

KOSPI | 내구소비재와의류

백산 (035150)

어려움을 딛고 일어난 합성피혁 전문 기업

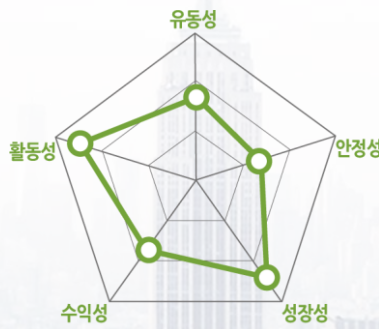
체크포인트

- 백산은 1986년 설립된 합성피혁 전문기업으로 국내외 인도네시아, 중국, 베트남에 현지 공장을 보유 중. 매출은 합성피혁 75%, 의류 24%, 투자 1%로 구성되어 있으며 Nike, Adidas, Macy's 등의 해외 기업들을 고객사로 보유
- 주요 고객사가 위치한 인도네시아 지역의 설비 증설로 향후 외형 확대가 기대됨. 2024년 상반기 완공 예정으로 스포츠 신발 관련 사업확대를 위한 생산설비이며 향후 자동차용 내장재까지 매출 확대될 것으로 전망. 현재 나이키와 아디다스의 인도네시아 풋웨어 생산 비중은 각각 27%, 34% 수준
- 2023년 연간 영업실적은 매출액 4,045억원(-15.0%, yoy), 영업이익 501억원(-0.3%, yoy)으로 전망. 전방 기업들의 축적된 재고가 동사의 수주 감소로 이어졌으나, 안정된 원재료 가격과 연간으로 모두 반영되기 시작한 공급 가격 상승 및 자회사 최신티의 흑자 기조 유지 영향으로 영업이익률은 1.8%p 개선될 것으로 예상

주가 및 주요이벤트

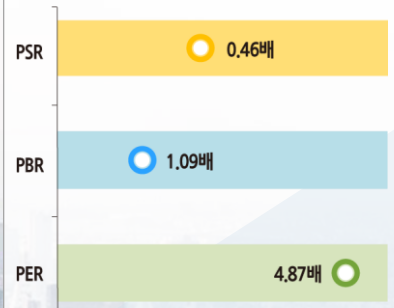


재무지표



주: 2022년 기준, Fnguide WICS 분류 상 경기관련소비재산업 내 등급화

밸류에이션 지표



주: PSR, PER은 2022년 기준, PBR은 2023기준 Trailing, Fnguide WICS 분류 상 경기관련소비재산업 내 순위 비교, 우측으로 갈수록 저평가

합성피혁 전문 기업

1986년 설립된 동사는 폴리우레탄 합성수지와 부직포 등을 사용한 합성피혁의 제조 및 판매 사업을 영위 중으로 1999년 유가증권 시장에 상장함. 국내와 인도네시아, 중국, 베트남에 현지 공장을 보유 중이며 매출은 합성피혁 75%, 의류 24%, 투자 1%로 구성되어 있으며 Nike, Adidas, Macy's 등의 해외 기업들을 고객사로 보유

인도네시아 증설과 외형확대

동사는 주요 고객사가 위치한 인도네시아 지역의 설비 증설로 향후 외형 확대가 기대됨. 2022년 7월 인도네시아 공장의 설비 증설을 공시하며 123억원의 토지를 취득, 2024년 상반기 완공 예정. 스포츠 신발 관련 사업확대를 위한 생산설비이며 향후 자동차용 내장재까지 매출이 확대될 것으로 전망. 현재 나이키 풋웨어 생산 국가별 비중은 베트남 50%, 인도네시아 27%, 중국 18%로 이뤄져 있으며 아디다스 풋웨어 생산 국가별 비중은 인도네시아 34%, 베트남 32%, 중국 16%로 구성되어 있음

2023년, 전방 산업 부진에도 호실적 전망

2023년 연간 영업실적은 매출액 4,045억원(-15.0%, yoy), 영업이익 501억원(-0.3%, yoy)으로 전망. 전년 말부터 지속된 소비 침체영향으로 전방 기업들의 축적된 재고가 동사의 수주 감소로 이어졌으나, 안정된 원재료 가격과 연간으로 모두 반영되기 시작한 공급 가격 상승 및 자회사 최신틀의 흑자 기조 유지 영향으로 영업이익률은 1.8%p 개선될 것으로 예상

Forecast earnings & Valuation

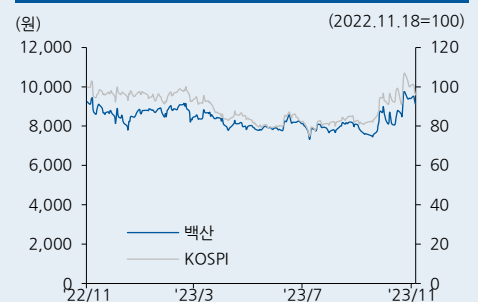
	2019	2020	2021	2022	2023F
매출액(억원)	4,689	3,831	3,711	4,759	4,045
YoY(%)	45.1	-18.3	-3.1	28.2	-15.0
영업이익(억원)	320	40	232	503	501
OP 마진(%)	6.8	1.0	6.3	10.6	12.4
지배주주순이익(억원)	68	-157	192	453	406
EPS(원)	282	-650	792	1,871	1,769
YoY(%)	-55.3	적전	흑전	136.3	-5.5
PER(배)	31.9	N/A	10.4	4.4	5.1
PSR(배)	0.5	0.3	0.5	0.4	0.5
EV/EBIDA(배)	7.7	15.2	8.3	3.9	3.6
PBR(배)	1.5	1.1	1.4	1.1	1.0
ROE(%)	4.9	-12.0	14.4	27.9	20.7
배당수익률(%)	1.1	1.8	1.2	1.8	2.8

자료: 한국IR협의회 기업리서치센터

Company Data

현재주가 (11/23)	9,070원
52주 최고가	9,750원
52주 최저가	7,330원
KOSPI (11/23)	2,514.96p
자본금	141억원
시가총액	2,041억원
액면가	500원
발행주식수	23백만주
일평균 거래량 (60일)	18만주
일평균 거래액 (60일)	16억원
외국인지분율	3.63%
주요주주	김한준 외 7인 55.10%

Price & Relative Performance



Stock Data

주가수익률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	11.6	13.7	-3.7
상대주가	4.6	16.0	-7.4

▶ 참고 1) 표지 재무지표에서 안정성 지표는 '부채비율', 성장성 지표는 '매출액 증가율', 수익성 지표는 'ROE', 활동성 지표는 '순운전자본회전율', 유동성 지표는 '유동비율임.'

2) 표지 밸류에이션 지표 차트는 해당 산업군내 동사의 상대적 밸류에이션 수준을 표시. 우측으로 갈수록 밸류에이션 매력도 높음.

기업 개요

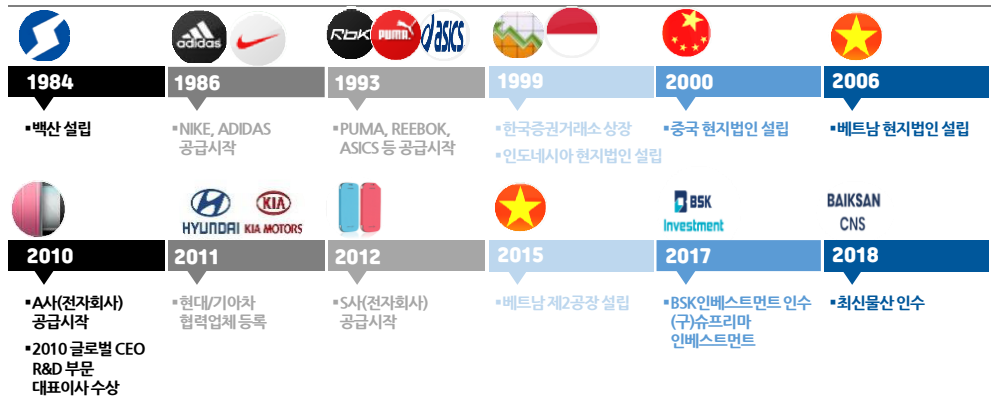
1 연혁

글로벌 공장을 보유한
합성피혁 전문 기업

1986년 설립된 동사는 폴리우레탄 합성수지와 부직포 등을 사용한 합성피혁의 제조 및 판매 사업을 영위 중으로 1999년 유가증권 시장에 상장하였다. 동사는 총 5개의 사업장을 보유하고 있다. 국내에서는 시화공단 및 부산에 생산 공장을 보유 중이며, 해외는 2000년 인도네시아(P.T.BAIKSAN INDONESIA)와 중국(DONGGUAN BAIKSAN)을 시작으로 2006년 베트남(BAIKSAN VIETNAM)까지 지역을 확대, 현지 공장을 운영함으로써 생산원가를 절감하고 신속한 공급이 가능해졌다.

