

풍산(103140)

매수(유지)

목표주가: 60,000원(유지)

다가온 방산의 계절

동 가격 조정과 방산 매출 지연으로 컨센서스 하회

3분기 연결 매출액은 9,308억원(QoQ -10.1%, YoY -9.5%), 연결 영업이익은 319억원(QoQ -40.8%, YoY +6.6%)로 추정치 501억원을 36.3%, 컨센서스 444억원을 28.1% 하회했다. 동 가격 조정으로 신동부분 부진은 예상되었으나 500억원에 이르는 방산 수출이 4분기로 이연되면서 방산 매출액이 1,573억원으로 전년동기대비 20.6% 감소했다. 부진한 실적의 주요 원인이다. 비수기로 신동 부분도 출하량 감소가 예상되었으나 전년동기대비 6.1%나 줄면서 예상에 못 미친 것 또한 실적 부진의 원인이다.

4분기 연결 영업이익 754억원으로 대폭 증가 예상

4분기는 방산의 계절성이 뚜렷하게 나타날 것이다. 국방 예산 집행으로 내수 매출액이 가장 많은데다 3분기에 이연된 수출까지 더해지며 방산 매출액이 4,060억원으로 분기 사상 최초로 4천억원을 넘길 전망이다. 일반적으로 내수보다 수출 마진이 높은 것을 반영하면 4분기 연결 영업이익은 방산의 호조 탓에 754억원으로 지난해보다 76.2%나 증가할 것이다.

사 모으기 좋은 구간

목표주가 6만원(12개월 Forward BPS에 목표 PBR 0.78배 적용, 지속가능 ROE 8%, COE 10.2%)을 유지한다. 공급 부족이 해결되지 않으면서 동 가격이 장기간에 걸쳐 상승하는 Super Cycle이 나타날 것으로 예상된다. 방산 매출액이 연간 1조원을 상회하면서 안전 마진이 높아진 가운데 동 가격의 장기 우상향이 더해져 이익 증가 구간으로 진입할 것이다. 2024년 기준 ROE는 10%가 넘는데 PBR은 0.5배에 불과하다. PER도 4배에도 못 미친다. 현재 주가는 지나치게 저평가되어 있다.

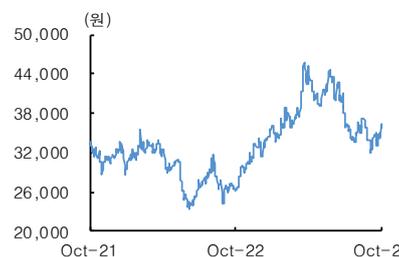
Stock Data

KOSPI(10/31)	2,278
주가(10/31)	35,950
시가총액(십억원)	1,007
발행주식수(백만)	28
52주 최고/최저(원)	45,700/26,100
일평균거래대금(6개월, 백만원)	6,835
유동주식비율/외국인지분율(%)	59.5/15.0
주요주주(%)	풍산홀딩스 외 3인 38.0
	국민연금공단 10.0

주가상승률

	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	6.4	(15.2)	37.7
KOSPI 대비(%p)	14.0	(6.3)	38.4

