

백산 (035150)

비수기 서프라이즈, 걱정없는 하반기

2024년 8월 14일

✓ 투자판단	매수 (유지)	✓ 목표주가	24,000 원 (상향)
✓ 상승여력	65.6%	✓ 현재주가 (8월 13일)	14,490 원

신한생각 2분기 나이키 우려 딛고 어닝서프라이즈 달성

7월초 나이키의 가이던스 하향 이래 스포츠신발용 합성피혁 기업인 백산의 주가도 부정적 영향을 받았음. 우려와 달리 사업은 순항하고 있으며 이번 2Q24 실적을 통해서 이를 증명. 비수기인 2분기 실적이 1분기와 유사한 수준으로 잘 나왔고, 3분기 성수기 진입하며 다시 반등 모색할 시점

2Q24 Review

2Q24 매출액 1,156억원(+21.5%, 이하 전년동기대비), 영업이익 181억원(+98.8%), 영업이익률 15.6%의 호실적 발표. 영업이익 당사 추정치 대비 45% 상회하는 어닝서프라이즈. 수익성 높은 스포츠신발용 매출액은 1분기와 유사한 774억원(+28.9%) 수준으로 호실적을 견인

2분기는 비수기이고 나이키의 연이은 가이던스 하향이 있었지만 우려대비 선방. 1) 나이키 내 점유율 확대, 2) 아디다스의 상대적 호조, 3) 신발제조사 재고확충, 4) 환율 추가 상승 기인. 3분기는 성수기이고 스포츠이벤트도 있어 업황 호조 지속. 2분기에 이어 연이은 서프라이즈 가능성 높음. 24년 연간 영업이익 추정치 668억원에서 763억원으로 상향조정

Valuation & Risk

목표주가 24,000원으로 상향조정. 24~25년 지배순익 추정치 상향 및 시장 조정에 따른 목표배수 조정(10배→8배) 반영. 나이키 우려 해소, 우호적 업황과 주주환원에 힘입어 저평가 탈피 예상. 밸류업 모멘텀 지속. 자사주 매입소각 26만주 공시(7/19~10/18). 올해 누적 81.5만주 소각에 이어 26만주 추가 소각시 연간 107.5만주 소각. 내년, 내후년도 잠정적으로 100만주씩 소각 예상. 주당배당금도 늘어난 이익에 따라 상향조정 예상

12월 결산	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	지배순이익 (십억원)	PER (배)	ROE (%)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	DY (%)
2022	475.9	50.3	45.3	4.4	27.9	1.1	3.9	1.8
2023	417.7	53.1	41.3	5.9	21.5	1.2	4.3	2.8
2024F	495.8	76.3	63.0	5.1	27.0	1.2	3.5	2.8
2025F	567.9	85.9	68.3	4.7	24.1	1.0	2.8	3.5
2026F	634.0	94.7	75.2	4.0	22.8	0.8	2.2	4.1

자료: 회사 자료, 신한투자증권

[핵심성장]

최승환 연구위원
✉ hani86@shinhan.com

이병화 연구위원
✉ bh.lee@shinhan.com

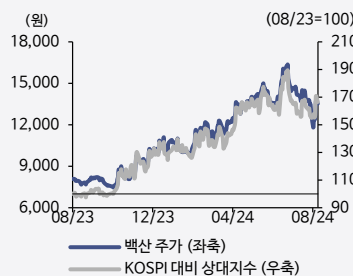
Revision	
실적추정치	상향
Valuation	하향

시가총액	315.3십억원
발행주식수(유동비율)	21.5백만주(41.1%)
52주 최고가/최저가	16,370원/7,460원
일평균 거래액 (60일)	1,969백만원
외국인 지분율	10.5%

주요주주 (%)	
김한준 외 8인	56.3
베어링자산운용	5.3

수익률 (%)	1M	3M	12M	YTD
절대	(4.5)	(4.0)	70.2	24.1
상대	4.2	0.0	68.4	26.6

주가



2Q24 실적 리뷰

(십억원)	기존 추정치	발표치	차이(%)
매출액	116.2	115.6	(0.5)
(YoY)	22.1	21.5	
영업이익	12.4	18.1	45.4
(YoY)	36.8	98.8	
(Margin)	10.7	15.6	
지배순이익	9.1	12.7	39.4

