



## Not Rated

주가(6/22): 8,530원

시가총액: 2,073억원

스몰캡 Analyst 오현진  
ohj2956@kiwoom.com

## Stock Data

KOSPI (6/22)	2,342.81pt
52 주 주가동향	최고가
최고/최저가 대비	13,100원
등락률	-34.9%
수익률	절대
1M	-26.8%
6M	9.9%
1Y	-6.0%
	상대
	-17.5%
	40.0%
	31.0%

## Company Data

발행주식수	24,305 천주
일평균 거래량(3M)	481 천주
외국인 지분율	2.8%
배당수익률(21)	1.2%
BPS(21)	6,016원
주요 주주	김한준 외 8 인
	51.8%

## 투자지표

(십억원, IFRS)	2018	2019	2020	2021
매출액	323.1	468.9	383.1	371.1
영업이익	21.5	32.0	4.0	23.2
EBITDA	25.4	40.0	12.6	29.1
세전이익	21.9	20.6	-11.0	29.2
순이익	14.9	6.2	-16.4	19.1
자배주주지분순이익	15.3	6.8	-15.7	19.2
EPS(원)	631	282	-650	792
증감률(%YoY)	70.0	-55.3	적전	흑전
PER(배)	10.0	31.9	-8.5	10.4
PBR(배)	1.12	1.54	1.11	1.37
EV/EBITDA(배)	8.4	7.6	15.2	8.3
영업이익률(%)	6.7	6.8	1.0	6.3
ROE(%)	11.7	4.9	-12.0	14.4
순차입금비율(%)	41.9	61.5	45.6	27.0

자료: 키움증권

## Price Trend



## Company Comment

## 백산 (035150)

## 지금 봐야할 이유



동사는 PU(Polyurethane) 합성피혁 제조 및 판매 업체이다. Nike 및 Adidas를 통한 스포츠 신발용 제품 부문 성장과 자동차 시장의 친환경화로 수요가 늘어나고 있는 차량 내장재 부문 성장이 주목된다. 글로벌 증시 불확실성 확대로 최근 동사의 주가도 부진했지만, 올해 안정적인 실적 성장과 함께 차량 내장재를 통한 추가 성장을 반영하면 현재 주가는 현저한 저평가 국면에 있는 것으로 판단된다.

## &gt;&gt;&gt; 올해 스포츠 신발 통한 안정적인 실적 성장

동사는 PU(Polyurethane) 합성피혁 제조 및 판매 업체로, 21년 기준 스포츠 신발용 76%, 전자제품 케이스용 3%, 차량 내장재 21%의 매출 구성을 이루고 있다. 스포츠 신발용 부문에서 안정적인 실적 성장이 기대되는데, 주요 브랜드인 Nike와 Adidas 향 매출이 고르게 성장하는 점을 주목한다. 글로벌 주요 신발 업체들의 수요는 지속적으로 증가하고 있으며, 21년 하반기 코로나로 인한 베트남 생산 차질 영향으로 최근 생산량 확대에 대한 필요성이 더욱 커진 것으로 파악된다. 동사는 베트남, 인도네시아 등 해외 법인 설립 및 현지 공장 운영을 통해 시장 내 경쟁력을 확보하고 있으며, 이를 통한 고객사 다변화 및 고객사 내 주문량 증가 추세가 이어지는 것으로 파악된다.

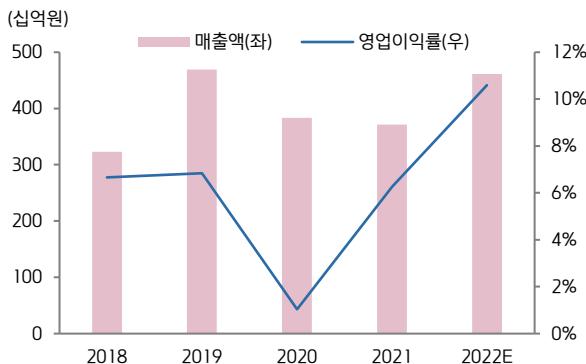
우호적인 사업 환경이 이어짐에 따라 동사는 1분기 매출액 1,299억원(YoY 37%), 영업이익 141억원(YoY 43%)을 기록했다. 특히 실적 부진을 이어오던 자회사 최신물산이 거래처 효율화 등 수익성 개선에 성공하면서 1분기 당기 순이익 36억원(YoY 흑자전환)을 기록한 점도 주목된다.

