

풍산 (103140)

방산 이익률, Flying High

투자의견

BUY(유지)

목표주가

75,000 원(유지)

현재주가

60,000 원(07/26)

시가총액

1,682(십억원)

철강/금속 이유진_02)368-6141_eugenelee@eugenefn.com

- **2Q24 Review:** 연결 매출액 1조 2,336억원, 영업이익 1,613억원 기록(OPM 13.1%)
 - 방산 수출 수주 물량 인식과 이에 따른 이익률 상승으로 영업이익 기준 컨센서스를 +27% 상회하는 실적 기록
- **2년 전에 수주했음에도 높은 이익률**
 - 한화에어로스페이스의 폴란드 K9 인도, 현대로템의 K2 인도에 따른 방산 수출 물량 확대 실적 개선을 이끌었음. 관련한 수주를 공시한 시점은 '22년말과 '23년초임에도 불구하고 높은 이익률을 기록했다는 점이 고무적. 앞으로 진행될 수 있는 수주들도 포탄의 구조적 공급 부족으로 인해 높은 이익률을 유지시킬 수 있을 것이라 판단. 폴란드 외에도 루마니아 등 다양한 국가들에서 무기 수출 논의가 본격화됨에 따라 풍산 방산 부문의 구조적 성장세 기대됨. 단기적으로는 트럼프 공약인 우크라이나 종전 이슈와 구리 가격 하락으로 주가 변동성이 커질 수 있는 점은 유의할 필요 있음. 트럼프 당선 시 각국이 무기를 확충해야하기 때문에 장기적인 그림에서는 달라진 점 없음
- **투자의견 'BUY', 목표주가 75,000원 유지**

주가(원,07/26)	60,000
시가총액(십억원)	1,682

발행주식수	28,024천주
52주 최고가	78,900원
최저가	31,750원
52주 일간 Beta	1.04
60일 일평균거래대금	391억원
외국인 지분율	19.4%
배당수익률(2024F)	2.2%

주주구성	
풍산홀딩스 (외 4인)	38.0%
국민연금공단 (외 1인)	9.2%

주가상승	1M	6M	12M
상대기준	-1.7%	45.2%	49.1%
절대기준	-3.8%	55.4%	54.4%

(원, 십억원)	현재	직전	변동
투자의견	BUY	BUY	-
목표주가	75,000	75,000	▲
영업이익(24)	397	323	▲
영업이익(25)	433	320	▲

12월 결산(십억원)	2022A	2023A	2024E	2025E
매출액	4,373	4,125	4,580	4,938
영업이익	232	229	397	433
세전손익	220	201	363	398
당기순이익	175	156	266	292
EPS(원)	6,250	5,582	9,503	10,418
증감률(%)	-28.0	-10.7	70.2	9.6
PER(배)	5.4	7.0	6.3	5.8
ROE(%)	9.9	8.2	12.9	12.7
PBR(배)	0.5	0.6	0.8	0.7
EV/EBITDA(배)	5.4	4.3	3.9	3.3