자료: 신한투자증권

연간 추정치 변경내역

(십억원, %)	2024F			2025F			2026F		
	변경전	변경후	% Change	변경전	변경후	% Change	변경전	변경후	% Change
매출액	490.5	495.8	1.1	556.2	567.9	2.1	627.9	634.0	1.0
영업이익	66.8	76.3	14.2	74.1	85.9	16.0	83.2	94.7	13.9
지배순이익	50.9	63.0	23.7	57.2	68.3	19.2	65.2	75.2	15.5

자료: 신한투자증권

영업실적 추이 및 전망

(십억원, %)	2021	2022	2023	1Q24	2Q24	3Q24F	4Q24F	2024F	2025F	2026F
매출액	371.1	475.9	417.7	119.0	115.6	142.7	118.5	495.8	567.9	634.0
스포츠신발	200.3	278.2	263.7	77.2	77.4	94.3	81.4	330.4	356.8	385.4
차량, 내장재	51.2	75.2	64.3	18.3	16.8	18.7	16.2	70.0	115.0	150.0
IT	11.7	7.9	7.7	1.9	2.7	2.0	2.0	8.6	8.6	8.6
최신물산	104.0	114.6	82.1	21.6	16.8	27.7	18.9	84.9	87.4	90.0
영업이익	23.3	50.3	53.2	20.2	18.1	21.8	16.2	76.3	85.9	94.7
지배순이익	19.2	45.3	41.3	18.3	12.7	17.3	14.7	63.0	68.3	75.2
매출액 증가율	(3.1)	28.2	(12.2)	11.8	21.5	23.1	18.4	18.7	14.5	11.7
영업이익 증가율	488.6	116.3	5.7	70.1	98.8	8.2	34.8	43.5	12.6	10.2
영업이익률	6.3	10.6	12.7	17.0	15.6	15.3	13.7	15.4	15.1	14.9

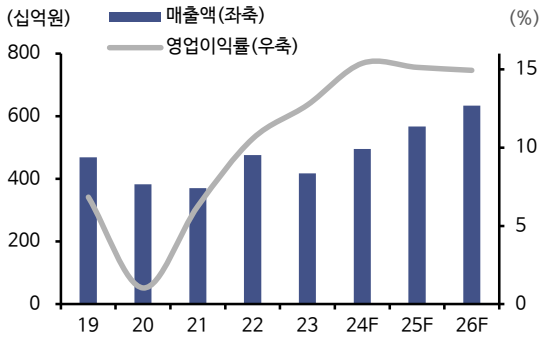
자료: 신한투자증권

목표주가 산정 테이블

	24-25 평균	24F	25F
지배순이익 (십억원)	65.6	63.0	68.3
목표배수 (배)	8.0	8.0	8.0
목표 기업가치 (십억원)	525.0	504.0	546.1
상장주식수 (주)	21,500,000	22,000,000	21,000,000
목표 주당가치 (원)	24,456	22,908	26,004
목표주가 (원)	24,000		
현 주가 (원)	14,490		
Upside (%)	65.6%		

