



BUY(Maintain)

목표주가: 14,000원

주가(05/17): 10,450원

시가총액: 2,529억원

화장품/의류

Analyst 조경진

02) 3787-4771, kjcho@kiwoom.com

Stock Data

KOSPI (05/17)		2,055.80pt
52 주 주가동향	최고가	최저가
최고/최저가 대비	10,450원	4,945원
등락률	0.0%	111.3%
수익률	절대	상대
1M	32.3%	44.5%
6M	95.7%	99.2%
1Y	76.2%	109.9%

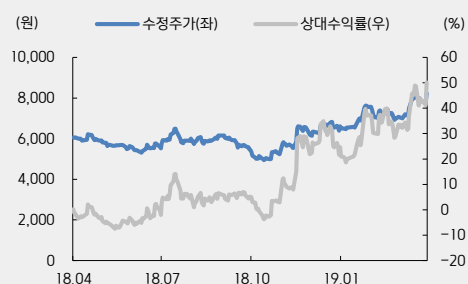
Company Data

발행주식수	24,200천주
일평균 거래량(3M)	113천주
외국인 지분율	5.3%
배당수익률(12E)	1.2%
BPS(12E)	6,740원
주요 주주	김한준 외 8 인 52.5%

투자지표

(십억원, IFRS 연결)	2016	2017	2018	2019F
매출액	200.8	211.4	323.1	479.2
영업이익	27.6	23.7	21.5	39.5
EBITDA	31.5	26.8	25.4	45.7
세전이익	29.3	14.6	21.9	40.1
순이익	21.6	8.7	14.9	29.3
지배주주지분순이익	21.9	9.0	15.3	29.6
EPS(원)	903.4	371	631	1,221
증감률(% YoY)	0.0	-58.9	70.0	93.5
PER(배)	10.5	18.7	10.0	6.7
PBR(배)	1.9	1.34	1.12	1.22
EV/EBITDA(배)	7.1	5.8	8.4	5.6
영업이익률(%)	13.8	11.2	6.7	8.2
ROE(%)	19.4	7.3	11.7	19.7
순차입금비율(%)	-4.3	-10.9	42.4	33.0

Price Trend



1Q19Review 및 업데이트

백산 (035150)

1Q19 턴어라운드의 서막



백산의 1Q19 매출액은 1,157억원(+127%, yoy), 영업이익 102억원(+136%, yoy)을 기록하며 실적 턴어라운드에 성공했습니다. 5월 17일 기준 주가는 PER 8.4배 수준으로 여전히 저평가 수준으로 판단됩니다. 향후 본업의 꾸준한 실적 개선이 예상되고 최신물산의 기업가치 상승 시 밸류에이션 상승이 가능할 것으로 전망하며 매수를 추천합니다.

>>> 1Q19 영업이익 102억 (+136%, yoy) 기록

백산의 1Q19 매출액은 1,157억원(+127%, yoy) 영업이익 102(+136%, yoy)을 기록했다. 동사의 매출 구성은 스포츠 신발, 차량 내장재, 휴대폰 케이스, 최신물산 4개 사업부로 구성된다. 2018년 기준 매출 비중은 각각 45%, 11%, 4%, 28%이다. 스포츠 신발 사업부의 매출액은 512억원, 차량 내장재 7.4억, 휴대폰 케이스 68억원을 기록하며 각각 전년동기대비+19.7%, +272.2%, +30.6% 증가했다. 1분기 강한 실적 턴어라운드의 요인은 스포츠 신발 부분의 주요 고객사인 나이키와 아디다스의 내 점유율 확대와 고마진 스웨이드 매출 증가, 중국 공장의 생산성 증가에 기인한다.

