)	ROE (%)	순차입금비율 (%)
2017	211.4	23.7	14.6	9.0	371	(58.9)	5,167	18.7	5.8	1.3	7.3	(10.9)
2018	323.1	21.5	21.9	15.3	631	70.0	5,659	10.0	8.4	1.1	11.7	42.4
2019F	464.3	37.5	38.0	29.5	1,220	93.3	6,693	8.0	6.1	1.5	19.8	20.3
2020F	536.6	43.5	44.9	34.9	1,441	18.1	7,909	6.8	5.0	1.2	19.7	6.3
2021F	617.1	50.0	52.0	39.3	1,623	12.6	9,277	6.0	4.1	1.1	18.9	(3.1)

자료: 회사 자료, 신한금융투자 추정

백산의 1분기 영업실적 정리

(십억원, %)	1Q19	1Q18	YoY	4Q18	QoQ
매출액	115.7	50.9	127.2	109.0	6.2
영업이익	10.2	4.3	136.3	5.4	88.7
순이익	8.3	2.8	194.2	3.0	176.1
영업이익률	8.8	8.4		4.9	
순이익률	7.2	5.6		2.8	

자료: 회사 자료, 신한금융투자

백산의 연간 영업실적 전망 변경

	변경 전		변경 후		변경률	
(십억원, %)	2019F	2020F	2019F	2020F	2019F	2020F
매출액	424.1	451.5	464.3	536.6	9.5	18.9
영업이익	35.2	37.7	37.5	43.5	6.6	15.3
순이익	24.4	27.2	28.9	34.1	18.4	25.4
영업이익률	8.3	8.3	8.1	8.1		
순이익률	5.8	6.0	6.2	6.4		

자료: 신한금융투자 추정

백산의 Valuation Multiple 추이

(원, 배)	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2015~18평균
EPS (지배주주)	318	(122)	600	905	368	634	627
PER_P (End)	20.8	(37.1)	7.9	10.5	18.9	10.0	11.8
PER_P (High)	25.1	(54.3)	10.9	11.3	27.7	12.0	15.5
PER_P (Low)	13.4	(32.2)	5.7	4.8	17.7	7.5	8.9
PER_P (Avg)	19.6	(43.4)	7.8	8.0	22.7	9.6	12.0

