

2Q21 탑픽 Preview #12: 자회사 리스크 해소와 본업 성장에 주목!

투자 의견 'BUY', 목표주가 17,400원으로 상향

백산에 대해 투자 의견 'BUY'를 유지하며, 목표주가를 17,400원으로 상향한다. 신규 목표주가는 2021년 예상 EPS에 국내 의류, 신발 OEM 기업들의 평균 PER 12.2배를 적용했다. 1) 북미 및 EMEA를 중심으로 한 글로벌 신발 브랜드의 수요 회복 가속화, 2) 중국 내 N사 불매 운동 영향의 지속 감소세, 3) 글로벌 스포츠 이벤트 정상 개최에 따른 스포츠신발 수요 증대, 4) 2021년 2분기 자회사 최신물산의 BEP 달성 전망이 이유다. 21F PER은 7.2배로 여전히 저평가 구간이다.

2Q21 Preview: 매출액 932억원, 영업이익 96억원 전망

2021년 2분기 예상 실적은 합성피혁(본사 부문) 매출액 722억원(+45.2% YoY)과 영업이익 90억원(+392.4% YoY), 최신물산(자회사) 매출액 275억원(+58.2% YoY)과 영업이익 7억원(흑전 YoY)으로 실적 턴어라운드를 전망한다. 스포츠신발 부문 오더의 성장세는 2020년 4분기부터 MoM으로 더욱 가팔라지고 있으며, 2021년 2분기 오더는 전년 동기 대비 +57% 성장을 시현하며 외형 성장을 견인할 전망이다. 특히 글로벌 신발 브랜드 N사 및 A사 향 수요는 1) 북미 및 EMEA 지역 내 오프라인 매장 영업 정상화(EMEA 영업재개율: 21년 3월말 50% 미만 → 6월말 99% 수준), 2) 글로벌 백신 보급 가속화 및 계절 요인에 따른 야외 활동량 증가, 3) 유로 2020, 도쿄 올림픽, WNBA 등 스포츠 시즌 진입으로 2021년 하반기에도 수요 환경 개선이 지속될 전망이다. 한편, 2분기 OPM은 합성수지 원가 인상에 따른 본사부문 마진 훼손에도, 자회사 최신물산의 BEP 달성에 따라 10.3%를 시현할 전망이다.

2021년 매출액 4,302억원, 영업이익 453억원 전망

2021년 예상 실적은 매출액 4,302억원(+12.3% YoY)과 영업이익 453억원(+1,032.5% YoY)으로 실적 전망치를 상향한다. 1) 글로벌 신발 브랜드 향 합성피혁 오더의 성장세가 연초 추정치를 지속 상회할 전망이며, 2) 2분기 자회사 최신물산이 비수기에도 BEP를 달성해 연간 기저효과가 더욱 확대될 것으로 예상하기 때문이다. 차량 내장재 부문 합성피혁 오더 또한 2021년 하반기에는 현기차 향 납품차종 확대 및 북미 F사 향 협력업체 등록, 2022년에는 중국 전기차 제조업체 B사 향 제품 납품이 계획되어 있어 추가 외형 성장 및 수익성 증대에 기여할 전망이다.

스몰캡_Report

BUY

| TP(12M): 17,400원(상향) | CP(7월21일): 10,250원

Key Data

KOSPI 지수 (pt)	3,215.91
52주 최고/최저(원)	11,650/4,085
시가총액(십억원)	248.1
시가총액비중(%)	0.01
발행주식수(천주)	24,200.0
60일 평균 거래량(천주)	1,131.9
60일 평균 거래대금(십억원)	11.8
20년 배당금(예상, 원)	100
20년 배당수익률(예상, %)	1.81
외국인지분율(%)	1.22
주요주주 지분율(%)	
김한준 외 8인	52.18

주가상승률	1M	6M	12M
절대	13.9	80.5	101.4
상대	14.8	77.4	39.6

Consensus Data

	2020	2021
매출액(십억원)		423.8
영업이익(십억원)		44.0
순이익(십억원)		34.1
EPS(원)		1,347
BPS(원)		6,260

