

백산 (035150)

신발에서 의류까지 전 사업부 대박! 확실한 목표주가 상향

투자 의견 BUY, 목표주가 16,700원으로 상향

백산에 대해 투자 의견 'BUY', 목표주가 16,700원으로 상향한다(기존 목표주가: 13,500원). 상향 근거는 1분기 호실적을 바탕으로 연간 EPS상향(7.8%) 및 의류OEM사인 최신평산의 수익성 개선(영업이익: 2018년 4분기 -35억원 → 2019년 1분기 6억원 흑자전환)이 1분기부터 빠르게 나타나기에 Target PER을 기존 10배에서 12배로 상향 조정했기 때문이다. 백산은 ①최신평산 인수를 통한 의류부문의 수직계열화가 가시적으로 나타날 것으로 전망되며 ②글로벌 스포츠 브랜드 업체로 안정적인 수주를 통해 신발용 합성피혁에서만 300억원 이상의 영업이익 기여가 예상되기 때문이다. 또한 ③중국 공장 정상 가동에 따른 고정비 감소(영업이익 70억원 개선 요인)로 큰 폭의 수익성 개선이 나타날 전망이다.

1분기 세자리 영업이익의 성장성 → 2분기도 서프라이즈 실적

백산의 1분기 연결실적은 매출액 1,157억원(YoY, +127.1%, 컨센서스: 1,088억원 YoY, +113.6%), 영업이익 101억원(YoY, +136.3%, 컨센서스: 95억원 YoY, +121.1%)으로 사상 최대 실적을 시현하였다. 호실적 요인은 글로벌 신발 브랜드의 판매량 호조 및 최신평산 인수에 따른 외형성장이 뒤따른 것으로 판단된다. 신발용 합성피혁 부문은 고객사(글로벌 브랜드 업체 N, A사)내 M/S확대로 매출 비중이 80%에 육박하며(과거: 60 ~ 62%) 안정적인 수주 증가세가 나타나고 있다. 또한 스웨이드 소재를 탑재한 신발 품목수 확대로 수익성 개선도 나타나는 상황이다(스웨이드 매출액 2018년 1분기 100억원 → 2019년 1분기 140억원 추정). 최신평산은 신규 공장 가동을 상승 및 수율 개선으로 영업이익 6억원(2018년 4분기 -35억원)의 흑자를 기록하였다. 글로벌 고객사향 신규 수주가 하반기부터 예상되는 만큼 전사 수익성 개선에 기여할 전망이다.

PER 7배 확실한 매수구간!

백산의 2019년 실적은 매출액 4,569억원(YoY, +41.4%), 영업이익은 436억원(YoY, +102.8%)을 전망한다. 현 주가 수준은 의류 OEM사들 평균 PER 14.9배, 글로벌 합성피혁 업체 평균 PER 12배 대비 현저한 저평가 구간으로 판단한다.

Update

BUY

| TP(12M): 16,700원(상향) | CP(5월 14일): 9,750원

Key Data

KOSPI 지수 (pt)	2,081.84
52주 최고/최저(원)	9,750/4,945
시가총액(십억원)	236.0
시가총액비중(%)	0.02
발행주식수(천주)	24,200.0
60일 평균 거래량(천주)	195.5
60일 평균 거래대금(십억원)	1.6
19년 배당금(예상, 원)	100
19년 배당수익률(예상, %)	1.03
외국인지분율(%)	7.31
주요주주 지분율(%)	
김한준 외 8인	52.54
국민연금	10.19
주가상승률	1M 6M 12M
절대	18.8 95.0 57.8
상대	27.4 93.7 87.6

Consensus Data

	2019	2020
매출액(십억원)	433.5	463.1
영업이익(십억원)	37.1	41.7
순이익(십억원)	27.3	31.1
EPS(원)	1,145	1,307
BPS(원)	6,879	8,121

Stock Price



Financial Data

투자지표	단위	2017	2018	2019F	2020F	2021F
매출액	십억원	211.4	323.1	456.9	511.6	574.5
영업이익	십억원	23.7	21.5	43.6	48.4	53.6
세전이익	십억원	14.6	21.9	42.9	47.8	53.1
순이익	십억원	9.0	15.3	33.8	37.6	41.8
EPS	원	371	631	1,395	1,555	1,726
증감률	%	(58.9)	70.1	121.1	11.5	11.0
PER	배	18.69	10.04	6.99	6.27	5.65
PBR	배	1.32	1.10	1.38	1.14	0.96
EV/EBITDA	배	5.75	8.39	6.38	5.40	4.52
ROE	%	7.27	11.66	22.12	20.23	18.70
BPS	원	5,271	5,762	7,060	8,517	10,144
DPS	원	100	100	100	100	100