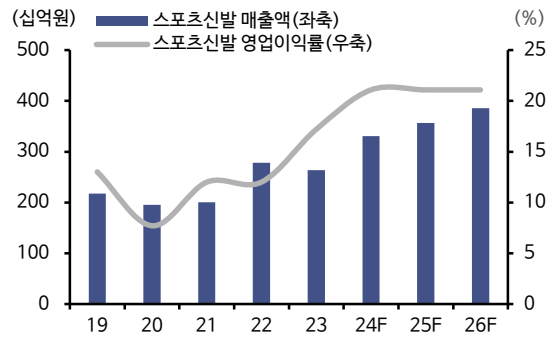
자료: 신한투자증권

매출액, 영업이익률 추이



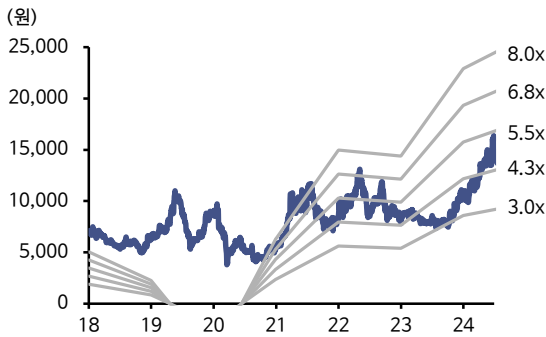
자료: 신한투자증권

핵심사업(스포츠신발) 매출액, 영업이익률 추이



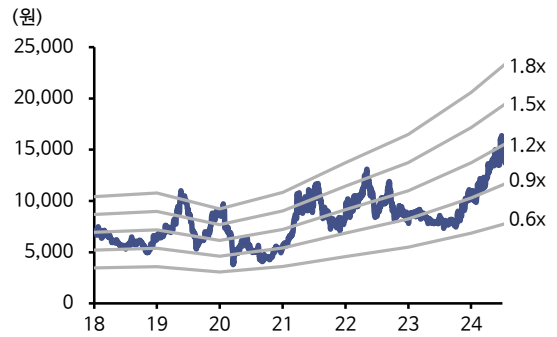
자료: 신한투자증권

PER Band Chart



자료: 신한투자증권

PBR Band Chart



자료: 신한투자증권

재무상태표

12월 결산 (십억원)	2022	2023	2024F	2025F	2026F
자산총계	338.9	351.9	406.6	445.5	484.0
유동자산	205.9	208.8	257.0	291.3	326.5
현금및현금성자산	46.7	47.4	65.5	71.9	81.6
매출채권	74.0	69.3	82.3	94.3	105.3
재고자산	52.2	52.9	62.8	71.9	80.3
비유동자산	133.0	143.1	149.5	154.2	157.5
유형자산	79.3	85.8	89.2	91.1	91.9
무형자산	3.1	3.5	3.5	3.5	3.5
투자자산	12.3	16.9	19.9	22.7	25.2
기타금융투자자산	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
부채총계	158.7	143.5	144.9	140.5	130.3
유동부채	145.4	129.2	131.1	125.8	114.6
단기차입금	69.1	71.7	64.7	49.7	29.7
매입채무	43.0	42.0	49.8	57.1	63.7
유동성장기부채	16.6	1.5	0.0	0.0	0.0
비유동부채	13.3	14.3	13.7	14.8	15.7
사채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금(경기금융부채 포함)	8.7	8.4	6.8	6.8	6.8
기타금융투자부채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	180.2	208.5	261.7	305.0	353.6
자본금	14.1	14.1	14.1	14.1	14.1
자본잉여금	36.0	36.0	36.0	36.0	36.0
기타자본	(0.2)	0.3	0.3	0.3	0.3
기타포괄이익누계액	(6.2)	(6.3)	(6.3)	(6.3)	(6.3)
이익잉여금	134.8	161.9	216.3	260.8	310.9
지배주주지분	178.5	206.1	260.5	305.0	355.0
비지배주주지분	1.7	2.4	1.2	(0.0)	(1.4)
*총차입금	94.4	81.6	71.5	56.5	36.5
*순차입금(순현금)	27.0	10.8	(21.8)	(47.3)	(80.6)

현금흐름표

12월 결산 (십억원)	2022	2023	2024F	2025F	2026F
영업활동으로인한현금흐름	51.6	46.3	55.3	61.2	69.5
당기순이익	44.9	40.5	61.8	67.0	73.9
유형자산상각비	6.4	5.9	8.6	9.1	9.3
무형자산상각비	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
외환환손실(이익)	5.4	0.8	0.0	0.0	0.0
자산처분손실(이익)	(0.3)	(0.1)	0.0	0.0	0.0
지분법, 종속, 관계기업순이익(이익)	(0.1)	1.7	0.0	0.0	0.0
운전자본변동	(4.9)	(7.4)	(15.1)	(14.9)	(13.7)
(법인세납부)	(10.3)	(11.9)	(17.4)	(18.9)	(20.8)
기타	10.5	16.8	17.4	18.9	20.8
투자활동으로인한현금흐름	(41.3)	(20.3)	(19.4)	(17.8)	(16.2)
유형자산의증가(CAPEX)	(20.3)	(10.6)	(12.0)	(11.0)	(10.0)
유형자산의감소	3.0	0.3	0.0	0.0	0.0
무형자산의감소(증가)	0.0	(0.4)	0.0	0.0	0.0
투자자산의감소(증가)	(0.9)	(6.2)	(3.0)	(2.8)	(2.5)
기타	(23.1)	(3.4)	(4.4)	(4.0)	(3.7)
FCF	21.4	34.0	40.6	50.8	60.0
재무활동으로인한현금흐름	(26.9)	(25.2)	(17.9)	(36.9)	(43.6)
차입금의 증가(감소)	(14.5)	(11.8)	(10.2)	(15.0)	(20.0)
자기주식의처분(취득)	9.9	7.5	0.0	(13.5)	(13.5)
배당금	(2.4)	(5.8)	(7.7)	(8.4)	(10.1)
기타	(19.9)	(15.1)	0.0	0.0	(0.0)
기타현금흐름	0.0	0.0	(0.0)	0.0	0.0
연결범위변동으로인한현금의증가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
환율변동효과	(2.0)	(0.1)	0.0	0.0	0.0
현금의증가(감소)	(18.7)	0.7	18.0	6.5	9.6
기초현금	65.4	46.7	47.4	65.5	71.9
기말현금	46.7	47.4	65.5	71.9	81.6