2023년 3분기말 기준, 동사의 최대주주는 김한준 대표이사로 특수관계인을 포함한 지분율은 55.2%이다. 김한준 대표이사는 2세 경영자로 2012년 창업자 김상화 회장으로로부터 최대주주 지위를 물려받았으며, 2022년 9월 상속에 완료하였다.

백산 연혁



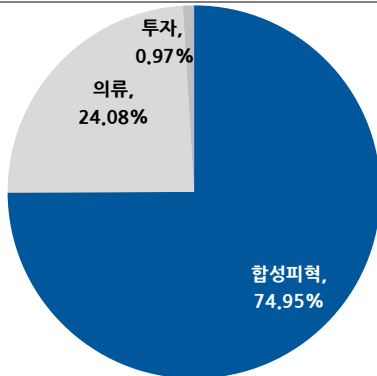
자료: 백산, 한국IR협의회 기업리서치센터

제조공장 및 자회사 현황

구분	PU 제조 공장					기타 자회사			
	BSS	BSB	BSC	BSI	BSV	Baiksantextile	BSK 인베스트먼트	BS RESEARCH	최신물산
법인설립 및 영업소재지	대한민국	대한민국	중국	인도네시아	베트남	베트남	대한민국	대한민국	대한민국
설립년도	1984년	1989년	2000년	2000년	2006년	2016년	2015년 (2016년 인수)	2018년	1975년 (2018년 인수)
주요 영업활동	PU 합성피혁 제조 및 판매					섬유가공 및 판매업	창업투자조합	지식산업개발	의류생산 및 수출
지분율	백산 별도		100%	99.95%	100%	100%	96.26%	52.38%	96.03%

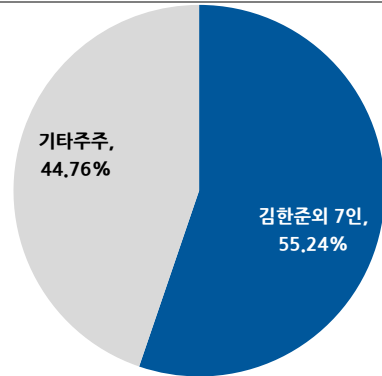
백산, 한국IR협의회 기업리서치센터

백산 사업 부문별 매출 비중



자료: 백산, 한국IR협회의 기업리서치센터

백산 주주구성(3Q23 기준)



자료: 백산, 한국IR협회의 기업리서치센터

2 합성피혁 부문

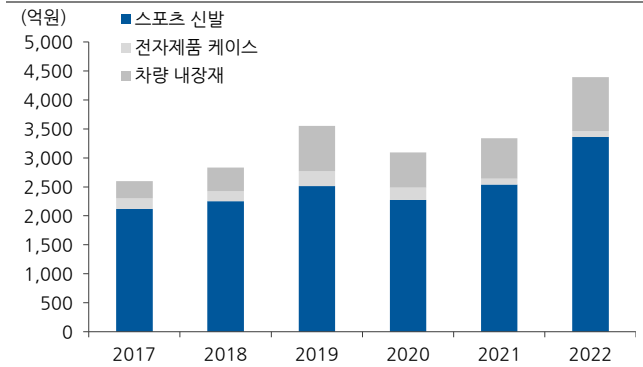
**스포츠 신발 76.4%,
차량 내장재 21.3%,
전자제품 케이스 2.3%로
구성된 합성피혁 부문**

합성피혁의 매출 비중은 75.0%이며 합성피혁 내 주요 제품 비중은 스포츠 신발 76.4%, 차량 내장재 21.3%, 전자제품 케이스 2.3%로 구성되어 있다.

동사는 2000년부터 친환경 제품으로 인체에 유해한 VOCs(휘발성 유기화합물) 성분이 없는 무용제 PU, 수분산 PU 기술 개발을 시작, 2004년 양산에 성공하며 글로벌 고객사향 매출이 발생하고 있다. 스포츠 신발 부문의 비즈니스 구조는 동사 → OEM 사 → 브랜드사 형태로 매출이 발생하며 납품 가격은 원재료 가격 변동을 고려하여 브랜드사와 사전에 협의된 수준으로 진행된다. 동사의 주요 최종 고객사는 나이키, 아디다스 등 글로벌 스포츠 기업이다. 나이키 및 아디다스 향 매출이 스포츠 신발 매출의 약 80%를 차지하고 있으며, 고객사 내 점유율은 25% 이상으로 추정된다.

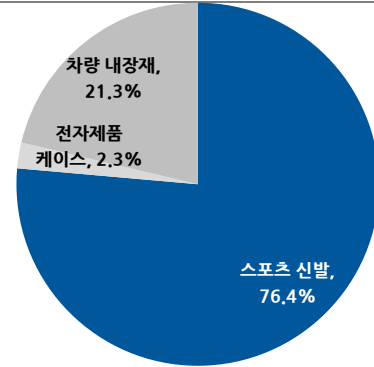
동사는 2011년부터 시흥 사업장을 통해 현대자동차그룹에 차량용 PU 합성피혁 공급을 시작하였다. 내장재 기업으로 공급매출이 발생하며 2014년 1개 차종에서 2016년 7개 차종, 현재 30개 차종까지 확대되었고, 차량 내 시트, 콘솔박스, 도어트림 등 다양한 부분에서 적용되고 있다. 향후 최종 고객사인 완성차 업체 추가 확보와 차량 내 합성피혁 적용 부분 확대에 따른 수혜가 예상된다.

합성피혁 내 부분별 매출액 추이



자료: 백산, 한국IR협회의 기업리서치센터

합성피혁 부분별 비중



자료: 백산, 한국IR협회의 기업리서치센터

합성피혁 적용 품목



자료: 백산, 한국IR협회의 기업리서치센터

3 의류 부문









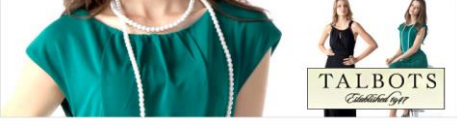







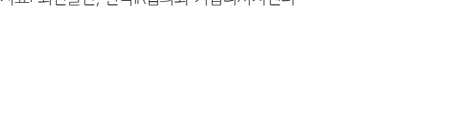









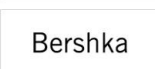
종속회사 최신티앤이

영위 중인 의류 부문

의류 부문은 동사 매출의 약 24%를 차지하고 있으며 종속회사인 최신티앤이를 통해 영위 중이다.

2018년 8월 동사는 여성 니트/의류 OEM/ODM 사업을 영위하는 최신티앤이의 지분 100%(자사주 포함)를 517억 원에 사업 다각화 및 시너지 효과를 목적으로 인수했다. 공격적인 매출 증대를 목표로 기존 인도네시아, 베트남 외에 미얀마, 베트남, 중남미에 공장을 추가 확보하였으나 무리한 사업확장으로 이익률이 훼손되며 인력과 지역의 구조조정을 단행하게 되었다. 현재 인도네시아(2곳)와 베트남에 매출액 기준 약 1,200억원 규모의 생산 설비를 보유하고 있으며 주요 고객사는 Macy's, TALBOTS 등이 있다.