주가추이



자료: FnGuide

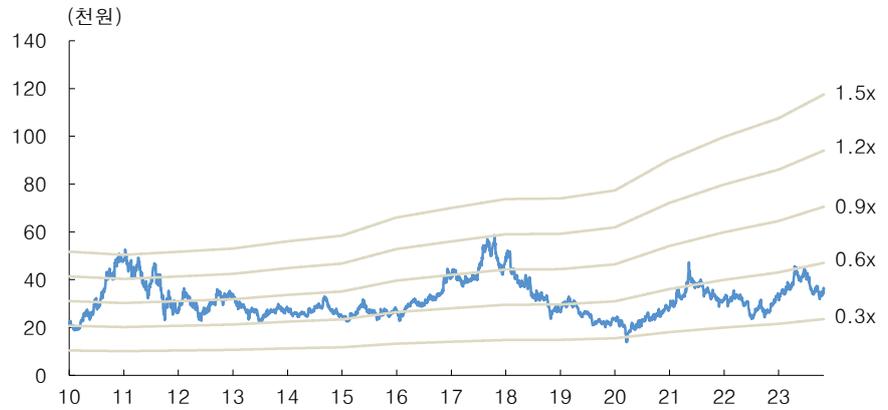
	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EPS (원)	증감률 (%)	EBITDA (십억원)	PER (x)	EV/EBITDA (x)	PBR (x)	ROE (%)	DY (%)
2021A	3,509	314	243	8,686	238.4	412	3.6	4.1	0.5	15.6	3.2
2022A	4,373	232	175	6,395	(26.4)	326	5.3	5.4	0.5	9.9	3.0
2023F	4,154	246	173	6,344	(0.8)	343	5.7	5.0	0.5	9.1	2.8
2024F	4,630	348	252	9,229	45.5	446	3.9	3.6	0.5	12.0	2.8
2025F	5,478	353	259	9,501	2.9	450	3.8	3.3	0.4	11.2	2.8

주: 순이익, EPS 등은 지배주주지분 기준

최문선

cms@koreainvestment.com

[그림 1] PBR band



자료: 한국투자증권

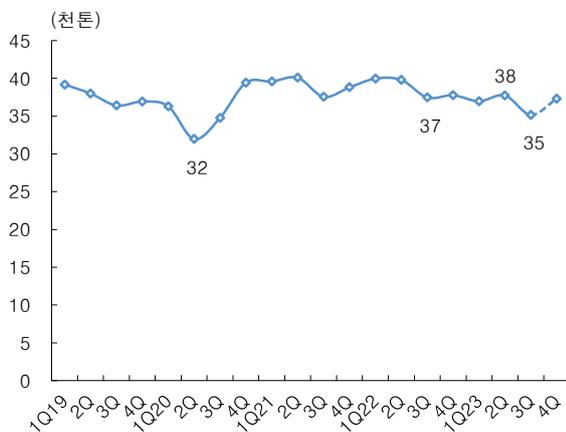
<표 1> 3분기 실적 비교

(단위: 십억원)

	3Q23			QoQ		YoY		컨센서스	
	잠정 실적	Preview	차이(%)	2Q23	차이(%)	3Q22	차이(%)	3Q23	차이(%)
매출액	931	1,015	(8.3)	1,036	(10.1)	1,028	(9.5)	973	(4.3)
풍산	674	775	(13.1)	775	(13.1)	756	(10.9)		
자회사	257	240	7.1	261	(1.5)	272	(5.4)		
영업이익	31.9	50.1	(36.3)	53.9	(40.8)	29.9	6.6	44.4	(28.1)
풍산	27.0	47.2	(42.8)	47.2	(42.8)	31.0	(12.7)		
자회사	4.9	2.9	70.2	6.6	(26.7)	(1.1)	(561.4)		
영업이익률	3.4%	5.2%	(1.8%p)	5.2%	(1.8%p)	2.9%	0.5%p	4.6%	(1.1%p)
세전이익	27.1	50.3	(46.1)	53	(49.1)	38	(28.3)	50	(45.3)
지배지분순이익	20.5	38.2	(46.3)	45	(54.4)	23	(12.1)	28	(27.0)

