

저평가 실적주 #1: 금상첨화: 본업 성장 + 자회사 흑전 = 이익 급증

투자 의견 'BUY', 목표주가 16,500원으로 커버리지 재개

백산에 대해 투자 의견 'BUY', 목표주가 16,500원을 제시하며 커버리지를 재개한다. 작년 3월 이후 커버리지를 중단한 이유는 1) 코로나19 영향에 따른 스포츠신발 부문 합성피혁 매출 급감, 2) 2018년 7월 최신물산 인수에 따른 자회사의 지속 적자 때문이었다. 그러나, 2021년은 합성피혁 매출 증가와 자회사 실적 호전이 예상되고 있어 커버리지를 재개한다. 목표주가 16,500원은 2021년 예상 EPS에 국내 의류, 신발 OEM 기업들의 평균 PER 12.2배를 적용했다.

본업과 자회사 영업 정상화로 밸류에이션 매력 부각

2021년 예상 실적은 합성피혁(본사 부문) 매출액 2,927억원(+13.1% YoY)과 영업이익 401억원(+25.3% YoY), 최신물산(자회사) 매출액 1,311억원(+5.4% YoY)과 영업이익 39억원(흑자전환)으로 실적 턴어라운드를 전망한다. 이는 1) 백산의 본업인 합성피혁 매출액의 70% 이상을 차지해온 스포츠신발 부문의 외형 성장, 2) 2019-2020년 자회사 최신물산의 구조조정으로 인한 수익성 개선에 기인할 전망이다. 백산은 글로벌 신발 및 의류 브랜드의 수요 회복 가속화로 향후 낙수 효과 확대에 따른 밸류에이션 상향이 충분히 가능한 상황이다. 21F PER 6.5배가 확실한 저평가 국면이라 판단하는 이유다.

2021년 매출액 4,238억원, 영업이익 440억원 전망

2021년 예상 실적은 매출액 4,238억원(+10.6% YoY)과 영업이익 440억원(+1,029.1% YoY)을 전망한다. 이는 1) 스포츠신발 부문 합성피혁 매출 증대, 2) 자회사 최신물산의 흑자전환, 3) 차량 내장재 부문 합성피혁의 견조한 수주 증가에 기인한다. 백산의 현대기아차 향 합성피혁 납품 차증은 2016년 7개에서 2020년 20개까지 증가했으며, PU합성피혁은 PVC 소재 대체재로서 유해성 이슈에 자유롭기 때문에 지속적인 교체수요 증가가 예상된다. 또한, 올해 하반기에는 미국 F사 향 협력업체 등록 여부가 결정될 예정이며, 내년에는 중국 전기차 제조업체 B사 향 납품이 계획되어 있어 추가 외형 성장 및 수익성 증대가 기대된다.

스몰캡_Report

BUY

| TP(12M): 16,500원 | CP(4월28일): 9,130원

Key Data

KOSPI 지수 (pt)	3,181.47
52주 최고/최저(원)	10,800/4,085
시가총액(십억원)	220.9
시가총액비중(%)	0.01
발행주식수(천주)	24,200.0
60일 평균 거래량(천주)	1,773.6
60일 평균 거래대금(십억원)	16.9
20년 배당금(예상, 원)	100
20년 배당수익률(예상, %)	1.81
외국인지분율(%)	2.38
주요주주 지분율(%)	
김한준 외 8인	52.18

주가상승률	1M	6M	12M
절대	(14.7)	97.2	61.6
상대	(18.4)	45.4	(1.8)