종속회사 최신물산 주요 고객사

자료: 최신물산, 한국IR협의회 기업리서치센터

■ 산업 현황

1 합성피혁 시장 현황

글로벌 합성피혁 시장
2020년 ~ 2025년 기간
CAGR 4.4% 전망

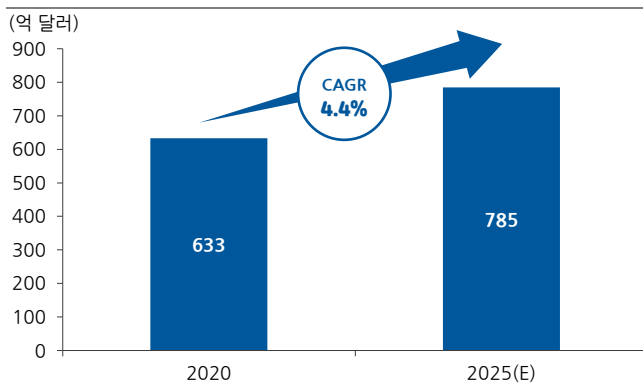
피혁은 천연피혁과 합성피혁으로 구분할 수 있다. 천연피혁은 동물의 가죽을 가공하여 만든 소재로 고급스러운 느낌과 내열성, 내구성이 뛰어나다는 장점이 있지만 동물 복지 이슈로부터 자유롭지 못하며, 가격이 비싸고 제품의 균일한 품질을 유지하기 어렵다는 단점이 있다. 천연피혁의 대체재인 합성피혁은 부직포 등의 면직물 표면을 폴리우레탄(PU), 폴리염화비닐(PVC) 등의 수지로 코팅하여, 외관과 감촉, 광택, 통기성, 유연성, 표면강도 및 절단 강도 등을 가죽과 흡사하게 제조한 소재이다. 의류, 가구, 가방, 신발, IT케이스, 자동차 내장재 등 다양한 산업분야에 적용되고 있다.

MarketsandMarkets에 따르면 글로벌 합성피혁 시장은 2020년 633억 달러에서 연평균 4.4%씩 성장하여 2025년 785억 달러 규모가 될 것으로 전망된다.

글로벌 합성피혁 시장은 면직물 위에 코팅되는 수지 종류에 따라 폴리우레탄(PU) 기반, 폴리염화비닐(PVC) 기반, 바이오 기반으로 분류되고 각각 56.5%, 40.0%, 3.5% 비중을 차지하고 있으며 동일 기간 동안 각각 연평균 4.7%, 3.9%, 4.9%씩 성장할 것으로 전망된다. 가격 경쟁력과 가공의 용이성으로 인해 수요가 많았던 PVC 기반 합성피혁의 유해성이 알려지며 PU 기반의 합성피혁 선호도가 높아지고 있다. PVC 기반 합성피혁 제조 시 물질을 부드럽고 유연하게 만들어주는 가소제로 프탈레이트(phthalate)라는 화학물질이 사용되는데, 해당 물질은 호르몬의 작용을 방해하거나 혼란시키는 내분비계 교란물질로 구분되며 특히 어린이, 임산부, 노약자 등 취약계층의 건강에 악영향을 미칠 수 있기 때문이다.

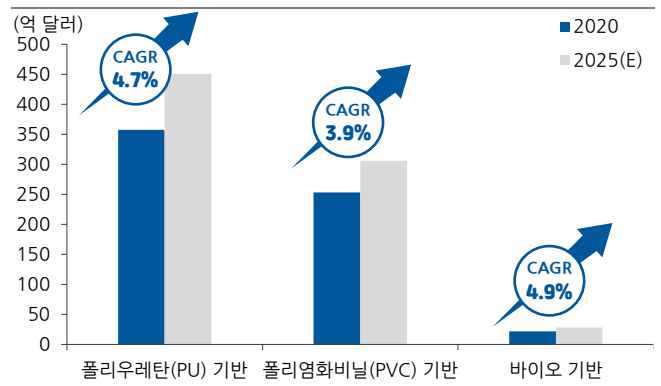
글로벌 합성피혁 제품 시장은 대부분 소비재에 적용되며, 제품군에 따라 신발 56.4%, 가구 12.5%, 자동차 10.2%, 의류 9.3%, 가방 및 지갑 8.1%, 기타 3.5%로 구성되어 있고, 각각 연평균 3.8% ~ 4.5%씩 고른 성장이 전망된다.

