



Not Rated

주가(2/13): 11,050원

시가총액: 2,488억원

스몰캡 Analyst 오현진
ohj2956@kiwoom.com

Stock Data

KOSPI (2/13)	2,649.64pt	
52 주 주가동향	최고가	최저가
최고/최저가 대비	11,630원	7,330원
등락률	-5.0%	50.8%
수익률	절대	상대
1M	6.8%	1.7%
6M	39.0%	35.9%
1Y	27.7%	18.9%

Company Data

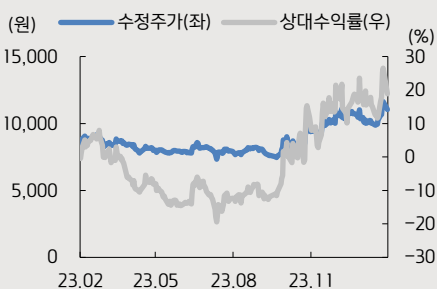
발행주식수	22,515 천주
일평균 거래량(3M)	245 천주
외국인 지분율	6.1%
배당수익률(23E)	1.4%
BPS(23E)	9,751원
주요 주주	김한준 외 7 인
	55.6%

투자지표

(십억원, IFRS)	2021	2022	2023F	2024F
매출액	371.1	475.9	424.0	507.0
영업이익	23.2	50.3	51.9	62.8
EBITDA	29.1	56.7	57.8	69.5
세전이익	29.2	54.8	55.4	66.7
순이익	19.1	44.9	45.4	54.7
지배주주지분순이익	19.2	45.3	45.8	55.1
EPS(원)	792	1,871	2,037	2,494
증감률(%YoY)	흑전	136.3	8.9	22.4
PER(배)	10.4	4.4	5.2	4.4
PBR(배)	1.37	1.07	1.09	0.91
EV/EBITDA(배)	8.3	3.9	3.8	2.9
영업이익률(%)	6.3	10.6	12.2	12.4
ROE(%)	14.4	27.9	23.0	22.5
순차입금비율(%)	27.0	15.0	-8.6	-18.7

자료: 키움증권

Price Trend



기업 업데이트

백산 (035150)

이익 성장 속 주주친화 행보 재조명 시점



오랜 기간 이어온 동사 주가 저평가 국면이 해소될 시점으로 판단. 주주환원 정책에 대한 투자자 관심이 높아짐에 따라, 22년 이후 적극적인 주주친화 행보를 이어 온 동사의 투자 매력도가 높아질 것 예상되기 때문. 이익 체력도 견조한 성장을 지속 중. 고객사 점유율 상승을 통한 성장 외에 차량용 내장재 매출 증가로 인한 중장기 성장성도 보유. 현재 주가는 24년 PER 기준 4.4배

>>> 4Q23 영업이익 108억원 전망. 연간 이익 성장 지속

동사의 4분기 실적은 매출액 1,063억원(YoY 7%), 영업이익 108억원(YoY 4%)을 전망한다. 소비 경기 영향으로 부진했던 상반기와 달리 하반기 주요 글로벌 스포츠 신발 고객사 중심으로 주문량 회복과 원재료 가격 안정화가 지속된 것으로 파악된다.

이에 23년 연간 실적은 매출액 4,240억원(YoY -11%), 영업이익 519억원(YoY 3%)으로, 상반기 부진으로 외형은 축소되었음에도 안정적인 원재료 가격을 통한 수익성 제고 노력이 진행됨에 따라 역대 최대 이익을 낸 22년 영업이익을 넘어설 것으로 전망한다.

>>> 이어지는 증익 Cycle: 점유율 확대 및 차량용 내장재 성장

24년 실적은 매출액 5,070억원(YoY 20%), 영업이익 628억원(YoY 21%)을 전망한다. 주요 요인은 스포츠 신발 제조사의 수요 회복 및 동사의 고객사 내 점유율 확대이다. Adidas는 상반기 신제품을 통한 수요 회복이 예상되고, Nike는 하반기 이후 본격적인 수요 확대를 준비 중인 것으로 파악된다. 합성 피혁 시장 내 강화되는 동사의 입지도 주목한다. 동사는 경쟁사 대비 높은 품질 및 납기 안정성을 통해 꾸준히 고객사 점유율을 높여 최근 합성 피혁 시장 내 선도적인 위치에 있는 것으로 파악된다.

