



Not Rated

주가(8/12): 10,250원

시가총액: 2,494억원



스몰캡 Analyst 오현진 ohj2956@kiwoom.com

Stock Data

KOSPI (8/12)		2,527.94pt
52 주 주가동향	최고가	최저가
최고/최저가 대비	13,100원	7,100원
등락률	-21.8%	44.4%
수익률	절대	상대
1M	12.3%	2.9%
6M	3.9%	12.9%
1Y	2.0%	29.4%

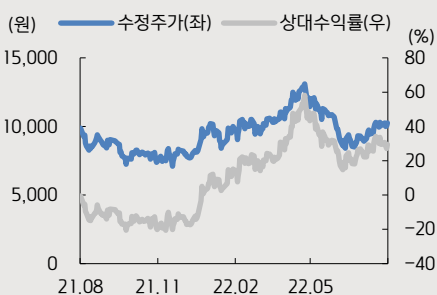
Company Data

발행주식수	24,335	전주
일평균 거래량(3M)	349	전주
외국인 지분율	1.3%	
배당수익률(22E)	1.0%	
BPS(22E)	7,696원	
주요 주주	김한준 외 8 인	51.6%

투자지표

(십억원, IFRS)	2020	2021	2022F	2023F
매출액	383.1	371.1	502.9	529.6
영업이익	4.0	23.2	46.7	53.6
EBITDA	12.6	29.1	52.2	59.0
세전이익	-11.0	29.2	53.1	60.1
순이익	-16.4	19.1	41.4	46.9
지배주주지분순이익	-15.7	19.2	41.5	47.0
EPS(원)	-650	792	1,707	1,930
증감률(%YoY)	적전	흑전	115.5	13.1
PER(배)	-8.5	10.4	6.0	5.3
PBR(배)	1.11	1.37	1.33	1.06
EV/EBITDA(배)	15.2	8.3	5.7	4.5
영업이익률(%)	1.0	6.3	9.3	10.1
ROE(%)	-12.0	14.4	24.9	22.3
순차입금비율(%)	45.6	27.0	24.6	6.5

Price Trend



실적 Review

백산 (035150)

하반기 모멘텀을 주목



동사는 2분기 영업이익 83억원을 기록. 견조한 차량용 및 스포츠 신발용 수요에도 원재료 가격 상승 및 일회성 판관비 증가 영향 받은 것으로 파악. 하반기에는 원재료 가격 안정 및 단가 인상을 통한 실적 성장 및 수익성 개선을 이어갈 전망. 최근에는 인도네시아 증설 공사를 통해 차량용 및 스포츠 신발용 수요 증대에 대응. 향후 글로벌 고객사 확보 등을 통한 차량 내장재용 부문 고성장을 주목

>>> 2Q22 영업이익 83억원, 하반기 수익성 개선 전망

동사는 2분기 매출액 1,237억원(YoY 37%), 영업이익 83억원(YoY 11%)을 기록했다. 계절적 비수기임에도 견조한 제품 수요 및 고환율의 영향으로 높은 매출 성장을 기록했지만, 영업이익은 2분기 원재료 가격 상승으로 인해 시장 전망치를 하회했다. 다만, 일부 판관비 관련 일회성 비용이 있었음에도 분기 최대 실적을 기록했으며, 실적 부진을 이어오던 자회사 최신물산도 전분기에 이어 흑자를 기록한 점을 주목한다.

하반기부터는 수익성 정상화를 전망한다. 원재료 가격이 안정화되고 있으며 주요 스포츠 신발 고객사향 제품의 단가 인상도 가능할 전망이다. Nike, Adidas 등 글로벌 스포츠 신발 업체들은 연초부터 제품 가격 인상을 진행하고 있으며, 가격 전가력이 높은 브랜드인만큼 이로 인한 수요 둔화 영향도 없을 것으로 파악한다. 차량 내장재 부문도 하반기 국내 주요 고객사향 신규 모델 납품이 예상된다.

>>> 차량 내장재 성장 Cycle 진입, 주가는 저평가

차량 내장재용 합성피혁 시장은 친환경 기조에 따라 전기차 업체 중심으로 큰 폭의 성장이 예상된다. 글로벌 전기차 업체 Tesla도 천연 가죽 대신에 인조가죽을 사용하고 있으며, 최근 판매량 증가에 따라 높은 내구성의 합성피혁 제품에 대한 수요가 높아지고 있다. 동사는 국내 제조사향으로 다양한 PU 합성피혁 내장재를 납품하고 있으며, 납품 차종도 꾸준히 증가해온 만큼 글로벌 고객사 확보를 위한 제품 경쟁력을 갖춘 것으로 파악한다. 최근 공시한 인도네시아 증설이 완료되면 일부는 차량 내장재 제품 생산에 나설 것으로 파악되며, 글로벌 고객사 확보 이후에는 추가적인 해외 투자를 통한 대응도 가능할 것으로 전망한다.