Consensus Data

	2020	2021
매출액(십억원)		N/A
영업이익(십억원)		N/A
순이익(십억원)		N/A
EPS(원)		N/A
BPS(원)		N/A

Stock Price



Financial Data

투자지표	단위	2018	2019	2020	2021F	2022F
매출액	십억원	323.1	468.9	383.1	423.8	476.9
영업이익	십억원	21.5	32.0	4.0	44.0	50.6
세전이익	십억원	21.9	20.6	(11.0)	41.2	48.1
순이익	십억원	15.3	6.8	(15.7)	32.6	40.2
EPS	원	631	282	(650)	1,345	1,660
증감율	%	70.08	(55.31)	적전	흑전	23.42
PER	배	10.05	31.88	(8.52)	6.54	5.30
PBR	배	1.10	1.51	1.08	1.38	1.11
EV/EBITDA	배	8.39	7.65	15.17	4.74	3.72
ROE	%	11.66	4.90	(11.97)	23.88	23.59
BPS	원	5,762	5,957	5,114	6,362	7,922
DPS	원	100	100	100	100	100



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

기업분석팀 중소형주파트
연구원 최원준
02-3771-3448
wonjun.choi@hanafn.com

투자포인트

본업과 자회사 영업 정상화로 밸류에이션 매력 부각

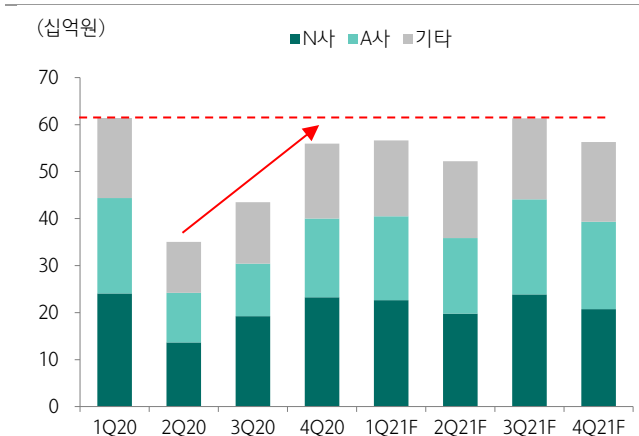
스포츠신발 부문 합성피혁 매출 성장 및 자회사 최신틴산의 구조조정으로 2021년 실적 턱어라운드 전망

2021년 예상 실적은 합성피혁(본사 부문) 매출액 2,927억원(+13.1% YoY)과 영업이익 401억원(+25.3% YoY), 최신틴산(자회사) 매출액 1,311억원(+5.4% YoY)과 영업이익 39억원(흑자전환)으로 실적 턱어라운드를 전망한다. 이는 1) 백산의 본업인 합성피혁 매출액의 70% 이상을 차지해온 스포츠신발 부문의 외형 성장, 2) 2019-2020년 자회사 최신틴산의 구조조정으로 인한 수익성 개선에 기인할 전망이다. 백산은 글로벌 신발 및 의류 브랜드의 수요 회복 가속화로 향후 낙수 효과 확대에 따른 밸류에이션 상향이 충분히 가능한 상황이다. 21F PER 6.5배가 확실한 저평가 국면이라 판단하는 이유다.

2021년 스포츠신발 부문 합성피혁 매출액은 글로벌 신발 브랜드의 수요 증대에 따라 2,265억원(+15.7% YoY)을 시현할 전망이다. 이는 스포츠신발 부문 매출액의 70% 이상을 차지해온 N사와 A사 향 매출 증가에 따른 낙수 효과에 기인한다. 2021년 N사 향 합성피혁 매출액은 올해 4월부터 유럽 오프라인 매장 봉쇄 완화 및 미국 항구 정체 해소에 따른 오프라인 영업 재개로 870억원(+8.4% YoY)을 전망한다. 또한, A사 향 합성피혁 매출액은 올해 매장 영업 재개율이 95%로 확대된 만큼 중국 중심의 아시아 시장과 남미 시장 수요 회복에 따라 727억원(+23.7% YoY)을 시현할 전망이다. 한편, 영업이익률은 올해 N사의 '덩크 로우', A사의 '울트라부스트21' 등 고단가 신제품 출시 확대에 따라 전년 대비 2%p 증가한 14.2% 수준까지 개선될 전망이다.