25년 실적은 매출액 5,824억원(YoY 15%), 영업이익 759억원(YoY 21%)을 전망한다. 차량용 내장재 채택 모델 증가로 본격적인 성장이 예상되며, 증설이 진행 중인 인도네시아 공장도 본격 가동됨으로 인한 영향이다.

>>> 적극적인 주주친화 행보 재조명 시점

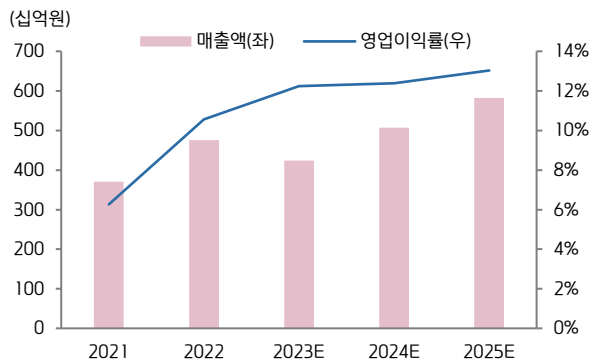
이익 성장 지속 전망 속, 동사의 적극적인 주주환원 정책도 주목이 필요하다. 동사는 22년 이후 세차례에 걸쳐 약 200만주의 자사주 소각을 진행했으며, 배당 기초도 우호적으로 유지 중이다. 연간 기준 최대 이익 갱신이 예상됨에 따라 동사의 적극적인 주주환원 정책 기초는 지속될 것으로 예상된다. 동사 주가는 견조한 이익 체력에도 오랜 기간 저평가 국면에 있었으며, 최근 주가 상승에도 현재 주가는 24년 PER 기준 4.4배이다. 최근 주주환원 정책에 대한 투자자 관심이 높아짐에 따라 동사의 낮은 Valuation 부담 속 적극적인 주주친화적 행보는 투자 매력도를 높일 것으로 판단된다.

백산 실적전망

(단위: 십억원)	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23E	2022	2023E	2024E
매출액	106.5	95.2	116.0	106.3	475.9	424.0	507.0
%YoY	-18.0	-23.1	-5.9	7.4	28.2	-10.9	19.6
영업이익	11.9	9.1	20.1	10.8	50.3	51.9	62.8
%YoY	-15.9	10.1	14.9	3.9	116.4	3.2	21.0
영업이익률(%)	11.2	9.5	17.4	10.2	10.6	12.2	12.4

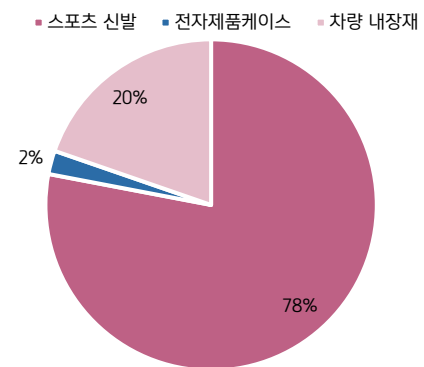
자료: 키움증권

백산 실적 추이 및 전망



자료: 백산, 키움증권

백산 합성피혁 부문 매출 구성(23년 3분기 누적 기준)