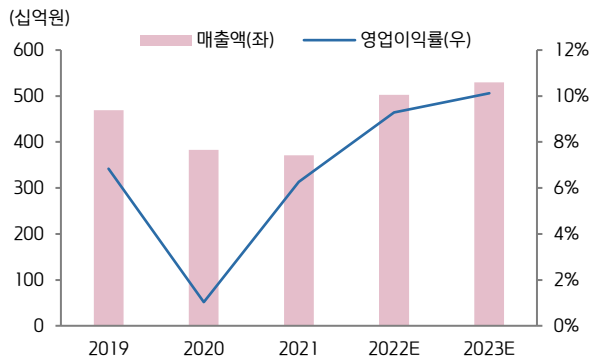
이에 동사의 영업이익은 22년 467억원(YoY 101%), 23년 536억원(YoY 15%)을 전망한다. 현재 주가는 23년 PER 기준 5.3배로 높은 Valuation 매력을 보유하고 있으며, 인도네시아 증설 이후 추가적인 스포츠 신발 부문 M/S 증대 및 차량 내장재 부문 글로벌 고객사 확보 시 추가적인 이익 전망치 상향이 가능하다는 점을 주목한다.

백산 실적전망

(단위: 십억원)	1Q22	2Q22	3Q22E	4Q22E	2021	2022E	2023E
매출액	129.9	123.7	127.1	122.2	371.1	502.9	529.6
%YoY	37.0	37.2	58.2	15.6	-	3.1	37.0
영업이익	14.1	8.3	12.2	12.1	23.2	46.7	53.6
%YoY	43.4	10.6	흑전	71.0	487.8	100.8	14.8
영업이익률(%)	10.9	6.7	9.6	9.9	6.3	9.3	10.1

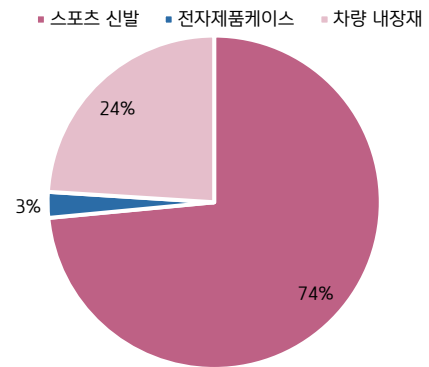
자료: 키움증권

백산 실적 추이 및 전망



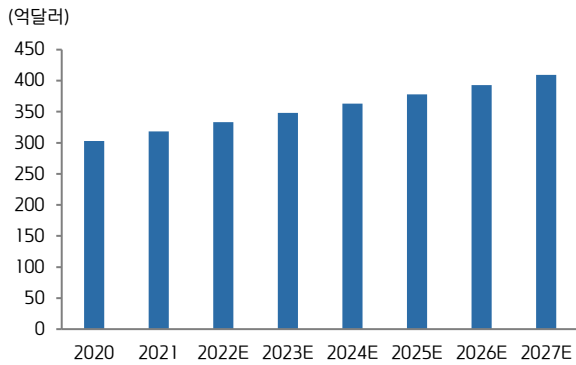
자료: 백산, 키움증권

백산 합성피혁 부문 매출 구성(22년 반기 기준)