합성피혁 시장규모



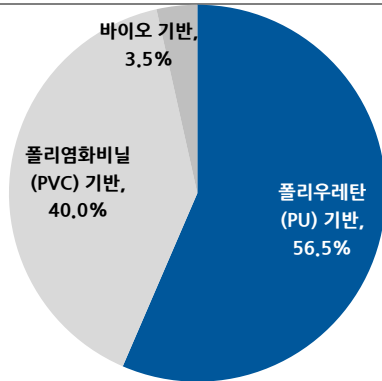
자료: MarketsandMarkets, 한국IR협회의 기업리서치센터

합성피혁 종류별 시장규모



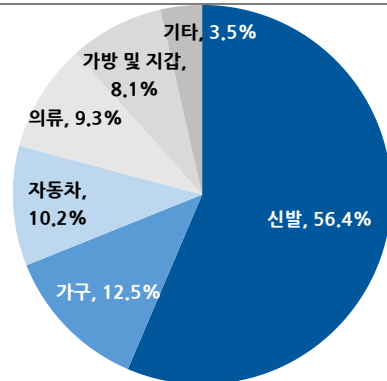
자료: MarketsandMarkets, 한국IR협회의 기업리서치센터

수지 종류별 합성피혁 점유율



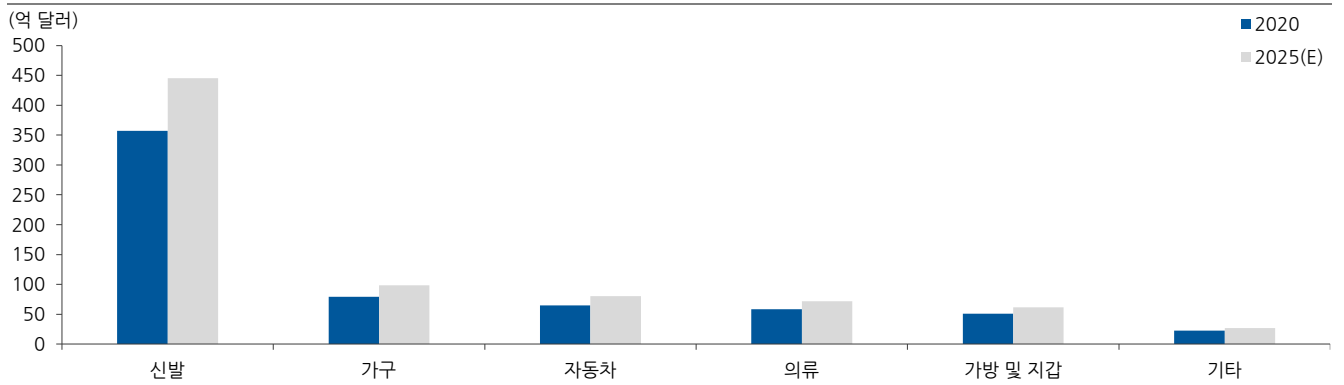
자료: MarketsandMarkets, 한국IR협회의 기업리서치센터

적용 제품군별 합성피혁 점유율



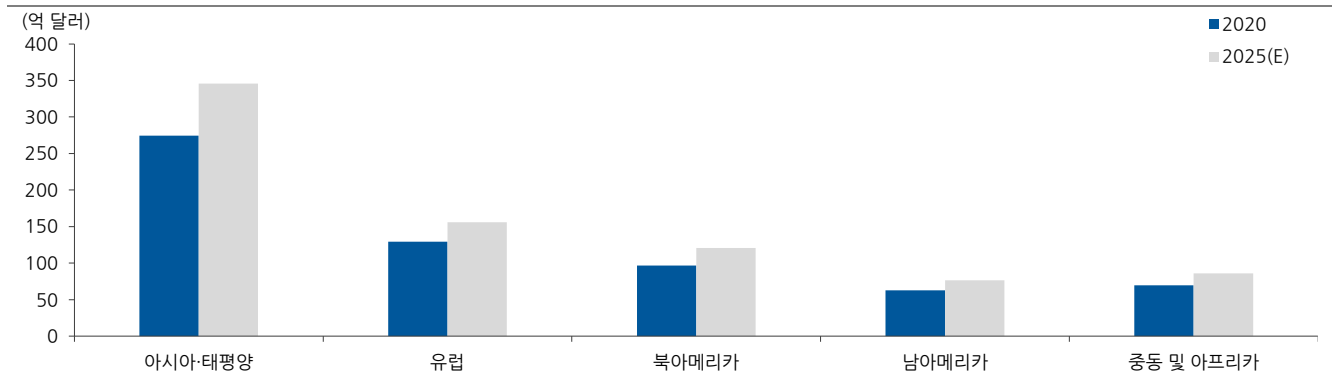
자료: MarketsandMarkets, 한국IR협회의 기업리서치센터

적용 제품군별 시장 규모 전망



자료: MarketsandMarkets, 한국IR협회의 기업리서치센터

지역별 합성피혁 시장 규모 전망



자료: MarketsandMarkets, 한국IR협회의 기업리서치센터

투자포인트

1 인도네시아 증설과 외형확대

인도네시아 공장 증설로 외형확대 기대

동사는 주요 고객사가 위치한 인도네시아 지역의 설비 증설로 향후 외형 확대가 기대된다.

현재 나이키 풋웨어 생산 국가별 비중은 베트남 50%, 인도네시아 27%, 중국 18%, 아디다스 풋웨어 생산 국가별 비중은 인도네시아 34%, 베트남 32%, 중국 16%로 구성되어 있으며 나이키, 아디다스 향 동사의 매출 비중은 약 60% 수준으로 추정된다.

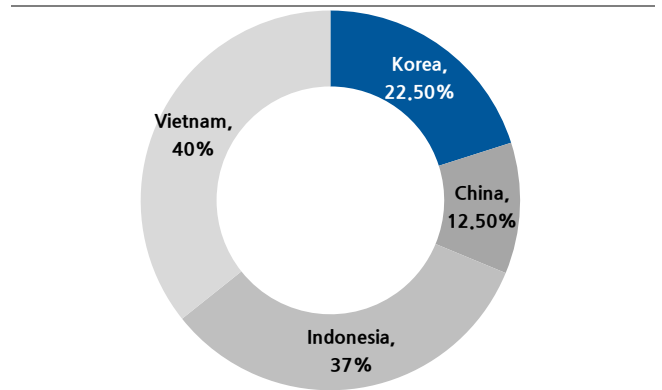
동사는 2022년 7월 인도네시아 공장의 설비 증설을 공시하며 123억원의 토지를 취득하였다. 스포츠 신발 관련 사업확대를 위한 생산설비이며 향후 자동차용 내장재까지 매출이 확대될 것으로 전망된다. 2024년 상반기 완공을 목표로 하고 있으며 증설 이후 인도네시아 Capa는 400억원 이상 증가할 것으로 예상되고 이후 인도네시아 내 매출 증가와 함께 지속적인 추가 설비 증설이 이뤄질 것으로 예상된다.

백산 공장 위치 및 Capa 현황

위치	생산 및 공정 line	생산량
대한민국 (시흥)	2 습식 & 2 건식	250,000m / 월
대한민국 (부산)	3 습식	200,000m / 월
중국	2 건식	250,000m / 월
인도네시아	2 습식 & 3 건식	500,000m / 월
베트남	4 습식 & 5 건식	800,000m / 월

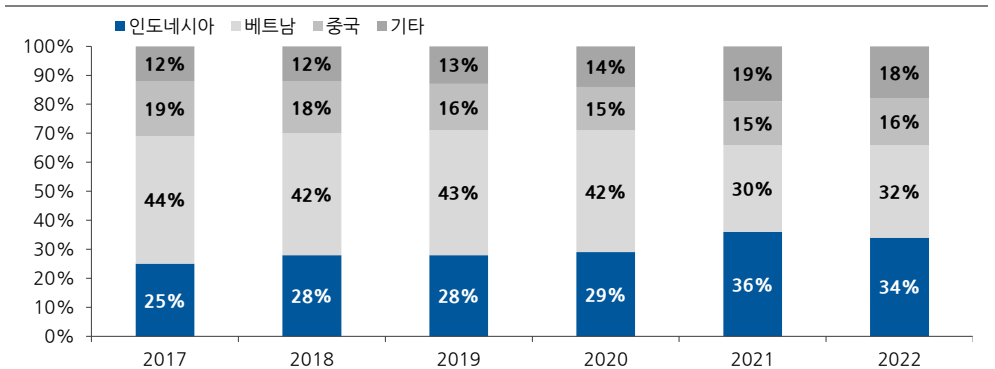
자료: 백산, 한국IR협회의 기업리서치센터

백산 지역별 공장 케파 비중



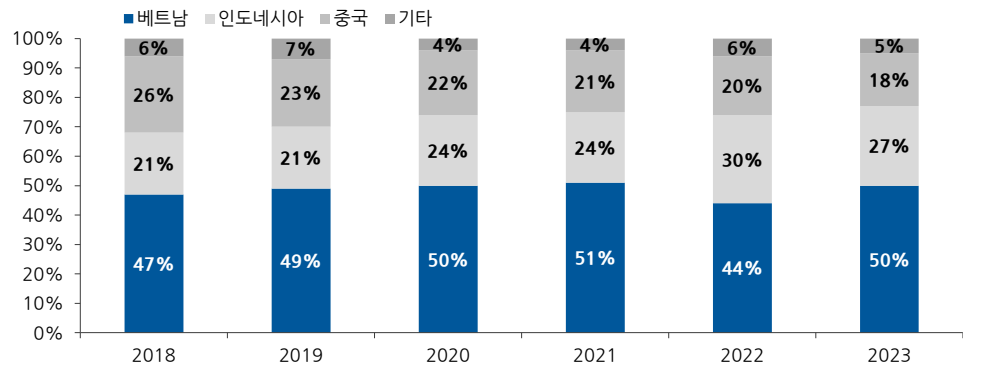
자료: 백산, 한국IR협회의 기업리서치센터

Adidas 지역별 생산 비중



자료: Adidas, 한국IR협회의 기업리서치센터

Nike 지역별 생산 비중



자료: Nike, 한국IR협의회 기업리서치센터

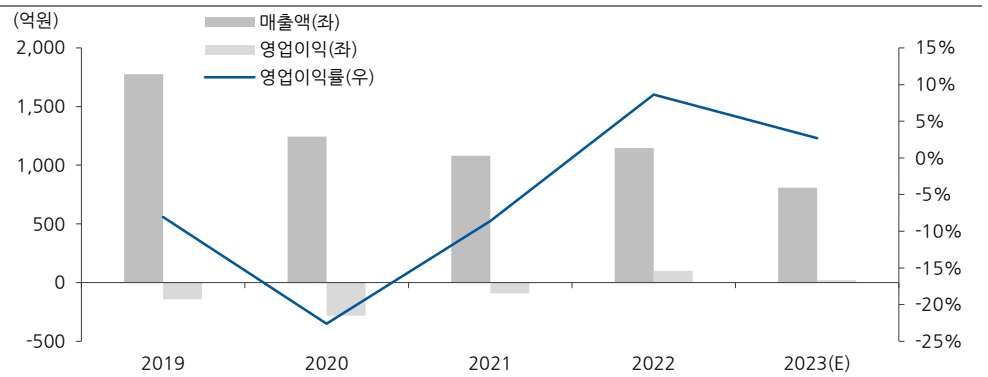
2 최신물산의 구조조정 완료

흑자 기초 유지가 기대되는
최신물산

2019년부터 백산 연결실적에 부정적인 영향을 미치던 최신물산의 실적이 구조조정을 성공적으로 마치고 향후 흑자 기초를 유지할 것으로 판단한다.