자료: 신한금융투자

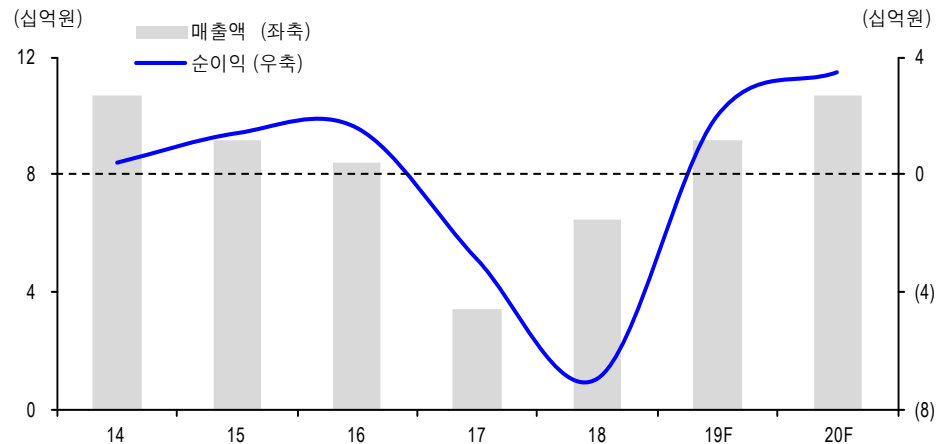
주: 14년에는 영업 외 총당부채 109억원 반영으로 적자 기록

백산의 분기별 영업 실적 추이 및 전망

(십억원, %)	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19F	3Q19F	4Q19F	2017	2018	2019F	2020F
매출액	52.4	47.8	57.9	53.3	50.9	54.4	108.7	109.0	115.7	112.5	122.3	113.8	211.4	323.1	464.3	536.6
1) 백산	52.4	47.8	57.9	53.3	50.9	54.4	58.4	68.8	66.0	62.8	67.0	69.6	211.4	232.6	265.3	297.8
스포츠 신발	44.0	37.8	47.5	43.4	42.7	42.1	47.9	51.9	51.2	49.6	53.8	56.4	172.7	184.6	210.9	238.0
IT 케이스	3.5	4.7	3.1	3.6	2.0	2.2	3.3	6.7	6.8	4.8	4.3	3.9	14.8	14.2	19.7	21.7
차량 내장재	4.9	5.4	7.3	6.3	6.2	10.1	7.3	10.2	8.1	8.5	8.9	9.3	23.9	33.8	34.7	38.2
2) 최신물산							50.3	40.2	49.7	49.7	55.3	44.2		90.5	199.0	238.8
영업이익	8.4	2.8	8.3	4.1	4.3	3.4	8.4	5.4	10.2	6.6	12.5	8.3	23.7	21.5	37.5	43.5
순이익	5.5	2.0	6.4	(5.2)	2.8	3.5	5.6	3.0	8.3	5.3	10.0	5.3	8.7	14.9	28.9	34.1
매출액 증감률	(0.6)	6.4	15.6	0.5	(2.7)	13.8	87.8	104.6	127.2	106.6	12.5	4.4	5.3	52.9	43.7	15.6
영업이익 증감률	(2.1)	(39.9)	1.7	(33.1)	(49.1)	20.7	1.5	31.2	136.3	91.4	48.8	53.5	(14.3)	(9.1)	74.2	15.9
순이익 증감률	(26.8)	(41.6)	(0.0)	적전	(48.7)	77.3	(12.1)	흑전	194.2	51.7	78.2	74.4	(59.7)	71.4	93.3	18.1
영업이익률	16.1	6.0	14.3	7.7	8.4	6.3	7.7	4.9	8.8	5.9	10.2	7.3	11.2	6.7	8.1	8.1
순이익률	10.5	4.1	11.0	(9.7)	5.6	6.4	5.2	2.8	7.2	4.7	8.2	4.6	4.1	4.6	6.2	6.4

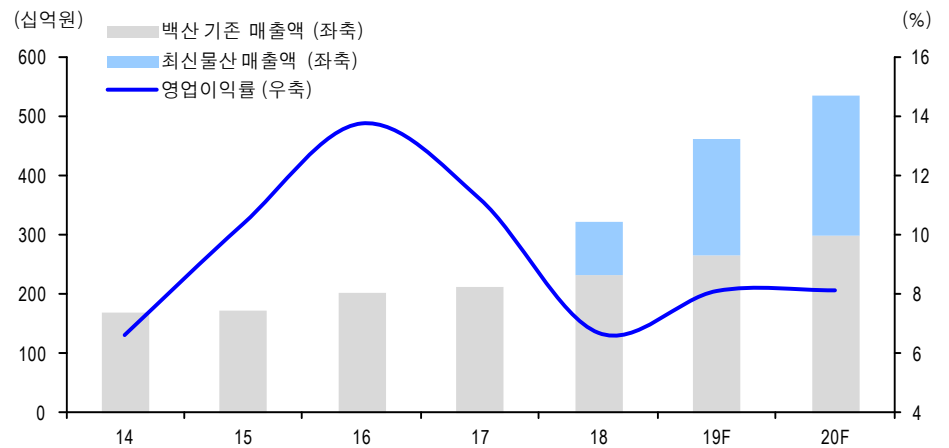
자료: 회사 자료, 신한금융투자 추정

백산 중국 법인(DONGGUAN BAIKSAN) 매출액, 순이익 추이 및 전망



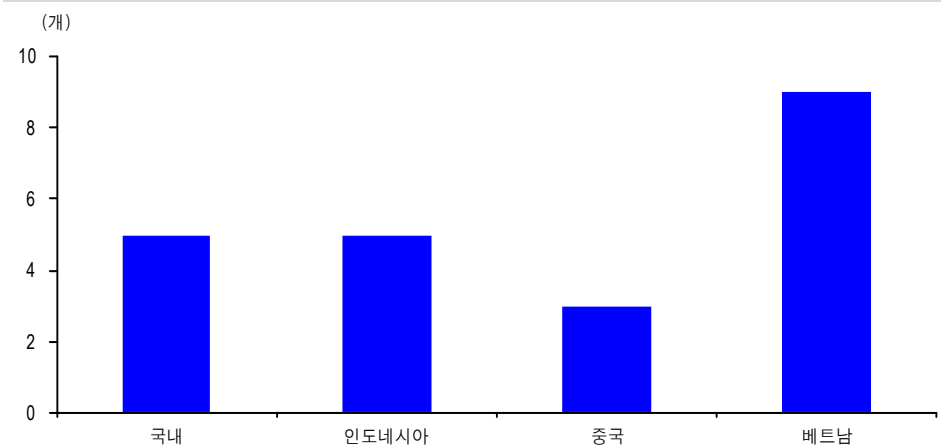
자료: 회사 자료, 신한금융투자 추정 /주: 중국 생산법인은 임가공 매출만 인식하기 때문에 매출 규모는 큰 의미 없음, 상대적 추이가 중요