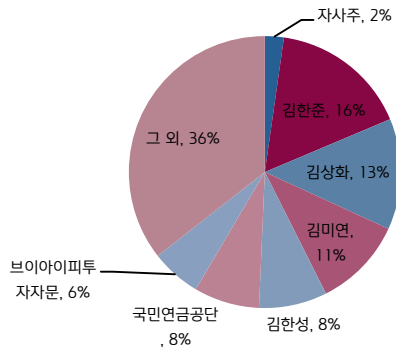
>>> 최신물산, 장기적인 접근 유효

2018년 7월 4일 인수한 의류 OEM 업체 최신물산의 1분기 실적은 매출액 497억원, 순이익 23억원을 기록했다. 2019년 온기로 최신물산의 실적이 반영되며 백산의 외형 및 이익 증가에 기여할 전망이다. 최신물산의 2019년 매출액은 2,051억원, 영업이익은 64억원으로 예상되며, 전사 매출의 42.8%로 비중이 확대될 것으로 전망한다. 향후 기능성 소재 수요가 있는 최신물산의 아웃도어 관련 신규 고객사의 유입이 기대되며, 장기적으로는 백산이 원자재를 공급하고 최신물산이 제조, 생산하여 고객사에 제공하는 수직계열화도 기대요소이다.

>>> 투자의견 BUY 유지, 목표주가 14,000원으로 상향

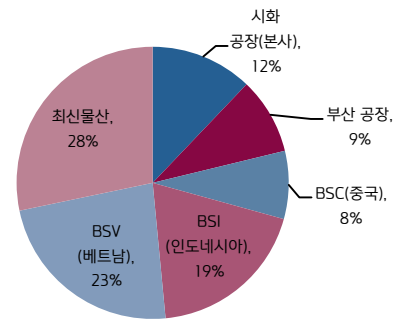
백산에 대한 투자포인트는 1) 글로벌 스포츠 신발 브랜드 내 밴더로서 점유율 확대, 2) 최신물산 실적 온기 반영, 3) 중국 법인의 수출 회복이다. 최근 주가 상승은 1분기 실적 턴어라운드에 대한 강한 기대감이 반영됐다. 동사는 원재료인 합성피혁을 제조 및 생산하는 업체로 1, 3분기 실적 성장률이 높은 편이며, 연간으로 실적 개선세가 지속될 것으로 예상된다. 5월 17일 기준 주가는 12개월 FWD EPS 기준 PER 8.4배 수준으로 여전히 저평가 수준이다(의류OEM 평균 12배, M/S 1위 업체 Sang fang 20배) 향후 최신물산의 기업가치 상승 시 밸류에이션 상승이 가능할 것으로 전망하며 매수를 추천한다.

백산의 주주구성



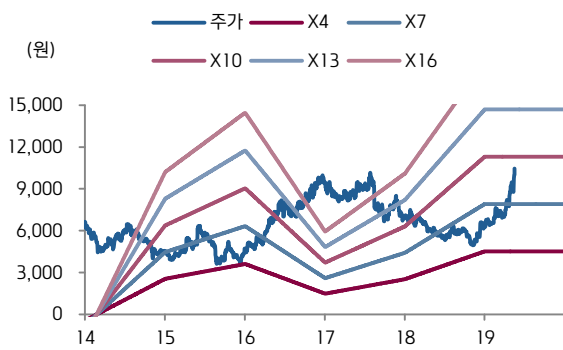
자료: 백산, 키움증권 리서치

백산의 매출 비중



자료: 백산, 키움증권 리서치

백산 12M FWD P/E밴드 추이



자료: 백산, 키움증권 리서치

백산 12M FWD P/B밴드 추이



자료: 백산, 키움증권 리서치

포괄손익계산서

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
매출액	211.4	323.1	479.2	533.3	590.9
매출원가	166.9	262.7	389.6	433.6	480.5
매출총이익	44.5	60.4	89.6	99.7	110.5
판매비	20.8	38.9	50.1	56.5	62.9
영업이익	23.7	21.5	39.5	43.1	47.5
EBITDA	26.8	25.4	45.7	49.3	53.7
영업외손익	-9.0	0.4	0.7	0.7	0.8
이자수익	0.3	0.3	0.3	0.3	0.5
이자비용	0.8	2.5	2.5	2.5	2.5
외환관련이익	2.4	7.1	5.9	5.9	5.9
외환관련손실	6.9	5.6	4.2	4.2	4.2
종속 및 관계기업손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타	-4.0	1.1	1.2	1.2	1.1
법인세차감전이익	14.6	21.9	40.1	43.9	48.4
법인세비용	5.9	6.9	10.9	11.9	13.1
계속사업손익	8.7	14.9	29.3	32.0	35.3
당기순이익	8.7	14.9	29.3	32.0	35.3
지배주주순이익	9.0	15.3	29.6	32.3	35.6
증감율 및 수익성 (%)					
매출액 증감율	5.3	52.8	48.3	11.3	10.8
영업이익 증감율	-14.2	-9.3	83.7	9.1	10.2
EBITDA 증감율	-15.0	-5.2	79.9	7.9	8.9
지배주주순이익 증감율	-58.8	70.0	93.5	9.1	10.2
EPS 증감율	-58.9	70.0	93.5	9.3	10.3
매출총이익율(%)	21.1	18.7	18.7	18.7	18.7
영업이익률(%)	11.2	6.7	8.2	8.1	8.0
EBITDA Margin(%)	12.7	7.9	9.5	9.2	9.1
지배주주순이익률(%)	4.3	4.7	6.2	6.1	6.0

