

# 풍산 (103140.KS)

## 방위사업 가치 저평가 지속 중

방위사업 주도의 성장에도 불구하고 방위사업에 대한 가치는 저평가를 지속 중인 것으로 판단. 3분기 실적은 전분기비로는 감소하겠으나 구리 가격 상승 및 방산 실적 증가로 전년비로는 급증 지속 예상

Analyst 이재광  
02)2229-6783, jaekwang.rhee@nhqv.com  
RA 이승영  
02)2229-6908, sy.lee@nhqv.com

※ESG Index/Event는 3페이지 참조

### 방위사업 주도 성장 불구, 밸류에이션은 신동사업으로 평가

'22년 이후 이익의 절반 이상을 방위사업에서 창출하며 전체적인 성장을 이끌어 가고 있는 상황(연결 영업이익 기준 방위사업 비중: '22년 53%, '23년 68%, '24년 상반기 54%). 하지만 12개월 선행 PER 기준 국내 방산 5개사 평균 18배 수준인 반면 동사는 7배 수준에 거래 중인 점을 감안하면 밸류에이션은 여전히 신동사업으로 평가받고 있는 것으로 판단

### 1사 2사업부 체제에서는 밸류에이션 리레이팅 한계

방위사업 가치가 제대로 반영되지 않는 이유는 신동사업이 매출액의 70~80%를 차지하고 있고, 신동사업은 구리가공업의 특성상 구리가격 변화에 따라 이익 변동성이 크기 때문으로 판단. 현재처럼 사업 특성이 이질적인 두 사업이 한 회사에 공존하고 있는 한 밸류에이션 리레이팅에 의한 주주 가치 상승은 한계가 있는 것으로 판단

### 3Q24 Preview: 전분기비 감소하겠으나 전년비 급증 예상

3분기 영업이익은 730억원으로 전분기보다는 감소하겠으나 전년비로는 급증한 실적을 기록할 것으로 예상. 전분기비 감소는 1)신동 판매량(가이던스)이 8.6% 감소하는 중에 3분기 평균 구리 가격이 하락했고, 2)방산 수출이 42.4% 감소(가이던스)할 것으로 전망되기 때문. 반대로 전년비 급증은 구리 가격 상승과 방산(내수/수출) 매출 증가에 기인

### 풍산 3분기 실적 Preview (K-IFRS 연결)

(단위: 십억원, %)

	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24E					4Q24F
					예상치	y-y	q-q	기준 추정	컨센서스	
매출액	931	1,114	964	1,234	1,117	20.0	-9.5	1,245	1,132	1,301
영업이익	32	58	54	161	73	128.1	-54.9	110	70	93
영업이익률	3.4	5.2	5.6	13.1	6.5			8.8	6.1	7.1
세전이익	27	50	50	152	65	139.4	-57.4	102	63	85
(지배)순이익	21	37	37	111	49	140.1	-55.7	77	46	64

자료: 풍산, FnGuide, NH투자증권 리서치본부 전망

## Buy (유지)

목표주가	80,000원 (유지)
현재가 (24/10/14)	64,700원
업종	철강금속
KOSPI / KOSDAQ	2623.29 / 770.26
시가총액(보통주)	1,813.2십억원
발행주식수(보통주)	28.0백만주
52주 최고가('24/05/16)	77,300원
최저가('23/10/20)	33,150원
평균거래대금(60일)	24,959백만원
배당수익률(2024E)	1.88%
외국인지분율	20.8%
주요주주	
풍산홀딩스 외 3인	38.0%
국민연금공단	8.2%
주가상승률	3개월 6개월 12개월
절대수익률 (%)	-3.3 5.0 85.9
상대수익률 (%p)	5.3 7.4 74.1

	2023	2024E	2025F	2026F
매출액	4,125	4,615	5,066	5,189
증감률	-5.7	11.9	9.8	2.4
영업이익	229	381	351	366
증감률	-1.3	66.6	-8.0	4.5
영업이익률	5.5	8.3	6.9	7.1
(지배지분)순이익	156	262	242	254
EPS	5,582	9,340	8,640	9,071
증감률	-10.7	67.3	-7.5	5.0
PER	7.0	6.8	7.4	7.0
PBR	0.6	0.8	0.7	0.7
EV/EBITDA	4.3	4.3	4.5	4.0
ROE	8.2	12.6	10.5	10.1
부채비율	86.2	76.1	70.1	64.3
순차입금	281	294	273	94

