

백산 (035150)

3분기 영업이익은 확실히 100억원 이상 예상한다

2분기 백산은 너무 좋는데 우려했던 최신물산이 발목을 잡음

백산의 2분기 연결 실적은 매출액 1,062억원(YoY, +95.1%), 영업이익 29억원(YoY, -16.5%)을 시현했다. 전년 대비 악화된 실적 요인은 최신물산의 가동률 하락에 따른 고정비 증가로 판단한다(가동률 하락요인: ①2분기 비수기 효과, ②신규 인수 법인인 미안마 및 베트남 법인의 수주량 감소, 그 외 ③지사 설립 등 기타 간접비 발생). 최신물산을 제외한 백산 실적은 671억원(YoY, +23.5%), 영업이익 80억원(YoY, +132.6%)으로 호실적을 기록하였다. 백산의 영업환경은 너무나 좋은 상황이다.

3분기는 확실히 좋아지는가?

3분기 백산 연결실적은 매출액 1,215억원(YoY, +11.7%), 영업이익 104억원(YoY, +23.6%)을 예상한다. 이유는 다음과 같다. 백산 및 최신물산 성수기 효과로 가동률 증가에 따른 레버리지 효과이다. 백산은 글로벌 신발 브랜드 호조 및 나이키향 매출 비중 확대로 사상최대 실적이 예상되는 바이다. 3분기 최신물산을 제외한 백산의 영업이익만 100억원 이상을 추정한다. 2018년 3분기 영업이익 84억원을 시현했을 때 보다 증가한 고객사 수주량 및 우호적인 환율환경(원/달러 2018년 3분기 1,112원 → 2019년 7~8월 1,200원)을 반영한 수치이다. 최신물산은 북미 고객사향 오더량 증가 및 원가 절감 프로세스 반영으로 월 BEP매출 170억원을 상회한 실적이 예상된다.

PER 6.3배 확실한 매수구간!

백산에 대해 투자의견 'BUY', 목표주가 11,200원으로 하향한다(기존 목표주가: 16,700원). 하향 근거는 2분기 최신물산 적자 확대 및 비정기 세무조사에 따른 순이익 악화이며, 2019년 EPS 감소분만큼 반영한 수치이다(기존 1,395원 → 수정 932원). 백산의 2019년 실적은 매출액 4,359원(YoY, +34.9%), 영업이익은 327억원(YoY, +52.1%)을 전망한다. 현 주가 수준은 국내 의류OEM사들 평균 PER 12.8배, 글로벌 합성피혁 업체 평균 PER 10배 대비 현저한 저평가 구간으로 판단한다.

Update

BUY

| TP(12M): 11,200원 | CP(8월 23일): 5,840원

Key Data

KOSPI 지수 (pt)	1,948.30
52주 최고/최저(원)	11,000/4,945
시가총액(십억원)	141.3
시가총액비중(%)	0.01
발행주식수(천주)	24,200.0
60일 평균 거래량(천주)	202.7
60일 평균 거래대금(십억원)	1.6
19년 배당금(예상, 원)	100
19년 배당수익률(예상, %)	1.71
외국인지분율(%)	9.03
주요주주 지분율(%)	
김한준 외 8인	52.54
국민연금공단	9.98
주가상승률	1M 6M 12M
절대	(24.9) (22.9) (0.8)
상대	(19.0) (11.7) 16.2

Consensus Data

	2019	2020
매출액(십억원)	479.2	533.3
영업이익(십억원)	39.5	43.1
순이익(십억원)	29.3	32.0
EPS(원)	1,223	1,335
BPS(원)	6,895	8,116

Stock Price



Financial Data

투자지표	단위	2017	2018	2019F	2020F	2021F
매출액	십억원	211.4	323.1	435.9	511.6	574.5
영업이익	십억원	23.7	21.5	32.7	48.4	53.6
세전이익	십억원	14.6	21.9	31.8	47.4	52.7
순이익	십억원	9.0	15.3	22.6	37.3	41.4
EPS	원	371	631	932	1,540	1,712
증감률	%	(58.9)	70.1	47.7	65.2	11.2
PER	배	18.69	10.04	6.26	3.79	3.41
PBR	배	1.32	1.10	0.89	0.73	0.60
EV/EBITDA	배	5.75	8.39	5.74	3.72	2.98
ROE	%	7.27	11.66	15.34	21.35	19.59
BPS	원	5,271	5,762	6,597	8,039	9,654
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