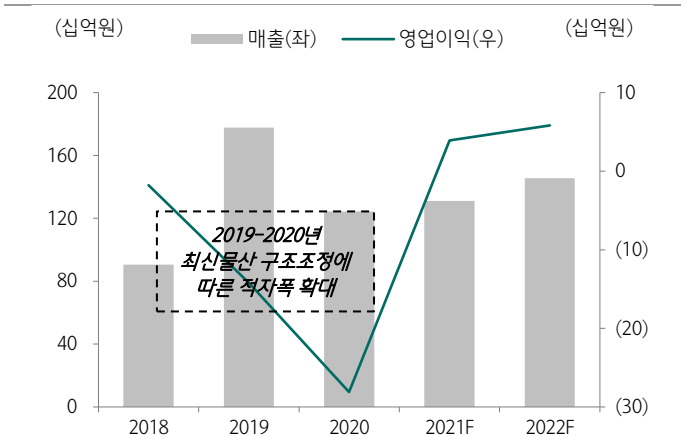
2021년 자회사 최신틴산은 2019-2020년 단행된 구조조정으로 매출액 1,311억원(+5.4% YoY)과 영업이익 39억원(흑자전환)을 시현할 전망이다. 구조조정은 1) 미얀마와 베트남 공장 매각 및 인력 절감을 통한 고정비 감축, 2) 주요 브랜드 매출채권 대손충당금 및 재고자산평가 충당금 설정을 통한 빅배스(Big Bath)로 이뤄졌다. 최신틴산은 2020년부터 BEP 매출 규모를 넘어섰기 때문에 2021년에는 비용 구조 개편에 따른 수익성 개선이 두드러질 전망이다. 특히, 주요 매출처인 북미 브랜드에서 의류 소비 회복세가 가속화됨에 따라 추가적인 외형 성장이 기대된다.