단위: 십억원, %, 원, 배  
주: EPS, PER, PBR, ROE는 지배지분 기준  
자료: NH투자증권 리서치본부 전망

Summary

1968년 설립된 풍산금속공업을 모태로 하며 2008년 풍산홀딩스의 인적분할로 신설되었음. 신동사업과 방위사업을 영위하고 있으며 미국(PMX)과 태국(Siam Poongsan)에도 생산설비를 보유하고 있음. 미국에서 스포츠용 탄약 판매법인 (PMC Ammunition)도 운영 중. 주요주주는 2023년 말 기준 풍산홀딩스(지분율 38.0%)와 국민연금공단(11.5%)

Share price drivers/Earnings Momentum

- 에너지 전환 수요 증가로 구리 가격 상승
- 글로벌 안보위협 심화에 따른 포탄 수요 증가

Downside Risk

- 글로벌 경기 침체로 구리 가격 하락
- 글로벌 안보위협 완화에 따른 포탄 수요 감소

Cross valuations

(단위: 배, %)

Company	PER		PBR		ROE	
	2024E	2025E	2024E	2025E	2024E	2025E
Aurubis	8.3	9.7	0.6	0.6	7.6	6.2
Mitsubishi Materials	7.8	7.6	0.5	0.5	6.3	6.1
General Dynamics	21.0	18.2	3.7	3.5	17.7	19.4
BAE Systems	18.7	16.5	3.4	3.2	18.2	19.3

자료: FactSet, NH투자증권 리서치본부

Historical valuations

(단위: 배, %)

Valuations	2022	2023	2024E	2025F	2026F
PER	5.4	7.0	6.8	7.4	7.0
PBR	0.5	0.6	0.8	0.7	0.7
PSR	0.2	0.3	0.4	0.4	0.3
ROE	9.9	8.2	12.6	10.5	10.1
ROIC	6.6	7.8	12.9	11.0	11.0

자료: NH투자증권 리서치본부

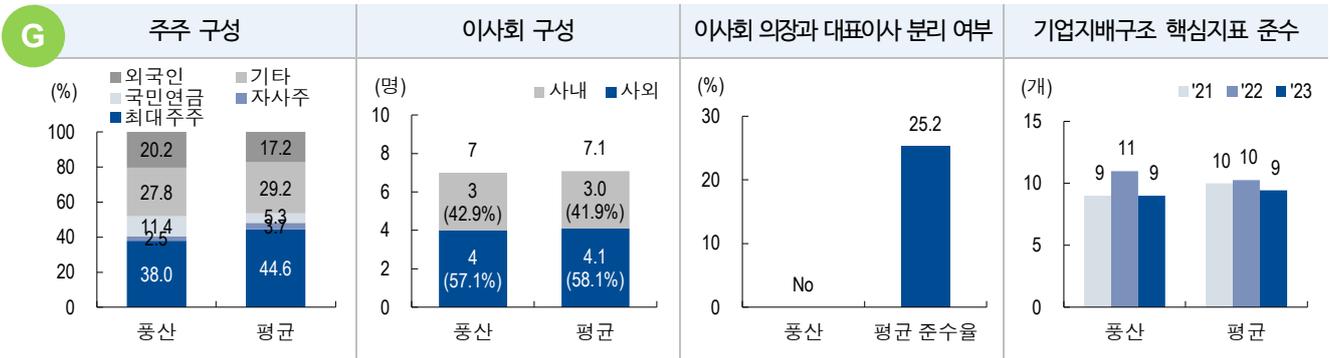
Historical Key financials

(단위: 십억원, %)