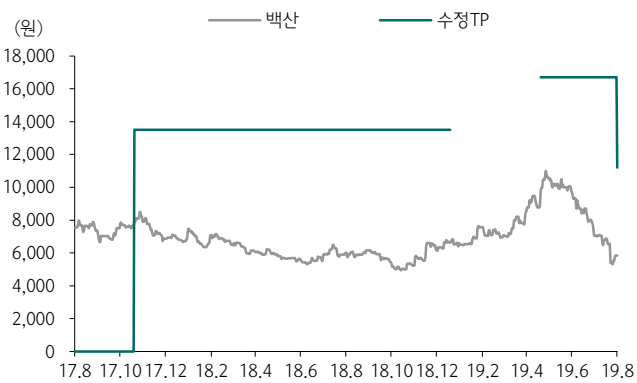
손익계산서	(단위: 십억원)				
	2017	2018	2019F	2020F	2021F
매출액	211.4	323.1	435.9	511.6	574.5
매출원가	166.9	262.7	359.6	411.0	461.2
매출총이익	44.5	60.4	76.3	100.6	113.3
판매비	20.8	38.9	43.6	52.2	59.7
영업이익	23.7	21.5	32.7	48.4	53.6
금융손익	1.7	0.6	(0.9)	(1.1)	(0.9)
중속/관계기업손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	(10.7)	(0.2)	0.0	0.0	0.0
세전이익	14.6	21.9	31.8	47.4	52.7
법인세	5.9	6.9	9.7	10.9	12.1
계속사업이익	8.7	14.9	22.1	36.5	40.6
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	8.7	14.9	22.1	36.5	40.6
비지배주주지분 순이익	(0.3)	(0.3)	(0.5)	(0.8)	(0.9)
지배주주순이익	9.0	15.3	22.6	37.3	41.4
지배주주지분포괄이익	5.5	14.3	22.6	37.4	41.5
NOPAT	14.1	14.7	22.7	37.3	41.2
EBITDA	26.8	25.4	36.2	51.6	56.4
성장성(%)					
매출액증가율	5.3	52.8	34.9	17.4	12.3
NOPAT증가율	(30.9)	4.3	54.4	64.3	10.5
EBITDA증가율	(14.9)	(5.2)	42.5	42.5	9.3
영업이익증가율	(14.1)	(9.3)	52.1	48.0	10.7
(지배주주)순이익증가율	(58.9)	70.0	47.7	65.0	11.0
EPS증가율	(58.9)	70.1	47.7	65.2	11.2
수익성(%)					
매출총이익률	21.1	18.7	17.5	19.7	19.7
EBITDA이익률	12.7	7.9	8.3	10.1	9.8
영업이익률	11.2	6.7	7.5	9.5	9.3
계속사업이익률	4.1	4.6	5.1	7.1	7.1
투자지표					
	2017	2018	2019F	2020F	2021F
주당지표(원)					
EPS	371	631	932	1,540	1,712
BPS	5,271	5,762	6,597	8,039	9,654
CFPS	1,041	1,106	1,508	2,143	2,342
EBITDAPS	1,108	1,050	1,496	2,131	2,331
SPS	8,734	13,352	18,012	21,140	23,740
DPS	100	100	100	100	100
주가지표(배)					
PER	18.7	10.0	6.3	3.8	3.4
PBR	1.3	1.1	0.9	0.7	0.6
PCFR	6.7	5.7	3.9	2.7	2.5
EV/EBITDA	5.8	8.4	5.7	3.7	3.0
PSR	0.8	0.5	0.3	0.3	0.2
재무비율(%)					
ROE	7.3	11.7	15.3	21.3	19.6
ROA	4.7	6.3	7.0	10.2	10.1
ROIC	13.2	10.1	11.2	16.6	17.0
부채비율	53.4	113.4	119.6	101.9	89.1
순부채비율	(10.9)	42.4	41.8	26.4	12.1
이자보상배율(배)	27.9	8.8	10.2	14.4	16.2