Analyst 김두현
02-3771-8542
doohyun@hanafn.com



Analyst 이정기
02-3771-7522
robert.lee@hanafn.com

RA 김규상
02-3771-8197
qkim@hanafn.com

추정 재무제표

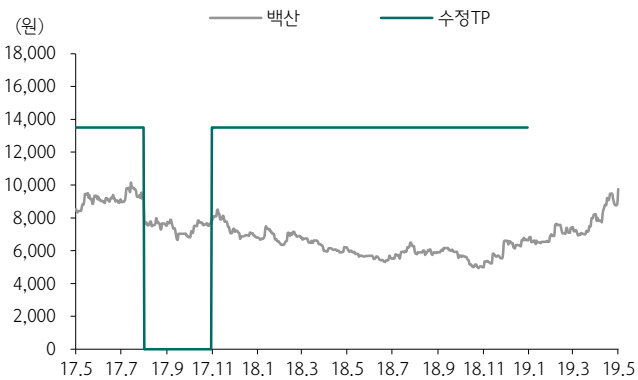
손익계산서	(단위: 십억원)				
	2017	2018	2019F	2020F	2021F
매출액	211.4	323.1	456.9	511.6	574.5
매출원가	166.9	262.7	367.6	411.0	461.2
매출총이익	44.5	60.4	89.3	100.6	113.3
판매비	20.8	38.9	45.7	52.2	59.7
영업이익	23.7	21.5	43.6	48.4	53.6
금융손익	1.7	0.6	(0.7)	(0.6)	(0.5)
중속/관계기업손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	(10.7)	(0.2)	0.0	0.0	0.0
세전이익	14.6	21.9	42.9	47.8	53.1
법인세	5.9	6.9	9.9	11.0	12.2
계속사업이익	8.7	14.9	33.0	36.8	40.9
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	8.7	14.9	33.0	36.8	40.9
비지배주주지분	(0.3)	(0.3)	(0.7)	(0.8)	(0.9)
순이익	9.0	15.3	33.8	37.6	41.8
지배주주순이익	5.5	14.3	33.8	37.7	41.9
지배주주지분포괄이익	14.1	14.7	33.6	37.3	41.2
NOPAT	26.8	25.4	47.1	51.6	56.4
EBITDA	26.8	25.4	47.1	51.6	56.4
성장성(%)					
매출액증가율	5.3	52.8	41.4	12.0	12.3
NOPAT증가율	(30.9)	4.3	128.6	11.0	10.5
EBITDA증가율	(14.9)	(5.2)	85.4	9.6	9.3
영업이익증가율	(14.1)	(9.3)	102.8	11.0	10.7
(지배주주)순이익증가율	(58.9)	70.0	120.9	11.2	11.2
EPS증가율	(58.9)	70.1	121.1	11.5	11.0
수익성(%)					
매출총이익률	21.1	18.7	19.5	19.7	19.7
EBITDA이익률	12.7	7.9	10.3	10.1	9.8
영업이익률	11.2	6.7	9.5	9.5	9.3
계속사업이익률	4.1	4.6	7.2	7.2	7.1
투자지표					
	2017	2018	2019F	2020F	2021F
주당지표(원)					
EPS	371	631	1,395	1,555	1,726
BPS	5,271	5,762	7,060	8,517	10,144
CFPS	1,041	1,106	1,958	2,143	2,342
EBITDAPS	1,108	1,050	1,947	2,131	2,331
SPS	8,734	13,352	18,880	21,140	23,740
DPS	100	100	100	100	100
주가지표(배)					
PER	18.7	10.0	7.0	6.3	5.7
PBR	1.3	1.1	1.4	1.1	1.0
PCFR	6.7	5.7	5.0	4.6	4.2
EV/EBITDA	5.8	8.4	6.4	5.4	4.5
PSR	0.8	0.5	0.5	0.5	0.4
재무비율(%)					
ROE	7.3	11.7	22.1	20.2	18.7
ROA	4.7	6.3	10.6	10.4	10.2
ROIC	13.2	10.1	16.2	16.1	16.8
부채비율	53.4	113.4	102.0	88.7	78.5
순부채비율	(10.9)	42.4	38.0	21.1	8.3
이자보상배율(배)	27.9	8.8	14.9	17.0	18.7