그림 1. 스포츠신발 부문 합성피혁 매출 추이 및 전망



자료: 백산, 하나금융투자

그림 2. 최신틴산 매출 및 영업이익 추이 및 전망



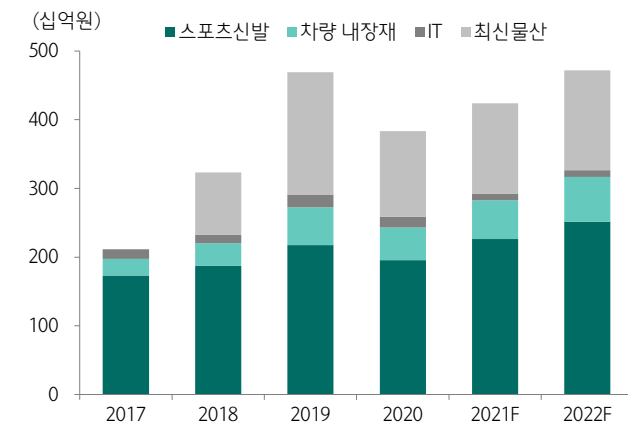
자료: 백산, 하나금융투자

실적 추정

2021년 매출액 4,238억원, 영업이익 440억원 전망

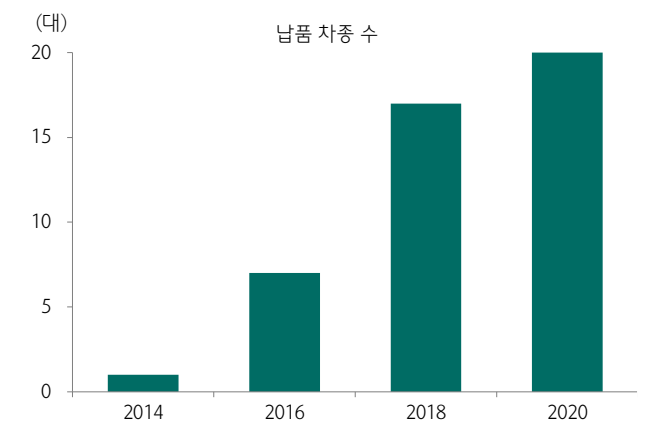
2021년 예상 실적은 매출액 4,238억원(+10.6% YoY)과 영업이익 440억원(+1,029.1% YoY)을 전망한다. 이는 1) 스포츠신발 부문 합성피혁 매출 증대, 2) 자회사 최신물산의 흑자전환, 3) 차량 내장재 부문 합성피혁의 견조한 수주 증가에 기인한다. 백산의 현대 기아차 향 합성피혁 납품 차종은 2016년 7개에서 2020년 20개까지 증가했으며, PU합성피혁은 PVC 소재 대체재로서 유해성 이슈에 자유롭기 때문에 지속적인 교체수요 증가가 예상된다. 또한, 올해 하반기에는 미국 F사 향 협력업체 등록 여부가 결정될 예정이며, 내년에는 중국 전기차 제조업체 B사 향 납품이 계획되어 있어 추가 외형 성장 및 수익성 증대가 기대된다.

그림 3. 사업부문별 매출액 추이 및 전망



자료: 백산, 하나금융투자

그림 4. 차량내장재 부문 합성피혁 납품 차종 수 추이



자료: 백산, 하나금융투자

표 1. 백산 실적 추이 및 전망

	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21F	2Q21F	3Q21F	4Q21F	20	21F	22F
매출액	126.5	67.1	93.6	95.9	98.6	92.9	115.6	116.6	383.1	423.8	476.9
(% YoY)	9.3%	-36.8%	-28.7%	-17.1%	-22.0%	38.5%	23.5%	21.5%	-18.3%	10.6%	12.5%
합성피혁	78.3	49.7	59.8	71.0	71.1	68.0	78.9	74.6	258.8	292.7	326.6
스포츠신발 부문	61.4	35.0	43.5	55.9	56.7	52.2	61.3	56.3	195.8	226.5	251.4
차량 내장재 부문	12.5	8.8	12.6	13.3	11.8	12.9	15.2	16.3	47.2	56.2	65.4
IT 부문	4.4	5.9	3.7	1.8	2.6	2.9	2.4	2.0	15.8	10.0	9.8
최신물산	48.8	17.4	33.6	24.6	27.5	24.9	36.7	42.0	124.4	131.1	145.5
영업이익	11.6	-17.2	5.1	4.5	11.0	9.2	12.3	11.4	4.0	44.0	50.6
영업이익률	9.2%	-25.6%	5.4%	4.6%	11.2%	10.0%	10.7%	9.8%	1.0%	10.4%	10.6%
당기순이익	12.0	-22.7	2.8	-8.5	7.1	7.3	9.4	10.1	-16.4	34.1	42.0
순이익률	9.5%	-33.9%	3.0%	-8.8%	7.2%	7.9%	8.1%	8.6%	-4.3%	8.0%	8.9%