자료: 회사 자료, 신한투자증권

포괄손익계산서

12월 결산 (십억원)	2022	2023	2024F	2025F	2026F
매출액	475.9	417.7	495.8	567.9	634.0
증감률 (%)	28.2	(12.2)	18.7	14.5	11.7
매출원가	380.9	321.2	371.0	431.1	486.5
매출총이익	95.0	96.5	124.8	136.8	147.6
매출총이익률 (%)	20.0	23.1	25.2	24.1	23.3
판매관리비	44.7	43.3	48.5	50.9	52.9
영업이익	50.3	53.1	76.3	85.9	94.7
증감률 (%)	116.4	5.7	43.6	12.6	10.2
영업이익률 (%)	10.6	12.7	15.4	15.1	14.9
영업외손익	4.5	(1.3)	3.0	0.0	0.0
금융손익	1.9	(1.2)	(1.3)	(0.2)	1.1
기타영업외손익	2.6	0.1	4.2	0.2	(1.1)
종속 및 관계기업관련손익	0.0	(0.2)	0.0	0.0	0.0
세전계속사업이익	54.8	51.9	79.3	85.9	94.7
법인세비용	9.9	11.3	17.4	18.9	20.8
계속사업이익	44.9	40.5	61.8	67.0	73.9
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	44.9	40.5	61.8	67.0	73.9
증감률 (%)	134.6	(9.7)	52.6	8.4	10.2
순이익률 (%)	9.4	9.7	12.5	11.8	11.6
(지배주주)당기순이익	45.3	41.3	63.0	68.3	75.2
(비지배주주)당기순이익	(0.4)	(0.8)	(1.2)	(1.3)	(1.4)
총포괄이익	43.5	39.5	61.8	67.0	73.9
(지배주주)총포괄이익	43.9	40.3	63.0	68.3	75.3
(비지배주주)총포괄이익	(0.4)	(0.8)	(1.2)	(1.3)	(1.4)
EBITDA	56.7	59.0	84.9	95.0	104.0
증감률 (%)	94.7	4.1	43.9	11.9	9.5
EBITDA 이익률 (%)	11.9	14.1	17.1	16.7	16.4

