

## 백산 035150

## 흔들림 없는 편안함

## 4분기 매출액 975억원과 영업이익 120억원 전망

백산 4분기 실적은 매출액 975억원(-1.5% YoY)과 영업이익 120억원(+16.0% YoY)으로 추정한다. 합성피혁에서 70% 이상을 차지하고 있는 스포츠화 부문의 매출 회복이 이어지고 원가 개선을 통한 수익성 향상으로 100억원을 상회하는 실적이 나타날 전망이다. 통상 4분기가 계절적으로 비수기이나 전방 시장이 좋아지고 있으며 주력 고객사로부터 신규 주문도 증가하고 있다. 의류 부문은 스포츠화 대비 개선 속도는 더디지만 분기별 BEP 이상의 영업이익 흐름은 유지될 것으로 예상하며 올해를 지나 내년부터는 매출액과 영업이익 모두 늘어날 것으로 판단한다.

## 스포츠화 합성피혁 글로벌 1등, 차량 내장재 매출 증가

스포츠화 합성피혁은 동사가 시장 점유율 1등으로 올라설 전망이다. 이는 품질과 납기 등에서 차별화된 경쟁력을 보이며 바이어들로부터 신뢰를 높여가고 있기 때문이다. 동사에게 주문 물량이 많아지면서 인도네시아에 증설도 진행 중이며 내년 상반기 완공을 목표로 하고 있다. 차량용 내장재도 2020년 이후 매출액이 매년 증가하고 있다. 품목은 핸들커버, 의자, 콘솔, 도어트림 등이며 적용 차종도 확대되고 있어 2025년부터는 연간 매출액이 1천억원을 상회할 전망이다.

## 2024년 예상실적 기준 PER 5배

백산에 대해 투자 의견 매수와 목표주가 12,000원을 유지한다. 2023년 실적은 매출액 4,151억원(-12.8% YoY)과 영업이익 531억원(+5.7% YoY)으로 예상하며 충분히 달성 가능할 것으로 보인다. 내년에는 전 사업 부문에서의 매출액 증가와 함께 신규공장 증설분까지 반영되면서 성장할 전망이다. 이에 따라 매출액 4,842억원(+16.6% YoY)과 영업이익 625억원(+17.5% YoY)으로 추정한다. 글로벌 주요 경쟁사의 경우 2022년 기준 PER 16배에 거래되었으며 백산은 2024년 예상실적 기준 PER 5배에 거래되고 있다. 부진했던 구간을 지나 실적이 좋아지는 초입에 들어섰으며 이미 실적으로 증명한 만큼 매수를 추천한다.

## Financial Data

(십억원)	2020	2021	2022	2023F	2024F
매출액	383	371	476	415	484
영업이익	4	23	50	53	62
영업이익률(%)	1.0	6.3	10.6	12.8	12.9
세전이익	-11	29	55	59	68
지배주주지분순이익	-16	19	45	45	51
EPS(원)	-650	792	1,935	1,919	2,198
증감률(%)	적전	흑전	144.3	-0.8	14.5
ROE(%)	-12.0	14.4	27.9	22.5	21.1
PER(배)	-8.5	10.4	4.2	5.3	4.6
PBR(배)	1.1	1.4	1.1	1.1	0.9
EV/EBITDA(배)	15.1	8.2	3.9	3.6	2.6

자료: 백산, DS투자증권 리서치센터, K-IFRS 연결기준

안주원 미드스몰캡·재생에너지  
02-709-2655

joowonahn@ds-sec.co.kr

2023.12.06

## 매수(유지)

목표주가(유지)	12,000원
현재주가(12/05)	10,080원
상승여력	19.0%

## Stock Data

KOSPI	2,494.3pt
시가총액(보통주)	227십억원
발행주식수	22,500천주
액면가	500원
자본금	0십억원
60일 평균거래량	220천주
60일 평균거래대금	2,021백만원
외국인 지분율	3.3%
52주 최고가	10,530원
52주 최저가	7,250원
주요주주	
김한준(외8인)	55.1%
베어링자산운용(외1인)	5.2%