자료: 백산, 하나금융투자

추정 재무제표

손익계산서	(단위:십억원)				
	2018	2019	2020	2021F	2022F
매출액	323.1	468.9	383.1	423.8	476.9
매출원가	262.7	376.7	313.3	346.5	386.3
매출총이익	60.4	92.2	69.8	77.3	90.6
판매비	38.9	60.2	65.9	33.2	40.0
영업이익	21.5	32.0	4.0	44.0	50.6
금융손익	0.6	(2.5)	(8.3)	(2.8)	(2.6)
종속/관계기업손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	(0.2)	(9.0)	(6.7)	0.0	0.0
세전이익	21.9	20.6	(11.0)	41.2	48.1
법인세	6.9	14.3	5.4	7.2	6.1
계속사업이익	14.9	6.2	(16.4)	34.0	42.0
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	14.9	6.2	(16.4)	34.1	42.0
비자배주주지분 순이익	(0.3)	(0.6)	(0.7)	1.5	1.8
지배주주순이익	15.3	6.8	(15.7)	32.6	40.2
지배주주지분포괄이익	14.3	7.0	(18.1)	32.7	40.4
NOPAT	14.7	9.7	5.9	36.4	44.2
EBITDA	25.4	40.0	12.6	50.9	56.1
성장성(%)					
매출액증가율	52.84	45.13	(18.30)	10.62	12.53
NOPAT증가율	4.26	(34.01)	(39.18)	516.95	21.43
EBITDA증가율	(5.22)	57.48	(68.50)	303.97	10.22
영업이익증가율	(9.28)	48.84	(87.50)	1,029.10	15.00
(지배주주)순이익증가율	70.00	(55.56)	적전	흑전	23.31
EPS증가율	70.08	(55.31)	적전	흑전	23.42
수익성(%)					
매출총이익률	18.69	19.66	18.22	18.24	19.00
EBITDA이익률	7.86	8.53	3.29	12.01	11.76
영업이익률	6.65	6.82	1.04	10.38	10.61
계속사업이익률	4.61	1.32	(4.28)	8.02	8.81

투자지표	2018	2019	2020	2021F	2022F
주당지표(원)					
EPS	631	282	(650)	1,345	1,660
BPS	5,762	5,957	5,114	6,362	7,922
CFPS	1,106	1,941	912	1,918	2,132
EBITDAPS	1,050	1,652	520	2,103	2,317
SPS	13,352	19,375	15,831	17,511	19,707
DPS	100	100	100	100	100
주가지표(배)					
PER	10.05	31.88	(8.52)	6.54	5.30
PBR	1.10	1.51	1.08	1.38	1.11
PCR	5.73	4.63	6.07	4.59	4.13
EV/EBITDA	8.39	7.65	15.17	4.74	3.72
PSR	0.47	0.46	0.35	0.50	0.45
재무비율(%)					
ROE	11.66	4.90	(11.97)	23.88	23.59
ROA	6.28	2.18	(5.06)	10.68	11.74
ROIC	12.94	6.44	3.91	25.61	31.43
부채비율	113.43	132.43	137.76	106.93	88.81
순부채비율	42.39	61.71	45.57	16.54	(4.55)
이자보상배율(배)	8.76	8.21	1.13	13.73	16.50

