

2020년 3월 4일 | Equity Research

백산 (035150)



백산만 2019년도에 430억원 벌었습니다

투자자의견 BUY, 목표주가 12,500원 유지

백산에 대해 투자자의견 'BUY', 목표주가 12,500원을 유지한다. 2019년 4분기 실적이 시장 기대치 대비 하회 했음에도 불구하고 목표주가를 유지하는 이유는 최신물산을 제외한 백산 본업에서의 실적 성장세가 가파르기 때문이다. 백산은 글로벌 신발브랜드향 매출 비중이 가파르게 상승하고 있으며(아디다스내 점유율 30% → 50% 추정), 자동차용 합성피혁 부문 역시 차량 모델 확대로 호실적을 기록하고 있다(최신물산을 제외한 백산 영업이익 추이: 2018년 230억원 → 2019년 434억원 → 2020년F 486억원/최신물산 영업이익: 2018년 -15억원 → 2019년 -109억원 예상). 이에 현 주가수준은 백산 본업의 가치에도 미치지 못한 현저한 저평가로 사료된다.

4분기 일회성 비용 반영 완료, 1분기 코로나19 이슈 제한적

4분기 백산 연결실적은 매출액 1,177억원(YoY, +8.0%), 영업이익 42억원(YoY, -22.3%)으로 기록했다. 연결실적 악화요인은 최신물산의 영업적자 및 일회성 비용 때문이다. 최신물산은 4분기 비수기에 따른 가동률 저하로 영업적자 -50억원(3분기 -15억원)과 재고재산 평가충당금 및 고객사 클레임 비용 등 일회성 비용 -32억원이 반영되면서 최신물산의 영업이익은 -82억원으로 큰 폭의 손실을 발생하였다. 최신물산을 제외한 백산은 영업이익은 123억원(YoY, +25.5%)을 시현하며 2019년 연간 434억원의 호실적을 기록했다. 영업외단에서는 최신물산의 대규모 적자에 따른 영업권 상각으로 총 96억원이 발생하였다.

최신물산은 2019년도 Big Bath를 통해 2020년도 적자폭은 큰 폭으로 감소할 전망이다. 백산은 글로벌 신발 브랜드내에 백산의 점유율이 지속적으로 상승하고 있으며, 대만 경쟁사의 사업구조 개편에 따라 백산의 점유율은 더욱더 높아질 전망이다. 2020년 1분기는 코로나19 발생으로 중국 동관 공장의 가동률 하락 영향이 있지만, 환율상승 효과 등으로 상쇄될 전망이다. 1분기 매출액과 영업이익은 1,213억원(YoY, +4.8%), 영업이익 96억원(YoY, -5.4%)을 전망한다. 최신물산을 제외한 영업이익은 110억원으로 2019년 1분기 96억원 대비 14.5% 증가할 전망이다.

Update

BUY

| TP(12M): 12,500원 | CP(3월 3일): 6,840원

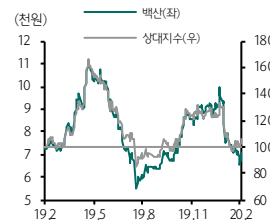
Key Data

KOSPI 지수 (pt)	2,014.15
52주 최고/최저(원)	11,000/5,310
시가총액(십억원)	165.5
시가총액비중(%)	0.01
발행주식수(천주)	24,200.0
60일 평균 거래량(천주)	277.1
60일 평균 거래대금(십억원)	2.3
19년 배당금(예상, 원)	100
19년 배당수익률(예상, %)	1.11
외국인지분율(%)	5.69
주요주주 지분율(%)	
김한준 외 8인	52.12
국민연금공단	6.81
주가상승률	1M 6M 12M
절대	(6.9) 15.9 (3.1)
상대	(2.1) 13.1 5.6

Consensus Data

	2019	2020
매출액(십억원)	N/A	N/A
영업이익(십억원)	N/A	N/A
순이익(십억원)	N/A	N/A
EPS(원)	N/A	N/A
BPS(원)	N/A	N/A