2019년 최신물산의 실적은 매출액 1,777억원, 영업손실 143억원을 기록, 전사 매출의 38%를 차지하며 전사 영업이익을 30% 감소시켰다. 2020년 본격적인 구조조정으로 매출액은 30% 감소한 1,244억원을 기록했으나 구조조정 관련 일회성 비용이 더해지며 영업손실은 281억원까지 확대, 합성피혁 영업이익을 대부분 상쇄시켰으며, 이러한 영업손실 기조는 2021년까지 지속되었다. 구조조정이 완료된 2022년 최신물산의 영업실적은 매출액 1,146억원(+6.1%, yoy), 영업이익 99억원(흑자전환, yoy)을 기록하며 동사 인수 후 연간 흑자를 처음으로 기록하였다. 2023년 실적은 글로벌 소비 침체 영향에도 불구하고 매출액 810억원, 영업이익 22억원으로 전망하며 향후 소비 심리 개선에 따라 백산 연결 실적에 긍정적인 영향을 미칠 것으로 기대된다.

최신물산 실적 추이



자료: 백산, 한국IR협의회 기업리서치센터

**2023년,
2차례의 자사주 소각과
중간 배당 지급**

2 적극적인 주주친화정책

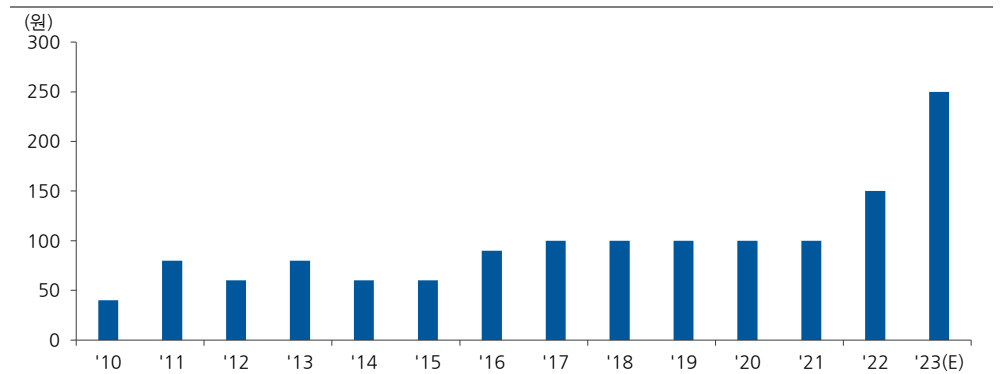
동사는 자사주 취득 및 소각과 안정적인 배당을 기반으로 주주친화 정책에 적극적인 기업으로 2022년 2세 경영 이후 관련 정책은 한층 더 강화되었다. 동사는 설립 이후 현재까지 약 572만주(총 발행주식수의 20.3%)의 자사주를 이익소각 하였으며 그 중 192만주(174억원)가 2022년 9월 이후 시행되었다. 배당은 2010년 주당 40원에서 2022년 150원까지 상승했다. 2023년부터는 중간 배당을 지급, 연간 DPS는 250원 (현 주가 기준 배당수익률 2.8%)수준이 될 것으로 전망된다.

자사주 취득 및 소각 히스토리

구분	날짜	주식 수	금액(억원)
취득	2022.09.05 ~ 2022.11.10	1,000,000	99
소각	2022.11.21	1,000,000	99
취득	2023.01.04 ~ 2023.03.27	405,000	35
소각	2023.04.11	405,000	35
취득	2023.07.04 ~ 2023.08.28	510,000	40
소각	2023.09.05	510,000	40

자료: 백산, 한국IR협의회 기업리서치센터

백산 DPS 추이



자료: 백산, 한국IR협의회 기업리서치센터

실적 추이 및 전망

1 실적 Review

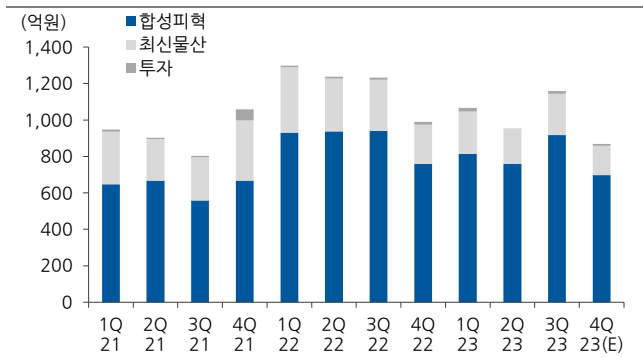
어려움을 딛고
설립후 최대 실적을 달성한
2022년

백산은 최신물산 인수 영향으로 2018년부터 2020년 기간 동안 +81.2%의 외형성장을 달성하며 매출액 4,689억원을 기록했다. 하지만 영업이익은 동 기간 동안 83.3% 역성장을 기록하며 39.6억원을 기록했다. 최신물산 인수 후 무리한 사업확장으로 마진을 관리에 실패하고 잇따른 구조조정 및 일부 해외 법인 청산 영향으로 10% 초반을 유지하던 영업이익률은 1% 수준까지 하락하였다.

2021년 영업실적은 매출액 3,711억원(-3.1%, yoy), 영업이익 232억원(+487.8%, yoy)을 기록했다. 최신물산의 구조조정 진행 영향으로 관련 적자 폭이 축소되었고, 리오프닝 기대감을 반영한 수주의 증가로 연간으로 호실적을 기록할 수 있었다. 하지만 3분기 베트남 지역의 코로나 19 관련 봉쇄 정책 영향으로 백산과 최신물산의 베트남 생산시설이 중단, 일시적으로 분기 실적이 전년 동기 대비 역성장하며 영업적자를 기록하기도 하였다.

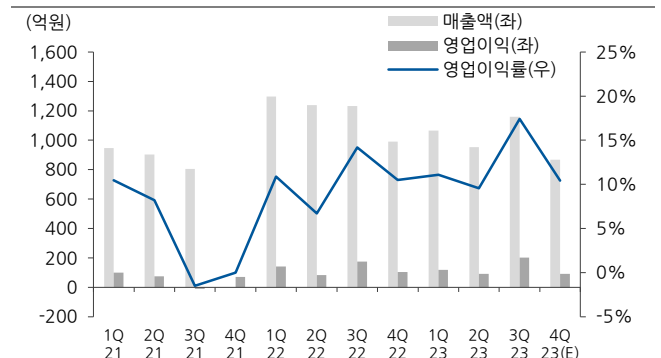
2022년 영업실적은 매출액 4,759억원(+28.2%, yoy), 영업이익 503억원(+116.4%, yoy)을 기록했다. 사업영역별로는 합성피혁의 경우 4,396억원(+31.6%, yoy)을 기록, 리오프닝으로 인한 전방 풋웨어의 수요 증가와 자동차 내장재의 고성장(+34.1%, yoy)이 실적을 견인했다. 최신물산은 매출액 1,146억원(+6.1%, yoy), 영업이익 99억원(흑자 전환, yoy)의 실적을 기록했다. 구조조정 완료 영향으로 인수 후 처음으로 흑자를 기록하며 설립 후 최대 실적 달성에 기여하였다. 분기별로는 2분기 원재료 가격 상승으로 영업이익률이 소폭 하락했으나 하반기 일부 판가 인상과 환율의 상승 영향으로 10% 이상의 이익률을 달성하였다.

