백산(035150)

하회	부합	상회

영업이익의 컨센서스 대비를 의미

아물지 않은 상처, 사라진 실적 모멘텀

1분기 영업이익 43억원(-49% YoY)
중국 공장 이전 여파 지속, 신발부문 부진도 아쉽다
사라진 실적 모멘텀, 목표주가 18% 하향

Facts : 1분기 영업이익 43억원(-49% YoY)

1분기 연결 매출액과 영업이익은 각각 509억원과 43억원으로 전년동기대비 2.7%, 49.1% 감소하며 우리의 추정치를 큰 폭으로 하회했다. 원가율이 예상치를 크게 상회했는데, 자동차 내장재 생산 라인이 추가된 중국 신규 공장에서 현지 공급에 차질이 발생했기 때문이다. 기타 매출(10억원)을 제외한 주요 부문별 매출액은 신발부문 417억원(-5.2% YoY), 차량용 내장재 62억원(+26.9% YoY), 전자제품 케이스 부문이 20억원(-43.2% YoY)을 기록했다.

Pros & cons : 중국 공장 이전 여파 지속, 신발부문 부진도 아쉽다

중국 공장 이전 여파가 지속되고 있다. 신규 공장에 추가된 자동차 내장재 생산 라인 가동이 지연되며 현지 공급 물량을 국내에서 생산해 대응하고 있기 때문이다. 올해 자동차 내장재 매출액은 전년대비 23.8% 늘어난 296억원을 기록할 것으로 예상되나 수익성 정상화에는 시간이 걸릴 것이다. 아디다스와 나이키를 모두 고객으로 확보하고 있어 전방 시장 호조의 수혜가 예상됐던 신발 부문 부진도 아쉽다. 운동화 시장은 성장하고 있으나 트렌드 변화로 운동화 소재가 다양해져 폴리우레탄(PU) 채택 증가율이 기대치를 하회하고 있기 때문이다. 이에 동사의 cash cow 품목인 스웨이드 1분기 매출액도 전년동기대비 소폭 감소한 것으로 추정된다.

Action : 사라진 실적 모멘텀, 목표주가 18% 하향

투자의견 '매수'를 유지하나 실적 전망 하향과 목표 PER 조정(11.2배에서 10배로 하향)을 반영해 목표주가를 11,000원에서 9,000원으로 18% 낮춘다. 목표주가는 실적에 부담으로 작용하고 있는 중국 공장 가동이 정상화될 것으로 예상되는 하반기를 기점으로 한 12MF(3Q18~2Q19) 예상 EPS에 목표 PER 10배 적용해 산출하였다. 2분기는 전년동기대비 영업이익 증가세가 예상되나 17년 2분기 발생한 어닝쇼크에 의한 기저 효과로 의미를 부여하기 어렵다. 실적 모멘텀이 사라져 당분간 추세적인 주가 반등을 기대하기에는 어려울 것이다.

매수(유지)

목표주가: 9,000원(하향)

Value	Growth	Turn around	Issue

Stock Data

KOSPI(5/14)		2,476
주가(5/14)		6,180
시가총액(십억원)		150
발행주식수(백만)		24
52주 최고/최저가(원)		10,150/5,900
일평균거래대금(6개월, 백만원)		669
유동주식비율/외국인지분율(%)		45.6/5.3
주요주주(%)	김한준 외 7 인	52.1
	국민연금	6.5

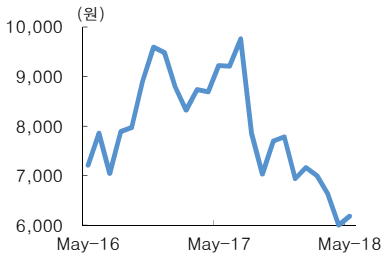
Valuation 지표

	2017A	2018F	2019F
PER(x)	18.3	9.1	6.9
PBR(x)	1.3	1.1	0.9
ROE(%)	7.3	12.1	14.3
DY(%)	1.4	1.6	1.6
EV/EBITDA(x)	5.6	5.6	4.2
EPS(원)	380	676	892
BPS(원)	5,271	5,832	6,580

