

# 백산 (035150)

## 3Q24 Review – 큰 그림은 변화 없다

2024년 11월 11일

✓ 투자판단	매수 (유지)	✓ 목표주가	24,000 원 (유지)
✓ 상승여력	75.4%	✓ 현재주가 (11월 7일)	13,680 원

### 신한생각 | 안정적인 이익창출력과 주주환원의 큰 그림은 이상 없다

상반기 호실적으로 높아진 눈높이에는 아쉬운 실적이지만, 올해 700억원 대 영업이익 달성 가능성은 높아 보임. 글로벌 탑 벤더로 실적 성장이 안정적이고, 주주환원도 적극적인 기업으로 중장기 관점에서 여전히 긍정적

### 3Q24 Review: 아쉽지만 좋은 실적, 4분기 실적도 순항

2024년 3분기 매출액 1,288억원(+11.1%, 이하 전년동기대비), 영업이익 182억원(-9.8%, 영업이익률 14.1%). 스포츠신발은 3분기 성수기 효과로 큰 폭 성장(+17.7%). 최근 나이키 인기하락 우려에도 불구하고 나이키향 오더는 이상 없고, 스포츠신발 전반적인 업황은 우호적. 4분기 스포츠신발 매출액은 3분기와 유사한 흐름 예상. 2025년에는 금리인하로 인한 가계소비 회복, 합리적 소비 트렌드, 러닝문화 확산으로 성장 지속 예상

3분기 영업이익률(14.1%)은 전분기(15.6%) 대비 아쉬운 수준. 3분기 원달러 환율이 1,300원 초반까지 하락하며 환율효과가 반감된 영향. 다만 4분기 들어 다시 1,400원대에 육박함에 따라 4분기 환율효과는 개선 전망. 2025년 연초 인도네시아 증설 물량 가동 초기에는 수익성에 일부 영향 있겠으나, 물량 증대효과가 커 연간 수익성은 올해와 유사할 것으로 전망

### Valuation & Risk: 저평가이면서 주주환원도 좋다

목표주가 24,000원 유지. 2025년 PER(주가수익비율) 4.9배로 저평가. 2024~2026년 평균 주주환원율(자사주매입소각+배당) 7.8% 수준. 2024년 106억원의 자사주 매입소각을 단행했고, 추가적인 매입소각 가능. 실적 성장에 따라 2025년 배당금(중간배당 포함) 전년대비 상향 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	480.9	73.2	60.0	5.1	25.9	1.2	3.3	2.9
2025F	533.6	78.1	62.0	4.9	22.4	1.0	2.9	3.7
2026F	584.0	85.9	68.2	4.2	21.5	0.8	2.3	4.4

자료: 회사 자료, 신한투자증권

### [핵심성장]

최승환 연구위원

✉ hani86@shinhan.com

이병화 연구위원

✉ bh.lee@shinhan.com

### Revision

실적추정치	하향
Valuation	유지

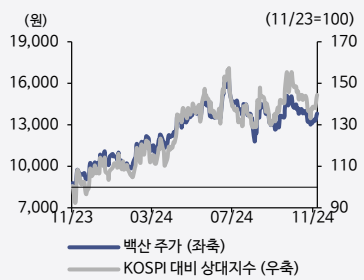
시가총액	297.1 십억원
발행주식수(유동비율)	21.5 백만주 (42.3%)
52주 최고가/최저가	16,370원/9,070원
일평균 거래액 (60일)	1,282 백만원
외국인 지분율	8.5%

### 주요주주 (%)

김한준 외 8인	57.7
베어링자산운용	5.4

수익률 (%)	1M	3M	12M	YTD
절대	(2.2)	11.0	51.2	26.8
상대	(0.9)	10.8	43.0	32.2

### 주가



### 3Q24 실적 리뷰

(십억원)	기존 추정치	발표치	차이(%, %pt)
매출액	126.3	128.8	2.0
(YoY)	8.9	11.1	
영업이익	20.3	18.2	(10.3)
(YoY)	0.6	(9.8)	
(Margin)	16.0	14.1	
지배순이익	16.0	13.5	(15.9)

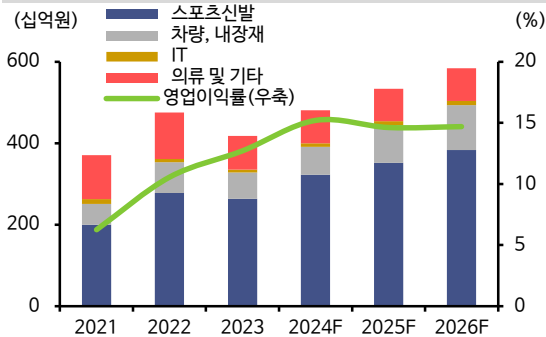
자료: 신한투자증권

### 연간 추정치 Revision

(십억원, %)	2024F			2025F			2026F		
	변경전	변경후	% Change	변경전	변경후	% Change	변경전	변경후	% Change
매출액	474.5	480.9	1.4	527.0	533.6	1.2	577.1	584.0	1.2
영업이익	73.7	73.2	(0.8)	81.1	78.1	(3.7)	89.2	85.9	(3.7)
지배순이익	61.0	60.0	(1.7)	64.4	62.0	(3.7)	70.9	68.2	(3.7)