## &gt;&gt;&gt; 높아진 투자 매력도: 차량 내장재 통한 추가 성장 주목

동사의 차량 내장재 제품을 통한 성장을 주목한다. 차량 내장재 중 PU 합성피혁 제품은 기존의 천연피혁과 PVC 합성피혁을 대체하면서 시장이 확대 중이다. 특히 전기차 시장이 본격화되면서 내장재에 대한 친환경 수요도 늘어나고 있으며, PU 합성피혁 적용 분야도 시트 커버에서 스티어링 휠, 도어 트림과 같은 기타 부품으로 다양해지는 추세다. 동사는 다양한 기능성 제품 라인업을 통해 시장 경쟁력을 확보한 것으로 파악되며, 기존 국내 고객사향 납품 확대 뿐 아니라 북미 고객사 등 글로벌 업체로의 고객사 다변화도 가능할 것으로 전망한다. 동사는 1분기 합성피혁 부문 매출 중 차량 내장재 비중이 25%로, 17년 11%를 기록한 이후 지속적으로 성장 중이다.

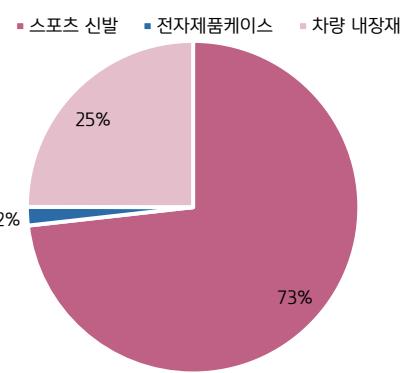
22년 실적은 매출액 4,614억원(YoY 24%), 영업이익 489억원(YoY 110%)을 전망한다. 스포츠 신발 부문의 안정적인 성장 및 자회사의 수익성 개선으로 기존 동사의 저평가 요인이 해소된 반면 차량 내장재 부문을 통한 중장기 성장이 전망됨에 따라 동사의 투자 매력도는 높아진 상태로 판단한다.