분기별 매출부분별 추이



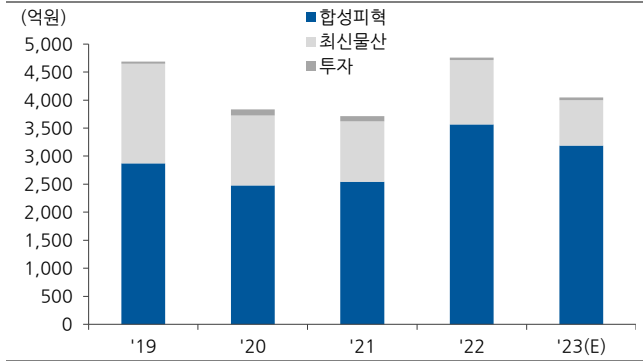
자료: 백산, 한국IR협의회 기업리서치센터

분기별 실적 추이



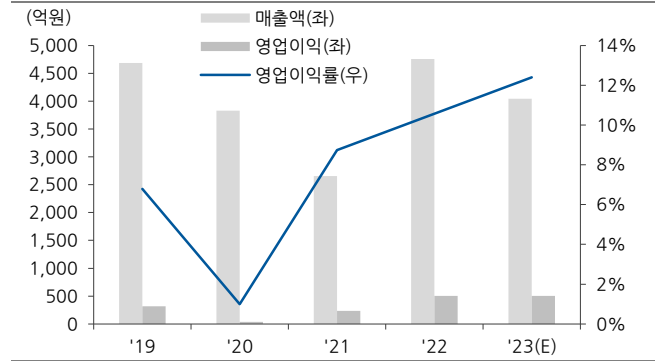
자료: 백산, 한국IR협의회 기업리서치센터

연도별 매출부분별 추이



자료: 백산, 한국IR협의회 기업리서치센터

연도별 실적 추이



자료: 백산, 한국IR협의회 기업리서치센터

2023년 실적 전망

2023년 영업실적, 전년 대비 매출액은 감소, 영업이익은 비슷한 수준 전망

2023년 3분기 누적 영업실적은 매출액 3,176억원(-15.7%, yoy), 영업이익 411억원(+3.0%, yoy)을 기록했다. 부문별로 살펴보면 합성피혁 부문은 매출액 2,491억원(-11.3%, yoy), 영업이익 378억원(+18.9%, yoy), 최신물산 매출액 650억원(-30.3%, yoy), 영업이익 18억원(-76.6%, yoy)을 기록했다. 전년 말부터 지속된 소비 침체영향으로 전방 기업들의 축적된 재고가 동사 수주액의 전반적인 감소로 이어졌다. 영업이익률은 안정화된 원부자재 가격과 온기로 모두 반영되는 공급 가격 상승, 내부적인 원가 절감 노력 등의 영향으로 전년 동기 대비 2.4%p 증가한 12.9%를 기록했다.

2023년 연간 영업실적은 매출액 4,045억원(-15.0%, yoy), 영업이익 501억원(-0.3%, yoy)으로 전망한다. 전방시장 부진이 4분기까지 지속 영향을 미치며 매출액은 감소할 것으로 예상되지만 합성피혁 부문의 고객사 내 점유율 확대로 전방 시장의 감소폭을 일부 상쇄할 것으로 전망한다. 연간 영업이익률은 전년도 하반기의 공급 가격 상승이 올해 온기로 모두 반영되며 전년 동기 대비 1.8%p 증가한 12.4%가 전망된다.

분기별 실적 Table

(단위: 억원)

	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23(E)
매출액	947	903	804	1,058	1,298	1,238	1,233	990	1,066	952	1,159	868
합성피혁	648	667	559	668	930	937	940	760	813	760	918	698
최신물산	288	228	235	329	360	291	281	214	234	190	226	161
투자	11	8	10	61	8	10	12	16	19	2	15	10
영업이익	99	74	-12	71	141	83	175	104	118	91	202	90
합성피혁	91	93	14	64	107	72	139	72	106	90	182	84
최신물산	4	-22	-30	-45	34	14	29	22	6	2	10	4
투자	4	3	4	52	0	-3	7	10	6	-1	10	3
영업이익률	10.5%	8.2%	-1.5%	6.7%	10.9%	6.7%	14.2%	10.5%	11.1%	9.6%	17.4%	10.4%

자료: 백산, 한국IR협의회 기업리서치센터

연도별 실적 Table

(단위: 억원)

	2019	2020	2021	2022	2023(E)	YoY
매출액	4,689	3,831	3,711	4,759	4,045	- 15.0%
합성피혁	2,873	2,478	2,542	3,567	3,189	- 10.6%
최신물산	1,777	1,244	1,080	1,146	810	- 29.4%
투자	39	109	90	46	46	+0.0%
영업이익	320	40	232	503	501	- 0.3%
합성피혁	457	306	262	390	462	+18.4%
최신물산	-143	-281	-93	99	22	- 78.1%
투자	6	15	63	14	18	+28.6%
영업이익률	6.8%	1.0%	6.3%	10.6%	12.4%	+1.8%p

자료: 백산, 한국IR협의회 기업리서치센터

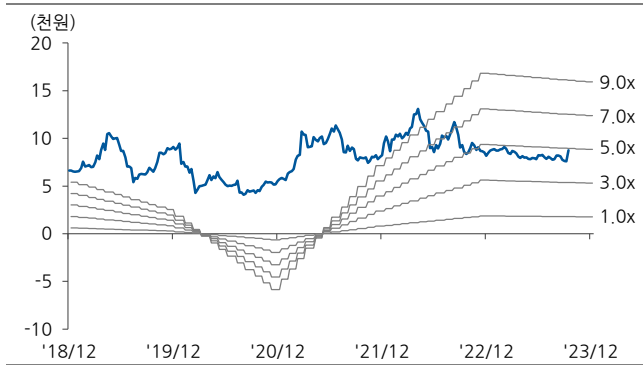
Valuation

역사적, 상대적 밸류에이션 모두 매력적

백산의 주가는 2023년 실적 기준 PBR 1.0배 수준에서 형성되어 있다. 2019년 이후 PBR band 0.5x ~ 1.8x에서 주가가 형성된 점을 감안하면 현 주가는 Historical PBR 밴드 중단 수준이지만, 과거 대비 개선된 ROE 수준을 함께 고려한다면 매력적인 구간에 위치한 것으로 판단된다.

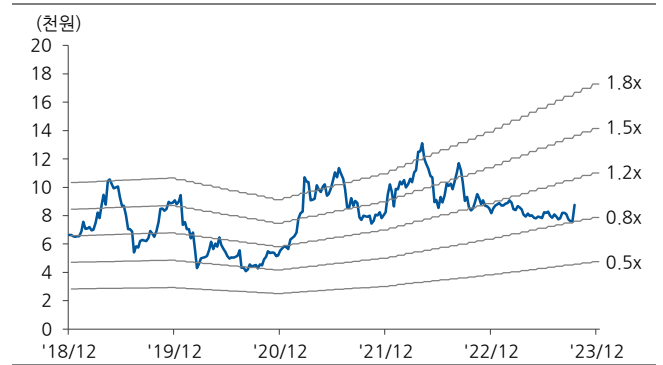
동사의 PEER 그룹은 합성피혁 사업을 영위하는 기업으로 국내 대원화성, 덕성, 디케이앤디, 해외 대만 San Fang 이 있다. PEER 그룹의 2023년 실적 컨센서스가 존재하지 않아 TTM(Trailing Twelve Months) 기준 PBR Multiple을 비교하였으며, 동사의 ROE를 고려할 경우, PEER 그룹 대비 현재 동사의 주가는 저평가 되었다고 판단된다.