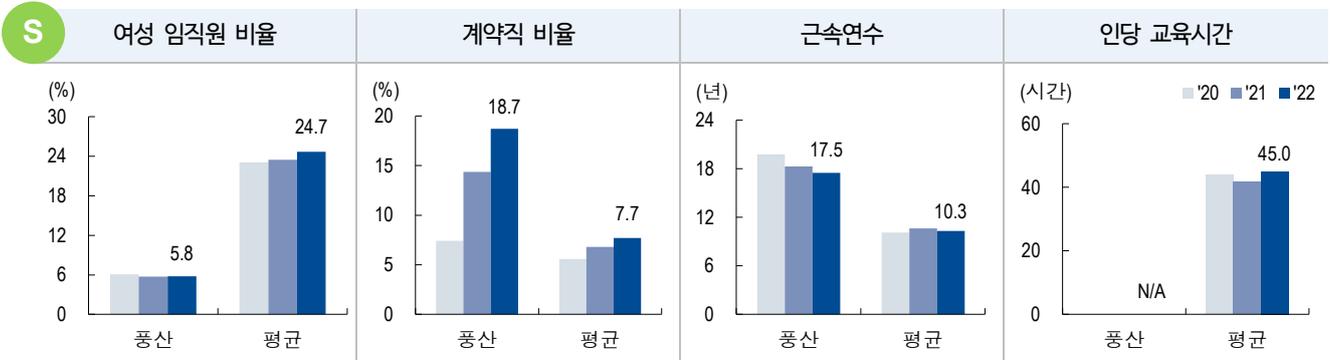
	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
매출액	2,820	2,832	2,945	2,774	2,451	2,594	3,509	4,373	4,125
영업이익	111	218	241	108	41	121	314	232	229
영업이익률(%)	3.9	7.7	8.2	3.9	1.7	4.7	9.0	5.3	5.5
세전이익	80	182	205	87	26	99	307	220	201
순이익	52	138	151	62	18	72	243	175	156
자배지분순이익	52	138	151	62	18	72	243	175	156
EBITDA	192	302	330	200	141	222	412	326	319
CAPEX	90	99	82	74	61	50	91	117	136
Free Cash Flow	249	148	56	7	140	64	-110	20	560
EPS(원)	1,841	4,910	5,372	2,212	629	2,565	8,682	6,250	5,582
BPS(원)	38,930	43,990	46,640	49,144	49,306	51,539	60,074	65,659	70,152
DPS(원)	500	700	800	600	400	600	1,000	1,000	1,200
순차입금	1,062	927	856	860	729	658	803	822	281
ROE(%)	9.5	11.8	11.9	4.6	1.3	5.1	15.6	9.9	8.2
ROIC(%)	10.4	8.4	8.1	4.0	1.3	4.9	11.2	6.6	7.8
배당성향(%)	27.2	14.3	14.9	27.1	63.6	23.4	11.5	15.6	21.0
배당수익률(%)	1.8	1.7	1.7	2.2	1.7	2.1	3.2	3.0	3.1
순차입금 비율(%)	97.2	75.1	65.4	62.3	52.6	45.5	47.7	44.6	14.3