## 주가추이 및 상대강도

(%)	절대수익률	상대수익률
1M	14.8	9.5
3M	23.2	26.6
6M	26.3	30.9

## 주가차트

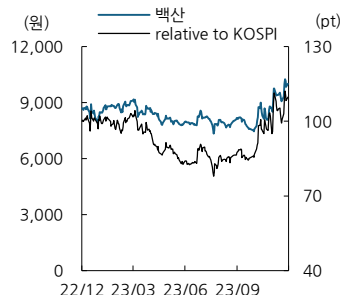
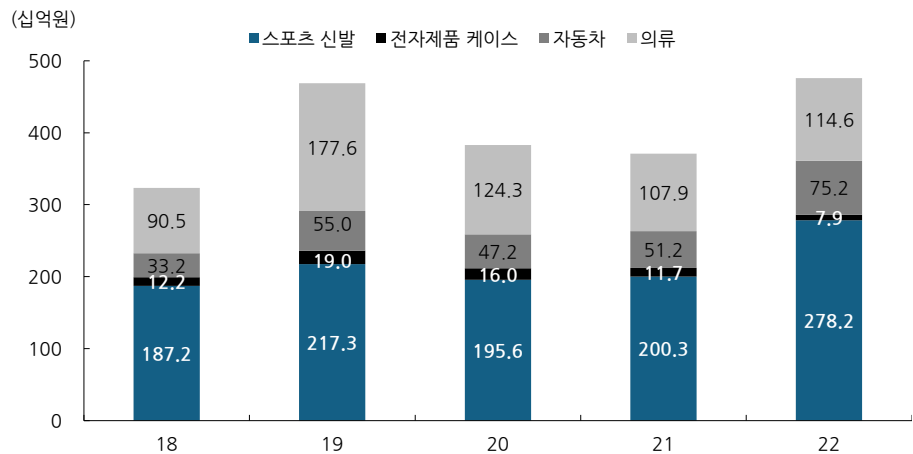


표1 백산 실적 추정 테이블

(십억원)	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23F	2021	2022	2023F
<b>매출액</b>	<b>129.9</b>	<b>123.7</b>	<b>123.3</b>	<b>99.0</b>	<b>106.5</b>	<b>95.2</b>	<b>116.0</b>	<b>97.5</b>	<b>371.1</b>	<b>475.9</b>	<b>415.1</b>
증가율	37.0%	37.2%	53.5%	-6.4%	-18.0%	-23.1%	-5.9%	-1.5%	-3.1%	28.2%	-12.8%
합성피혁	110.2	114.4	119.4	95.6	103.5	97.9	113.8	97.0	334.0	439.6	412.3
의류	36.0	29.1	28.1	21.4	23.4	19.0	22.6	20.0	107.9	114.6	84.9
투자	0.8	1.0	1.2	1.6	1.9	0.2	1.5	1.1	9.0	4.6	4.7
조정	-17.2	-20.7	-25.4	-19.6	-22.3	-21.9	-22.0	-20.5	-79.9	-83.0	-86.7
<b>영업이익</b>	<b>14.1</b>	<b>8.3</b>	<b>17.5</b>	<b>10.4</b>	<b>11.9</b>	<b>9.1</b>	<b>20.1</b>	<b>12.0</b>	<b>23.3</b>	<b>50.3</b>	<b>53.1</b>
영업이익률	10.9%	6.7%	14.2%	10.5%	11.2%	9.5%	17.4%	12.3%	6.3%	10.6%	12.8%
합성피혁	9.0	8.0	14.7	6.2	11.3	9.2	18.6	11.7	28.9	38.0	50.8
의류	3.4	1.4	2.9	2.2	0.6	0.2	1.0	0.5	-9.4	9.9	2.3
투자	0.0	-0.3	0.7	1.0	0.6	-0.1	1.0	0.1	6.4	1.3	1.6
조정	1.7	-0.8	-0.8	1.0	-0.7	-0.2	-0.4	-0.3	-2.7	1.1	-1.6
<b>지배주주 순이익</b>	<b>13.4</b>	<b>10.3</b>	<b>21.5</b>	<b>0.1</b>	<b>11.1</b>	<b>7.5</b>	<b>16.7</b>	<b>9.7</b>	<b>19.2</b>	<b>45.3</b>	<b>44.9</b>
순이익률	10.3%	8.3%	17.4%	0.1%	10.4%	7.9%	14.4%	9.9%	5.2%	9.5%	10.8%