자료: 하나금융투자

대차대조표	(단위: 십억원)				
	2017	2018	2019F	2020F	2021F
유동자산	119.0	177.4	229.7	271.8	320.6
금융자산	44.4	40.9	48.6	59.5	82.3
현금성자산	26.8	16.1	23.4	31.7	51.8
매출채권 등	40.0	78.5	105.9	124.3	139.6
재고자산	23.0	48.4	65.2	76.6	86.0
기타유동자산	11.6	9.6	10.0	11.4	12.7
비유동자산	72.9	117.3	116.8	115.6	114.4
투자자산	5.0	8.5	11.5	13.5	15.2
금융자산	1.1	2.4	3.3	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	346.5	387.4	435.1
유동부채	58.4	131.5	161.2	166.4	174.6
금융부채	26.2	81.1	96.2	91.8	91.9
매입채무 등	22.0	39.1	52.7	61.8	69.4
기타유동부채	10.2	11.3	12.3	12.8	13.3
비유동부채	8.4	25.1	27.5	29.1	30.4
금융부채	4.6	18.4	18.4	18.4	18.4
기타비유동부채	3.8	6.7	9.1	10.7	12.0
부채총계	66.8	156.6	188.8	195.5	205.0
지배주주지분	125.0	136.9	157.1	192.0	231.1
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	119.9	154.8	193.9
비지배주주지분	0.0	1.2	0.7	(0.1)	(1.0)
자본총계	125.0	138.1	157.8	191.9	230.1
순금융부채	(13.6)	58.5	66.0	50.7	27.9
현금흐름표	(단위: 십억원)				
	2017	2018	2019F	2020F	2021F
영업활동 현금흐름	21.2	(8.0)	(4.0)	17.9	25.0
당기순이익	8.7	14.9	22.1	36.5	40.6
조정	7.6	0.7	1.7	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)	(1.8)	(1.8)	(1.8)
영업활동 현금흐름	4.9	(23.6)	(27.8)	(20.0)	(16.7)
투자활동 현금흐름	(5.1)	(36.6)	(1.7)	(2.8)	(2.7)
투자자산감소(증가)	(4.2)	(3.5)	(3.0)	(2.0)	(1.7)
유형자산감소(증가)	(3.0)	(0.8)	0.0	0.0	0.0
기타	2.1	(32.3)	1.3	(0.8)	(1.0)
재무활동 현금흐름	(2.3)	33.7	12.8	(6.8)	(2.3)
금융부채증가(감소)	0.3	68.6	15.2	(4.4)	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)	7.3	8.3	20.1
Unlevered CFO	25.2	26.8	36.5	51.9	56.7
Free Cash Flow	18.0	(12.9)	(4.0)	17.9	25.0

투자의견 변동 내역 및 목표주가 괴리율

백산



날짜	투자이견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
19.8.26	BUY	11,200	-48.51%	-34.13%
19.5.15	BUY	16,700	-	-
19.1.14	담당자변경	-	-	-
17.11.14	BUY	13,500	-53.70%	-37.04%
17.8.15	-	-	-	-

투자등급 관련사항 및 투자의견 비율공시

- 투자의견의 유효기간은 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(비중확대)_업종지수가 현재지수 대비 15% 이상 상승 여력
Neutral(중립)_업종지수가 현재지수 대비 -15%~15% 등락
Underweight(비중축소)_업종지수가 현재지수 대비 -15% 이상 하락 가능

투자등급	BUY(매수)	Neutral(중립)	Reduce(매도)	합계
금융투자상품의 비율	88.2%	11.1%	0.6%	99.9%

* 기준일: 2019년 08월 23일

Compliance Notice

- 본 자료를 작성한 애널리스트(김두현)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 08월 26일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유 하고 있지 않습니다
- 본 자료를 작성한 애널리스트(김두현)는 2019년 08월 26일 현재 해당 회사의 유가증권을 보유하고 있지 않습니다

본 조사항목은 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 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.