자료: 풍산, NH투자증권 리서치본부

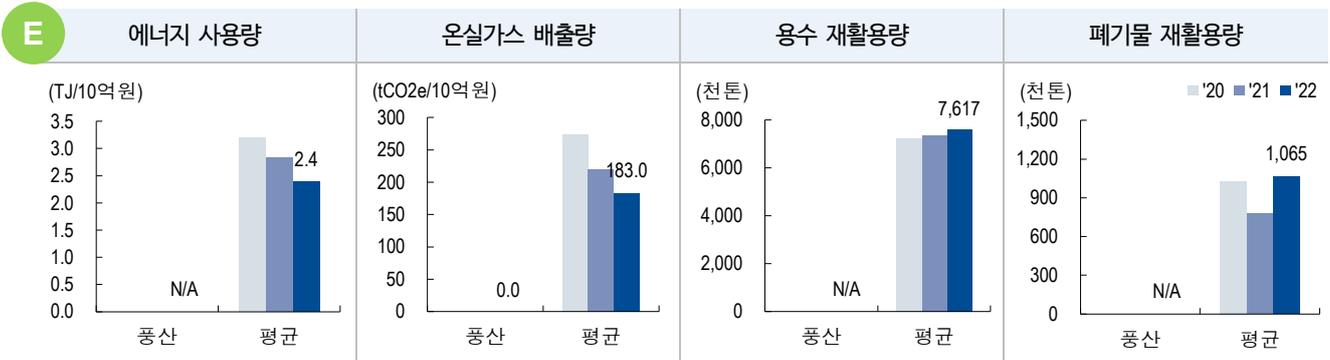
ESG Index & Event



주1: 평균은 2024년 기업지배구조보고서 의무공시 자산총액 2조원 이상 비금융 214개사 대상  
 주2: 기업지배구조 핵심지표는 기업지배구조보고서에서 공시하는 주주, 이사회, 감사기구 관련 15개 핵심지표의 준수 현황  
 자료: 풍산, 전자공시시스템, NH투자증권 리서치본부



주: 평균은 2023년 기업지배구조보고서 의무공시 자산총액 2조원 이상 비금융 208개사 중 지속가능경영보고서 공시한 124개사 대상  
 자료: 풍산, NH투자증권 리서치본부



주: 평균은 2023년 기업지배구조보고서 의무공시 자산총액 2조원 이상 비금융 208개사 중 지속가능경영보고서 공시한 124개사 대상  
 자료: 풍산, NH투자증권 리서치본부

ESG Event			
E	2021.7	- 풍산, 고려아연, 영풍 등 6개 비철금속 기업들 제2차 탄소중립위원회 개최해 탄소중립 R&D 추진 계획 발표	
S	2021.7	- 울산공장 안전사고 예방을 위해 지게차 어라운드 시스템 설치, 글로벌 안전보건 경영시스템 인증 취득	
G	2022.10	- 방위사업 부문 물적분할 철회 결정	

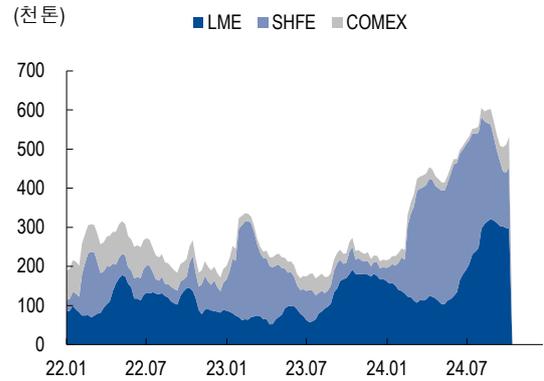
자료: 풍산, NH투자증권 리서치본부

그림1. 구리 가격



자료: Bloomberg, NH투자증권 리서치본부

그림2. 구리 거래소 재고



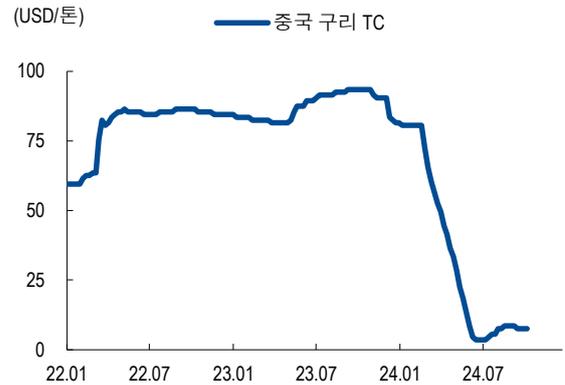
자료: Bloomberg, NH투자증권 리서치본부

그림3. 중국 구리 프리미엄



자료: Bloomberg, NH투자증권 리서치본부

그림4. 중국 구리 TC



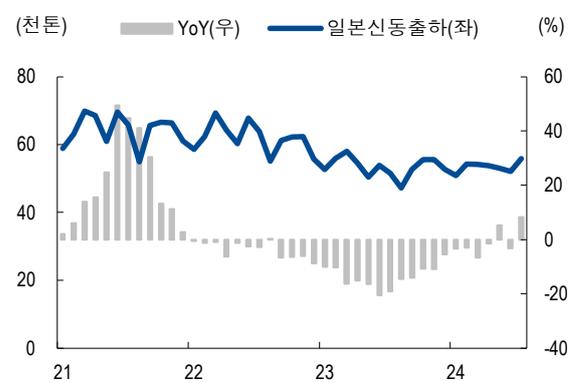
자료: Bloomberg, NH투자증권 리서치본부

그림5. 구리 생산원가



자료: Codelco, NH투자증권 리서치본부

그림6. 일본 신동 출하량



자료: JCBA, NH투자증권 리서치본부

표1. 풍산 실적 추정 (IFRS 연결)