백산 PER Band



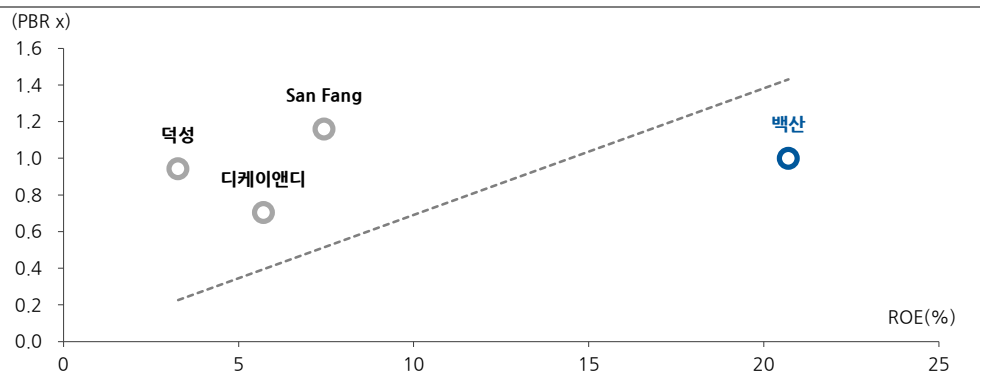
자료: 한국IR협의회 기업리서치센터

백산 PBR Band



자료: 한국IR협의회 기업리서치센터

백산 및 PEER 그룹 PBR ROE 비교



자료: Fngudie, 한국IR협의회 기업리서치센터

PEER 그룹 Table

(단위: 원, 억원, 배, %)

		백산	대원화성	덕성	디케이앤디	SAN FANG
코드		A035150	A024890	A004830	A263020	1307.TW
현재 주가 (11/21)		9,340	2,040	5,150	3,025	1,111
시가총액		2,102	841	808	465	4,447
매출액	2020	3,831	1,088	1,177	708	3,261
	2021	3,711	1,133	1,152	753	3,594
	2022	4,759	1,468	1,333	1,106	4,439
	2023F	4,045	1,316	1,096	895	4,257
영업이익	2020	40	3	56	51	193
	2021	232	-84	40	27	90
	2022	503	-74	52	115	121
	2023F	501	-91	50	90	329
영업이익률	2020	1.0	0.3	4.7	7.2	5.9
	2021	6.3	-7.4	3.5	3.5	2.5
	2022	10.6	-5.0	3.9	10.4	2.7
	2023F	12.4	-6.9	4.6	10.0	7.7
순이익	2020	-157	-22	36	36	84
	2021	192	-70	59	-21	50
	2022	453	-96	25	71	194
	2023F	406	-132	28	38	285
EPS 성장률	2020	-330.6	-137.1	1,859.4	26.0	-99.5
	2021	221.8	-222.1	63.5	-158.6	129.3
	2022	136.3	-37.5	-57.5	437.1	766.6
	2023F	-5.5	-36.6	11.7	-45.8	239.3
PER	2020	N/A	N/A	37.0	21.5	41.4
	2021	10.4	N/A	43.5	N/A	71.5
	2022	4.4	N/A	33.9	6.2	17.4
	2023F	5.2	N/A	28.8	12.3	15.6
PBR	2020	1.1	1.0	1.8	1.4	1.1
	2021	1.4	2.4	2.9	1.3	1.1
	2022	1.1	1.5	0.9	0.7	1.0
	2023F	1.0	1.4	0.9	0.7	1.2
ROE	2020	-12.0	-2.8	5.6	6.8	2.7
	2021	14.4	-9.5	7.8	-3.9	1.5
	2022	27.9	-14.4	3.0	12.4	5.8
	2023F	20.7	-21.5	3.3	5.7	7.4
PSR	2020	0.3	0.7	1.1	1.1	1.1
	2021	0.5	1.5	2.2	0.9	1.0
	2022	0.4	0.7	0.6	0.4	0.8
	2023F	0.5	0.6	0.7	0.5	1.0

주:1) 백산의 미래전망치는 당사 전망치, 경쟁사의 미래전망치는 Trailing 기준, 2) 시가총액과 주가는 11월 21일 종가 기준

자료: Fnguide, 한국IR협의회 기업리서치센터

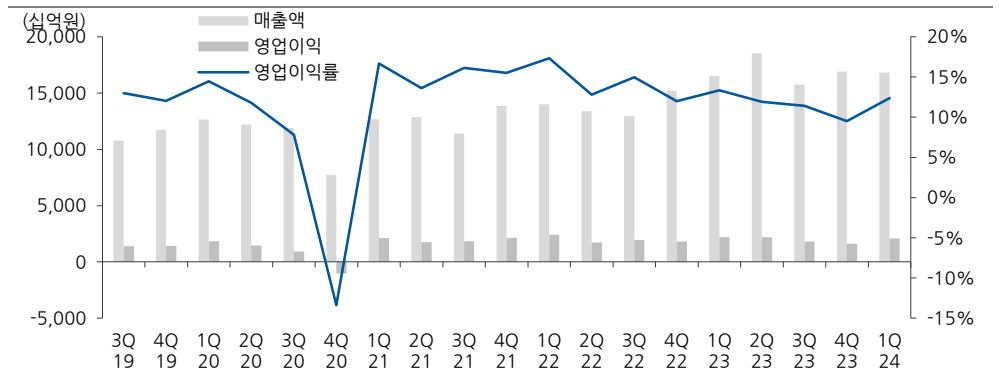
⚠ 리스크 요인

**운임 및 물류비 증가와
원재료 가격 상승으로
실적 부진을 겪는 전방 기업**

백산의 현재 리스크 요인은 전방 시장의 부진으로 인한 외형의 감소이다. 동사의 주요 전방 시장은 스포츠 신발 부분이며 글로벌 소비 침체로 인해 실적 부진을 겪고 있다. 동사의 2023년 매출액 또한 2022년 실적 대비 역성장 할 것으로 전망되지만, 고객사 내 점유율을 확대하며 시장의 부진을 일정 부분 상쇄한 것으로 분석된다.

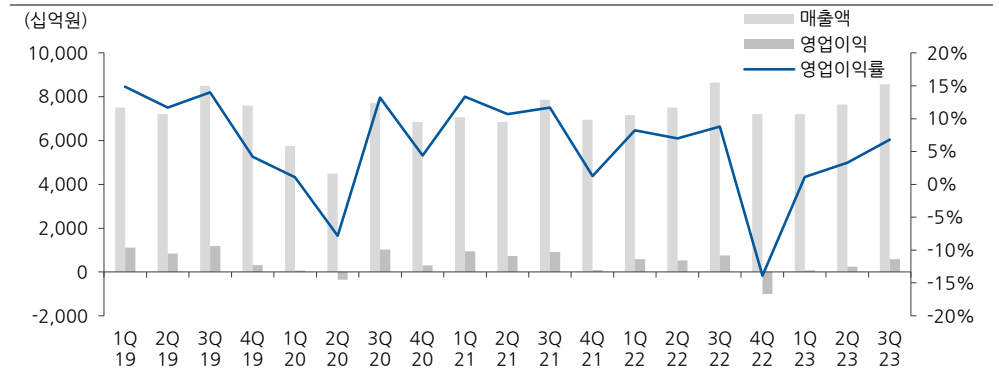
글로벌 운동화 시장의 주요 플레이어는 나이키, 아디다스로 각각 30%, 15%의 시장 점유율을 보유하고 있기 때문에 해당 기업들의 실적이 운동화 시장 상황의 바로미터 역할을 한다고 판단한다. 최근 해당 기업 실적의 공통 부분을 요약하면, 2020년 코로나 19 영향으로 오프라인 매장들이 폐쇄되며 부진한 실적을 기록하였으나 2021년 오프라인 매장들의 재오픈과 이커머스 부문의 성장으로 호실적을 기록할 수 있었다. 2022년, 매출액 성장은 이어졌으나 운임 및 물류비 증가와 원재료 가격 상승으로 영향으로 마진율이 훼손되었다. 2023년 상반기, 높은 수준의 원재료 가격이 유지되었고 중화권 매출 감소와 소매 재고 조정을 위한 노력이 지속된 결과로 최근 분기는 실적 개선이 이뤄지고 있다.