주가상승률

	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	3.3	(21.8)	(27.5)
KOSPI 대비(%p)	2.5	(19.8)	(35.9)

주가추이



자료: WISEfn

이동윤
leedy@truefriend.com

<표 1> 분기 실적 및 컨센서스

(단위: 십억원)

	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18P	QoQ(%)	YoY(%)	컨센서스
매출액	52.4	47.8	57.9	53.3	50.9	(4.4)	(2.7)	58.7
영업이익	8.4	2.8	8.3	4.1	4.3	4.7	(49.1)	8.9
영업이익률(%)	16.0	5.9	14.3	7.7	8.4			15.2
세전이익	7.1	3.4	8.3	(4.2)	4.2	NM	(41.9)	9.1
순이익	5.6	2.0	6.5	(5.1)	2.8	NM	(48.7)	7.1

자료: 한국투자증권

<표 2> 실적 추정치 변경

(단위: 십억원, %, %p)

	변경 후		변경 전		차이	
	2018F	2019F	2018F	2019F	2018F	2019F
매출액	218.1	246.9	241.5	264.8	(9.7)	(6.8)
영업이익	20.1	25.9	29.4	32.7	(31.6)	(20.8)
영업이익률(%)	9.2	10.5	12.2	12.4	(3.0)	(1.9)
순이익	16.0	21.1	23.4	27.0	(31.6)	(21.9)

자료: 한국투자증권

<표 3> 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원, %)

	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18F	3Q18F	4Q18F	2016	2017	2018F	2019F
매출액	52.4	47.8	57.9	53.3	50.9	51.4	59.7	56.1	200.9	211.4	218.1	246.9
스포츠신발	44.0	37.9	47.5	43.3	41.7	39.2	46.7	42.8	167.3	172.7	170.4	178.4
자동차내장재	4.9	5.3	7.3	6.4	6.2	6.8	8.5	8.1	26.1	23.9	29.6	38.2
전자제품케이스	3.5	4.6	3.1	3.6	2.0	4.2	3.2	3.7	7.5	14.8	13.1	15.2
기타	0.0	0.0	0.0	0.0	1.0	1.2	1.3	1.5	0.0	0.0	5.0	15.1
영업이익	8.4	2.9	8.3	4.1	4.3	3.5	7.1	5.1	27.6	23.7	20.1	25.9
영업이익률	**16.1**	**6.0**	**14.3**	**7.7**	**8.4**	**6.9**	**11.9**	**9.1**	**13.8**	**11.2**	**9.2**	**10.5**
순이익	5.6	2.0	6.5	(5.1)	2.8	3.0	5.7	4.5	21.9	9.0	16.0	21.1
순이익률	**10.7**	**4.2**	**11.2**	**(9.5)**	**5.6**	**5.8**	**9.6**	**8.0**	**10.9**	**4.3**	**7.3**	**8.5**

자료: 한국투자증권

기업개요 및 용어해설

백산은 1984년에 설립된 합성피혁 전문업체로 운동화를 비롯 전자제품 케이스, 차량내장재 등에 사용되는 폴리우레탄 합성피혁을 생산하고 있음. 주력사업인 신발사업의 경우 Adidas, Nike 등 글로벌 상위 브랜드 중심의 고객기반을 가지고 있으며 대만의 San Fang에 이은 세계 2위 업체임.