Stock Price



Financial Data

투자지표	단위	2017	2018	2019F	2020F	2021F
매출액	십억원	211.4	323.1	470.8	533.4	602.2
영업이익	십억원	23.7	21.5	32.5	44.5	51.9
세전이익	십억원	14.6	21.9	19.9	41.0	48.7
순이익	십억원	9.0	15.3	9.7	32.3	38.3
EPS	원	371	631	403	1,333	1,583
증감률	%	(58.9)	70.1	(36.1)	230.8	18.8
PER	배	18.69	10.04	22.32	5.13	4.32
PBR	배	1.32	1.10	1.48	0.94	0.78
EV/EBITDA	배	5.75	8.39	7.76	4.36	3.36
ROE	%	7.27	11.66	6.93	20.25	19.94
BPS	원	5,271	5,762	6,067	7,303	8,788
DPS	원	100	100	100	100	100



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



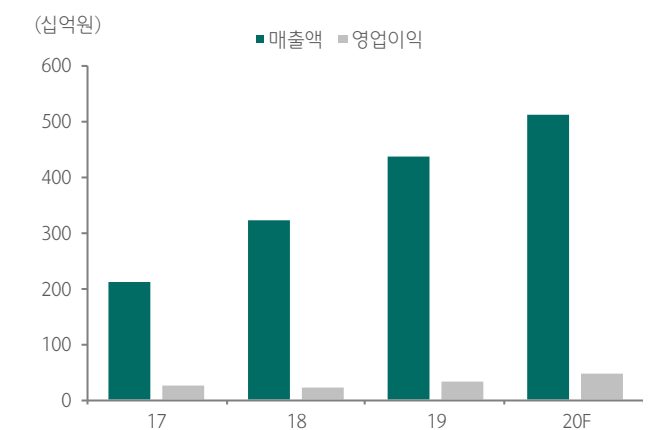
Analyst 이정기
02-3771-7522
robert.lee@hanafn.com

RA 김규상
02-3771-8197
qkim@hanafn.com

2020년 기준 PER 5배! 절대적 저평가 국면

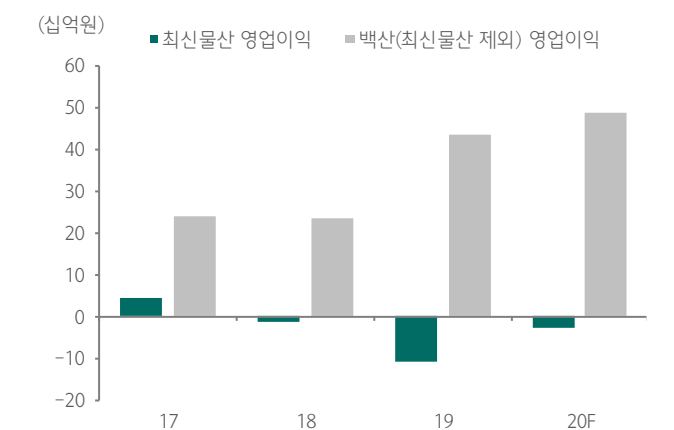
백산의 2020년 실적은 매출액 5,334원(YoY, +13.3%), 영업이익은 445억원(YoY, +36.9%)을 전망한다. 백산은 글로벌 신발 경기 호황 및 차량용 합성피혁 부문의 견조한 수주 증가로 486억원의 영업이익이 예상된다. 최신헌산은 30억원의 영업이익자를 예상한다. 최신헌산의 실적 불확실성이 주가 발목을 잡고 있지만, 백산 본업의 성장세는 무척 가파른 상황이다. 자회사 실적 악화에 백산 본업 가치가 퇴색된 현 주가 수준은 확실한 매수 구간으로 판단한다.