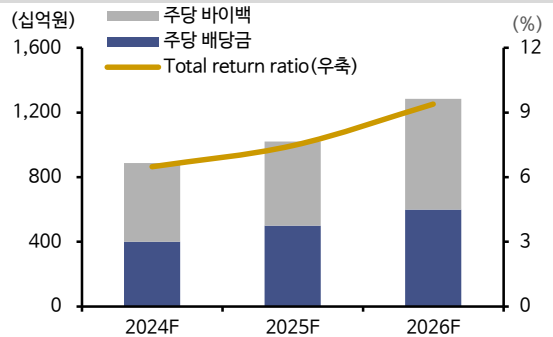
자료: 신한투자증권

### 부문별 매출액, 영업이익률 추이



자료: 신한투자증권

### 배당금, 바이백 포함한 주주환원을 추이



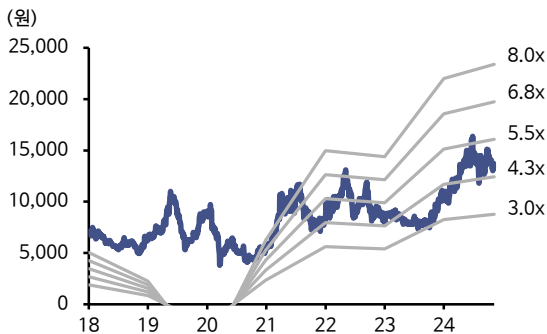
자료: 신한투자증권

### 영업실적 추이 및 전망

(십억원, %)	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24A	4Q24F	2023	2024F	2025F	2026F
매출액	106.5	95.2	116.0	100.1	119.0	115.6	128.8	117.5	417.7	480.9	533.6	584.0
YoY	(18.0)	(23.1)	(5.9)	1.1	11.8	21.5	11.1	17.4	(12.2)	15.1	10.9	9.5
스포츠신발	62.3	60.1	73.2	63.2	77.2	77.4	86.2	81.8	263.7	322.6	352.2	383.2
차량내장재	18.9	14.6	17.8	15.4	18.3	16.8	17.1	16.2	64.3	68.3	92.3	110.7
영업이익	11.9	9.1	20.1	12.0	20.2	18.1	18.2	16.7	53.2	73.2	78.1	85.9
YoY	(15.9)	10.0	14.8	16.0	70.1	98.8	(9.8)	38.9	5.7	37.7	6.7	10.0
Margin	11.2	9.6	17.4	12.0	17.0	15.6	14.1	14.2	12.7	15.2	14.6	14.7
자배순이익	11.1	7.5	16.7	6.0	18.3	12.7	13.5	15.2	41.3	60.0	62.0	68.2
YoY	(17.7)	(26.4)	(22.4)	4,200.0	65.0	68.2	(19.0)	152.3	(8.9)	45.3	3.5	10.0
Margin	10.4	7.9	14.4	6.0	15.3	11.0	10.5	12.9	9.9	12.5	11.6	11.7