자료: 유진투자증권

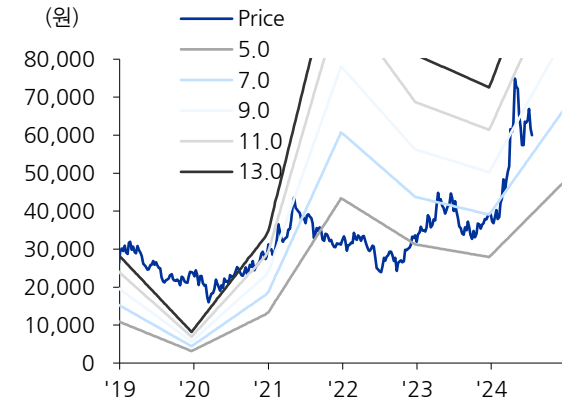


도표 1. 풍산 실적 전망

(단위: 십억원, 천톤)	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23E	1Q24	2Q24P	3Q24E	4Q24E	2022	2023	2024F
매출액	1,044.9	1,035.9	930.8	1,113.7	963.5	1,233.6	1,111.1	1,271.5	4,373.0	4,125.3	4,579.7
영업이익	84.9	53.9	31.9	58.0	54.2	161.3	76.7	105.2	231.6	228.7	397.4
영업이익률(%)	8.1	5.2	3.4	5.2	5.6	13.1	6.9	8.3	5.3	5.5	8.7
세전이익	70.6	53.3	27.1	50.1	49.9	151.9	68.4	92.8	219.8	201.1	363.0
당기순이익	54.2	45.0	20.5	36.8	36.7	111.3	50.1	68.0	175.3	156.5	266.1
출하량(천톤)	44.1	45.3	43.4	43.2	45.6	48.1	44.4	45.5	188.8	175.9	183.5
판대	32.7	33.4	32.3	31.6	33.4	35.4	32.9	32.8	140.7	129.9	134.5
봉/선	6.8	6.2	5.6	4.8	5.7	6.7	5.5	6.0	27.9	23.3	23.9
소전	2.0	2.5	1.8	2.4	2.5	2.5	2.2	2.5	9.8	8.7	9.7
주조/기와	2.6	3.3	3.7	4.4	4.0	3.5	3.8	4.2	10.1	14.0	15.4
방산 매출액(억원)											
수출	1,450	802	668	2,002	952	2,265	1,259	2,062	5,150	4,922	6,539
내수	935	1,334	905	1,800	791	1,114	1,312	1,908	3,859	4,974	5,125

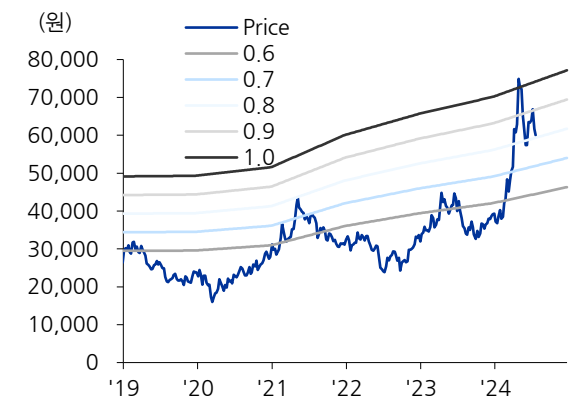
자료: 유진투자증권

도표 2. PER Band



자료: Bloomberg, 유진투자증권

도표 3. PBR Band



자료: Bloomberg, 유진투자증권

주요 Q&A

Q. 계약 부채 추이, 우크라이나 변동에 따른 감소 있는지?

- 우크라이나 제외하더라도 연말까지 진행되는 것 있음
- 내년 로템까지는 확정 오더

Q. 메탈 게인

- 2 분기가 약 +200 억원

Q. 포탄 완공 시기, 이후 증설된 설비 100% 돌아가는 시기

- 계약의 납품에 따라서 병목 해소해서 납기 대응
- 잔량 물량에 따라서 Flexible 하게 대응할 예정
- 모든 계획 수립하고 있고, 상황을 보가면서 병목구간부터 해소할 것

Q. 비철금속 수급 Tight, 실제로 Tight 한지?

- 구리 친환경 수요 증가 이야기 많지만, 수급에 무리 없음
- 광산 파업, 홍수로 정광 공급량이 타이트한거지, 금속은 조달 문제 없음
- 2 분기 조달에서 어려운 부분은 동 스크랩이었음
- 당분간 수요 확대 전망 있지만, 전기차 Chasm 영향으로 느림
- 중국 회복도 느려서, 전기동 구매 자체는 타이트하지 않음

Q. 트럼프 피습 이후 소구경탄 수요 증가?

- 소구경 시장 견조
- 3 분기 이후 시장 조정이 있을 것이라 예측하고 있었음
- 트럼프 피습 이후에도 별 움직임 없음
- 상반기까지는 계획 물량 준수하는 수준

Q. 환율, 대구경탄 믹스 올라가는 것 외 방산 부문 마진을 올라가는 부분 있는지?

- 환율과 대구경도 있지만, 수급이 타이트하다 보면 가격이 올라감(수출)
- 예년의 가격보다는 계약 조건이 좋았다
- 물량이 한계이익을 넘으면 고정비 투자가 많아서 수익률이 증가하는 폭이 매우 큼

Q. 신동 판매 상황?

- 대체적으로 수요/공급 업체 7~8 월 휴가, 9 월 추석: 조업일수 감소 예상
- 반도체/자동차 수출 늘어나고 있어 4 분기부터는 신동 판매량 개선 전망

Q. 他방산업체 대비 Valuation 낮음. 20 년에 물적분할 철회 했었는데, 지금 시점에서 방산 부문 분할 검토?

- 기획 부문에서는 '22 년부터 사업 효율성 위해 항상 검토 중
- 장단점을 계속 보고 중이며, 시기나 방향이 결정되면 말씀 드리겠음
- 다만 정해진 것은 아직 없음

Q. 2 분기 계약부채 수준(연결/별도)?

- 작년 말 5,100 억원, 현재 5,300 억원

Q. 배당정책?

- 밸류업에 대해 나름대로 중장기 계획 수립, 정리 중
- 기본적으로는 20% 내외의 배당성향, 시가 기준 3-4%
- 그 이상은 해야되지 않겠느냐가 회사의 생각