Stock Price



Financial Data

투자지표	단위	2018	2019	2020	2021F	2022F
매출액	십억원	323.1	468.9	383.1	430.2	476.9
영업이익	십억원	21.5	32.0	4.0	45.3	53.8
세전이익	십억원	21.9	20.6	(11.0)	42.4	51.3
순이익	십억원	15.3	6.8	(15.7)	34.5	44.9
EPS	원	631	282	(650)	1,426	1,856
증감율	%	70.08	(55.31)	적전	흑전	30.15
PER	배	10.05	31.88	(8.52)	7.19	5.52
PBR	배	1.10	1.51	1.08	1.59	1.25
EV/EBITDA	배	8.39	7.65	15.17	5.36	4.06
ROE	%	11.66	4.90	(11.97)	25.13	25.71
BPS	원	5,762	5,957	5,114	6,443	8,198
DPS	원	100	100	100	100	100



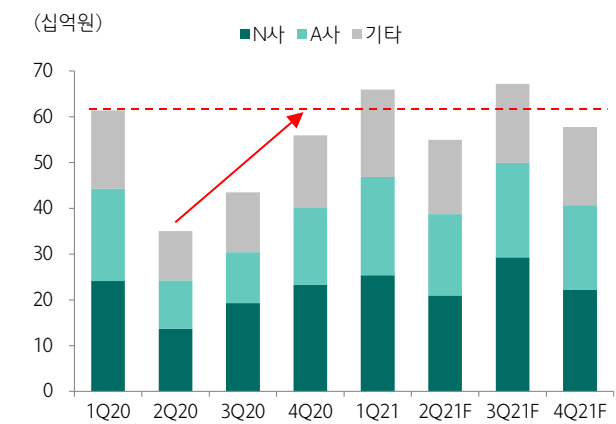
기업분석팀 중소형주파트
Analyst 이정기
02-3771-7522
robert.lee@hanafn.com

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

2021년 매출액 4,302억원, 영업이익 453억원 전망

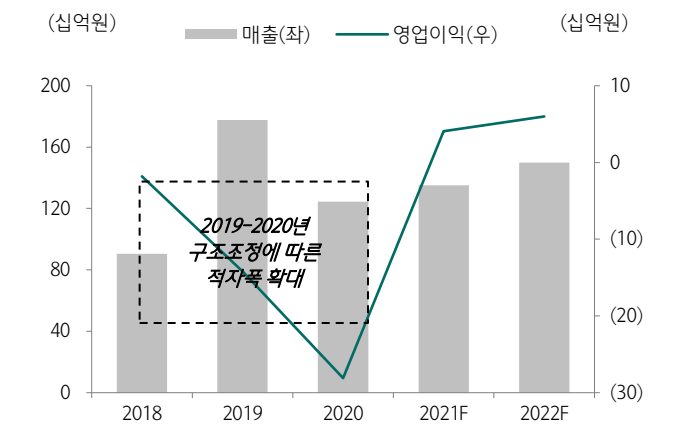
2021년 예상 실적은 매출액 4,302억원(+12.3% YoY)과 영업이익 453억원(+1,032.5% YoY)으로 실적 전망치를 상향한다. 1) 글로벌 신발 브랜드 향 합성피혁 오더의 성장세가 연초 추정치를 지속 상회할 전망이며, 2) 2분기 자회사 최신헌산이 비수기에도 BEP를 달성해 연간 기저효과가 더욱 확대될 것으로 예상하기 때문이다. 차량 내장재 부문 합성피혁 오더 또한 2021년 하반기에는 현기차 향 납품차종 확대 및 북미 F사 향 협력업체 등록, 2022년에는 중국 전기차 제조업체 B사 향 제품 납품이 계획되어 있어 추가 외형 성장 및 수익성 증대에 기여할 전망이다.