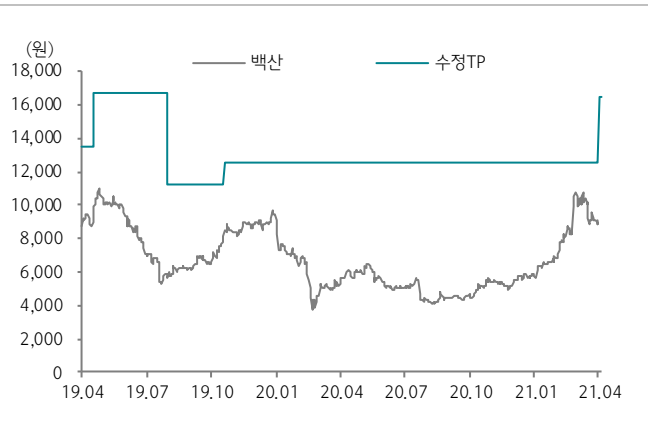
자료: 하나금융투자

대차대조표	(단위:십억원)				
	2018	2019	2020	2021F	2022F
유동자산	177.4	196.7	176.6	210.2	261.2
금융자산	40.9	34.4	56.6	77.5	111.8
현금성자산	16.1	18.3	38.2	57.1	88.9
매출채권	74.0	94.5	66.7	73.8	83.1
재고자산	48.4	57.7	46.0	50.9	57.2
기타유동자산	14.1	10.1	7.3	8.0	9.1
비유동자산	117.3	133.9	114.5	108.6	104.4
투자자산	8.5	9.0	9.1	10.1	11.3
금융자산	2.4	4.0	3.7	4.1	4.6
유형자산	75.7	77.9	87.6	80.7	75.3
무형자산	16.8	4.9	3.8	3.8	3.8
기타비유동자산	16.3	42.1	14.0	14.0	14.0
자산총계	294.7	330.6	291.1	318.8	365.6
유동부채	131.5	155.9	135.2	130.7	137.2
금융부채	81.1	95.5	84.1	74.7	74.7
매입채무	29.3	35.7	31.9	35.3	39.7
기타유동부채	21.1	24.7	19.2	20.7	22.8
비유동부채	25.1	32.4	33.5	34.1	34.8
금융부채	18.4	26.7	28.3	28.3	28.3
기타비유동부채	6.7	5.7	5.2	5.8	6.5
부채총계	156.6	188.4	168.7	164.8	172.0
지배주주지분	136.9	141.6	121.2	151.5	189.2
자본금	14.0	14.0	14.0	14.0	14.0
자본잉여금	32.2	32.2	32.1	32.1	32.1
자본조정	(3.1)	(3.0)	(2.8)	(2.8)	(2.8)
기타포괄이익누계액	(5.9)	(4.8)	(6.3)	(6.3)	(6.3)
이익잉여금	99.7	103.2	84.2	114.4	152.1
비지배주주지분	1.2	0.6	1.2	2.6	4.4
자본총계	138.1	142.2	122.4	154.1	193.6
순금융부채	58.5	87.8	55.8	25.5	(8.8)

현금흐름표	(단위:십억원)				
	2018	2019	2020	2021F	2022F
영업활동 현금흐름	(8.0)	5.8	32.7	34.7	40.2
당기순이익	14.9	6.2	(16.4)	34.0	42.0
조정	0	2	3	0	0
감가상각비	3.9	7.9	8.6	6.9	5.5
외환거래손익	0.2	0.3	1.7	0.0	0.0
지분법손익	(2.9)	0.1	2.9	0.0	0.0
기타	(1.2)	(6.3)	(10.2)	(6.9)	(5.5)
영업활동 자산부채 변동	(23.6)	(22.0)	22.3	(3.5)	(4.6)
투자활동 현금흐름	(36.6)	(2.0)	(6.4)	(0.3)	(1.2)
투자자산감소(증가)	(3.5)	(0.5)	(0.1)	(1.0)	(1.3)
자본증가(감소)	(0.8)	(8.5)	(3.5)	0.0	0.0
기타	(32.3)	7.0	(2.8)	0.7	0.1
재무활동 현금흐름	33.7	(1.7)	(5.8)	(11.8)	(2.4)
금융부채증가(감소)	68.6	22.7	(9.8)	(9.4)	0.0
자본증가(감소)	0.0	0.0	(0.1)	0.0	0.0
기타재무활동	(32.5)	(22.0)	8.4	(0.0)	0.0
배당지급	(2.4)	(2.4)	(4.3)	(2.4)	(2.4)
현금의 증감	(10.6)	2.2	19.9	19.0	31.8
Unlevered CFO	26.8	47.0	22.1	46.4	51.6
Free Cash Flow	(12.9)	(2.9)	28.2	34.7	40.2

투자의견 변동 내역 및 목표주가 괴리율

백산



날짜	투자의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
21.4.29	BUY	16,500	-	-
20.11.15	1년 경과			
19.11.15	BUY	12,500	-51.77%	-22.24%
19.8.26	BUY	11,200	-41.32%	-27.59%
19.5.15	BUY	16,700	-48.63%	-34.13%
19.1.15	BUY	13,500	-44.45%	-27.78%

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	95.04%	4.96%	0.00%	100%

* 기준일: 2021년 04월 26일

Compliance Notice

- 본 자료를 작성한 애널리스트(이정기)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 2021년 4월 29일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유 하고 있지 않습니다
- 본자료를 작성한 애널리스트(이정기)는 2021년 4월 29일 현재 해당회사의 유가증권을 보유하고 있지 않습니다

본 조자자료는 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.