재무상태표

(단위: 십억원)

	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
유동자산	116	119	129	146	160
현금성자산	14	27	28	31	34
매출채권및기타채권	44	40	43	48	53
재고자산	26	23	28	32	35
비유동자산	70	73	74	77	80
투자자산	1	5	5	6	6
유형자산	49	46	46	46	46
무형자산	5	6	6	6	7
자산총계	187	192	202	223	240
유동부채	51	58	59	62	54
매입채무및기타채무	22	22	22	25	27
단기차입금및단기사채	20	21	22	22	22
유동성장기부채	1	5	5	5	5
비유동부채	13	8	5	4	5
사채	0	0	0	0	0
장기차입금및금융부채	9	5	1	0	0
부채총계	64	67	64	66	59
지배주주지분	122	125	139	157	181
자본금	14	14	14	14	14
자본잉여금	32	32	32	32	32
기타자본	(3)	(3)	(3)	(3)	(3)
이익잉여금	82	88	102	120	144
비지배주주지분	1	0	0	0	0
자본총계	123	125	139	157	181

손익계산서

(단위: 십억원)

	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
매출액	201	211	218	247	271
매출원가	155	167	175	195	211
매출총이익	45	45	43	52	60
판매관리비	18	21	23	26	29
영업이익	28	24	20	26	31
금융수익	5	4	4	4	4
이자수익	0	0	0	0	0
금융비용	5	2	2	2	1
이자비용	1	1	1	1	1
기타영업외손익	1	(11)	(1)	(1)	(0)
관계기업관련손익	0	0	0	0	0
세전계속사업이익	29	15	21	27	33
법인세비용	8	6	5	6	7
연결당기순이익	22	9	16	20	26
지배주주지분순이익	22	9	16	21	23
기타포괄이익	(0)	(4)	0	0	0
총포괄이익	21	5	16	20	26
지배주주지분포괄이익	22	5	16	21	27
EBITDA	32	27	23	29	34

현금흐름표

(단위: 십억원)

	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
영업활동현금흐름	22	21	10	16	13
당기순이익	22	9	16	20	26
유형자산감가상각비	4	3	3	3	3
무형자산상각비	0	0	0	0	0
자산부채변동	(7)	5	(9)	(8)	(16)
기타	3	4	0	1	0
투자활동현금흐름	(7)	(5)	(4)	(9)	(8)
유형자산투자	(7)	(3)	(3)	(3)	(3)
유형자산매각	2	0	0	0	0
투자자산순증	0	3	(0)	(1)	(1)
무형자산순증	(0)	0	(0)	(1)	(1)
기타	(2)	(5)	(1)	(4)	(3)
재무활동현금흐름	(14)	(2)	(5)	(3)	(2)
자본의증가	1	0	0	0	0
차입금의순증	(12)	1	(3)	(1)	0
배당금지급	(1)	(2)	(2)	(2)	(2)
기타	(2)	(1)	0	0	0
기타현금흐름	(0)	(1)	0	0	0
현금의증가	1	13	1	4	3