## 백산 실적 추이 및 전망



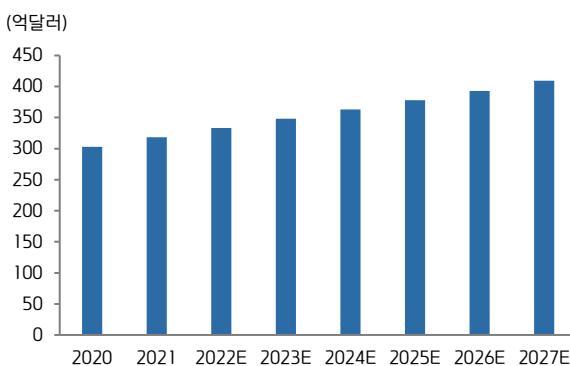
자료: 백산, 키움증권

## 백산 합성피혁 부문 매출 구성(22년 1분기 기준)



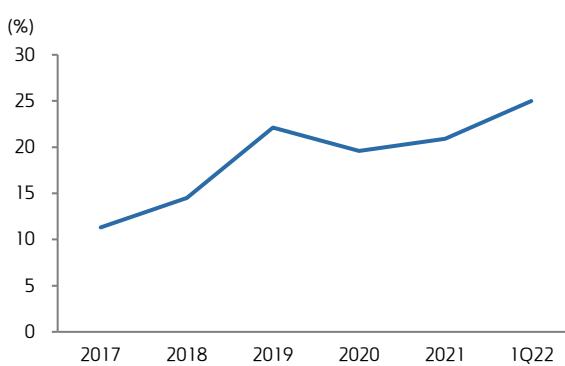
자료: 백산, 키움증권

## 글로벌 합성피혁 시장 전망



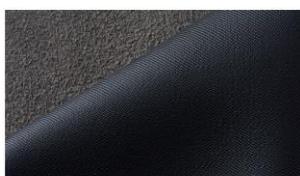
자료: Grand View Research, 키움증권

## 합성피혁 부문 내 차량용 내장재 비중



자료: 백산, 키움증권

## 백산 차량용 제품



**NEOKIN**  
작용부위 : SEAT  
1. U1 폴리미친 층감 PU  
2. 고밀도 경화유 국세사 부직포 B/CLOTH  
3. 편안의학과 일도 유사



**PRION-P**  
작용부위 : SEAT  
1. U2 층감 PU (판정)  
2. 단열용 국세사 부직포 B/CLOTH  
3. HARD TYPE (편안한움), B/CLOTH 절약변경 가능

자료: 백산, 키움증권

## 백산 신발용 제품



**NON-WOVEN**  
- 세계 최초의 고온방 Spunlace Waterjet Non-WOVEN (HULEX)을 이용한 PU Synthetic Leather  
- 우수한 가공성으로 Shoes Upper에 적용  
- 다양한 패턴, 질감, 효과 가능함  
HULEX ESD  
HULEX EDR  
HULEX ED  
ADLEX



**Microfiber Non-WOVEN**  
- 단열용 부직포(Microfiber)을 사용한 실제 가죽에 균형된 부드러운 Touch 제공  
- 대형수분해성과 흡습성이 우수함  
- Golf Shoe 및 Outdoor Shoe에 적용  
- 다양한 패턴, 질감, 효과 가능함

자료: 백산, 키움증권

## 포괄손익계산서

12월 결산, IFRS 연결	2017A	2018A	2019A	2020A	2021A
<b>매출액</b>	211.4	323.1	468.9	383.1	371.1
매출원가	166.9	262.7	376.7	313.3	303.2
매출총이익	44.5	60.4	92.2	69.8	67.9
판관비	20.8	38.9	60.2	65.9	44.7
<b>영업이익</b>	23.7	21.5	32.0	4.0	23.2
<b>EBITDA</b>	26.8	25.4	40.0	12.6	29.1
<b>영업외손익</b>	-9.0	0.4	-11.5	-15.0	6.0
이자수익	0.3	0.3	0.6	0.2	0.3
이자비용	0.8	2.5	3.9	3.5	2.7
외환관련이익	2.4	7.1	12.4	12.2	10.9
외환관련손실	6.9	5.6	9.6	15.7	5.9
증속 및 관계기업손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타	-4.0	1.1	-11.0	-8.2	3.4
<b>법인세차감전이익</b>	14.6	21.9	20.6	-11.0	29.2
법인세비용	5.9	6.9	14.3	5.4	10.1
<b>계속사업순손익</b>	8.7	14.9	6.2	-16.4	19.1
<b>당기순이익</b>	8.7	14.9	6.2	-16.4	19.1
<b>지배주주순이익</b>	9.0	15.3	6.8	-15.7	19.2
<b>증감율 및 수익성 (%)</b>					
매출액 증감율	5.3	52.8	45.1	-18.3	-3.1
영업이익 증감율	-14.2	-9.3	48.8	-87.5	480.0
EBITDA 증감율	-15.0	-5.2	57.5	-68.5	131.0
지배주주순이익 증감율	-58.8	70.0	-55.6	-330.9	-222.3
EPS 증감율	-58.9	70.0	-55.3	적전	흑전
매출총이익율(%)	21.1	18.7	19.7	18.2	18.3
영업이익률(%)	11.2	6.7	6.8	1.0	6.3
EBITDA Margin(%)	12.7	7.9	8.5	3.3	7.8
지배주주순이익률(%)	4.3	4.7	1.5	-4.1	5.2