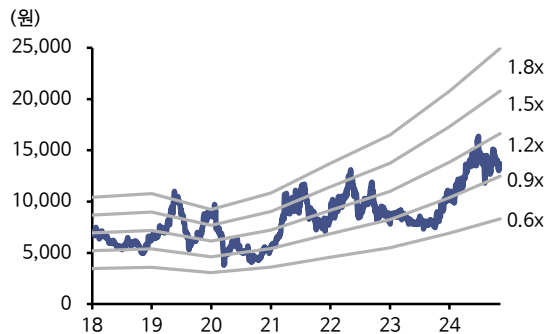
자료: 신한투자증권

### PER Band Chart



자료: 신한투자증권

### PBR Band Chart



자료: 신한투자증권

## 재무상태표

12월 결산 (십억원)	2022	2023	2024F	2025F	2026F
<b>자산총계</b>	<b>338.9</b>	<b>351.9</b>	<b>401.4</b>	<b>431.4</b>	<b>460.6</b>
유동자산	205.9	208.8	252.4	278.5	305.1
현금및현금성자산	46.7	47.4	66.6	72.3	79.5
매출채권	74.0	69.3	79.8	88.6	97.0
재고자산	52.2	52.9	60.9	67.6	73.9
비유동자산	133.0	143.1	149.0	152.9	155.5
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	19.3	21.4	23.3
기타금융업자산	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>부채총계</b>	<b>158.7</b>	<b>143.5</b>	<b>142.7</b>	<b>135.5</b>	<b>122.9</b>
유동부채	145.4	129.2	129.1	121.2	107.9
단기차입금	69.1	71.7	64.7	49.7	29.7
매입채무	43.0	42.0	48.3	53.6	58.7
유동성장기부채	16.6	1.5	0.0	0.0	0.0
비유동부채	13.3	14.3	13.5	14.3	15.0
사채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금(경기금융부채 포함)	8.7	8.4	6.8	6.8	6.8
기타금융업부채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>자본총계</b>	<b>180.2</b>	<b>208.5</b>	<b>258.7</b>	<b>295.9</b>	<b>337.7</b>
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	213.3	251.6	294.6
<b>지배주주지분</b>	<b>178.5</b>	<b>206.1</b>	<b>257.4</b>	<b>295.8</b>	<b>338.8</b>
비지배주주지분	1.7	2.4	1.3	0.1	(1.1)
*총차입금	94.4	81.6	71.5	56.5	36.5
*순차입금(순현금)	27.0	10.8	(22.1)	(45.8)	(75.7)

## 현금흐름표

12월 결산 (십억원)	2022	2023	2024F	2025F	2026F
<b>영업활동으로인한현금흐름</b>	<b>51.6</b>	<b>46.3</b>	<b>55.1</b>	<b>58.6</b>	<b>65.5</b>
당기순이익	44.9	40.5	58.9	60.9	67.0
유형자산상각비	6.4	5.9	8.6	9.1	9.3
무형자산상각비	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
외화환산손실(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, 관계기업손실(이익)	(0.1)	1.7	0.0	0.0	0.0
운전자본변동	(4.9)	(7.4)	(12.4)	(11.4)	(10.8)
(법인세납부)	(10.3)	(11.9)	(16.6)	(17.2)	(18.9)
기타	10.5	16.8	16.6	17.2	18.9
<b>투자활동으로인한현금흐름</b>	<b>(41.3)</b>	<b>(20.3)</b>	<b>(18.0)</b>	<b>(16.0)</b>	<b>(14.8)</b>
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)	(2.4)	(2.0)	(1.9)
기타	(23.1)	(3.4)	(3.6)	(3.0)	(2.9)
<b>FCF</b>	<b>21.4</b>	<b>34.0</b>	<b>41.1</b>	<b>48.5</b>	<b>56.3</b>
<b>재무활동으로인한현금흐름</b>	<b>(26.9)</b>	<b>(25.2)</b>	<b>(17.9)</b>	<b>(36.9)</b>	<b>(43.6)</b>
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
<b>현금의증가(감소)</b>	<b>(18.7)</b>	<b>0.7</b>	<b>19.2</b>	<b>5.7</b>	<b>7.1</b>
기초현금	65.4	46.7	47.4	66.6	72.3
기말현금	46.7	47.4	66.6	72.3	79.5