백산 영업실적 추이 및 전망



자료: 회사 자료, 신한금융투자 추정

백산 국가별 CAPA(라인 수) 현황 (18년 말 기준, 최신물산 제외)



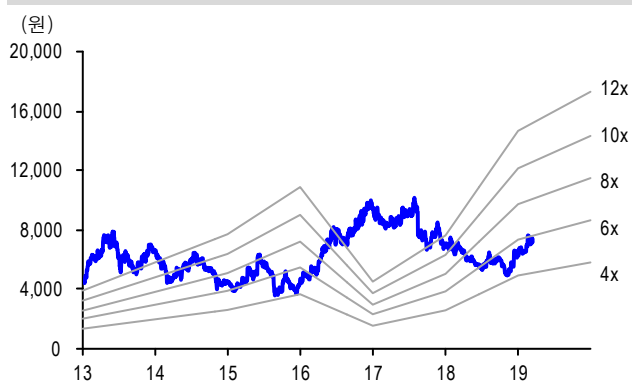
자료: 회사 자료, 신한금융투자

글로벌 Peer Group Valuation 비교

(단위: 십억원, 배, %)		백산 035150 KS EQUITY	웨이언 공업 551 HK EQUITY	평타이 기업 9910 TT EQUITY	회승엔터프라이즈 241590 KS EQUITY	상에 피혁과기 002674 CH EQUITY	San Fang 1307 TT EQUITY
매출액	2018	323.1	10,670.1	2,354.6	879.2	298.5	346.5
	2019F	464.3	12,190.7	2,753.5	1,165.3	332.6	349.9
	2020F	536.6	12,783.8	3,021.0	1,409.8	356.6	-
영업이익	2018	21.5	549.0	267.5	40.3	18.8	13.9
	2019F	37.5	735.1	325.9	70.5	23.7	19.3
	2020F	43.5	824.2	365.5	98.8	32.4	-
순이익	2018	15.3	362.7	193.2	17.1	19.4	12.3
	2019F	29.5	506.7	244.6	48.5	20.8	15.5
	2020F	34.9	578.7	268.1	70.4	23.4	-
매출액 증감률	2018	52.9	6.3	10.0	14.4	(14.5)	(3.7)
	2019F	43.7	14.3	16.9	32.5	11.4	1.0
	2020F	15.6	4.9	9.7	21.0	7.2	-
영업이익 증감률	2018	(9.1)	(16.4)	26.4	(31.2)	143.6	(69.3)
	2019F	74.2	33.9	21.8	75.0	26.1	39.0
	2020F	15.9	12.1	12.2	40.1	36.4	-
순이익 증감률	2018	70.0	(38.5)	19.7	(59.4)	144.2	(62.9)
	2019F	92.8	39.7	26.6	183.0	7.7	25.8
	2020F	18.3	14.2	9.6	45.2	12.5	-
영업이익률	2018	6.7	5.1	11.4	4.6	6.3	4.0
	2019F	8.1	6.0	11.8	6.1	7.1	5.5
	2020F	8.1	6.4	12.1	7.0	9.1	-
순이익률	2018	4.7	3.4	8.2	1.9	6.5	3.6
	2019F	6.4	4.2	8.9	4.2	6.3	4.4
	2020F	6.5	4.5	8.9	5.0	6.6	-
PER	2018	10.0	18.0	27.5	58.2	33.0	31.5
	2019F	8.0	12.4	26.0	16.8	34.5	22.2
	2020F	6.8	11.0	23.6	11.6	25.5	-
PBR	2018	1.1	-	10.3	2.9	1.8	1.1
	2019F	1.5	1.2	8.6	2.5	1.7	-
	2020F	1.2	1.2	7.9	2.0	1.7	-
EV/EBITDA	2018	8.4	8.3	17.8	13.9	29.0	-
	2019F	6.1	7.1	15.3	8.7	25.2	-
	2020F	5.0	6.4	13.8	7.3	-	-
ROE	2018	11.7	-	35.7	6.4	5.4	4.1
	2019F	19.8	10.3	35.2	15.8	5.0	-
	2020F	19.7	11.4	35.2	19.1	6.7	-