자료: 백산, 키움증권

포괄손익계산서

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2020A	2021A	2022A	2023F	2024F
매출액	383.1	371.1	475.9	424.0	507.0
매출원가	313.3	303.2	380.9	331.4	396.6
매출총이익	69.8	67.9	95.0	92.5	110.4
판관비	65.9	44.7	44.7	40.6	47.6
영업이익	4.0	23.2	50.3	51.9	62.8
EBITDA	12.6	29.1	56.7	57.8	69.5
영업외손익	-15.0	6.0	4.5	3.5	3.9
이자수익	0.2	0.3	0.4	0.6	0.8
이자비용	3.5	2.7	3.4	3.1	2.9
외환관련이익	12.2	10.9	24.5	17.0	17.0
외환관련손실	15.7	5.9	17.4	11.2	11.2
종속 및 관계기업손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타	-8.2	3.4	0.4	0.2	0.2
법인세차감전이익	-11.0	29.2	54.8	55.4	66.7
법인세비용	5.4	10.1	9.9	10.0	12.0
계속사업손손익	-16.4	19.1	44.9	45.4	54.7
당기순이익	-16.4	19.1	44.9	45.4	54.7
지배주주순이익	-15.7	19.2	45.3	45.8	55.1
증감률 및 수익성 (%)					
매출액 증감률	-18.3	-3.1	28.2	-10.9	19.6
영업이익 증감률	-87.5	480.0	116.8	3.2	21.0
EBITDA 증감률	-68.5	131.0	94.8	1.9	20.2
지배주주순이익 증감률	-330.2	-222.3	135.9	1.1	20.3
EPS 증감률	적전	흑전	136.3	8.9	22.4
매출총이익률(%)	18.2	18.3	20.0	21.8	21.8
영업이익률(%)	1.0	6.3	10.6	12.2	12.4
EBITDA Margin(%)	3.3	7.8	11.9	13.6	13.7
지배주주순이익률(%)	-4.1	5.2	9.5	10.8	10.9

재무상태표

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2020A	2021A	2022A	2023F	2024F
유동자산	176.6	209.8	205.9	227.5	277.2
현금 및 현금성자산	38.2	65.4	46.7	82.6	109.4
단기금융자산	18.4	5.4	20.8	20.8	20.8
매출채권 및 기타채권	71.9	73.3	78.9	70.2	84.0
재고자산	46.0	62.5	52.2	46.5	55.6
기타유동자산	2.1	3.2	7.3	7.4	7.4
비유동자산	114.5	120.4	133.0	138.0	142.2
투자자산	9.1	12.6	12.3	13.2	14.1
유형자산	87.6	68.5	79.3	83.5	86.8
무형자산	3.8	3.5	3.1	3.1	3.0
기타비유동자산	14.0	35.8	38.3	38.2	38.3
자산총계	291.1	330.2	338.9	365.5	419.4
유동부채	135.2	148.2	145.4	131.9	135.8
매입채무 및 기타채무	45.6	56.7	51.2	47.7	56.6
단기금융부채	84.1	82.4	85.7	75.7	70.7
기타유동부채	5.5	9.1	8.5	8.5	8.5
비유동부채	33.5	34.9	13.3	13.3	13.3
장기금융부채	28.3	28.1	8.7	8.7	8.7
기타비유동부채	5.2	6.8	4.6	4.6	4.6
부채총계	168.7	183.1	158.7	145.2	149.1
지배지분	121.2	145.6	178.5	219.4	269.8
자본금	14.0	14.0	14.1	13.7	13.7
자본잉여금	32.1	34.3	36.0	36.0	36.0
기타자본	-2.8	0.3	-0.2	0.0	0.0
기타포괄손익누계액	-6.3	-4.1	-6.2	-7.5	-8.9
이익잉여금	84.2	101.1	134.8	177.3	229.1
비지배지분	1.2	1.4	1.7	1.3	0.8
자본총계	122.4	147.0	180.2	220.7	270.6

