백산 (035150)

실적 개선은 반등의 초석

2026 년 8 월 18 일

✓ 투자판단	매수 (유지)	✓ 목표주가	17,000 원 (하향)
✓ 상승여력	59.8%	✓ 현재주가 (8 월 14 일)	10,640 원

[혁신성장]

최승환, CFA 연구위원

✉ hani86@shinhan.com

이채윤 연구원

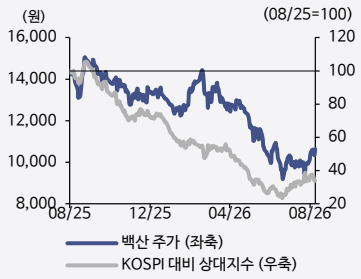
✉ cyunee@shinhan.com

Revision	
실적추정치	상향
Valuation	하향

시가총액	210.4 십억원
발행주식수(유동비율)	19.8 백만주(38.1%)
52 주 최고가/최저가	15,060 원/9,200 원
일평균 거래액 (60 일)	324 백만원
외국인 지분율	6.2%
주요주주 (%)	
김한준 외 8 인	61.9
브이아이피자산운용	15.6

수익률 (%)	1M	3M	12M	YTD
절대	9.1	(8.7)	(23.3)	(17.8)
상대	7.2	4.5	(64.5)	(49.3)

주가



신한생각 2분기 기대 대비 양호한 실적 발표

차량내장재 부문의 매출 고성장과 신발 부문 수익성 회복으로 추정치 대비 양호한 실적 발표. 주주환원 계속되는 가운데 실적 개선은 반등의 초석

2Q26 Review: 영업이익 추정치 대비 24% 상회

2Q26 매출액 1,265억원(+3.6% YoY), 영업이익 163억원(+14.4% YoY)의 확정실적 발표. 당사 추정치 대비 매출액 9%, 영업이익 24% 상회. 스포츠신발 매출액은 추정치와 유사했으나 차량내장재 매출액은 추정치 대비 95% 상회. 1분기에 이어 국내 완성차 주요 차종에 제품공급 확대되며 매출이 급성장했고, 하반기는 북미 고객사 2~3곳에 신규 공급 협의 중

스포츠신발 부문 매출성장은 전년동기대비 3.6%로 밋밋했으나 영업이익률은 전년대비 2%pt 가량 개선된 것으로 판단. 관세 이슈 완화 및 인도네시아 공장 수율 개선 영향 때문. 관세 이슈는 2025년 판가 1~2회 인상으로 마무리, 현재 영향 없음. 하반기 신발 오더 확대(나이키 축구화 신규 모델 채택 및 나이키 전체 매출 회복)에 힘입어 수익성 추가 개선 전망

2022년부터 연간 약 100만주씩 자사주 매입소각 진행 중. 2026년도 YTD로 787,788주를 매입소각. 배당성향도 20%대를 유지하면서 40% 이상의 총주주환원율을 증명

Valuation & Risk: 목표주가 17,000원으로 하향

투자의견 '매수' 유지, 목표주가 기존의 20,000원에서 17,000원으로 15% 하향 조정. 시장 밸류에이션 하향 감안하여 2026, 2027년 평균 지배순이익에 목표 PER 6.5배(종전 7.5배) 적용. 12MF PER 4.2배로 절대 저평가이며 2024~2026F 총주주환원율 41%, 59%, 41%의 압도적 주주환원 매력 보유

12월 결산	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	지배순이익 (십억원)	PER (배)	ROE (%)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	DY (%)
2024	497.0	76.5	60.7	4.8	26.7	1.1	4.0	2.7
2025	504.9	53.6	33.5	8.2	13.2	1.0	5.1	3.4
2026F	537.1	64.9	49.1	4.2	18.0	0.7	3.1	4.8
2027F	566.4	70.3	54.8	3.5	18.1	0.6	2.5	5.8
2028F	589.2	74.6	59.3	3.1	17.5	0.5	2.0	6.8