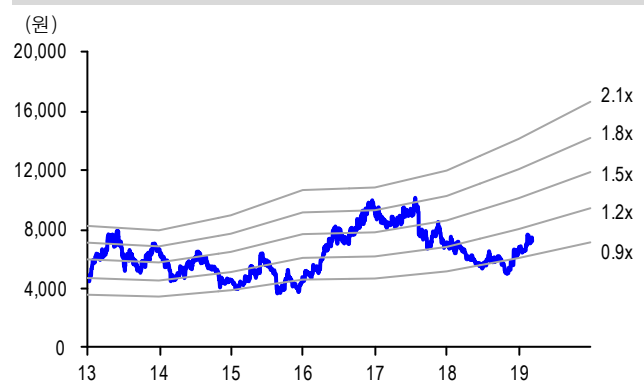
자료: Bloomberg, 신한금융투자 추정 / 주: 정렬은 시가총액 순 (백산 제외)

백산 12M FWD P/E 밴드 차트



자료: QuantWise, 신한금융투자

백산 12M FWD P/B 밴드 차트



자료: QuantWise, 신한금융투자

재무상태표

12월 결산 (십억원)	2017	2018	2019F	2020F	2021F
자산총계	191.8	294.7	321.6	347.2	378.2
유동자산	119.0	177.4	209.0	237.5	269.2
현금및현금성자산	26.8	16.1	19.1	24.2	23.9
매출채권	36.9	74.0	81.4	94.1	108.2
재고자산	23.0	48.4	69.5	80.3	92.3
비유동자산	72.9	117.3	112.6	109.7	109.0
유형자산	45.8	75.7	71.1	68.2	66.2
무형자산	5.7	16.8	16.7	16.7	16.7
투자자산	5.0	8.5	8.5	8.5	9.8
기타금융투자자산	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
부채총계	66.8	156.6	159.1	156.1	154.7
유동부채	58.4	131.5	131.0	126.4	123.4
단기차입금	21.3	76.0	53.2	37.2	26.1
매입채무	17.3	29.3	42.1	48.7	56.0
유동성장기부채	4.7	4.6	4.6	4.6	0.0
비유동부채	8.4	25.1	28.1	29.6	31.3
사채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금(장기금융부채 포함)	4.6	18.4	18.4	18.4	18.4
기타비유동부채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	125.0	138.1	162.5	191.2	223.4
자본금	14.0	14.0	14.0	14.0	14.0
자본잉여금	32.2	32.2	32.2	32.2	32.2
기타자본	(3.1)	(3.1)	(3.1)	(3.1)	(3.1)
기타포괄이익누계액	(6.1)	(5.9)	(5.9)	(5.9)	(5.9)
이익잉여금	88.0	99.7	124.7	154.2	187.3
지배주주지분	125.0	136.9	162.0	191.4	224.5
비지배주주지분	0.0	1.2	0.5	(0.2)	(1.1)
*총차입금	30.8	99.4	76.9	61.0	45.4
*순차입금(순현금)	(13.6)	58.5	32.9	12.1	(7.0)