(단위: 십억원)

	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024E	2025F
매출액	2,774	2,451	2,594	3,509	4,373	4,125	4,615	5,066
풍산	2,163	1,881	1,944	2,556	3,257	3,107	3,521	3,865
신동	1,465	1,267	1,227	1,804	2,343	2,101	2,396	2,633
방산	700	605	707	740	901	990	1,116	1,222
중속회사	612	571	649	953	1,116	1,019	1,094	1,202
영업이익	108	41	121	314	232	229	381	351
풍산	107	49	96	234	203	190	312	290
신동	40	29	31	141	82	35	114	132
방산	66	20	65	89	122	155	201	159
중속회사	1	(8)	25	80	28	38	69	60
영업이익률	3.9	1.7	4.7	9.0	5.3	5.5	8.3	6.9
풍산	4.9	2.6	4.9	9.1	6.2	6.1	8.9	7.5
신동	2.8	2.3	2.5	7.8	3.5	1.6	4.7	5.0
방산	9.5	3.3	9.1	12.0	13.6	15.6	18.0	13.0
중속회사	0.1	(1.3)	3.9	8.4	2.5	3.8	6.3	5.0

자료: 풍산, NH투자증권 리서치본부 전망

표2. 풍산 Peer 밸류에이션 테이블

(단위: 백만달러, 배, %)

	시가총액	EV/EBITDA		PER		PBR		ROE		OPM	
		Trailing	Forward	Trailing	Forward	Trailing	Forward	Trailing	Forward	FY1	FY2
풍산	1,314	5.1	4.9	7.2	6.9	0.8	0.7	11.2	10.6	8.1	7.0
<b>신동</b>											
Aurubis	3,304	4.1	4.0	8.4	9.4	0.7	0.6	7.8	6.6	2.6	2.2
Mitsubishi Materials	2,367	10.9	9.6	9.2	7.7	0.5	0.5	5.4	6.2	2.0	2.0
<b>방위</b>											
한화에어로스페이스	12,041	14.9	12.1	24.2	19.4	4.2	3.6	17.5	18.6	10.4	11.4
현대로템	4,974	15.4	10.6	22.0	15.2	3.5	2.8	15.7	18.7	9.6	11.2
LIG 넥스원	3,953	17.6	14.2	26.8	21.8	4.5	3.9	16.9	17.8	8.1	9.0
KAI	3,814	13.2	10.9	22.3	18.0	3.0	2.6	13.3	14.6	7.6	8.6
한화시스템	2,510	11.5	9.4	17.1	18.2	1.5	1.4	8.8	7.9	7.0	7.3