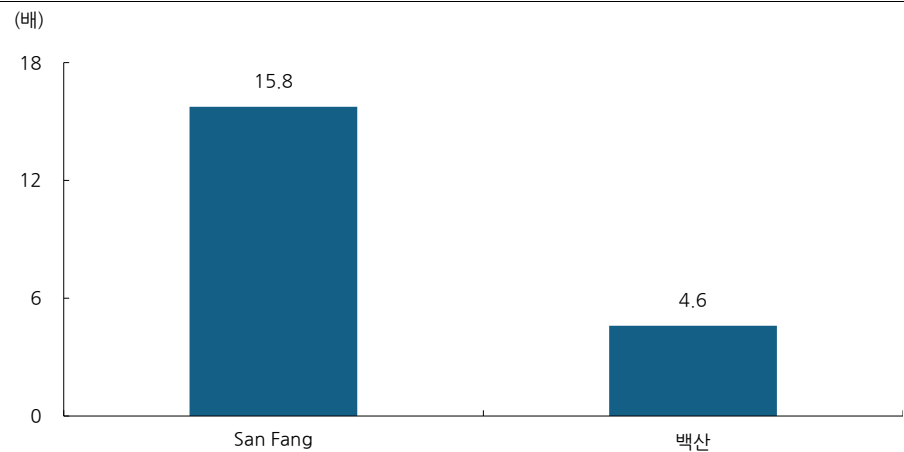
자료: 백산, DS투자증권 리서치센터 추정

그림1 사업 부문별 매출액 추이



자료: 백산, DS투자증권 리서치센터

그림2 글로벌 경쟁사 vs 백산 밸류에이션



자료: 백산, DS투자증권 리서치센터

주: San Fang은 2022년 기준, 백산은 2024년 기준

## [ 백산 035150 ]

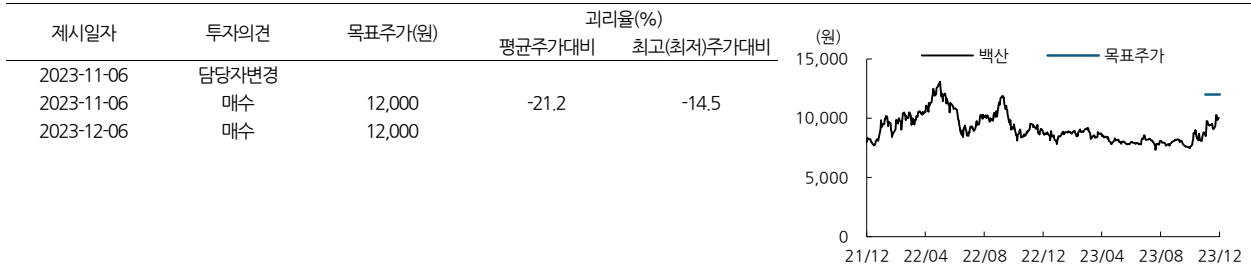
재무상태표 (십억원)						손익계산서 (십억원)					
	2020	2021	2022	2023F	2024F		2020	2021	2022	2023F	2024F
유동자산	177	210	206	243	291	매출액	383	371	476	415	484
현금 및 현금성자산	38	65	47	77	119	매출원가	313	303	381	320	372
매출채권 및 기타채권	72	73	79	82	85	매출총이익	70	68	95	95	112
재고자산	46	63	52	56	58	판매비 및 관리비	66	45	45	42	49
기타	21	9	28	28	28	영업이익	4	23	50	53	62
비유동자산	115	120	133	142	146	(EBITDA)	13	29	57	62	71
관계기업투자등	5	10	11	9	11	금융손익	-7	3	4	6	3
유형자산	88	69	79	89	91	이자비용	3	3	3	4	4
무형자산	4	3	3	4	4	관계기업등 투자손익	-4	0	0	0	0
자산총계	291	330	339	384	437	기타영업외손익	-4	4	0	0	3
유동부채	135	148	145	149	154	세전계속사업이익	-11	29	55	59	68
매입채무 및 기타채무	46	57	51	55	60	계속사업법인세비용	5	10	10	14	17
단기금융부채	84	82	86	86	86	계속사업이익	-16	19	45	44	51
기타유동부채	5	9	8	8	8	중단사업이익	0	0	0	0	0
비유동부채	34	35	13	13	13	당기순이익	-16	19	45	44	51
장기금융부채	28	28	9	9	9	지배주주	-16	19	45	45	51
기타비유동부채	5	7	5	5	5	총포괄이익	-18	21	43	44	51
부채총계	169	183	159	162	168	매출총이익률 (%)	18.2	18.3	20.0	22.9	23.1
지배주주지분	121	146	178	220	268	영업이익률 (%)	1.0	6.3	10.6	12.8	12.9
자본금	14	14	14	14	14	EBITDA마진률 (%)	3.3	7.8	11.9	14.8	14.7
자본잉여금	32	34	36	36	36	당기순이익률 (%)	-4.3	5.2	9.4	10.7	10.6
이익잉여금	84	101	135	176	224	ROA (%)	-5.1	6.2	13.5	12.4	12.5
비지배주주지분(연결)	1	1	2	2	2	ROE (%)	-12.0	14.4	27.9	22.5	21.1
자본총계	122	147	180	222	269	ROIC (%)	1.4	8.7	22.1	19.8	22.3