그림 1. 백산 매출액 및 영업이익 추이



자료: 백산, 하나금융투자

그림 2. 최신헌산과 최신헌산을 제외한 백산의 영업이익 추이



자료: 백산, 하나금융투자

추정 재무제표

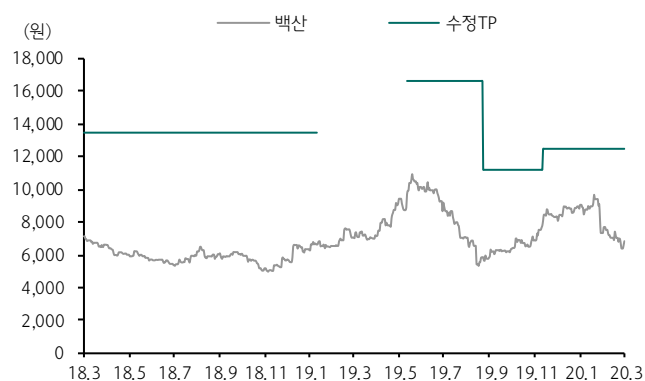
손익계산서	(단위: 십억원)				
	2017	2018	2019F	2020F	2021F
매출액	211.4	323.1	470.8	533.4	602.2
매출원가	166.9	262.7	379.5	419.6	469.0
매출총이익	44.5	60.4	91.3	113.8	133.2
판매비	20.8	38.9	58.9	69.3	81.3
영업이익	23.7	21.5	32.5	44.5	51.9
금융손익	1.7	0.6	(3.6)	(3.5)	(3.2)
종속/관계기업손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	(10.7)	(0.2)	(9.0)	0.0	0.0
세전이익	14.6	21.9	19.9	41.0	48.7
법인세	5.9	6.9	10.3	9.4	11.2
계속사업이익	8.7	14.9	9.5	31.6	37.5
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	8.7	14.9	9.5	31.6	37.5
비배주주지분 손익	(0.3)	(0.3)	(0.2)	(0.7)	(0.8)
지배주주순이익	9.0	15.3	9.7	32.3	38.3
지배주주지분포괄이익	5.5	14.3	9.8	32.3	38.4
NOPAT	14.1	14.7	15.6	34.2	40.0
EBITDA	26.8	25.4	36.0	47.6	54.8
성장성(%)					
매출액증가율	5.3	52.8	45.7	13.3	12.9
NOPAT증가율	(30.9)	4.3	6.1	119.2	17.0
EBITDA증가율	(14.9)	(5.2)	41.7	32.2	15.1
영업이익증가율	(14.1)	(9.3)	51.2	36.9	16.6
(지배주주)순이익증가율	(58.9)	70.0	(36.6)	233.0	18.6
EPS증가율	(58.9)	70.1	(36.1)	230.8	18.8
수익성(%)					
매출총이익률	21.1	18.7	19.4	21.3	22.1
EBITDA이익률	12.7	7.9	7.6	8.9	9.1
영업이익률	11.2	6.7	6.9	8.3	8.6
계속사업이익률	4.1	4.6	2.0	5.9	6.2
투자지표					
	2017	2018	2019F	2020F	2021F
주당지표(원)					
EPS	371	631	403	1,333	1,583
BPS	5,271	5,762	6,067	7,303	8,788
CFPS	1,041	1,106	1,043	1,897	2,192
EBITDAPS	1,108	1,050	1,486	1,968	2,263
SPS	8,734	13,352	19,455	22,041	24,884
DPS	100	100	100	100	100
주가지표(배)					
PER	18.7	10.0	22.3	5.1	4.3
PBR	1.3	1.1	1.5	0.9	0.8
PCFR	6.7	5.7	8.6	3.6	3.1
EV/EBITDA	5.8	8.4	7.8	4.4	3.4
PSR	0.8	0.5	0.5	0.3	0.3
재무비율(%)					
ROE	7.3	11.7	6.9	20.3	19.9
ROA	4.7	6.3	3.1	9.4	10.1
ROIC	13.2	10.1	8.0	16.6	18.3
부채비율	53.4	113.4	125.8	105.2	92.5
순부채비율	(10.9)	42.4	41.6	23.9	9.0
이자보상배율(배)	27.9	8.8	8.5	11.9	14.4