자료: 회사 자료, 신한투자증권

## 포괄손익계산서

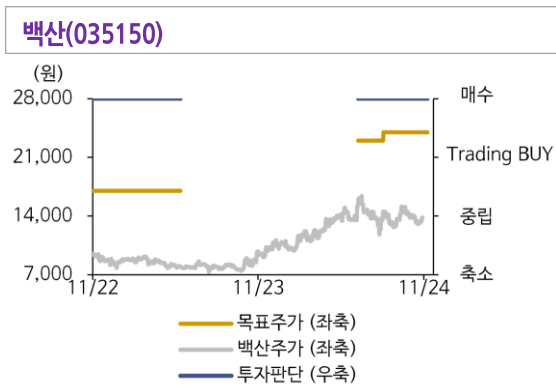
12월 결산 (십억원)	2022	2023	2024F	2025F	2026F
<b>매출액</b>	<b>475.9</b>	<b>417.7</b>	<b>480.9</b>	<b>533.6</b>	<b>584.0</b>
증감률 (%)	28.2	(12.2)	15.1	10.9	9.5
<b>매출원가</b>	<b>380.9</b>	<b>321.2</b>	<b>357.3</b>	<b>402.3</b>	<b>442.4</b>
<b>매출총이익</b>	<b>95.0</b>	<b>96.5</b>	<b>123.6</b>	<b>131.3</b>	<b>141.6</b>
매출총이익률 (%)	20.0	23.1	25.7	24.6	24.2
<b>판매관리비</b>	<b>44.7</b>	<b>43.3</b>	<b>50.4</b>	<b>53.2</b>	<b>55.7</b>
<b>영업이익</b>	<b>50.3</b>	<b>53.1</b>	<b>73.2</b>	<b>78.1</b>	<b>85.9</b>
증감률 (%)	116.4	5.7	37.7	6.7	10.0
영업이익률 (%)	10.6	12.7	15.2	14.6	14.7
영업외손익	4.5	(1.3)	2.3	0.0	0.0
금융손익	1.9	(1.2)	(1.1)	(0.1)	0.9
기타영업외손익	2.6	0.1	3.4	0.1	(0.9)
종속 및 관계기업관련손익	0.0	(0.2)	0.0	0.0	0.0
<b>세전계속사업이익</b>	<b>54.8</b>	<b>51.9</b>	<b>75.5</b>	<b>78.1</b>	<b>85.9</b>
법인세비용	9.9	11.3	16.6	17.2	18.9
계속사업이익	44.9	40.5	58.9	60.9	67.0
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>당기순이익</b>	<b>44.9</b>	<b>40.5</b>	<b>58.9</b>	<b>60.9</b>	<b>67.0</b>
증감률 (%)	134.6	(9.7)	45.3	3.5	10.0
순이익률 (%)	9.4	9.7	12.2	11.4	11.5
(지배주주)당기순이익	45.3	41.3	60.0	62.0	68.2
(비지배주주)당기순이익	(0.4)	(0.8)	(1.1)	(1.1)	(1.3)
총포괄이익	43.5	39.5	58.9	60.9	67.0
(지배주주)총포괄이익	43.9	40.3	60.0	62.1	68.3
(비지배주주)총포괄이익	(0.4)	(0.8)	(1.1)	(1.2)	(1.3)
<b>EBITDA</b>	<b>56.7</b>	<b>59.0</b>	<b>81.8</b>	<b>87.2</b>	<b>95.2</b>
증감률 (%)	94.7	4.1	38.6	6.6	9.2
EBITDA 이익률 (%)	11.9	14.1	17.0	16.3	16.3

## 주요 투자지표

12월 결산	2022	2023	2024F	2025F	2026F
EPS (당기순이익, 원)	1,855	1,765	2,648	2,768	3,190
EPS (지배순이익, 원)	1,871	1,798	2,698	2,820	3,249
BPS (자본총계, 원)	7,697	9,265	11,760	14,089	16,883
BPS (지배지분, 원)	7,626	9,159	11,702	14,083	16,939
DPS (원)	150	300	400	500	600
PER (당기순이익, 배)	4.4	6.0	5.2	4.9	4.3
PER (지배순이익, 배)	4.4	5.9	5.1	4.9	4.2
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	3.3	2.9	2.3
배당성향 (%)	7.8	16.4	14.3	16.5	17.1
배당수익률 (%)	1.8	2.8	2.9	3.7	4.4
<b>수익성</b>					
EBITDA 이익률 (%)	11.9	14.1	17.0	16.3	16.3
영업이익률 (%)	10.6	12.7	15.2	14.6	14.7
순이익률 (%)	9.4	9.7	12.2	11.4	11.5
ROA (%)	13.4	11.7	15.6	14.6	15.0
ROE (지배순이익, %)	27.9	21.5	25.9	22.4	21.5
ROIC (%)	26.5	25.6	32.1	31.7	32.8
<b>안정성</b>					
부채비율 (%)	88.1	68.8	55.1	45.8	36.4
순차입금비율 (%)	15.0	5.2	(8.5)	(15.5)	(22.4)
현금비율 (%)	32.1	36.7	51.6	59.7	73.6
이자보상배율 (배)	14.7	12.4	21.2	27.1	41.1
<b>활동성</b>					
순운전자본회전율 (회)	6.2	5.1	5.4	5.3	5.3
재고자산회수기간 (일)	44.0	45.9	43.2	43.9	44.2
매출채권회수기간 (일)	54.9	62.6	56.6	57.6	58.0

자료: 회사 자료, 신한투자증권

## 투자 의견 및 목표주가 차이



일자	투자 의견	목표 추가 (원)	과리율 (%)	
			평균	최고/최저
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 괴리율 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 주권사로 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 투자자의 최종결정은 투자자 자신의 판단으로 하시기 바랍니다.

▲ 본 자료는 증권법에 따른 공개에 해당하며, 내부적으로만 유효한 자료로 사용되어서는 안 됩니다. 무단으로 배포할 경우 법적 책임을 질 수 있습니다.

## 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 11월 08일 기준)

매수 (매수)	93.10%	Trading BUY (중립)	4.98%	중립 (중립)	1.92%	축소 (매도)	0.00%
---------	--------	------------------	-------	---------	-------	---------	-------