자료: 회사 자료, 신한투자증권

밸류에이션 테이블

2026F, 2027F 평균 지배순이익	**(십억원)**	**52.0**
목표배수	(배)	6.5
목표 기업가치	(십억원)	337.8
상장주식수(2Q26말)	(주)	19,771,079
목표 주당가치	(원)	17,087
목표주가	**(원)**	**17,000**
현 주가	(원)	10,640
Upside	**(%)**	**59.8**

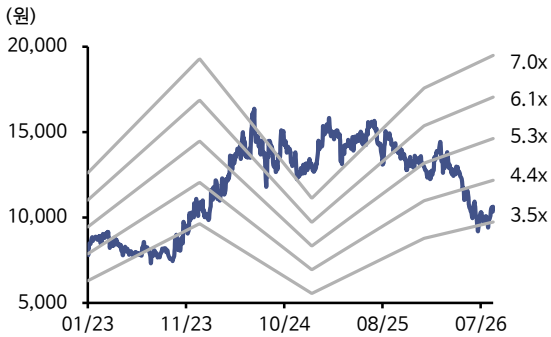
자료: 신한투자증권 추정

백산 영업실적 추이 및 전망

(십억원, %)	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26A	3Q26F	4Q26F	2024	2025	2026F	2027F
매출액	**134.2**	**122.1**	**134.4**	**114.2**	**130.1**	**126.5**	**152.9**	**127.7**	**497.0**	**504.9**	**537.1**	**566.4**
YoY	12.7	5.7	4.3	(14.4)	(3.1)	3.6	13.8	11.8	19.0	1.6	6.4	5.4
스포츠신발	87.1	71.8	92.8	75.4	83.0	74.4	97.4	84.0	333.4	327.1	338.8	352.4
차량내장재	18.0	11.1	24.6	17.4	20.1	29.6	28.3	20.0	67.3	71.0	97.9	112.6
영업이익	**19.0**	**14.3**	**12.9**	**7.4**	**12.7**	**16.3**	**20.4**	**15.6**	**76.5**	**53.6**	**64.9**	**70.3**
YoY	(6.0)	(21.0)	(29.0)	(63.0)	(33.4)	14.4	57.9	109.5	44.0	(30.0)	21.1	8.3
Margin	14.2	11.7	9.6	6.5	9.7	12.9	13.3	12.2	15.4	10.6	12.1	12.4
지배순이익	**13.4**	**6.8**	**8.9**	**4.5**	**13.0**	**9.1**	**15.1**	**11.0**	**60.7**	**33.5**	**49.1**	**54.8**
YoY	(26.8)	(46.5)	(34.0)	(72.6)	(2.4)	33.8	69.6	146.5	47.1	(44.8)	46.6	11.7
Margin	9.9	5.6	6.6	3.9	10.0	7.2	9.9	8.6	12.2	6.6	9.1	9.7