자료: 하나금융투자

대차대조표	(단위: 십억원)				
	2017	2018	2019F	2020F	2021F
유동자산	119.0	177.4	223.5	267.9	317.0
금융자산	44.4	40.9	30.9	52.3	75.1
현금성자산	26.8	16.1	3.7	21.8	40.8
매출채권 등	40.0	78.5	111.0	124.3	139.6
재고자산	23.0	48.4	68.4	76.6	86.0
기타유동자산	11.6	9.6	13.2	14.7	16.3
비유동자산	72.9	117.3	117.4	115.6	114.4
투자자산	5.0	8.5	12.1	13.5	15.2
금융자산	1.1	2.4	3.5	3.9	4.3
유형자산	45.8	75.7	72.5	69.6	66.9
무형자산	5.7	16.8	16.5	16.3	16.1
기타비유동자산	16.4	16.3	16.3	16.2	16.2
자산총계	191.8	294.7	340.9	383.6	431.5
유동부채	58.4	131.5	144.2	151.2	159.4
금융부채	26.2	81.1	76.7	76.8	76.9
매입채무 등	22.0	39.1	55.2	61.8	69.4
기타유동부채	10.2	11.3	12.3	12.6	13.1
비유동부채	8.4	25.1	27.9	29.1	30.4
금융부채	4.6	18.4	18.4	18.4	18.4
기타비유동부채	3.8	6.7	9.5	10.7	12.0
부채총계	66.8	156.6	172.1	180.3	189.8
지배주주지분	125.0	136.9	168.4	203.6	243.0
자본금	14.0	14.0	14.0	14.0	14.0
자본잉여금	32.2	32.2	32.2	32.2	32.2
자본조정	(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	131.1	166.4	205.8
비지배주주지분	0.0	1.2	0.4	(0.4)	(1.3)
자본총계	125.0	138.1	168.8	203.2	241.7
순금융부채	(13.6)	58.5	64.2	42.8	20.2
현금흐름표	(단위: 십억원)				
	2017	2018	2019F	2020F	2021F
영업활동 현금흐름	21.2	(8.0)	(1.5)	23.4	24.9
당기순이익	8.7	14.9	33.0	36.8	40.9
조정	7.6	0.7	1.8	1.4	1.1
감가상각비	3.1	3.9	3.5	3.2	2.9
외환거래손익	1.3	0.2	0.0	0.0	0.0
지분법손익	0.3	(2.9)	0.0	0.0	0.0
기타	2.9	(0.5)	(1.7)	(1.8)	(1.8)
영업활동 자산부채	4.9	(23.6)	(36.3)	(14.8)	(17.1)
변동					
투자활동 현금흐름	(5.1)	(36.6)	(4.3)	(3.0)	(3.7)
투자자산감소(증가)	(4.2)	(3.5)	(3.5)	(1.4)	(1.7)
유형자산감소(증가)	(3.0)	(0.8)	0.0	0.0	0.0
기타	2.1	(32.3)	(0.8)	(1.6)	(2.0)
재무활동 현금흐름	(2.3)	33.7	(6.7)	(2.3)	(2.3)
금융부채증가(감소)	0.3	68.6	(4.3)	0.1	0.1
자본증가(감소)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타재무활동	(0.5)	(32.5)	(0.0)	0.0	0.0
배당지급	(2.1)	(2.4)	(2.4)	(2.4)	(2.4)
현금의 증감	13.2	(10.6)	(12.4)	18.2	19.0
Unlevered CFO	25.2	26.8	47.4	51.9	56.7
Free Cash Flow	18.0	(12.9)	(1.5)	23.4	24.9

투자 의견 변동 내역 및 목표주가 괴리율

백산



날짜	투자 의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
19.5.15	BUY	16,700	-	-
19.1.14	담당자 변경		-	-
17.11.14	BUY	13,500	-53.70%	-37.04%
17.8.15	BUY	0	-	-
17.5.28	BUY	13,500	-31.35%	-24.81%
16.7.31	BUY	10,750	-20.40%	-7.16%

투자 등급 관련 사항 및 투자 의견 비율 공시

- 투자 의견의 유효 기간은 추천일 이후 12개월을 기준으로 적용

기업의 분류

BUY(매수)_목표주가가 현주가 대비 15% 이상 상승 여력
Neutral(중립)_목표주가가 현주가 대비 -15%~15% 등락
Reduce(매도)_목표주가가 현주가 대비 -15% 이상 하락 가능

산업의 분류

Overweight(비중 확대)_업종지수가 현재지수 대비 15% 이상 상승 여력
Neutral(중립)_업종지수가 현재지수 대비 -15%~15% 등락
Underweight(비중 축소)_업종지수가 현재지수 대비 -15% 이상 하락 가능

투자 등급	BUY(매수)	Neutral(중립)	Reduce(매도)	합계
금융 투자 상품의 비율	91.7%	7.7%	0.6%	100.0%

* 기준일: 2019년 05월 14일

Compliance Notice

- 본 자료를 작성한 애널리스트(김두연)는 자료의 작성과 관련하여 외부의 압력이나 부당한 간섭을 받지 않았으며, 본인의 의견을 정확하게 반영하여 신의성실 하게 작성하였습니다
- 본 자료는 기관투자자 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다
- 당사는 2019년 05월 15일 현재 해당 회사의 지분을 1% 이상 보유 하고 있지 않습니다
- 본 자료를 작성한 애널리스트(김두연)는 2019년 05월 15일 현재 해당 회사의 유가 증권 을 보유하고 있지 않습니다

본 조사 자료는 고객의 투자에 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 어떠한 경우에도 무단 복제 및 배포 될 수 없습니다. 또한 본 자료에 수록된 내용은 당사가 신뢰할 만한 자료 및 정보로 얻어진 것이나, 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임 하에 최종 결정을 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식 투자의 결과에 대한 법적 책임 소재의 증명 자료로 사용될 수 없습니다.