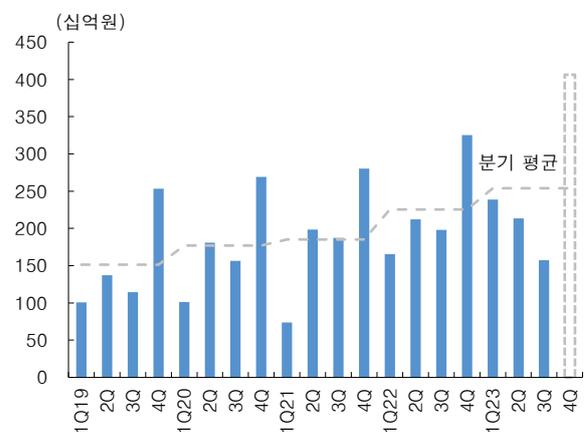
자료:FnGuide, 한국투자증권

[그림 2] 신등 출하량



주: 기타 출하량 제외
자료: 한국투자증권

[그림 3] 방산 매출액



자료: 한국투자증권

<표 2> 연결 기준 분기 실적 전망

(단위: 십억원)

	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23F	3Q23F	4Q23F	2022	2023F	2024F
매출액	1,045	1,036	931	1,143	1,041	1,166	1,144	1,279	4,373	4,154	4,630
- 풍산	771	775	674	907	771	864	847	1,015	3,257	3,147	3,497
- 자회사	274	261	257	236	270	302	297	264	1,116	1,007	1,133
영업이익	85	54	32	75	92	74	70	113	232	246	348
- 풍산	59	47	27	72	84	65	61	105	203	226	314
- 자회사	26	7	5	4	8	9	9	8	28	20	34
영업이익률	8.1%	5.2%	3.4%	6.6%	8.8%	6.3%	6.1%	8.8%	5.3%	5.9%	7.5%
법인세차감전이익	71	53	27	71	86	68	64	107	220	222	323
지배지분순이익	54	45	21	54	67	53	50	83	175	173	252

주: 자회사 매출액과 영업이익은 연결 수치에서 신동과 방산 수치를 단순 차감하여 산출

자료: 한국투자증권

기업개요 및 용어해설

풍산은 1968년에 설립된 동 가공 업체. 동 및 동 합금소재와 가공품을 생산하며 각종 탄약류 또한 생산. 사업부문은 크게 신동사업부문과 방산사업부문으로 나눌 수 있다.

- 신동: 동이나 동 합금을 가공하여 판, 관, 봉, 선 등으로 생산
- 방산: 동을 소재로 탄약과 포탄을 제조하여 판매. 매출액의 65%가 내수이며, 수출이 35%를 차지
- 재고평가 손익: 기말 마지막 월의 원화로 환산한 평균 동 가격의 차이에 의해 발생하는 손익. 상승(하락)하면 이익(손실)
- Metal gain(loss): 원화로 환산한 분기 평균 동 가격 차이에 의해 발생하는 손익. 상승(하락)이면 이익(손실)

손익계산서

(단위: 십억원)

	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
매출액	3,509	4,373	4,154	4,630	5,478
매출원가	3,010	3,911	3,710	4,061	4,887
매출총이익	500	462	444	569	591
판매관리비	185	230	198	221	239
영업이익	314	232	246	348	353
영업이익률(%)	9.0	5.3	5.9	7.5	6.4
EBITDA	412	326	343	446	450
EBITDA Margin(%)	11.7	7.5	8.3	9.6	8.2
영업외수익	(7)	(12)	(24)	(25)	(20)
금융수익	6	15	9	4	4
금융비용	23	47	46	29	24
기타영업외손익	10	20	13	0	0
관계기업관련손익	0	0	0	0	0
세전계속사업이익	307	220	222	323	333
법인세비용	63	44	48	71	73
연결당기순이익	243	175	173	252	260
지배주주지분순이익	243	175	173	252	259
지배주주순이익률(%)	6.9	4.0	4.2	5.4	4.7
성장성(%, YoY)					
매출 증가율	35.3	24.6	(5.0)	11.4	18.3
영업이익 증가율	159.2	(26.3)	6.2	41.4	1.4
지배주주순이익 증가율	238.4	(28.0)	(1.1)	45.5	2.9
EPS 증가율	238.4	(26.4)	(0.8)	45.5	2.9
EBITDA 증가율	85.6	(20.7)	5.2	29.9	0.8