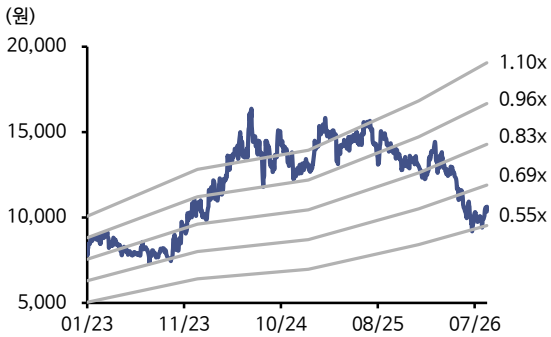
자료: 신한투자증권 추정

PER 밴드 차트



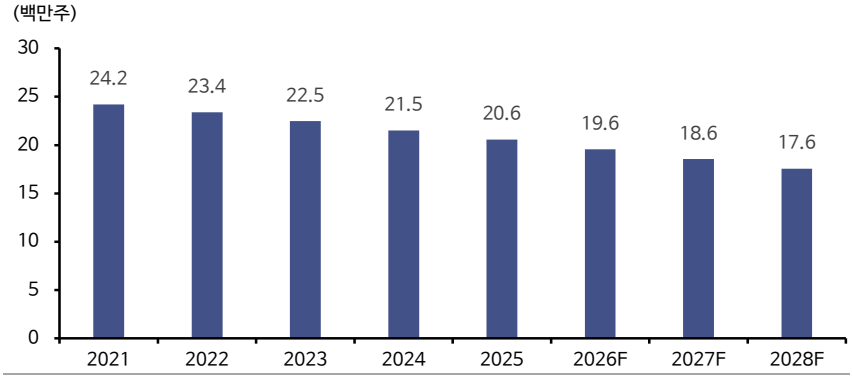
자료: 에프앤가이드 QuantiWise, 신한투자증권

PBR 밴드 차트



자료: 에프앤가이드 QuantiWise, 신한투자증권

백산 총주식수 추이 및 전망(자사주매입소각 지속 가정)



자료: 신한투자증권 추정

재무상태표

12월 결산 (십억원)	2024	2025	2026F	2027F	2028F
자산총계	**457.9**	**446.7**	**476.8**	**514.6**	**554.9**
유동자산	252.8	240.0	268.3	304.6	343.6
현금및현금성자산	65.5	62.9	79.9	106.0	137.0
매출채권	91.3	83.1	88.4	93.2	96.9
재고자산	67.8	66.7	70.9	74.8	77.8
비유동자산	205.0	206.7	208.4	210.0	211.3
유형자산	138.0	161.7	162.4	163.0	163.5
무형자산	5.9	7.2	7.2	7.2	7.2
투자자산	16.9	17.3	18.3	19.3	20.0
기타금융업자산	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
부채총계	**207.5**	**186.0**	**188.5**	**192.9**	**196.2**
유동부채	162.5	135.7	137.8	141.8	144.9
단기차입금	76.0	64.4	64.4	64.4	64.4
매입채무	54.1	48.1	51.1	53.9	56.1
유동성장기부채	2.3	2.3	0.0	0.0	0.0
비유동부채	45.0	50.3	50.7	51.0	51.3
사채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금(장기금융부채 포함)	39.3	44.6	44.6	44.6	44.6
기타금융업부채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	**250.4**	**260.6**	**288.2**	**321.8**	**358.7**
자본금	14.1	14.2	14.2	14.2	14.2
자본잉여금	36.6	36.7	36.7	36.7	36.7
기타자본	(2.5)	(1.3)	(1.3)	(1.3)	(1.3)
기타포괄이익누계액	0.7	(3.0)	(3.0)	(3.0)	(3.0)
이익잉여금	199.2	212.0	239.7	273.2	310.1
지배주주지분	**248.1**	**258.6**	**286.2**	**319.8**	**356.7**
비지배주주지분	2.3	2.0	2.0	2.0	2.0
*총차입금	121.5	115.1	113.1	113.3	113.4
*순차입금(순현금)	45.7	42.1	22.3	(4.1)	(35.4)