## 현금흐름표

12월 결산, IFRS 연결	2017A	2018A	2019A	2020A	2021A
<b>영업활동 현금흐름</b>	21.2	-8.0	5.8	32.7	9.8
당기순이익	8.7	14.9	6.2	-16.4	19.1
비현금항목의 가감	16.5	11.8	40.7	38.5	8.8
유형자산감가상각비	2.8	3.6	7.9	8.6	5.9
무형자산감가상각비	0.3	0.3	0.1	0.0	0.0
지분법평가손익	-0.3	-3.9	-0.7	-6.2	-5.4
기타	13.7	11.8	33.4	36.1	8.3
영업활동자산부채증감	4.9	-23.6	-22.0	22.3	-8.2
매출채권및기타채권의감소	2.9	-21.4	-24.3	9.5	-3.8
재고자산의감소	3.1	-2.9	-8.4	11.2	-9.8
매입채무및기타채무의증가	-0.1	6.0	7.2	2.2	11.2
기타	-1.0	-5.3	3.5	-0.6	-5.8
<b>기타현금흐름</b>	-8.9	-11.1	-19.1	-11.7	-9.9
<b>투자활동 현금흐름</b>	-5.1	-36.6	-2.0	-6.4	16.9
유형자산의 취득	-3.2	-4.9	-8.7	-4.5	-4.3
유형자산의 처분	0.1	4.1	0.2	1.0	6.5
무형자산의 순취득	0.0	-0.8	-0.3	0.0	0.0
투자자산의감소(증가)	-4.2	-3.5	-0.5	-0.1	-3.5
단기금융자산의감소(증가)	4.7	-7.1	8.5	-2.3	12.9
기타	-2.5	-24.4	-1.2	-0.5	5.3
<b>재무활동 현금흐름</b>	-2.3	33.7	-1.7	-5.8	-1.0
차입금의 증가(감소)	1.0	36.1	3.7	1.0	-2.7
자본금, 자본잉여금의 증감	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자기주식처분(취득)	0.0	0.0	0.0	0.0	5.4
배당금지급	-2.1	-2.4	-2.4	-4.3	-2.4
기타	-1.2	0.0	-3.0	-2.5	-1.3
<b>기타현금흐름</b>	-0.5	0.2	0.1	-0.6	1.5
<b>현금 및 현금성자산의 순증가</b>	13.2	-10.6	2.2	19.9	27.2
기초현금 및 현금성자산	13.6	26.8	16.1	18.3	38.2
기말현금 및 현금성자산	26.8	16.1	18.3	38.2	65.4

자료: 키움증권

## 재무상태표

12월 결산, IFRS 연결	2017A	2018A	2019A	2020A	2021A
<b>유동자산</b>	119.0	177.4	196.7	176.6	209.8
현금 및 현금성자산	26.8	16.1	18.3	38.2	65.4
단기금융자산	17.5	24.6	16.1	18.4	5.4
매출채권 및 기타채권	40.0	78.5	99.8	71.9	73.3
재고자산	23.0	48.4	57.7	46.0	62.5
기타유동자산	11.7	9.8	4.8	2.1	3.2
<b>비유동자산</b>	72.9	117.3	133.9	114.5	120.4
투자자산	5.0	8.5	9.0	9.1	12.6
유형자산	45.8	75.7	77.9	87.6	68.5
무형자산	5.7	16.8	4.9	3.8	3.5
기타비유동자산	16.4	16.3	42.1	14.0	35.8
<b>자산총계</b>	191.8	294.7	330.6	291.1	330.2
<b>유동부채</b>	58.4	131.5	155.9	135.2	148.2
매입채무 및 기타채무	22.0	39.1	49.1	45.6	56.7
단기금융부채	26.2	80.6	95.1	84.1	82.4
기타유동부채	10.2	11.8	11.7	5.5	9.1
<b>비유동부채</b>	8.4	25.1	32.4	33.5	34.9
장기금융부채	4.6	18.0	26.7	28.3	28.1
기타비유동부채	3.8	7.1	5.7	5.2	6.8
<b>부채총계</b>	66.8	156.6	188.4	168.7	183.1
<b>자체지분</b>	125.0	136.9	141.6	121.2	145.6
자본금	14.0	14.0	14.0	14.0	14.0
자본잉여금	32.2	32.2	32.2	32.1	34.3
기타자본	-3.1	-3.1	-3.0	-2.8	0.3
기타포괄손익누계액	-6.1	-5.9	-4.8	-6.3	-4.1
이익잉여금	88.0	99.7	103.2	84.2	101.1
비자매지분	0.0	1.2	0.6	1.2	1.4
<b>자본총계</b>	125.0	138.1	142.2	122.4	147.0