현금흐름표

(단위: 십억원)

	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
영업활동현금흐름	(19)	137	229	262	249
당기순이익	243	175	173	252	260
유형자산감가상각비	95	93	96	96	95
무형자산상각비	3	2	2	2	2
자산부채변동	(430)	(110)	(40)	(92)	(113)
기타	70	(23)	(2)	4	5
투자활동현금흐름	(114)	(141)	(122)	(104)	(123)
유형자산투자	(91)	(117)	(133)	(76)	(75)
유형자산매각	1	0	0	0	0
투자자산순증	(24)	(25)	2	(4)	(7)
무형자산순증	(0)	(0)	(1)	(3)	(4)
기타	0	1	10	(21)	(37)
재무활동현금흐름	172	30	(96)	(116)	(116)
자본의증가	0	0	0	0	0
차입금의순증	172	53	(68)	(88)	(88)
배당금지급	(17)	(28)	(27)	(27)	(27)
기타	17	5	(1)	(1)	(1)
기타현금흐름	8	3	0	0	0
현금의증가	47	29	11	42	11
FCF	(100)	39	119	178	149

주: K-IFRS (연결) 기준

재무상태표

(단위: 십억원)

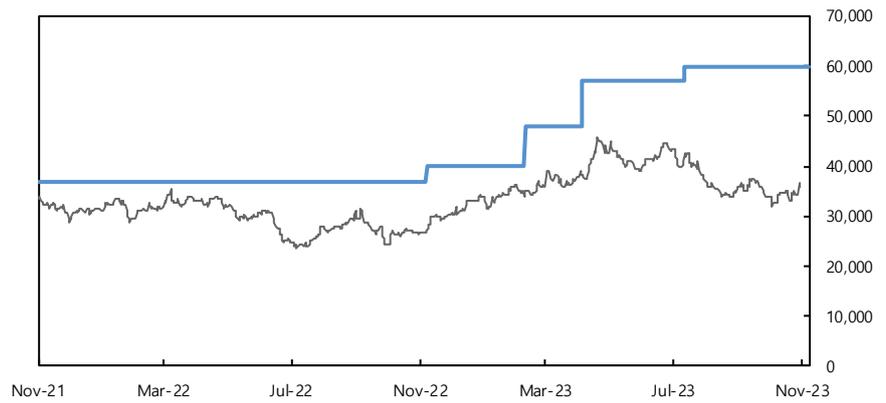
	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
자산총계	3,148	3,395	3,514	3,855	4,165
유동자산	1,859	2,013	2,108	2,441	2,724
현금성자산	126	155	166	208	219
매출채권및기타채권	523	600	561	694	794
재고자산	1,183	1,204	1,329	1,482	1,643
비유동자산	1,289	1,382	1,407	1,413	1,440
투자자산	29	37	35	39	46
유형자산	1,099	1,138	1,175	1,155	1,134
무형자산	15	11	11	12	14
부채총계	1,463	1,553	1,526	1,641	1,719
유동부채	1,109	1,118	1,106	1,221	1,289
매입채무및기타채무	265	252	239	266	274
단기차입금및단기사채	518	539	509	459	409
유동성장기부채	161	131	102	72	43
비유동부채	354	435	420	420	430
사채	184	249	244	239	234
장기차입금및금융부채	80	84	78	73	68
자본총계	1,686	1,842	1,988	2,213	2,446
지배주주지분	1,684	1,840	1,986	2,211	2,443
자본금	140	140	140	140	140
자본잉여금	495	495	495	495	495
기타자본	(0)	(23)	(23)	(23)	(23)
이익잉여금	1,034	1,195	1,341	1,566	1,798
비지배주주지분	2	2	2	2	3
순차입금	811	824	746	612	508