자료: FactSet, NH투자증권 리서치본부

그림7. 풍산 12m fwd PER



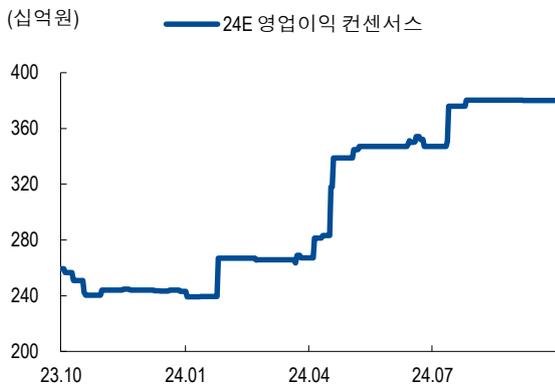
자료: FactSet, NH투자증권 리서치본부

그림8. 풍산 12m fwd PBR



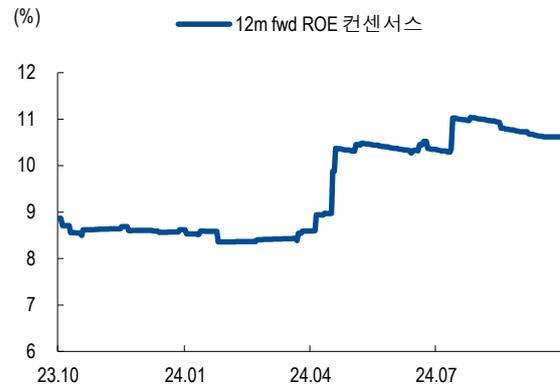
자료: FactSet, NH투자증권 리서치본부

그림9. 풍산 '24E 영업이익 컨센서스



자료: FactSet, NH투자증권 리서치본부

그림10. 풍산 12m fwd ROE 컨센서스



자료: FactSet, NH투자증권 리서치본부

Statement of comprehensive income				
(십억원)	2023/12A	2024/12E	2025/12F	2026/12F
매출액	4,125	4,615	5,066	5,189
증감률 (%)	-5.7	11.9	9.8	2.4
매출원가	3,684	3,991	4,437	4,537
매출총이익	441	624	629	652
Gross 마진 (%)	10.7	13.5	12.4	12.6
판매비와 일반관리비	212	243	279	285
영업이익	229	381	351	366
증감률 (%)	-1.3	66.6	-8.0	4.5
OP 마진 (%)	5.5	8.3	6.9	7.1
EBITDA	319	485	454	470
영업외손익	-28	-30	-32	-32
금융수익(비용)	-35	-30	-32	-32
기타영업외손익	8	0	0	0
종속, 관계기업관련손익	0	0	0	0
세전계속사업이익	201	351	319	334
법인세비용	45	90	76	80
계속사업이익	156	262	242	254
당기순이익	156	262	242	254
증감률 (%)	-10.7	67.3	-7.5	5.0
Net 마진 (%)	3.8	5.7	4.8	4.9
지배주주지분 순이익	156	262	242	254
비지배주주지분 순이익	0	0	0	0
기타포괄이익	-3	0	0	0
총포괄이익	153	262	242	254

Valuations/profitability/stability				
	2023/12A	2024/12E	2025/12F	2026/12F
PER(X)	7.0	6.8	7.4	7.0
PBR(X)	0.6	0.8	0.7	0.7
PCR(X)	3.0	3.9	4.2	4.1
PSR(X)	0.3	0.4	0.4	0.3
EV/EBITDA(X)	4.3	4.3	4.5	4.0
EV/EBIT(X)	6.0	5.5	5.9	5.1
EPS(W)	5,582	9,340	8,640	9,071
BPS(W)	70,152	78,322	85,792	93,693
SPS(W)	147,203	164,671	180,783	185,144
자기자본이익률(ROE, %)	8.2	12.6	10.5	10.1
총자산이익률(ROA, %)	4.4	7.0	6.1	6.0
투자자본이익률(ROIC, %)	7.8	12.9	11.0	11.0
배당수익률(%)	3.1	1.9	1.9	1.9
배당성장률(%)	21.0	12.5	13.5	12.9
총현금배당금(십억원)	33	33	33	33
보통주 주당배당금(W)	1,200	1,200	1,200	1,200
순부채(현금)/자기자본(%)	14.3	13.4	11.4	3.6
총부채/자기자본(%)	86.2	76.1	70.1	64.3
이자발생부채	706	706	706	706
유동비율(%)	165.6	181.7	196.6	213.0
총발행주식수(mn)	28	28	28	28
액면가(W)	5,000	5,000	5,000	5,000
주가(W)	39,200	63,900	63,900	63,900
시가총액(십억원)	1,099	1,791	1,791	1,791

