



Not Rated

주가(04/23): 8,240원

시가총액: 1,994억원

의류/화장품

Analyst **조경진**

02) 3787-4776, kjcho@kiwoom.com

Stock Data

KOSPI (4/23)		2,220.51pt
52 주 주가동향	최고가	최저가
최고/최저가 대비	45,000원	4,945원
등락률	0.0%	810.0%
수익률	절대	상대
1M	537.4%	549.3%
6M	645.0%	709.9%

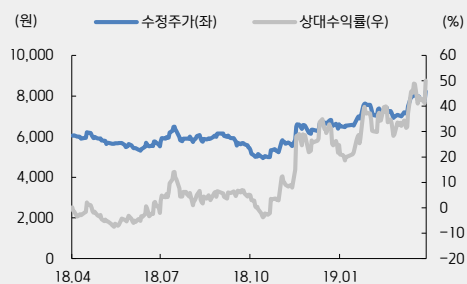
Company Data

발행주식수	24,200천주
일평균 거래량(3M)	113천주
외국인 지분율	5.3%
배당수익률(12E)	1.2%
BPS(12E)	6,649원
주요 주주	김한준 외 52.5%

투자지표

(억원, IFRS **)	2016	2017	2018	2019F
매출액	200.8	211.4	323.1	451.6
영업이익	27.6	23.7	21.5	36.5
EBITDA	31.5	26.8	25.4	42.7
세전이익	29.3	14.6	21.9	37.2
순이익	21.6	8.7	14.9	27.1
지배주주지분순이익	21.9	9.0	15.3	27.4
EPS(원)	903.4	371	631	1,131
증감률(% YoY)	0.0	-58.9	70.0	79.1
PER(배)	10.5	18.7	10.0	7.3
PBR(배)	1.9	1.34	1.12	1.24
EV/EBITDA(배)	7.1	5.8	8.4	5.9
영업이익률(%)	13.8	11.2	6.7	8.1
ROE(%)	19.4	7.3	11.7	18.4
순차입금비율(%)	-4.3	-10.9	42.4	30.7

Price Trend



기업브리프

백산 (035150)

의미 있는 실적 반등, 저평가 매력까지



백산은 합성피혁 제조 및 판매사업을 영위하고 있으며 글로벌 스포츠 브랜드 신발 제조에 사용되는 합성피혁 부문에서 글로벌 2위의 점유율을 차지하고 있습니다. 향후 동사의 관전 포인트는 1) 글로벌 스포츠 신발 브랜드 성장 수혜, 2) 최신물산의 CAPA확대를 통한 외형 성장, 3) 중국 법인의 수출 회복입니다. 현 주가는 2019년 예상 EPS 대비 PER 7.3배 수준으로 2019년 큰 폭의 매출액 성장 및 이익 개선이 이어질 것으로 예상됨에 추가 상승 여력이 충분하다는 판단입니다.

>>> 글로벌 점유율 2위 합성피혁 공급업체

백산은 1986년 10월 백산화성으로 설립된 후 1998년 03월 백산으로 상호를 변경하였으며, 1999년 8월 유가증권 시장에 상장되었다. 합성피혁 제조 및 판매사업을 영위하고 있으며 스포츠 신발, 전자제품 케이스, 차량 내장재 세 개의 사업부로 구분하고 있다. 매출 비중은 2018년 말 기준 스포츠 신발 45%, 전자제품 케이스 4%, 차량 내장재 11%, 최신물산 28%로 구성되어 있다.

>>> 의미있는 글로벌 스포츠 브랜드向 매출 증가

동사는 나이키, 아디다스, 리복 등 글로벌 스포츠 브랜드 신발 제조에 사용되는 합성피혁을 생산하고 있다. 신발 합성피혁 부문에서 글로벌 2위의 점유율을 차지하고 있는 업체로 대만의 San Fang 업체가 1위, 국내 업체 경쟁사로는 덕성, 대원화성 등이 있다. 나이키와 아디다스가 스포츠 신발 사업부 매출의 약 75-80%의 비중을 차지하고 있으며 나이키의 비중이 의미 있게 확대되고 있는 것으로 추정된다. 주목해야 할 부분은 할 부분은 고마진의 스웨이드 부문의 매출증가이다. 스웨이드 부문은 1Q18 매출액 100억, 1Q19 142억원으로 전년동기대비 +42% 성장한 것으로 추정되며, 스포츠 신발 사업부 이익률 개선에 긍정적으로 작용하고 있다.

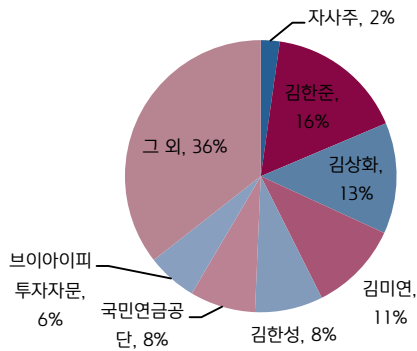
>>> 최신물산 인수를 통한 외형확대 기대

2019년 매출액은 전년대비 +21.8% 성장한 1,983억원으로 전망한다. 동사의 연결 실적에는 7월 4일 취득 후의 손익이 3분기부터 4분기까지 905.3억원이 반영됐다. 향후 중국 법인의 공장 가동 정상화로 지난해 발생한 손실 70억 원의 적자폭이 큰 폭으로 축소될 것으로 예상함에 따라 동사의 외형 성장 및 이익 기여도가 높아질 것으로 전망한다.