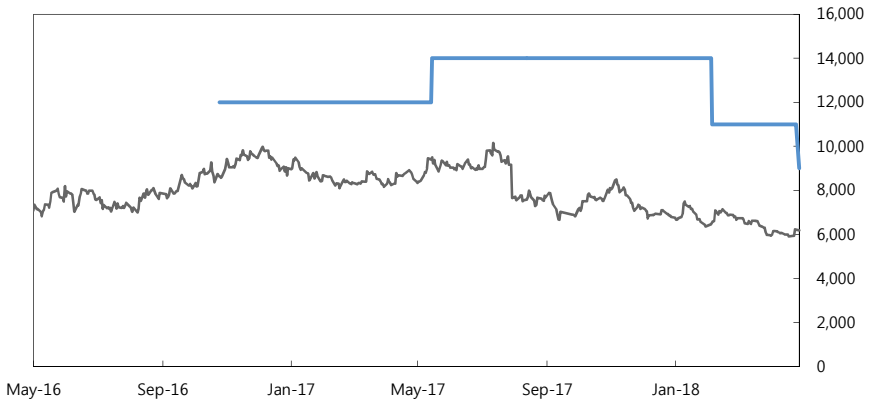
주: K-IFRS (연결) 기준

주요투자지표

	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
주당지표(원)					
EPS	922	380	676	892	972
BPS	5,156	5,271	5,832	6,580	7,572
DPS	90	100	100	100	100
성장성(%, YoY)					
매출증가율	16.7	5.3	3.2	13.2	9.6
영업이익증가율	55.1	(14.3)	(15.3)	29.3	19.1
순이익증가율	41.6	(58.9)	78.0	31.9	9.0
EPS증가율	44.5	(58.8)	78.0	31.9	9.0
EBITDA증가율	48.0	(14.9)	(14.0)	25.6	17.2
수익성(%)					
영업이익률	13.8	11.2	9.2	10.5	11.4
순이익률	10.9	4.3	7.3	8.5	8.5
EBITDA Margin	15.7	12.7	10.6	11.7	12.6
ROA	12.1	4.6	8.1	9.6	11.4
ROE	19.4	7.3	12.1	14.3	13.6
배당수익률	0.9	1.4	1.6	1.6	1.6
배당성향	9.7	26.3	14.8	11.2	10.3
안정성					
순차입금(십억원)	(5)	(14)	(18)	(25)	(30)
차입금/자본총계비율(%)	24.8	24.6	20.3	17.4	15.0
Valuation(X)					
PER	10.3	18.3	9.1	6.9	6.4
PBR	1.8	1.3	1.1	0.9	0.8
EV/EBITDA	6.9	5.6	5.6	4.2	3.4

투자의견 및 목표주가 변경내역

종목(코드번호)	제시일자	투자의견	목표주가	괴리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가대비
백산(035150)	2016.06.01	NR	-	-	-
	2016.11.09	매수	12,000원	-26.2	-16.8
	2017.05.30	매수	14,000원	-43.5	-27.5
	2018.02.20	매수	11,000원	-41.2	-35.1
	2018.05.14	매수	9,000원	-	-



■ Compliance notice

- 당사는 2018년 5월 14일 현재 백산 종목의 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료의 내용 일부를 기관투자가 또는 제3자에게 사전에 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배우자는 상기 발행주식을 보유하고 있지 않습니다.

■ 기업 투자의견은 향후 12개월간 시장 지수 대비 주가등락 기준임

- 매　　수 : 시장 지수 대비 15%p 이상의 주가 상승 예상
- 중　　립 : 시장 지수 대비 -15~15%p의 주가 등락 예상
- 비중축소 : 시장 지수 대비 15%p 이상의 주가 하락 예상
- 중립 및 비중축소 의견은 목표가 미제시

■ 투자등급 비율 (2018.3.31 기준)

매수	중립	비중축소(매도)
80.3%	19.2%	0.5%

※ 최근 1년간 공표한 유니버스 종목 기준

■ 업종 투자의견은 향후 12개월간 해당 업종의 유가증권시장(코스닥) 시가총액 비중 대비 포트폴리오 구성 비중에 대한 의견임

- 비중확대 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중보다 높이 가져갈 것을 권함
- 중　　립 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중과 같게 가져갈 것을 권함
- 비중축소 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중보다 낮게 가져갈 것을 권함

■ 본 자료는 고객의 증권투자를 돕기 위하여 작성된 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있으며, 당사의 동의 없이 어떤 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형할 수 없습니다.

■ 본 자료는 당사 리서치센터에서 수집한 자료 및 정보를 기초로 작성된 것이나 당사가 그 자료 및 정보의 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없으므로 당사는 본 자료로써 고객의 투자 결과에 대한 어떠한 보장도 행하는 것이 아닙니다. 최종적 투자 결정은 고객의 판단에 기초한 것이며 본 자료는 투자 결과와 관련한 법적 분쟁에서 증거로 사용될 수 없습니다.

■ 이 자료에 게재된 내용들은 작성자의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.