그림 1. 스포츠신발 부문 합성피혁 매출 추이 및 전망



자료: 백산, 하나금융투자

그림 2. 최신헌산 매출 및 영업이익 추이 및 전망



자료: 백산, 하나금융투자

표 1. 백산 실적 추이 및 전망

	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21	2Q21F	3Q21F	4Q21F	20	21F	22F
매출액	126.5	67.1	93.6	95.9	94.8	93.2	122.9	119.4	383.1	430.2	476.9
(% YoY)	9.3%	-36.8%	-28.7%	-17.1%	-25.0%	38.9%	31.2%	24.4%	-18.3%	12.3%	10.8%
합성피혁	78.3	49.7	59.8	71.0	84.2	72.2	86.2	77.4	258.8	319.9	348.0
스포츠신발 부문	61.4	35.0	43.5	55.9	65.9	54.9	67.2	57.7	195.8	245.7	272.8
차량 내장재 부문	12.5	8.8	12.6	13.3	15.0	13.7	16.1	17.3	47.2	62.0	65.4
IT 부문	4.4	5.9	3.7	1.8	3.3	3.5	2.9	2.4	15.8	12.2	9.8
최신헌산	48.8	17.4	33.6	24.6	28.8	27.5	36.7	42.0	124.4	135.0	149.9
영업이익	11.6	-17.2	5.1	4.5	9.9	9.6	13.4	12.4	4.0	45.3	53.8
영업이익률	9.2%	-25.6%	5.4%	4.6%	10.4%	10.3%	10.9%	10.4%	1.0%	10.5%	11.3%
당기순이익	12.0	-22.7	2.8	-8.5	6.8	7.4	10.5	11.3	-16.4	36.1	46.9
순이익률	9.5%	-33.9%	3.0%	-8.8%	7.2%	8.0%	8.6%	9.5%	-4.3%	8.4%	9.8%

자료: 백산, 하나금융투자

추정 재무제표

손익계산서	(단위:십억원)				
	2018	2019	2020	2021F	2022F
매출액	323.1	468.9	383.1	430.2	476.9
매출원가	262.7	376.7	313.3	344.2	379.1
매출총이익	60.4	92.2	69.8	86.0	97.8
판매비	38.9	60.2	65.9	40.8	44.0
영업이익	21.5	32.0	4.0	45.3	53.8
금융손익	0.6	(2.5)	(8.3)	(2.8)	(2.5)
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)	42.4	51.3
법인세	6.9	14.3	5.4	6.4	4.4
계속사업이익	14.9	6.2	(16.4)	36.1	46.9
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	14.9	6.2	(16.4)	36.1	46.9
비자배주주지분 순이익	(0.3)	(0.6)	(0.7)	1.5	2.0
지배주주순이익	15.3	6.8	(15.7)	34.5	44.9
지배주주지분포괄이익	14.3	7.0	(18.1)	34.7	45.2
NOPAT	14.7	9.7	5.9	38.5	49.2
EBITDA	25.4	40.0	12.6	52.1	59.2
성장성(%)					
매출액증가율	52.84	45.13	(18.30)	12.29	10.86
NOPAT증가율	4.26	(34.01)	(39.18)	552.54	27.79
EBITDA증가율	(5.22)	57.48	(68.50)	313.49	13.63
영업이익증가율	(9.28)	48.84	(87.50)	1,032.50	18.76
(지배주주)순이익증가율	70.00	(55.56)	적전	흑전	30.14
EPS증가율	70.08	(55.31)	적전	흑전	30.15
수익성(%)					
매출총이익률	18.69	19.66	18.22	19.99	20.51
EBITDA이익률	7.86	8.53	3.29	12.11	12.41
영업이익률	6.65	6.82	1.04	10.53	11.28
계속사업이익률	4.61	1.32	(4.28)	8.39	9.83

투자지표	2018	2019	2020	2021F	2022F
주당지표(원)					
EPS	631	282	(650)	1,426	1,856
BPS	5,762	5,957	5,114	6,443	8,198
CFPS	1,106	1,941	912	1,969	2,263
EBITDAPS	1,050	1,652	520	2,154	2,448
SPS	13,352	19,375	15,831	17,777	19,707
DPS	100	100	100	100	100
주가지표(배)					
PER	10.05	31.88	(8.52)	7.19	5.52
PBR	1.10	1.51	1.08	1.59	1.25
PCR	5.73	4.63	6.07	5.21	4.53
EV/EBITDA	8.39	7.65	15.17	5.36	4.06
PSR	0.47	0.46	0.35	0.58	0.52
재무비율(%)					
ROE	11.66	4.90	(11.97)	25.13	25.71
ROA	6.28	2.18	(5.06)	11.26	12.93
ROIC	12.94	6.44	3.91	27.03	34.92
부채비율	113.43	132.43	137.76	106.09	85.72
순부채비율	42.39	61.71	45.57	15.84	(7.87)
이자보상배율(배)	8.76	8.21	1.13	14.11	17.53