>>> 현 주가 수준은 PER밴드 하단으로 저평가 구간

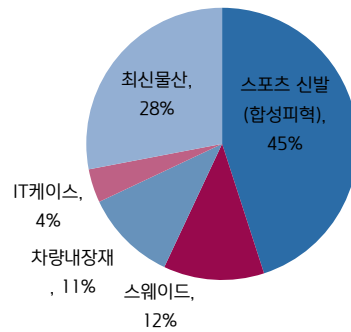
백산의 2019년 매출액은 4,516억 원(+39.8%, YoY) 영업이익은 365억원 (+69.4%, YoY)으로 전망한다. 동사의 투자 포인트는 1) 글로벌 스포츠 신발 브랜드 성장 수혜, 2) 최신물산의 CAPA확대를 통한 외형성장, 3) 중국 법인의 수출 회복(2018년 70억 적자)이다. 동사의 현 주가 수준은 2019년 예상 EPS 대비 7.3배 수준으로 국내 신발 및 의류 OEM 업체 2019년 예상 평균 PER 14배, 글로벌 합성피혁 점유율 1위 업체인 San Fang 2019년 예상 평균 PER 22배 대비 저평가되어 있다. 2019년 큰 폭의 매출액 성장 및 이익 개선이 이어질 것으로 예상됨에 추가 상승 여력이 충분하다는 판단이다.

백산의 주주 현황



자료: 백산, 키움증권 리서치

백산의 사업부별 매출 현황



자료: 백산, 키움증권 리서치

스포츠 신발 사업부

2019년 스포츠 신발 사업부 매출액 2,073억원(+10%, YoY)전망

백산은 나이키, 아디다스, 리복 등 글로벌 스포츠 브랜드 신발 제조에 사용되는 합성피혁을 생산하고 있다. 신발 합성피혁 부문에서 글로벌 2위의 점유율을 차지하고 있는 업체이다. 대만의 San Fang 업체가 1위, 국내 업체 경쟁사로는 덕성, 대원화성 등이 있다. 신발은 전량 해외 생산하고 있으며 2000년대 초반까지 중국 생산 비중이 높았으나, 중국의 인건비 상승 및 비용 증가로 베트남, 인도네시아로 생산 거점을 이동하며 이익 개선을 꾀하고 있다.

나이키와 아디다스가 스포츠 신발 사업부 매출의 약 75~80%의 비중을 차지하고 있으며 2019년 1분기 기준 나이키 47%, 아디다스가 31%로 2016년 이전 아디다스 31%, 나이키 27%의 비중을 차지하던 것과 비교해 나이키의 비중이 확대되고 있는 추세이다.

주목해야 할 부분은 할 부분은 고마진의 스웨이드 부문의 의미 있는 매출증가이다. 스웨이드 부문의 2018년매출액은 400억 규모였고, 2019년 매출 성장을 지속하고 있다. 또한 스웨이드 부문은 1Q18 매출액 100억, 1Q19 142억원으로 전년동기대비 +42% 성장한 것으로 추정되며, 스포츠 신발 사업부 이익을 개선에 긍정적으로 작용하고 있다.

차량내장재(자동차) 사업부

2019년 차량내장재 사업부 매출액 343억원 (+4.1%, YoY) 전망

차량 내장재의 소재가 천연피혁과 PVC 합성피혁에서 폴리우레탄 계열(PU)의 합성피혁으로 대체되면서 시장이 확대되고 있으며, 동사도 차량내장재 시장을 점유해 나가고 있다. 과거 차량내장재 사업부의 주요 매출처는 현대차와 기아차였으나, 향후 중국 로컬 고객사 확대가 기대된다.

또한 합성피혁의 적용 부위 및 차종이 늘어나면서 차량내장재 부분 매출액 성장에 기여할 것으로 전망한다. 2014년부터 차량내장재용 제품판매가 호조를 보이기 시작, 16년에는 전체 매출의 10% 이상의 성과를 나타내고 있다. 2014년 1개 차종에서 2015년 5개 차종, 2016년 7개 차종, 2018년 17개까지 차종이 확대됐으며 2019년에도 적용 차종이 증가할 것으로 예상됨에 따라 차량내장재 부문의 2019년 매출액은 343억원으로 전년대비 +4.1%, 증가할 것으로 전망한다.

2017년 사드 영향 및 공장 이전 이슈로 환경영향 평가, 이전하는 공장에 투입되는 기계설비 투입 지연, 불량률 증가 등으로 수율이 감소했으나 2019년 공장 가동 정상화에 따라 2018년 일회성으로 발생했던 약 70억 규모의 적자 개선될 전망이다.