현금흐름표

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2020A	2021A	2022A	2023F	2024F
영업활동 현금흐름	32.7	9.8	51.6	61.5	46.7
당기순이익	-16.4	19.1	44.9	45.4	54.7
비현금항목의 가감	38.5	8.8	24.7	17.5	20.1
유형자산감가상각비	8.6	5.9	6.4	5.8	6.7
무형자산감가상각비	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
지분법평가손익	-6.2	-5.4	-1.5	0.0	0.0
기타	36.1	8.3	19.8	11.7	13.4
영업활동자산부채증감	22.3	-8.2	-4.9	11.0	-14.0
매출채권및기타채권의감소	9.5	-3.8	-3.1	8.6	-13.8
재고자산의감소	11.2	-9.8	10.5	5.7	-9.1
매입채무및기타채무의증가	2.2	11.2	-4.7	-3.5	8.9
기타	-0.6	-5.8	-7.6	0.2	0.0
기타현금흐름	-11.7	-9.9	-13.1	-12.4	-14.1
투자활동 현금흐름	-6.4	16.9	-41.3	-19.9	-19.9
유형자산의 취득	-4.5	-4.3	-20.3	-10.0	-10.0
유형자산의 처분	1.0	6.5	3.0	0.0	0.0
무형자산의 순취득	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
투자자산의감소(증가)	-0.1	-3.5	0.4	-0.9	-0.9
단기금융자산의감소(증가)	-2.3	12.9	-15.3	0.0	0.0
기타	-0.5	5.3	-9.1	-9.0	-9.0
재무활동 현금흐름	-5.8	-1.0	-26.9	-16.2	-10.6
차입금의 증가(감소)	1.0	-2.7	-14.5	-10.0	-5.0
자본금, 자본잉여금의 증감	0.0	0.0	2.2	-0.5	0.0
자기주식처분(취득)	0.0	5.4	-9.9	0.0	0.0
배당금지급	-4.3	-2.4	-2.4	-3.5	-3.4
기타	-2.5	-1.3	-2.3	-2.2	-2.2
기타현금흐름	-0.6	1.5	-2.0	10.8	10.7
현금 및 현금성자산의 순증가	19.9	27.2	-18.7	36.3	26.9
기초현금 및 현금성자산	18.3	38.2	65.4	46.7	83.0
기말현금 및 현금성자산	38.2	65.4	46.7	83.0	109.9

자료: 키움증권

투자지표

(단위: 원, 십억원, 배, %)

12월 결산, IFRS 연결	2020A	2021A	2022A	2023F	2024F
주당지표(원)					
EPS	-650	792	1,871	2,037	2,494
BPS	5,010	6,016	7,626	9,751	12,204
CFPS	912	1,156	2,875	2,799	3,380
DPS	100	100	150	150	150
주가배수(배)					
PER	NA	10.4	4.4	5.2	4.4
PER(최고)	NA	15.7	7.1		
PER(최저)	NA	6.9	4.3		
PBR	1.11	1.37	1.07	1.09	0.91
PBR(최고)	1.97	2.07	1.73		
PBR(최저)	0.71	0.91	1.06		
PSR	0.35	0.54	0.42	0.57	0.48
PCFR	6.1	7.1	2.8	3.8	3.3
EV/EBITDA	15.2	8.3	3.9	3.8	2.9
주요비율(%)					
배당성향(% , 보통주, 현금)	-14.4	12.6	7.8	7.4	6.2
배당수익률(% , 보통주, 현금)	1.8	1.2	1.8	1.4	1.4
ROA	-5.3	6.2	13.4	12.9	13.9
ROE	-12.0	14.4	27.9	23.0	22.5
ROIC	1.1	10.3	24.3	25.1	29.4
매출채권회전율	4.5	5.1	6.3	5.7	6.6
재고자산회전율	7.4	6.8	8.3	8.6	9.9
부채비율	137.8	124.6	88.1	65.8	55.1
순차입금비율	45.6	27.0	15.0	-8.6	-18.7
이자보상배율	1.1	8.5	14.7	17.0	21.8
총차입금	112.4	110.5	94.4	84.4	79.4
순차입금	55.8	39.7	27.0	-18.9	-50.7
NOPLAT	12.6	29.1	56.7	57.8	69.5
FCF	29.5	17.1	25.0	49.4	34.2

Compliance Notice

- 당사는 2월 13일 현재 '백산(035150)' 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.

고지사항

- 본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없고, 통지 없이 의견이 변경될 수 있습니다.
- 본 조사분석자료는 유가증권 투자를 위한 정보제공을 목적으로 당사 고객에게 배포되는 참고자료로서, 유가증권의 종류, 종목, 매매의 구분과 방법 등에 관한 의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않으며 법적 분쟁에서 증거로 사용 될 수 없습니다.
- 본 조사 분석자료를 무단으로 인용, 복제, 전시, 배포, 전송, 편집, 번역, 출판하는 등의 방법으로 저작권을 침해하는 경우에는 관련법에 의하여 민·형사상 책임을 지게 됩니다.

투자의견 및 적용기준

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

업종	적용기준(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 (2023/01/01~2023/12/31)

매수	중립	매도
96.65%	3.35%	0.00%