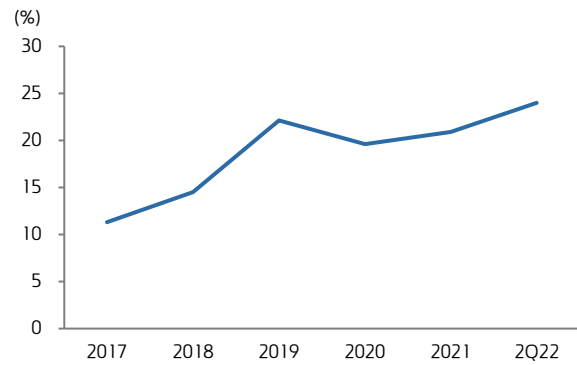
자료: 백산, 키움증권

글로벌 합성피혁 시장 전망



자료: Grand View Research, 키움증권

합성피혁 부문 내 차량용 내장재 비중



자료: 백산, 키움증권

포괄손익계산서

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2019A	2020A	2021A	2022F	2023F
매출액	468.9	383.1	371.1	502.9	529.6
매출원가	376.7	313.3	303.2	399.6	412.3
매출총이익	92.2	69.8	67.9	103.3	117.3
판관비	60.2	65.9	44.7	56.6	63.8
영업이익	32.0	4.0	23.2	46.7	53.6
EBITDA	40.0	12.6	29.1	52.2	59.0
영업외손익	-11.5	-15.0	6.0	6.4	6.5
이자수익	0.6	0.2	0.3	0.2	0.4
이자비용	3.9	3.5	2.7	2.7	2.7
외환관련이익	12.4	12.2	10.9	10.0	10.0
외환관련손실	9.6	15.7	5.9	3.0	3.0
종속 및 관계기업손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타	-11.0	-8.2	3.4	1.9	1.8
법인세차감전이익	20.6	-11.0	29.2	53.1	60.1
법인세비용	14.3	5.4	10.1	11.7	13.2
계속사업손익	6.2	-16.4	19.1	41.4	46.9
당기순이익	6.2	-16.4	19.1	41.4	46.9
지배주주순이익	6.8	-15.7	19.2	41.5	47.0
증감율 및 수익성 (%)					
매출액 증감율	45.1	-18.3	-3.1	35.5	5.3
영업이익 증감율	48.6	-87.5	480.0	101.3	14.8
EBITDA 증감율	57.4	-68.5	131.0	79.4	13.0
지배주주순이익 증감율	-55.5	-330.9	-222.3	116.1	13.3
EPS 증감율	-55.3	적전	흑전	115.5	13.1
매출총이익율(%)	19.7	18.2	18.3	20.5	22.1
영업이익률(%)	6.8	1.0	6.3	9.3	10.1
EBITDA Margin(%)	8.5	3.3	7.8	10.4	11.1
지배주주순이익률(%)	1.5	-4.1	5.2	8.3	8.9

재무상태표

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2019A	2020A	2021A	2022F	2023F
유동자산	196.7	176.6	209.8	252.7	295.6
현금 및 현금성자산	18.3	38.2	65.4	58.6	89.7
단기금융자산	16.1	18.4	5.4	5.4	5.4
매출채권 및 기타채권	99.8	71.9	73.3	99.4	104.7
재고자산	57.7	46.0	62.5	84.7	89.2
기타유동자산	4.8	2.1	3.2	4.6	6.6
비유동자산	133.9	114.5	120.4	133.2	139.1
투자자산	9.0	9.1	12.6	14.0	15.3
유형자산	77.9	87.6	68.5	80.0	84.6
무형자산	4.9	3.8	3.5	3.5	3.4
기타비유동자산	42.1	14.0	35.8	35.7	35.8
자산총계	330.6	291.1	330.2	386.0	434.8
유동부채	155.9	135.2	148.2	162.4	164.2
매입채무 및 기타채무	49.1	45.6	56.7	70.9	72.7
단기금융부채	95.1	84.1	82.4	82.4	82.4
기타유동부채	11.7	5.5	9.1	9.1	9.1
비유동부채	32.4	33.5	34.9	34.9	34.9
장기금융부채	26.7	28.3	28.1	28.1	28.1
기타비유동부채	5.7	5.2	6.8	6.8	6.8
부채총계	188.4	168.7	183.1	197.3	199.1
지배지분	141.6	121.2	145.6	187.3	234.4
자본금	14.0	14.0	14.0	14.1	14.1
자본잉여금	32.2	32.1	34.3	34.3	34.3
기타자본	-3.0	-2.8	0.3	0.3	0.3
기타포괄손익누계액	-4.8	-6.3	-4.1	-1.5	1.1
이익잉여금	103.2	84.2	101.1	140.2	184.7
비지배지분	0.6	1.2	1.4	1.3	1.3
자본총계	142.2	122.4	147.0	188.6	235.7