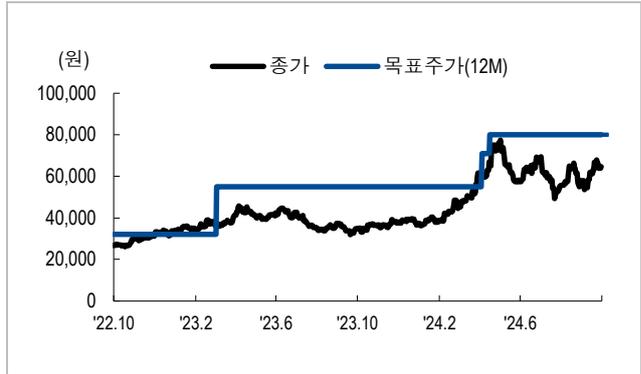
Statement of financial position				
(십억원)	2023/12A	2024/12E	2025/12F	2026/12F
현금및현금성자산	408	395	415	595
매출채권	517	612	672	689
유동자산	2,239	2,411	2,639	2,868
유형자산	1,183	1,214	1,211	1,209
투자자산	36	36	36	36
비유동자산	1,421	1,453	1,450	1,447
자산총계	3,661	3,864	4,089	4,315
단기성부채	474	474	474	474
매입채무	183	158	173	177
유동부채	1,352	1,327	1,342	1,347
장기성부채	232	232	232	232
장기충당부채	37	37	37	37
비유동부채	342	342	342	342
부채총계	1,695	1,669	1,685	1,689
자본금	140	140	140	140
자본잉여금	495	495	495	495
이익잉여금	1,315	1,544	1,753	1,975
비지배주주지분	0	0	0	0
자본총계	1,966	2,195	2,404	2,626

Cash flow statement				
(십억원)	2023/12A	2024/12E	2025/12F	2026/12F
영업활동 현금흐름	696	122	121	280
당기순이익	156	262	242	254
+ 유/무형자산상각비	91	104	103	103
+ 종속, 관계기업관련손익	0	0	0	0
+ 외화환산손실(이익)	4	0	0	0
Gross Cash Flow	362	455	422	437
- 운전자본의증가(감소)	454	-210	-192	-45
투자활동 현금흐름	-137	-136	-100	-100
+ 유형자산 감소	1	0	0	0
- 유형자산 증가(CAPEX)	-136	-134	-100	-100
+ 투자자산의매각(취득)	0	0	0	0
Free Cash Flow	560	-12	21	180
Net Cash Flow	559	-13	21	180
재무활동 현금흐름	-306	0	0	0
자기자본 증가	0	0	0	0
부채증감	-306	0	0	0
현금의증가	253	-13	21	180
기말현금 및 현금성자산	408	395	415	595
기말 순부채(순현금)	281	294	273	94

투자 의견 및 목표주가 변경내역

제시일자	투자 의견	목표가	과리율 (%)	
			평균	최저/최고
2024.05.02	Buy	80,000원(12개월)	-	-
2024.04.18	Buy	71,000원(12개월)	-13.4%	-5.8%
2024.03.17		1년경과	-4.9%	12.0%
2023.03.18	Buy	55,000원(12개월)	-29.6%	-12.0%
2022.09.12		담당 Analyst 변경	-	-

풍산 (103140.KS)



종목 투자등급 (Stock Ratings) 및 투자등급 분포 고지

- 투자등급 (Ratings): 목표주가 제시일 현재가 기준으로 향후 12개월간 종목의 목표수익률에 따라
  - Buy: 15% 초과
  - Hold: -15% ~ 15%
  - Sell: -15% 미만

2. 당사의 한국 내 상장기업에 대한 투자 의견 분포는 다음과 같습니다. (2024년 9월 30일 기준)

- 투자 의견 분포

Buy	Hold	Sell
85.0%	15.0%	0.0%

- 당사의 개별 기업에 대한 투자 의견 분포는 매 분기말 기준으로 공표하고 있으니 참조하시기 바랍니다.

Compliance Notice

- 당사는 자료 작성일 현재 '풍산'의 발행주식 등을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배우자는 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.

고지 사항

본 조사분석자료에 수록된 내용은 당사 리서치본부의 금융투자분석사가 신뢰할 만한 자료 및 정보를 바탕으로 최선을 다해 분석한 결과이나 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 투자자의 투자판단을 위해 작성된 것이며 어떠한 경우에도 주식 등 금융투자상품 투자의 결과에 대한 법적 책임소재를 판단하기 위한 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료는 당사의 저작물로서 모든 지적 재산권은 당사에 귀속되며 당사의 동의 없이 복제, 배포, 전송, 변형, 대여할 수 없습니다.