현금흐름표

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
영업활동 현금흐름	21.2	-8.0	18.7	24.1	31.0
당기순이익	8.7	14.9	29.3	32.0	35.3
비현금항목의 가감	16.5	11.8	20.3	21.2	22.3
유형자산감가상각비	2.8	3.6	5.9	5.9	5.9
무형자산감가상각비	0.3	0.3	0.4	0.3	0.3
지분법평가손익	-0.3	-3.9	0.0	0.0	0.0
기타	13.7	11.8	14.0	15.0	16.1
영업활동자산부채증감	4.9	-23.6	-17.9	-15.1	-11.5
매출채권및기타채권의감소	2.9	-21.4	-24.5	-11.6	-12.4
재고자산의감소	3.1	-2.9	-7.7	-9.5	-6.5
매입채무및기타채무의증가	-0.1	6.0	15.0	6.7	7.9
기타	-1.0	-5.3	-0.7	-0.7	-0.5
기타현금흐름	-8.9	-11.1	-13.0	-14.0	-15.1
투자활동 현금흐름	-5.1	-36.6	-36.6	-38.2	-39.3
유형자산의 취득	-3.2	-4.9	-8.9	-8.0	-8.1
유형자산의 처분	0.1	4.1	0.0	0.0	0.0
무형자산의 순취득	0.0	-0.8	0.0	0.0	0.0
투자자산의감소(증가)	-4.2	-3.5	-0.9	-1.0	-1.0
단기금융자산의감소(증가)	4.6	-7.1	-2.5	-4.9	-5.9
기타	-2.4	-24.4	-24.3	-24.3	-24.3
재무활동 현금흐름	-2.3	33.7	-2.4	-2.4	-2.4
차입금의 증가(감소)	1.0	36.1	0.0	0.0	0.0
자본금, 자본잉여금의 증가(감소)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자기주식처분(취득)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
배당금지급	-2.1	-2.4	-2.4	-2.4	-2.4
기타	-1.2	0.0	0.0	0.0	0.0
기타현금흐름	-0.5	0.2	22.2	22.2	22.2
현금 및 현금성자산의 순증가	13.2	-10.6	1.9	5.8	11.6
기초현금 및 현금성자산	13.6	26.8	16.1	18.0	23.8
기말현금 및 현금성자산	26.8	16.1	18.0	23.8	35.4

재무상태표

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
유동자산	119.0	177.4	214.6	247.2	284.2
현금 및 현금성자산	26.8	16.1	18.0	23.8	35.4
단기금융자산	17.7	24.8	27.2	32.2	38.1
매출채권 및 기타채권	40.0	78.5	103.0	114.7	127.1
재고자산	23.0	48.4	56.1	65.6	72.1
기타유동자산	29.2	34.4	37.5	43.1	49.6
비유동자산	72.9	117.3	121.0	123.7	126.6
투자자산	5.0	8.5	9.5	10.4	11.4
유형자산	45.8	75.7	78.7	80.9	83.1
무형자산	5.7	16.8	16.5	16.1	15.8
기타비유동자산	16.4	16.3	16.3	16.3	16.3
자산총계	191.8	294.7	335.6	370.9	410.7
유동부채	58.4	131.5	146.5	153.2	161.2
매입채무 및 기타채무	22.0	39.1	54.0	60.8	68.7
단기금융부채	26.2	81.1	81.1	81.1	81.1
기타유동부채	10.2	11.3	11.4	11.3	11.4
비유동부채	8.4	25.1	25.1	25.1	25.1
장기금융부채	4.6	18.4	18.4	18.4	18.4
기타비유동부채	3.8	6.7	6.7	6.7	6.7
부채총계	66.8	156.6	171.6	178.4	186.3
지배지분	125.0	136.9	163.1	192.0	224.2
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
기타포괄손익누계액	-6.1	-5.9	-7.0	-8.0	-9.0
이익잉여금	88.0	99.7	126.9	156.8	190.1
비지배지분	0.0	1.2	0.9	0.5	0.2
자본총계	125.0	138.1	164.0	192.6	224.4