## 투자지표

12월 결산, IFRS 연결	2017A	2018A	2019A	2020A	2021A
<b>주당지표(원)</b>					
EPS	371	631	282	-650	792
BPS	5,167	5,659	5,853	5,010	6,016
CFPS	1,041	1,106	1,941	912	1,156
DPS	100	100	100	100	100
<b>주가배수(배)</b>					
PER	18.7	10.0	31.9	-8.5	10.4
PER(최고)	27.5	12.0	42.6		
PER(최저)	17.6	7.5	18.7		
PBR	1.34	1.12	1.54	1.11	1.37
PBR(최고)	1.97	1.34	2.05		
PBR(최저)	1.26	0.84	0.90		
PSR	0.79	0.47	0.46	0.35	0.54
PCFR	6.7	5.7	4.6	6.1	7.1
EV/EBITDA	5.8	8.4	7.6	15.2	8.3
<b>주요비율(%)</b>					
배당성향%,보통주,현금	27.1	15.8	37.9	-14.4	12.6
배당수익률(%),보통주,현금	1.4	1.6	1.1	1.8	1.2
ROA	4.6	6.1	2.0	-5.3	6.2
ROE	7.3	11.7	4.9	-12.0	14.4
ROIC	13.8	12.1	4.1	1.1	10.3
매출채권회전율	5.1	5.5	5.3	4.5	5.1
재고자산회전율	8.6	9.1	8.8	7.4	6.8
부채비율	53.4	113.4	132.4	137.8	124.6
순차입금비율	-10.8	41.9	61.5	45.6	27.0
이자보상배율	27.9	8.8	8.2	1.1	8.5
총차입금	30.7	98.6	121.8	112.4	110.5
순차입금	-13.5	57.9	87.4	55.8	39.7
NOPLAT	26.8	25.4	40.0	12.6	29.1
FCF	18.9	-4.6	-14.9	29.5	17.1

**Compliance Notice**

- 당사는 6월 22일 현재 '백산(035150)' 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료를 기관투자가 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 간접없이 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 일제의 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**

기입	적용기준(6개월)	업종	적용기준(6개월)
Buy(매수)	시장대비 +20% 이상 주가 상승 예상	Overweight (비중확대)	시장대비 +10% 이상 초과수익 예상
Outperform(시장수익률 상회)	시장대비 +10~+20% 주가 상승 예상	Neutral (중립)	시장대비 +10~-10% 변동 예상
Marketperform(시장수익률)	시장대비 +10~-10% 주가 변동 예상	Underweight (비중축소)	시장대비 -10% 이상 초과하락 예상
Underperform(시장수익률 하회)	시장대비 -10~-20% 주가 하락 예상		
Sell(매도)	시장대비 -20% 이하 주가 하락 예상		

**투자등급 비율 통계 (2021/04/01~2022/03/31)**

매수	중립	매도
97.75%	2.25%	0.00%