주요 투자지표

	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
주당지표(원)					
EPS	8,686	6,395	6,344	9,229	9,501
BPS	60,080	66,466	71,675	79,696	87,981
DPS	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000
수익성(%)					
ROA	8.5	5.4	5.0	6.8	6.5
ROE	15.6	9.9	9.1	12.0	11.2
배당수익률	3.2	3.0	2.8	2.8	2.8
배당성향	11.5	15.6	15.8	10.8	10.5
안정성					
부채비율(x)	86.8	84.3	76.7	74.2	70.3
차입금/자본총계비율(%)	56.0	54.7	47.3	38.5	31.2
이자보상배율(x)	16.7	7.1	5.6	12.1	14.6
순차입금/EBITDA(x)	2.0	2.5	2.2	1.4	1.1
Valuation(x)					
PER	3.6	5.3	5.7	3.9	3.8
최고	5.8	5.6	7.5	5.2	5.0
최저	3.2	3.6	4.9	3.4	3.3
PBR	0.5	0.5	0.5	0.5	0.4
최고	0.8	0.5	0.7	0.6	0.5
최저	0.5	0.4	0.4	0.4	0.4
PSR	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2
EV/EBITDA	4.1	5.4	5.0	3.6	3.3

투자의견 및 목표주가 변경내역

종목(코드번호)	제시일자	투자의견	목표주가	과리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가대비
풍산 (103140)	2021.01.19	매수	37,000원	-5.9	27.8
	2022.01.19	1년경과		-21.1	-4.1
	2022.11.07	매수	40,000원	-19.3	-9.9
	2023.02.10	매수	48,000원	-23.6	-19.0
	2023.04.05	매수	57,000원	-26.7	-19.8
	2023.07.12	매수	60,000원	-	-



■ Compliance notice

- 당사는 2023년 11월 1일 현재 풍산 종목의 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 리포트의 내용 일부를 기관투자가 또는 제3자에게 사전에 제공한 사실이 없습니다.
- 동 리포트의 금융투자분석사와 배우자는 상기 발행주식을 보유하고 있지 않습니다.

■ 기업 투자 의견은 향후 12개월간 시장 지수 대비 추가 등락 기준임

- 매 수 : 시장 지수 대비 15%p 이상의 추가 상승 예상
- 중립 : 시장 지수 대비 -15~15%p의 추가 등락 예상
- 비중축소 : 시장 지수 대비 15%p 이상의 추가 하락 예상
- 중립 및 비중축소 의견은 목표가 미제시

■ 투자등급 비율 (2023. 9. 30 기준)

매수	중립	비중축소(매도)
87.1%	12.9%	0%

※ 최근 1년간 공표한 유니버스 종목 기준

■ 업종 투자 의견은 향후 12개월간 해당 업종의 유가증권시장(코스닥) 시가총액 비중 대비 포트폴리오 구성 비중에 대한 의견임

- 비중확대 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중보다 높게 가져갈 것을 권함
- 중립 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중과 같게 가져갈 것을 권함
- 비중축소 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중보다 낮게 가져갈 것을 권함

■ 본 리포트는 고객의 증권투자를 돕기 위하여 작성된 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있으며, 당사의 동의 없이 어떤 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형할 수 없습니다.

■ 본 리포트는 당사 리서치본부에서 수집한 자료 및 정보를 기초로 작성된 것이나 당사가 그 자료 및 정보의 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없으므로 당사는 본 리포트로써 고객의 투자 결과에 대한 어떠한 보장도 행하는 것이 아닙니다. 최종적 투자 결정은 고객의 판단에 기초한 것이며 본 리포트는 투자 결과와 관련한 법적 분쟁에서 증거로 사용될 수 없습니다.

■ 본 리포트에 제시된 증목들은 리서치본부에서 수집한 자료 및 정보 또는 계량화된 모델을 기초로 작성된 것이나, 당사의 공식적인 의견과는 다를 수 있습니다.

■ 이 리포트에 게재된 내용들은 작성자의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.