포괄손익계산서

12월 결산 (십억원)	2024	2025	2026F	2027F	2028F
매출액	**497.0**	**504.9**	**537.1**	**566.4**	**589.2**
증감률 (%)	19.0	1.6	6.4	5.4	4.0
매출원가	**368.4**	**394.9**	**411.5**	**433.0**	**449.7**
매출총이익	**128.6**	**110.0**	**125.6**	**133.3**	**139.4**
매출총이익률 (%)	25.9	21.8	23.4	23.5	23.7
판매관리비	**52.1**	**56.4**	**60.7**	**63.0**	**64.8**
영업이익	**76.5**	**53.6**	**64.9**	**70.3**	**74.6**
증감률 (%)	44.0	(30.0)	21.1	8.3	6.1
영업이익률 (%)	15.4	10.6	12.1	12.4	12.7
영업외손익	4.5	(5.6)	(2.0)	(0.0)	1.4
금융손익	1.8	(3.2)	(1.7)	(1.0)	(0.2)
기타영업외손익	3.2	(1.9)	(0.2)	1.0	1.5
종속 및 관계기업관련손익	(0.5)	(0.6)	0.0	0.0	0.0
세전계속사업이익	**81.1**	**48.0**	**63.0**	**70.3**	**76.0**
법인세비용	21.2	14.8	13.9	15.5	16.7
계속사업이익	59.9	33.2	49.1	54.8	59.3
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	**59.9**	**33.2**	**49.1**	**54.8**	**59.3**
증감률 (%)	47.8	(44.6)	47.9	11.7	8.1
순이익률 (%)	12.0	6.6	9.1	9.7	10.1
(지배주주)당기순이익	60.7	33.5	49.1	54.8	59.3
(비지배주주)당기순이익	(0.9)	(0.3)	0.0	0.0	0.0
총포괄이익	65.6	29.6	49.1	54.8	59.3
(지배주주)총포괄이익	66.5	30.0	49.6	55.4	59.9
(비지배주주)총포괄이익	(0.9)	(0.3)	(0.5)	(0.6)	(0.6)
EBITDA	**82.5**	**61.8**	**74.2**	**79.7**	**84.1**
증감률 (%)	39.9	(25.1)	20.1	7.4	5.5
EBITDA 이익률 (%)	16.6	12.2	13.8	14.1	14.3

현금흐름표

12월 결산 (십억원)	2024	2025	2026F	2027F	2028F
영업활동으로인한현금흐름	**56.2**	**38.4**	**51.9**	**57.2**	**63.2**
당기순이익	59.9	33.2	49.1	54.8	59.3
유형자산상각비	6.0	8.2	9.3	9.4	9.4
무형자산상각비	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
외화환산손실(이익)	(1.9)	0.9	0.0	0.0	0.0
자산처분손실(이익)	(0.0)	(0.2)	0.0	0.0	0.0
지분법, 종속, 관계기업손실(이익)	(0.9)	1.2	0.0	0.0	0.0
운전자본변동	(16.1)	(1.6)	(6.6)	(7.0)	(5.6)
(법인세납부)	(16.5)	(22.4)	(13.9)	(15.5)	(16.7)
기타	25.7	19.1	14.0	15.5	16.8
투자활동으로인한현금흐름	**(24.2)**	**(11.2)**	**(11.7)**	**(11.5)**	**(11.2)**
유형자산증가(CAPEX)	(37.3)	(10.6)	(10.0)	(10.0)	(10.0)
유형자산감소	0.1	1.2	0.0	0.0	0.0
무형자산감소(증가)	0.0	(1.4)	0.0	0.0	0.0
투자자산감소(증가)	(1.4)	(1.6)	(1.0)	(0.9)	(0.7)
기타	14.4	1.2	(0.7)	(0.6)	(0.5)
FCF	10.7	29.5	43.4	48.3	53.0
재무활동으로인한현금흐름	**(15.3)**	**(26.3)**	**(23.1)**	**(19.7)**	**(21.0)**
차입금증가(감소)	5.0	(4.7)	(2.0)	0.2	0.2
자기주식처분(취득)	17.3	12.3	(12.1)	(10.6)	(10.6)
배당금	(7.7)	(7.4)	(8.9)	(9.2)	(10.5)
기타	(29.9)	(26.5)	(0.1)	(0.1)	(0.1)
기타현금흐름	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
연결범위변동으로인한현금증가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
환율변동효과	1.4	(3.6)	0.0	0.0	0.0
현금증가(감소)	**18.1**	**(2.7)**	**17.1**	**26.1**	**31.0**
기초현금	47.4	65.5	62.9	79.9	106.0
기말현금	65.5	62.9	79.9	106.0	137.0