현금흐름표

12월 결산 (십억원)	2017	2018	2019F	2020F	2021F
영업활동으로인한현금흐름	21.2	(8.0)	29.9	28.5	29.3
당기순이익	8.7	14.9	28.9	34.1	38.4
유형자산상각비	2.8	3.6	6.1	5.5	5.1
무형자산상각비	0.3	0.3	0.4	0.4	0.4
외화환산손실(이익)	1.3	0.2	0.0	0.0	0.0
자산처분손실(이익)	(0.1)	0.1	0.1	0.1	0.1
지분법, 종속, 관계기업손실(이익)	0.3	(2.9)	0.0	0.0	0.0
운전자본변동	4.9	(23.6)	(5.7)	(11.6)	(14.7)
(법인세납부)	(8.3)	(9.1)	(9.1)	(10.8)	(13.6)
기타	11.3	8.5	9.2	10.8	13.6
투자활동으로인한현금흐름	(5.1)	(36.6)	(1.9)	(3.1)	(8.5)
유형자산의증가(CAPEX)	(3.2)	(4.9)	(1.5)	(2.7)	(3.1)
유형자산의감소	0.1	4.1	0.0	0.0	0.0
무형자산의감소(증가)	0.0	(0.8)	(0.3)	(0.3)	(0.4)
투자자산의감소(증가)	(0.5)	(0.9)	0.0	0.0	(1.3)
기타	(1.5)	(34.1)	(0.1)	(0.1)	(3.7)
FCF	16.2	(23.9)	26.9	24.0	23.5
재무활동으로인한현금흐름	(2.3)	33.7	(24.9)	(20.3)	(21.0)
차입금의 증가(감소)	1.0	36.1	(22.6)	(15.8)	(15.6)
자기주식의처분(취득)	0.00.0	0.00.0	0.00.0	0.00.0	N/A0.0
배당금	(2.1)(2.1)	(2.4)(2.4)	(2.4)(2.4)	(2.4)(4.5)	N/A(5.4)
기타	(1.2)(1.2)	(0.0)0.0	0.00.1	0.10.0	N/A0.0
기타현금흐름	0.00.0	0.10.0	0.0(0.1)	0.10.0	N/A(0.2)
연결법위변동으로인한현금의증가	0.00.0	0.00.0	0.00.0	0.00.0	N/A0.0
환율변동효과	(0.5)(0.5)	0.00.2	0.00.0	0.00.0	N/A0.0
현금의증가(감소)	13.213.2	17.4(10.6)	(19.8)3.0	(7.7)5.1	N/A(0.4)
기초현금	13.613.6	26.826.8	44.116.1	24.319.1	N/A24.2
기말현금	26.826.8	44.116.1	24.319.1	16.624.2	N/A23.8

자료: 회사 자료, 신한금융투자 추정

포괄손익계산서

12월 결산 (십억원)	2017	2018	2019F	2020F	2021F
매출액	211.4	323.1	464.3	536.6	617.1
증가율 (%)	5.3	52.9	43.7	15.6	15.0
매출원가	166.9	262.7	370.0	419.0	481.8
매출총이익	44.5	60.4	94.3	117.6	135.3
매출총이익률 (%)	21.1	18.7	20.3	21.9	21.9
판매관리비	20.8	38.9	56.8	74.2	85.3
영업이익	23.7	21.5	37.5	43.5	50.0
증가율 (%)	(14.3)	(9.1)	74.2	15.9	15.0
영업이익률 (%)	11.2	6.7	8.1	8.1	8.1
영업외손익	(9.0)	0.4	0.5	1.4	2.0
금융손익	1.7	0.6	(0.4)	0.5	1.1
기타영업외손익	(10.7)	(0.2)	1.0	1.0	1.0
종속 및 관계기업관련손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
세전계속사업이익	14.6	21.9	38.0	44.9	52.0
법인세비용	5.9	6.9	9.1	10.8	13.6
계속사업이익	8.7	14.9	28.9	34.1	38.4
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	8.7	14.9	28.9	34.1	38.4
증가율 (%)	(59.7)	71.4	93.3	18.1	12.6
순이익률 (%)	4.1	4.6	6.2	6.4	6.2
(지배주주)당기순이익	9.0	15.3	29.5	34.9	39.3
(비지배주주)당기순이익	(0.3)	(0.3)	(0.6)	(0.7)	(0.8)
총포괄이익	5.2	13.9	28.9	34.1	38.4
(지배주주)총포괄이익	5.5	14.3	29.6	35.0	39.4
(비지배주주)총포괄이익	(0.3)	(0.3)	(0.7)	(0.8)	(0.9)
EBITDA	26.8	25.4	44.0	49.4	55.5
증가율 (%)	(14.9)	(5.2)	73.3	12.1	12.3
EBITDA 이익률 (%)	12.7	7.9	9.5	9.2	9.0