자료: 하나금융투자

대차대조표	(단위: 십억원)				
	2017	2018	2019F	2020F	2021F
유동자산	119.0	177.4	219.9	252.6	300.4
금융자산	44.4	40.9	43.2	53.4	76.5
현금성자산	26.8	16.1	17.6	27.1	49.5
매출채권 등	40.0	78.5	102.0	115.6	130.5
재고자산	23.0	48.4	64.8	73.4	82.9
기타유동자산	11.6	9.6	9.9	10.2	10.5
비유동자산	72.9	117.3	108.1	105.4	103.1
투자자산	5.0	8.5	9.8	10.3	10.8
금융자산	1.1	2.4	3.6	4.0	4.6
유형자산	45.8	75.7	72.5	69.6	66.9
무형자산	5.7	16.8	9.5	9.3	9.1
기타비유동자산	16.4	16.3	16.3	16.2	16.3
자산총계	191.8	294.7	328.0	358.1	403.5
유동부채	58.4	131.5	154.5	154.1	162.9
금융부채	26.2	81.1	85.3	76.8	77.0
매입채무 등	22.0	39.1	56.9	64.5	72.8
기타유동부채	10.2	11.3	12.3	12.8	13.1
비유동부채	8.4	25.1	28.2	29.6	31.0
금융부채	4.6	18.4	18.4	18.4	18.4
기타비유동부채	3.8	6.7	9.8	11.2	12.6
부채총계	66.8	156.6	182.8	183.6	193.9
지배주주지분	125.0	136.9	144.4	174.2	210.2
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	107.1	137.0	172.9
비지배주주지분	0.0	1.2	0.9	0.3	(0.6)
자본총계	125.0	138.1	145.3	174.5	209.6
순금융부채	(13.6)	58.5	60.5	41.8	18.8
현금흐름표	(단위: 십억원)				
	2017	2018	2019F	2020F	2021F
영업활동 현금흐름	21.2	(8.0)	(7.0)	19.8	24.2
당기순이익	8.7	14.9	9.5	31.6	37.5
조정	7.6	0.7	1.8	1.4	1.2
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)	(1.7)
영업활동 자산부채 변동	4.9	(23.6)	(18.3)	(13.2)	(14.5)
투자활동 현금흐름	(5.1)	(36.6)	6.7	0.5	0.4
투자자산감소(증가)	(4.2)	(3.5)	(1.3)	(0.5)	(0.5)
유형자산감소(증가)	(3.0)	(0.8)	0.0	0.0	0.0
기타	2.1	(32.3)	8.0	1.0	0.9
재무활동 현금흐름	(2.3)	33.7	1.9	(10.8)	(2.3)
금융부채증가(감소)	0.3	68.6	4.2	(8.5)	0.1
자본증가(감소)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타재무활동	(0.5)	(32.5)	0.1	0.1	0.0
배당지급	(2.1)	(2.4)	(2.4)	(2.4)	(2.4)
현금의 증감	13.2	(10.6)	1.5	9.5	22.3
Unlevered CFO	25.2	26.8	25.2	45.9	53.0
Free Cash Flow	18.0	(12.9)	(7.0)	19.8	24.2

투자 의견 변동 내역 및 목표주가 괴리율

백산



날짜	투자의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
19.11.15	BUY	12,500		
19.8.26	BUY	11,200	-41.73%	-30.27%
19.5.15	BUY	16,700	-48.51%	-34.13%
19.1.15	BUY	13,500	-44.72%	-29.85%
19.1.14			-	-
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	89.8%	10.2%	0.0%	100.0%

* 기준일: 2020년 03월 03일

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 기관투자가 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다
- 당사는 2020년 03월 04일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유 하고 있지 않습니다
- 본 자료를 작성한 애널리스트(김두현)는 2020년 03월 04일 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 책임 소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.