투자지표

(단위: 원, 배, %)

12월 결산, IFRS 연결	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
주당지표(원)					
EPS	371	631	1,221	1,335	1,472
BPS	5,167	5,659	6,740	7,934	9,266
CFPS	1,041	1,106	2,047	2,198	2,379
DPS	100	100	100	100	100
주가배수(배)					
PER	18.7	10.0	6.7	6.2	5.6
PER(최고)	27.5	12.0	6.8		
PER(최저)	17.6	7.5	5.1		
PBR	1.34	1.12	1.22	1.04	0.89
PBR(최고)	1.97	1.34	1.24		
PBR(최저)	1.26	0.84	0.92		
PSR	0.79	0.47	0.42	0.37	0.34
PCFR	6.7	5.7	4.0	3.7	3.5
EV/EBITDA	5.8	8.4	5.6	4.9	4.2
주요비율(%)					
배당성향(% , 보통주, 현금)	27.1	15.8	8.1	7.4	6.7
배당수익률(% , 보통주, 현금)	1.4	1.6	1.2	1.2	1.2
ROA	4.6	6.1	9.3	9.1	9.0
ROE	7.3	11.7	19.7	18.2	17.1
ROIC	13.8	12.1	15.1	15.0	15.4
매출채권회전율	5.1	5.5	5.3	4.9	4.9
재고자산회전율	8.6	9.1	9.2	8.8	8.6
부채비율	53.4	113.4	104.7	92.6	83.0
순차입금비율	-10.9	42.4	33.0	22.6	11.5
이자보상배율	27.9	8.8	16.1	17.6	19.4
총차입금	30.8	99.4	99.4	99.4	99.4
순차입금	-13.6	58.5	54.2	43.5	25.9
NOPLAT	26.8	25.4	45.7	49.3	53.7
FCF	18.9	-4.6	8.2	14.5	21.3

Compliance Notice

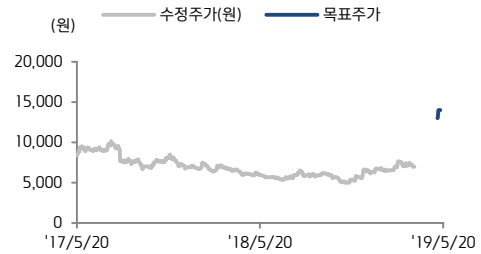
- 당사는 5월 17일 현재 '백산' 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사는 자료 작성일 현재 동 자료상에 언급된 기업들의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.

투자 의견 변동내역 (2개년)

종목명	일자	투자 의견	목표주가	목표 가격 대상 시점	과리율(%)	
					평균 주가대비	최고 주가대비
백산	2019/05/15	Buy(Initiate)	13,000원	6개월	-22.03	-19.62
(035150)	2019/05/20	Buy(Maintain)	14,000원	6개월		

*주가는 수정주가를 기준으로 과리율을 산출하였음.

목표주가 추이 (2개년)



투자 의견 및 적용 기준

기업	적용 기준(6개월)
Buy(매수)	시장대비 +20% 이상 주가 상승 예상
Outperform(시장수익률 상회)	시장대비 +10~+20% 주가 상승 예상
Marketperform(시장수익률)	시장대비 +10~-10% 주가 변동 예상
Underperform(시장수익률 하회)	시장대비 -10~-20% 주가 하락 예상
Sell(매도)	시장대비 -20% 이하 주가 하락 예상

업종	적용 기준(6개월)
Overweight (비중확대)	시장대비 +10% 이상 초과수익 예상
Neutral (중립)	시장대비 +10~-10% 변동 예상
Underweight (비중축소)	시장대비 -10% 이상 초과하락 예상

투자등급 비율 통계 (2018/04/01~2019/03/31)

투자등급	투자등급	비율(%)
매수	매수	95.91%
중립	중립	2.92%
매도	매도	1.17%