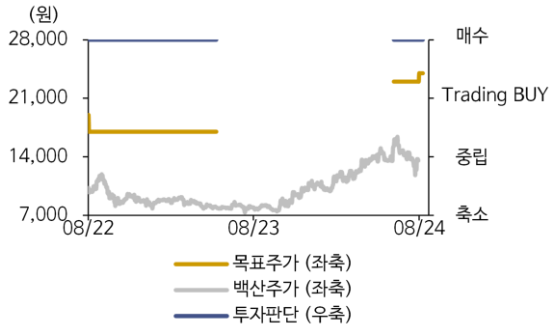
주요 투자지표

12월 결산	2022	2023	2024F	2025F	2026F
EPS (당기순이익, 원)	1,855	1,765	2,782	3,046	3,517
EPS (지배순이익, 원)	1,871	1,798	2,834	3,103	3,583
BPS (자본총계, 원)	7,697	9,265	11,896	14,522	17,682
BPS (지배지분, 원)	7,626	9,159	11,840	14,523	17,752
DPS (원)	150	300	400	500	600
PER (당기순이익, 배)	4.4	6.0	5.2	4.8	4.1
PER (지배순이익, 배)	4.4	5.9	5.1	4.7	4.0
PBR (자본총계, 배)	1.1	1.1	1.2	1.0	0.8
PBR (지배지분, 배)	1.1	1.2	1.2	1.0	0.8
EV/EBITDA (배)	3.9	4.3	3.5	2.8	2.2
배당성향 (%)	7.8	16.4	13.6	15.0	15.5
배당수익률 (%)	1.8	2.8	2.8	3.5	4.1
수익성					
EBITDA 이익률 (%)	11.9	14.1	17.1	16.7	16.4
영업이익률 (%)	10.6	12.7	15.4	15.1	14.9
순이익률 (%)	9.4	9.7	12.5	11.8	11.6
ROA (%)	13.4	11.7	16.3	15.7	15.9
ROE (지배순이익, %)	27.9	21.5	27.0	24.1	22.8
ROIC (%)	26.5	25.6	33.3	34.1	34.9
안정성					
부채비율 (%)	88.1	68.8	55.4	46.1	36.9
순차입금비율 (%)	15.0	5.2	(8.3)	(15.5)	(22.8)
현금비율 (%)	32.1	36.7	49.9	57.2	71.1
이자보상배율 (배)	14.7	12.4	20.5	27.6	41.9
활동성					
순운전자본회전율 (회)	6.2	5.1	5.5	5.4	5.3
재고자산회수기간 (일)	44.0	45.9	42.6	43.3	43.8
매출채권회수기간 (일)	54.9	62.6	55.8	56.8	57.4

자료: 회사 자료, 신한투자증권

투자 의견 및 목표주가 추이

백산(035150)



일자	투자 의견	목표 주가 (원)	과리율 (%)	
			평균	최고/최저
2022년 07월 28일	매수	19,000	(46.6)	(45.8)
2022년 08월 16일	매수	17,000	(47.4)	(30.0)
2023년 05월 25일	커버리지제외		-	-
2024년 06월 19일	매수	23,000	(38.1)	(28.8)
2024년 08월 14일	매수	24,000	-	-

주: 목표주가 과리율 산출 기간은 6개월 기준

Compliance Notice

- ◆ 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다. (작성자: 최승환, 이병화)
- ◆ 자료 제공일 현재 당사는 지난 1년간 상기 회사의 최초 증권시장 상장시 대표 주관사로 참여한 적이 없습니다.
- ◆ 자료 공표일 현재 당사는 상기 회사의 주식 등을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- ◆ 자료제공일 현재 조사분석 담당자는 상기 회사가 발행한 주식 및 주식관련사채에 대하여 규정상 고지하여야 할 재산적 이해관계가 없으며, 추천의견을 제시함에 있어 어떠한 금전적 보상과도 연계되어 있지 않습니다.
- ◆ 당 자료는 상기 회사 및 상기 회사의 유가증권에 대한 조사분석담당자의 의견을 정확히 반영하고 있으나 이는 자료제공일 현재 시점에서의 의견 및 추정치로서 실적치와 오차가 발생할 수 있으며, 투자를 유도할 목적이 아니라 투자자의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 하고 있습니다. 따라서 종목의 선택이나 투자의 최종결정은 투자자 자신의 판단으로 하시기 바랍니다.
- ◆ 본 조사분석자료는 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로 어떠한 경우에도 당사의 허락 없이 복사, 대여, 재배포 될 수 없습니다.

투자등급 (2017년 4월 1일부터 적용)

종목	매수 : 향후 6개월 수익률이 +10% 이상 Trading BUY : 향후 6개월 수익률이 -10% ~ +10% 중립 : 향후 6개월 수익률이 -10% ~ -20% 축소 : 향후 6개월 수익률이 -20% 이하	섹터	비중확대 : 업종내 커버리지 업체들의 투자의견이 시가총액 기준으로 매수 비중이 높을 경우 중립 : 업종내 커버리지 업체들의 투자의견이 시가총액 기준으로 중립적일 경우 축소 : 업종내 커버리지 업체들의 투자의견이 시가총액 기준으로 Reduce가 우세한 경우

신한투자증권 유니버스 투자등급 비율 (2024년 08월 12일 기준)

매수 (매수)	93.77%	Trading BUY (중립)	4.67%	중립 (중립)	1.56%	축소 (매도)	0.00%
---------	--------	------------------	-------	---------	-------	---------	-------