현금흐름표 (십억원)						주요투자지표 (원, 배)					
	2020	2021	2022	2023F	2024F		2020	2021	2022	2023F	2024F
영업활동 현금흐름	33	10	52	51	58	투자지표 (x)					
당기순이익(손실)	-16	19	45	44	51	P/E	-8.5	10.4	4.2	5.3	4.6
비현금수익비용가감	38	9	25	9	8	P/B	1.1	1.4	1.1	1.1	0.9
유형자산감가상각비	9	6	6	8	9	P/S	0.3	0.5	0.4	0.6	0.5
무형자산상각비	0	0	0	0	0	EV/EBITDA	15.1	8.2	3.9	3.6	2.6
기타현금수익비용	30	3	18	-41	-40	P/CF	6.1	7.1	2.8	4.4	4.0
영업활동 자산부채변동	22	-8	-5	-3	-1	배당수익률 (%)	1.8	1.2	1.8	1.5	1.5
매출채권 감소(증가)	10	-4	-3	-3	-4	성장성 (%)					
재고자산 감소(증가)	11	-10	11	-4	-2	매출액	-18.3	-3.1	28.2	-12.8	16.6
매입채무 증가(감소)	2	11	-5	4	5	영업이익	-87.7	487.8	116.4	5.7	17.5
기타자산, 부채변동	-1	-6	-8	0	0	세전이익	적전	흑전	87.4	6.8	15.7
투자활동 현금	-6	17	-41	-17	-13	당기순이익	적전	흑전	134.6	-1.3	15.4
유형자산처분(취득)	-4	2	-17	-18	-11	EPS	적전	흑전	144.3	-0.8	14.5
무형자산 감소(증가)	0	0	0	-1	-1	안정성 (%)					
투자자산 감소(증가)	-5	12	-16	1	-2	부채비율	137.8	124.6	88.1	73.3	62.2
기타투자활동	2	3	-8	0	0	유동비율	130.7	141.6	141.6	162.7	188.8
재무활동 현금	-6	-1	-27	-4	-4	순차입금/자기자본(x)	45.6	27.0	15.0	-1.5	-16.8
차입금의 증가(감소)	-2	-4	-16	0	0	영업이익/금융비용(x)	1.1	8.5	14.7	12.4	14.5
자본의 증가(감소)	-4	3	-9	-4	-4	총차입금 (십억원)	112	110	94	94	94
배당금의 지급	4	2	2	4	4	순차입금 (십억원)	56	40	27	-3	-45
기타재무활동	1	0	-2	0	0	주당지표(원)					
현금의 증가	20	27	-19	30	42	EPS	-650	792	1,935	1,919	2,198
기초현금	18	38	65	47	77	BPS	5,010	6,016	7,626	9,395	11,443
기말현금	38	65	47	77	119	SPS	15,831	15,334	20,333	17,738	20,686
NOPLAT	3	15	41	40	47	CFPS	912	1,156	2,972	2,287	2,540
FCF	38	37	23	34	46	DPS	100	100	150	150	150

자료: 백산, DS투자증권 리서치센터 / 주: K-IFRS 연결기준

## 백산 (035150) 투자 의견 및 목표주가 변동 추이



## 투자 의견 및 적용 기준 (향후 12개월간 주가 등락 기준)

기업			산업	
매수	+ 10% 이상의 투자 수익이 예상되는 경우		비중 확대	업종별 투자 의견은 해당 업종 투자 비중에 대한 의견
중립	- 10% ~ + 10% 이내의 등락이 예상되는 경우		중립	
매도	- 10% 이하의 주가 하락이 예상되는 경우		비중 축소	

## 투자 의견 비율

기준일 2023.09.30

매수	중립	매도
100.0%	0.0%	0.0%

## Compliance Notice

본 자료에 기재된 내용들은 작성자 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

본 자료는 고객의 증권투자를 돕기 위한 정보제공을 목적으로 제작되었습니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료 및 정보를 바탕으로 작성한 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 참고자료로만 활용하시기 바라며 유가증권 투자 시 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 본 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

본 자료는 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에 있으며 어떠한 경우에도 당사의 동의 없이 복제, 배포, 전송, 변형될 수 없습니다.

- 동 자료는 제공시점 현재 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 추천종목은 전일 기준 현재 당사에서 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료의 추천종목은 전일 기준 현재 당사의 조사분석 담당자 및 그 배우자 등 관련자가 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료의 추천종목에 해당하는 회사는 당사와 계열회사 관계에 있지 않습니다.