주요 투자지표

12월 결산	2017	2018	2019F	2020F	2021F
EPS(당기순이익, 원)	360	618	1,194	1,410	1,588
EPS(지배순이익, 원)	371	631	1,220	1,441	1,623
BPS(자본총계, 원)	5,167	5,706	6,714	7,899	9,233
BPS(지배지분, 원)	5,167	5,659	6,693	7,909	9,277
DPS(원)	100	100	190	230	260
PER(당기순이익, 배)	19.3	10.3	8.2	6.9	6.1
PER(지배순이익, 배)	18.7	10.0	8.0	6.8	6.0
PBR(자본총계, 배)	1.3	1.1	1.5	1.2	1.1
PBR(지배지분, 배)	1.3	1.1	1.5	1.2	1.1
EV/EBITDA(배)	5.8	8.4	6.1	5.0	4.1
배당성향 (%)	26.3	15.5	15.2	15.6	15.7
배당수익률 (%)	1.4	1.6	1.9	2.4	2.7
수익성					
EBITDA 이익률 (%)	12.7	7.9	9.5	9.2	9.0
영업이익률 (%)	11.2	6.7	8.1	8.1	8.1
순이익률 (%)	4.1	4.6	6.2	6.4	6.2
ROA (%)	4.6	6.1	9.4	10.2	10.6
ROE(지배순이익, %)	7.3	11.7	19.8	19.7	18.9
ROIC (%)	13.5	12.0	16.8	18.3	19.2
안정성					
부채비율 (%)	53.4	113.4	97.9	81.6	69.2
순자입금비율 (%)	(10.9)	42.4	20.3	6.3	(3.1)
현금비율 (%)	45.8	12.3	14.6	19.1	19.4
이자보상배율 (배)	27.9	8.8	11.3	16.7	24.9
활동성					
순운전자본회전율 (회)	4.2	4.8	5.2	5.4	5.4
재고자산회수기간 (일)	42.4	40.3	46.3	50.9	51.1
매출채권회수기간 (일)	67.3	62.7	61.1	59.7	59.8

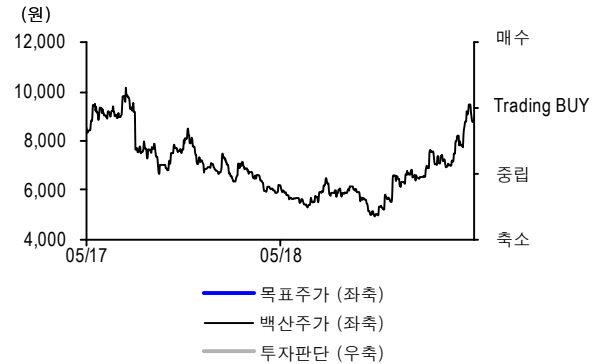
자료: 회사 자료, 신한금융투자 추정

백산 (035150)

주가차트



투자 의견 및 목표주가 추이



Compliance Notice

- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.(작성자 : 김규리, 윤창민)
- 자료 제공일 현재 당사는 상기 회사가 발행한 주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 자료 제공일 현재 당사는 지난 1년간 상기 회사의 최초 증권시장 상장시 대표 주관사로 참여한 적이 없습니다.
- 당사는 상기회사(백산)를 기초자산으로 한 주식의 유동성 공급회사(LP)임을 고지합니다.
- 자료제공일 현재 조사분석 담당자는 상기회사가 발행한 주식 및 주식관련 사채에 대하여 규정상 고지하여야 할 재산적 이해관계가 없으며, 추천의견을 제시함에 있어 어떠한 금전적 보상과도 연계되어 있지 않습니다.
- 당자료는 상기 회사 및 상기회사의 유가증권에 대한 조사분석담당자의 의견을 정확히 반영하고 있으나 이는 자료제공일 현재 시점에서의 의견 및 추정치로서 실적치와 오차가 발생할 수 있으며, 투자를 유도할 목적이 아니라 투자자의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 하고 있습니다. 따라서 종목의 선택이나 투자의 최종결정은 투자자 자신의 판단으로 하시기 바랍니다.
- 본 조사분석자료는 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로 어떠한 경우에도 당사의 허락없이 복사, 대여, 재배포될 수 없습니다.

일자	투자 의견	목표 주가 (원)	과리율 (%)	
			평균	최고/최저

주: 목표주가 과리율 산출 기간은 6개월 기준

투자등급 (2017년 4월 1일부터 적용)

종류	색터	투자등급	
		매수	축소
매수	■	향후 6개월 수익률이 +10% 이상	비중확대 : 업종내 커버리지 업체들의 투자의견이 시가총액 기준으로 매수 비중이 높을 경우
Trading BUY	■	향후 6개월 수익률이 -10% ~ +10%	중립 : 업종내 커버리지 업체들의 투자의견이 시가총액 기준으로 중립적일 경우
중립	■	향후 6개월 수익률이 -10% ~ -20%	축소 : 업종내 커버리지 업체들의 투자의견이 시가총액 기준으로 Reduce가 우세한 경우
축소	■	향후 6개월 수익률이 -20% 이하	

신한금융투자 유니버스 투자등급 비율 (2019년 05월 10일 기준)

매수 (매수)	97.14%	Trading BUY (중립)	0.95%	중립 (중립)	1.9%	축소 (매도)	0%
---------	--------	------------------	-------	---------	------	---------	----