최신물산

2018년 7월 4일, 최신물산의 지분 85.7% (유효지분율, 100%) 인수

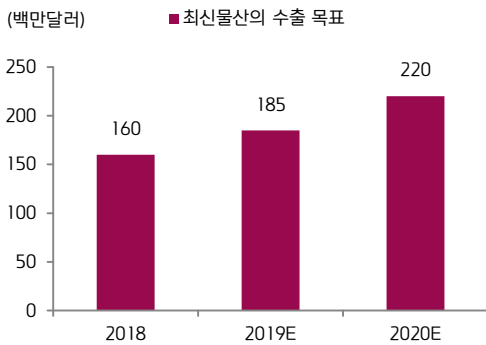
백산은 2018년 7월 4일 최신물산 지분 85.7%(양수금액 510억원, 유효지분율 100%)를 취득했다. 최신물산은 패션니트 섬유수출(OEM/ODM) 기업으로 1975년에 설립됐으며 니카라과, 인도네시아 2개 공장, 베트남 2개 공장, 미얀마에 총 6개 해외생산 기지를 두고 있다. 주요 매출처는 북미향 바이어로 백화점 PB 브랜드, 탈봇(Talbots) 등이 있다. 인수 후 미얀마와 베트남 지역에 3개의 법인을 추가적으로 인수하여 CAPA를 확장했다. 최신물산 인수를 통한 외형 성장이 기대되며 2019년 매출액은 전년대비 +21.8% 성장한 1,983 억원으로 전망한다. (최신물산의 2018년 연간 매출액은 1,628억원(+8.8%, YoY), 백산 연결실적에는 7월 4일 취득 후의 손익이 3분기부터 4분기까지 905.3억원 반영됨)

백산의 최신물산 지분인수 내용

구분	내용
취득주식수	857,000 주
지분율	85.7%
취득금액	517억 원

자료: 백산, 키움증권 리서치

최신물산의 수출목표



자료: 백산, 키움증권 리서치

최신물산의 주요 바이어



자료: 백산, 키움증권 리서치

백산의 주요 연혁

시기	연혁
2006.03	수성우레탄 수지의 양산 합성기술 자체개발
2006.05	베트남 공장 설립
2008.12	친환경 상품 인증마크 획득[7종]
2008.12	제9회 경기도 환경그린(대기분야) 우수상
2009.03	ISO/TS16949 적합성 증서 획득
2010.09	"2010 글로벌 CEO" R&D 부문 수상
2010.12	세계일류상품 및 생산기업 선정
2015.06	베트남 제2공장 설립
2016.01	(주)와이비아이 설립
2017.05	슈프리마인베스트먼트 지분 인수 후 사명을 BSK 인베스트먼트로 변경
2018.04	(주)비에스리서치 신규 출자
2018.07	(주)최신물산 지분 획득

자료: 백산, 키움증권 리서치

백산의 연결대상 종속회사의 주요 연혁

법인명	내용
P.T.BAIKSAN INDONESIA	2000.05 설립, 2012.09 ISO9001 인증 획득
DONGGUAN BAIKSAN CO., LTD	2000.06 설립
BAIKSAN VIET NAM CO., LTD	2006.05 설립
(주)와이비아이	2016.01 설립
BSK인베스트먼트	2017.05 지분인수
BAIKSAN INTERNATIONAL	2018.02 출자
(주)비에스리서치	2018.04 설립
(주)최신물산	2018.07 지분인수
VALIDO TEX, S.A.	2018.07 (주)최신물산 지분인수로 인한 자회사 편입
CHOI SHIN NICARAGUA	
(구, TEXTILES VALIDOS INTL., S.A.)	
PT. HYUN DONG INDONESIA	
PT. CREVIS TEX JAYA	
CHOI & SHIN'S VINA CO., LTD	
MS VINA CO., LTD	

자료: 백산, 키움증권 리서치

Compliance Notice

- 당사는 04월 23일 현재 '백산' 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사는 자료 작성일 현재 동 자료상에 언급된 기업들의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.

투자 의견 및 적용 기준

기업	적용 기준(6개월)
Buy(매수)	시장대비 +20% 이상 주가 상승 예상
Outperform(시장수익률 상회)	시장대비 +10~+20% 주가 상승 예상
Marketperform(시장수익률)	시장대비 +10~-10% 주가 변동 예상
Underperform(시장수익률 하회)	시장대비 -10~-20% 주가 하락 예상
Sell(매도)	시장대비 -20% 이하 주가 하락 예상

업종	적용 기준(6개월)
Overweight (비중확대)	시장대비 +10% 이상 초과수익 예상
Neutral (중립)	시장대비 +10~-10% 변동 예상
Underweight (비중축소)	시장대비 -10% 이상 초과하락 예상

투자등급 비율 통계 (2018/01/01~2018/12/31)

투자등급	건수	비율(%)
매수	181	96.28%
중립	6	3.19%
매도	1	0.53%