현금흐름표

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2019A	2020A	2021A	2022F	2023F
영업활동 현금흐름	5.8	32.7	9.8	8.3	39.1
당기순이익	6.2	-16.4	19.1	41.4	46.9
비현금항목의 가감	40.7	38.5	8.8	16.6	17.9
유형자산감가상각비	7.9	8.6	5.9	5.5	5.4
무형자산감가상각비	0.1	0.0	0.0	0.0	0.0
지분법평가손익	-0.7	-6.2	-5.4	0.0	0.0
기타	33.4	36.1	8.3	11.1	12.5
영업활동자산부채증감	-22.0	22.3	-8.2	-35.5	-10.1
매출채권및기타채권의감소	-24.3	9.5	-3.8	-26.0	-5.3
재고자산의감소	-8.4	11.2	-9.8	-22.2	-4.5
매입채무및기타채무의증가	7.2	2.2	11.2	14.2	1.8
기타	3.5	-0.6	-5.8	-1.5	-2.1
기타현금흐름	-19.1	-11.7	-9.9	-14.2	-15.6
투자활동 현금흐름	-2.0	-6.4	16.9	-12.9	-5.9
유형자산의 취득	-8.7	-4.5	-4.3	-17.0	-10.0
유형자산의 처분	0.2	1.0	6.5	0.0	0.0
무형자산의 순취득	-0.3	0.0	0.0	0.0	0.0
투자자산의감소(증가)	-0.5	-0.1	-3.5	-1.3	-1.3
단기금융자산의감소(증가)	8.5	-2.3	12.9	0.0	0.0
기타	-1.2	-0.5	5.3	5.4	5.4
재무활동 현금흐름	-1.7	-5.8	-1.0	-3.7	-3.7
차입금의 증가(감소)	3.7	1.0	-2.7	0.0	0.0
자본금, 자본잉여금의 증감	0.0	0.0	0.0	0.1	0.0
자기주식처분(취득)	0.0	0.0	5.4	0.0	0.0
배당금지급	-2.4	-4.3	-2.4	-2.4	-2.4
기타	-3.0	-2.5	-1.3	-1.4	-1.3
기타현금흐름	0.1	-0.6	1.5	1.6	1.6
현금 및 현금성자산의 순증가	2.2	19.9	27.2	-6.7	31.0
기초현금 및 현금성자산	16.1	18.3	38.2	65.4	58.7
기말현금 및 현금성자산	18.3	38.2	65.4	58.7	89.7

자료: 키움증권

투자지표

(단위: 원, 십억원, 배, %)

12월 결산, IFRS 연결	2019A	2020A	2021A	2022F	2023F
주당지표(원)					
EPS	282	-650	792	1,707	1,930
BPS	5,853	5,010	6,016	7,696	9,632
CFPS	1,941	912	1,156	2,387	2,663
DPS	100	100	100	100	100
주가배수(배)					
PER	31.9	-8.5	10.4	6.0	5.3
PER(최고)	42.6	-15.2	15.7		
PER(최저)	18.7	-5.5	6.9		
PBR	1.54	1.11	1.37	1.33	1.06
PBR(최고)	2.05	1.97	2.07		
PBR(최저)	0.90	0.71	0.91		
PSR	0.46	0.35	0.54	0.50	0.47
PCFR	4.6	6.1	7.1	4.3	3.8
EV/EBITDA	7.6	15.2	8.3	5.7	4.5
주요비율(%)					
배당성향(% , 보통주, 현금)	37.9	-14.4	12.6	5.9	5.2
배당수익률(% , 보통주, 현금)	1.1	1.8	1.2	1.0	1.0
ROA	2.0	-5.3	6.2	11.6	11.4
ROE	4.9	-12.0	14.4	24.9	22.3
ROIC	4.1	1.1	10.3	19.5	19.2
매출채권회전율	5.3	4.5	5.1	5.8	5.2
재고자산회전율	8.8	7.4	6.8	6.8	6.1
부채비율	132.4	137.8	124.6	104.6	84.5
순차입금비율	61.5	45.6	27.0	24.6	6.5
이자보상배율	8.2	1.1	8.5	17.1	19.6
총차입금	121.8	112.4	110.5	110.5	110.5
순차입금	87.4	55.8	39.7	46.4	15.4
NOPLAT	40.0	12.6	29.1	52.2	59.0
FCF	-14.9	29.5	17.1	-10.6	27.1

Compliance Notice

- 당사는 8월 12일 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)	업종	적용기준(6개월)
Buy(매수)	시장대비 +20% 이상 추가 상승 예상	Overweight (비중확대)	시장대비 +10% 이상 초과수익 예상
Outperform(시장수익률 상회)	시장대비 +10~+20% 추가 상승 예상	Neutral (중립)	시장대비 +10~-10% 변동 예상
Marketperform(시장수익률)	시장대비 +10~-10% 추가 변동 예상	Underweight (비중축소)	시장대비 -10% 이상 초과하락 예상
Underperform(시장수익률 하회)	시장대비 -10~-20% 추가 하락 예상		
Sell(매도)	시장대비 -20% 이하 추가 하락 예상		

투자등급 비율 통계 (2021/07/01~2022/06/30)

매수	중립	매도
97.59%	2.41%	0.00%