Nike 최근 20개 분기 실적 현황



주: Nike는 5월말 결산 법인으로 1분기는 8월, 2분기는 11월말, 3분기는 2월말 종료
자료: Nike, 한국IR협의회 기업리서치센터

Adidas 최근 20개 분기 실적 현황



자료: Adidas, 한국IR협의회 기업리서치센터

포괄손익계산서

(억원)	2019	2020	2021	2022	2023F
매출액	4,689	3,831	3,711	4,759	4,045
증가율(%)	45.1	-18.3	-3.1	28.2	-15.0
매출원가	3,767	3,133	3,032	3,809	3,122
매출원가율(%)	80.3	81.8	81.7	80.0	77.2
매출총이익	922	698	679	950	923
매출이익률(%)	19.7	18.2	18.3	20.0	22.8
판매관리비	602	659	447	447	422
판매비율(%)	12.8	17.2	12.0	9.4	10.4
EBITDA	400	126	291	567	561
EBITDA 이익률(%)	8.5	3.3	7.8	11.9	13.9
증가율(%)	57.3	-68.5	131.2	94.7	-1.1
영업이익	320	40	232	503	501
영업이익률(%)	6.8	1.0	6.3	10.6	12.4
증가율(%)	48.8	-87.7	487.8	116.4	-0.3
영업외손익	-115	-150	60	45	13
금융수익	57	58	47	121	46
금융비용	82	140	50	102	58
기타영업외손익	-90	-67	63	26	25
중속/관계기업관련손익	0	0	0	0	0
세전계속사업이익	206	-110	292	548	514
증가율(%)	-6.1	적전	흑전	87.4	-6.2
법인세비용	143	54	101	99	113
계속사업이익	62	-164	191	449	401
중단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익	62	-164	191	449	401
당기순이익률(%)	1.3	-4.3	5.2	9.4	9.9
증가율(%)	-58.2	적전	흑전	134.6	-10.6
지배주주지분 손이익	68	-157	192	453	406

현금흐름표

(억원)	2019	2020	2021	2022	2023F
영업활동으로인한현금흐름	58	327	98	516	525
당기순이익	62	-164	191	449	401
유형자산 상각비	79	86	59	64	59
무형자산 상각비	1	0	0	0	0
외환손익	19	32	11	63	0
운전자본의감소(증가)	-220	223	-82	-49	89
기타	117	150	-81	-11	-24
투자활동으로인한현금흐름	-20	-64	169	-413	-223
투자자산의 감소(증가)	-1	-18	2	-9	-45
유형자산의 감소	2	10	65	30	0
유형자산의 증가(CAPEX)	-87	-45	-43	-203	-114
기타	66	-11	145	-231	-64
재무활동으로인한현금흐름	-17	-58	-10	-269	-79
차입금의 증가(감소)	37	10	-27	-145	-21
사채의증가(감소)	0	0	0	0	0
자본의 증가	0	0	0	22	0
배당금	-24	-43	-24	-24	-58
기타	-30	-25	41	-122	0
기타현금흐름	1	-6	15	-20	3
현금의증가(감소)	22	199	272	-187	227
기초현금	161	183	382	654	467
기말현금	183	382	654	467	694

재무상태표

(억원)	2019	2020	2021	2022	2023F
유동자산	1,967	1,766	2,098	2,059	2,221
현금성자산	183	382	654	467	694
단기투자자산	161	184	54	208	287
매출채권	945	667	692	740	666
재고자산	577	460	625	522	470
기타유동자산	101	73	73	122	103
비유동자산	1,339	1,145	1,204	1,330	1,435
유형자산	779	876	685	793	848
무형자산	49	38	35	31	35
투자자산	90	91	126	123	168
기타비유동자산	421	140	358	383	384
자산총계	3,306	2,911	3,302	3,389	3,656
유동부채	1,559	1,352	1,482	1,454	1,387
단기차입금	849	746	809	691	814
매입채무	357	319	496	430	365
기타유동부채	353	287	177	333	208
비유동부채	324	335	349	133	123
사채	0	0	0	0	0
장기차입금	95	198	194	13	9
기타비유동부채	229	137	155	120	114
부채총계	1,884	1,687	1,831	1,587	1,509
지배주주지분	1,416	1,212	1,456	1,785	2,135
자본금	140	140	140	141	141
자본잉여금	322	321	343	360	360
자본조정 등	-30	-28	3	-2	-2
기타포괄이익누계액	-48	-63	-41	-62	-62
이익잉여금	1,032	842	1,011	1,348	1,698
자본총계	1,422	1,224	1,470	1,802	2,147

주요투자지표

	2019	2020	2021	2022	2023F
P/E(배)	31.9	N/A	10.4	4.4	5.1
P/B(배)	1.5	1.1	1.4	1.1	1.0
P/S(배)	0.5	0.3	0.5	0.4	0.5
EV/EBITDA(배)	7.7	15.2	8.3	3.9	3.6
배당수익률(%)	1.1	1.8	1.2	1.8	2.8
EPS(원)	282	-650	792	1,871	1,769
BPS(원)	5,853	5,010	6,016	7,626	9,487
SPS(원)	19,375	15,831	15,334	19,666	17,621
DPS(원)	100	100	100	150	250
수익성(%)					
ROE	4.9	-12.0	14.4	27.9	20.7
ROA	2.0	-5.3	6.2	13.4	11.4
ROIC	4.4	2.4	11.3	26.5	24.0
안정성(%)					
유동비율	126.1	130.7	141.6	141.6	160.1
부채비율	132.4	137.8	124.6	88.1	70.3
순차입금비율	61.7	45.6	27.0	15.0	-2.7
이자보상배율	8.2	1.1	8.5	14.7	11.9
활동성(%)					
총자산회전율	1.5	1.2	1.2	1.4	1.1
매출채권회전율	5.6	4.8	5.5	6.6	5.8
재고자산회전율	8.8	7.4	6.8	8.3	8.2

Compliance notice

본 보고서는 한국거래소, 한국에탁결제원과, 한국증권금융이 공동으로 출연한 한국IR협의회 산하 독립 (리서치) 조직인 기업리서치센터가 작성한 기업분석 보고서입니다. 본 자료는 시가총액 5천억원 미만 중소형 기업에 대한 무상 보고서로, 투자자들에게 국내 중소형 상장사에 대한 양질의 투자 정보 제공 및 건전한 투자문화 정착을 위해 작성되었습니다.

- 당사 리서치센터는 본 자료를 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 해당 종목과 재산적 이해관계가 없습니다.
- 본 자료를 작성한 애널리스트와 그 배우자 등 관계자는 자료 작성일 현재 조사분석 대상법인의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 본 자료는 중소형 기업 소개를 위해 작성되었으며, 매수 및 매도 추천 의견은 포함하고 있지 않습니다.
- 본 자료에 게재된 내용은 애널리스트의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 신의 성실하게 작성되었음을 확인합니다.
- 본 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 본 자료에 수록된 내용은 자료제공일 현재 시점의 당사 리서치센터의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다.
- 본 조사자료는 투자 참고 자료로만 활용하시기 바라며, 어떠한 경우에도 투자자의 투자 결과에 대한 법적 책임 소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.
- 본 조사자료의 지적재산권은 당사에 있으므로, 당사의 허락 없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.
- 본 자료는 텔레그램에서 "한국IR협의회(<https://t.me/kirsofficial>)" 채널을 추가하시어 보고서 발간 소식을 안내받으실 수 있습니다.
- 본 자료는 카카오톡에서 "한국IR협의회" 채널을 추가하시어 보고서 발간 소식을 안내받으실 수 있습니다.
- 한국IR협의회가 운영하는 유튜브 채널 'IRTV'에서 1) 애널리스트가 직접 취재한 기업탐방으로 CEO인터뷰 등이 있는 '小中한탐방'과 2) 기업보고서 심층해설 방송인 '小中한 리포트 가치보기'를 보실 수 있습니다.