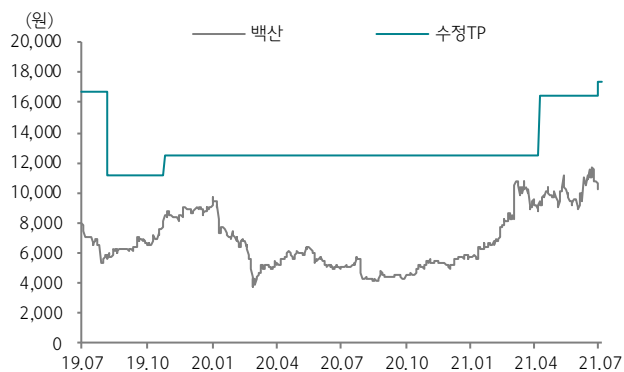
자료: 하나금융투자

대차대조표	(단위:십억원)				
	2018	2019	2020	2021F	2022F
유동자산	177.4	196.7	176.6	213.0	268.2
금융자산	40.9	34.4	56.6	78.2	118.8
현금성자산	16.1	18.3	38.2	57.6	95.9
매출채권	74.0	94.5	66.7	74.9	83.1
재고자산	48.4	57.7	46.0	51.6	57.2
기타유동자산	14.1	10.1	7.3	8.3	9.1
비유동자산	117.3	133.9	114.5	108.8	104.4
투자자산	8.5	9.0	9.1	10.2	11.3
금융자산	2.4	4.0	3.7	4.2	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	14.1	14.0
자산총계	294.7	330.6	291.1	321.8	372.6
유동부채	131.5	155.9	135.2	131.5	137.2
금융부채	81.1	95.5	84.1	74.7	74.7
매입채무	29.3	35.7	31.9	35.8	39.7
기타유동부채	21.1	24.7	19.2	21.0	22.8
비유동부채	25.1	32.4	33.5	34.2	34.8
금융부채	18.4	26.7	28.3	28.3	28.3
기타비유동부채	6.7	5.7	5.2	5.9	6.5
부채총계	156.6	188.4	168.7	165.6	172.0
지배주주지분	136.9	141.6	121.2	153.4	195.9
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	116.3	158.8
비지배주주지분	1.2	0.6	1.2	2.7	4.7
자본총계	138.1	142.2	122.4	156.1	200.6
순금융부채	58.5	87.8	55.8	24.7	(15.8)

현금흐름표	(단위:십억원)				
	2018	2019	2020	2021F	2022F
영업활동 현금흐름	(8.0)	5.8	32.7	36.2	45.7
당기순이익	14.9	6.2	(16.4)	36.1	46.9
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	(4.1)	(4.1)
투자활동 현금흐름	(36.6)	(2.0)	(6.4)	(0.7)	(0.7)
투자자산감소(증가)	(3.5)	(0.5)	(0.1)	(1.1)	(1.1)
자본증가(감소)	(0.8)	(8.5)	(3.5)	0.0	0.0
기타	(32.3)	7.0	(2.8)	0.4	0.4
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	19.4	38.3
Unlevered CFO	26.8	47.0	22.1	47.6	54.8
Free Cash Flow	(12.9)	(2.9)	28.2	36.2	45.7

투자 의견 변동 내역 및 목표주가 괴리율

백산



날짜	투자 의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
21.7.21	BUY	17,400		
21.4.29	BUY	16,500	-38.99%	-29.39%
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%

투자등급 관련사항 및 투자 의견 비율공시

- 투자 의견의 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	94.19%	5.81%	0.00%	100%

* 기준일: 2021년 07월 18일

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 7월 21일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유 하고 있지 않습니다
- 본 자료를 작성한 애널리스트(이정기)는 2021년 7월 21일 현재 해당회사의 유가증권 보유하고 있지 않습니다

본 조사자료는 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 증명자료로 사용될 수 없습니다.