자료: 회사 자료, 신한투자증권

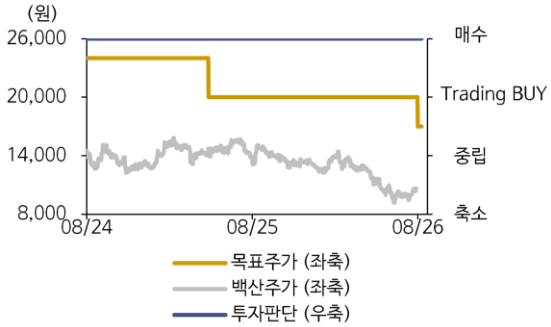
주요 투자지표

12월 결산	2024	2025	2026F	2027F	2028F
EPS (당기순이익, 원)	2,718	1,576	2,456	2,922	3,336
EPS (지배순이익, 원)	2,757	1,590	2,456	2,922	3,336
BPS (자본총계, 원)	11,645	12,677	15,355	18,107	21,388
BPS (지배지분, 원)	11,538	12,580	15,249	17,995	21,269
DPS (원)	350	450	500	600	700
PER (당기순이익, 배)	4.8	8.3	4.2	3.5	3.1
PER (지배순이익, 배)	4.8	8.2	4.2	3.5	3.1
PBR (자본총계, 배)	1.1	1.0	0.7	0.6	0.5
PBR (지배지분, 배)	1.1	1.0	0.7	0.6	0.5
EV/EBITDA (배)	4.0	5.1	3.1	2.5	2.0
배당성향 (%)	12.3	27.7	19.1	19.4	19.8
배당수익률 (%)	2.7	3.4	4.8	5.8	6.8
수익성					
EBITTDA 이익률 (%)	16.6	12.2	13.8	14.1	14.3
영업이익률 (%)	15.4	10.6	12.1	12.4	12.7
순이익률 (%)	12.0	6.6	9.1	9.7	10.1
ROA (%)	14.8	7.3	10.6	11.1	11.1
ROE (지배순이익, %)	26.7	13.2	18.0	18.1	17.5
ROIC (%)	26.6	14.9	18.5	19.5	20.3
안정성					
부채비율 (%)	82.9	71.4	65.4	59.9	54.7
순차입금비율 (%)	18.3	16.2	7.7	(1.3)	(9.9)
현금비율 (%)	40.3	46.3	58.0	74.7	94.5
이자보상배율 (배)	20.5	11.4	14.2	15.5	16.5
활동성					
순운전자본회전율 (회)	5.5	5.0	5.1	5.1	5.0
재고자산회수기간 (일)	44.3	48.6	46.7	46.9	47.3
매출채권회수기간 (일)	59.0	63.0	58.2	58.5	58.9

자료: 회사 자료, 신한투자증권

투자의견 및 목표주가 추이

백산(035150)



일자	투자 의견	목표 주가 (원)	괴리율 (%) 평균	괴리율 (%) 최고/최저
2024년 08월 14일	매수	24,000	(43.7)	(36.0)
2025년 02월 15일		6개월경과	(39.2)	(34.0)
2025년 05월 14일	매수	20,000	(28.0)	(21.7)
2025년 11월 15일		6개월경과	(35.1)	(27.9)
2026년 05월 16일		6개월경과	(48.7)	(42.0)
2026년 08월 18일	매수	17,000	-	-

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, 이채윤)
- 자료 제공일 현재 당사는 지난 1년간 상기 회사의 최초 증권시장 상장시 대표 주관사로 참여한 적이 없습니다.
- 자료 공표일 현재 당사는 상기 회사의 주식 등을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 상기 회사 백산를 기초자산으로 한 주식의 유동성 공급회사(LP)임을 고지합니다.
- 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 투자의 최종결정은 투자자 자신의 판단으로 하시기 바랍니다.
- 본 조사분석자료는 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로 어떠한 경우에도 당사의 허락 없이 복사, 대여, 재배포 될 수 없습니다.

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 (2026년 08월 14일 기준)

매수 (매수)	94.36%	Trading BUY (중립)	2.26%	중립 (중립)	3.38%	축소 (매도)	0.00%