도표 4. 연초 가이드스(2024-02-07 발표)

영업실적 등에 대한 전망(공정공시)

※ 동 정보는 예측정보로서 향후 실제 결과와는 다를 수 있음							
1. 영업실적 전망 내용							
구분(단위 : 억원)		2024	사업연도	2025	사업연도	2026	사업연도
대상기간	시작일	2024-01-01		2025-01-01		2026-01-01	
	종료일	2024-12-31		2025-12-31		2026-12-31	
매출액		32,991		-		-	
영업이익		2,390		-		-	
법인세비용차감전순이익		2,200		-		-	
당기순이익		-		-		-	
판매량(신동사업기준, 단위:천톤)		189		-		-	
2. 전망 또는 예측의 근거				2024년도 사업계획은 주요지표 예측치 및 사업환경을 감안한 당사 내부기준에 근거하여 작성되었음			
3. 정보제공내역	정보제공자	경영지원실					
	정보제공대상자	국내외 기관투자자, 일반투자자, 애널리스트 및 언론사 등					
	정보제공(예정)일시	2024년 2월 7일 10:00					
	행사명(장소)	기업설명회(풍산빌딩 지하1층 대강당)					
4. 연락처(관련부서/전화번호)				IR담당(02-3406-5346)			
5. 기타 투자판단과 관련한 중요사항							
- 상기 전망은 한국채택국제회계기준(K-IFRS)에 따라 작성된 별도기준 추정치이며, 국내외 경영환경에 따라 실제 결과와 다를 수 있습니다.							
- 하단의 최근 영업실적은 당사가 작성한 결산자료로서, 외부감사인의 감사결과가 완료되지 않은 수치로 추후 감사보고서를 반드시 확인하여 주시기 바랍니다.							
※ 관련공시		2024-02-01 기업설명회(IR) 개최(안내공시)					

자료: Dart, 유진투자증권

도표 5. 3분기 전망 가이드스(2024-07-26 발표)

3분기 예상 (풍산/별도)

PONGSAN

- 3Q 매출 8,597 억원 · 세전이익(지분법제외) 500 억원
- 3Q 누계 매출 2.6 조원 · 세전이익(지분법제외) 2,194 억원

(단위 : 억원)

구 분		23.1~3Q 누계실적	24. 1H 실적	24. 3Q 예상	24.1~3Q 예상	증감 (YoY)
매출	신동	16,102	11,804	6,033	17,837	+1,735
	판매량 (천톤)	133	94	44	138	+5
	방산	6,094	5,122	2,564	7,686	+1,592
	내수	3,094	1,897	1,259	3,156	+62
	수출	3,000	3,225	1,305	4,530	+1,530
	계	22,196	16,926	8,597	25,523	+3,327
세전이익 (지분법 제외)		1,217	1,694	500	2,194	+977
※ 지분법 손익		220	269			

※ 3분기 : Cu \$9,700 / 달러원 1,360원 가정

자료: 풍산, 유진투자증권

도표 6. 계약기간이 남아있는 주요 계약 공시

공시일	2022-12-28
계약명	대구경탄약 등 공급계약
계약금액(십억원)	293
계약상대	현대로템
계약기간	2022-10-05~2027-12-31
공시일	2023-01-17
계약명	대구경탄약 공급계약
계약금액(십억원)	165
계약상대	한화에어로스페이스
계약기간	2023-01-17~2025-04-30
공시일	2023-12-15
계약명	소구경탄약 공급 계약
계약금액(십억원)	113
계약상대	비공개
계약기간	2023-12-14~2024-12-31
공시일	2024-03-06
계약명	소구경탄약 공급계약
계약금액(십억원)	228
계약상대	BARER HOLDING(카타르)
계약기간	2024-03-05~2027-06-05
특이사항	카타르를 통해 인니 공급
공시일	2024-03-26
계약명	대구경탄약류 계약
계약금액(십억원)	131
계약상대	방위사업청
계약기간	2024-03-25~2024-12-20

자료: Dart, 유진투자증권

풍산(103140.KS) 재무제표

대차대조표

(단위:십억원)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
자산총계	3,395	3,661	4,959	5,539	5,881
유동자산	2,013	2,239	3,474	3,983	4,278
현금성자산	177	417	1,557	2,005	2,220
매출채권	600	560	557	576	599
재고자산	1,204	1,227	1,324	1,367	1,423
비유동자산	1,382	1,421	1,486	1,556	1,603
투자자산	233	225	238	247	257
유형자산	1,138	1,183	1,236	1,297	1,335
기타	11	12	12	11	11
부채총계	1,553	1,695	2,797	3,121	3,196
유동부채	1,118	1,352	2,440	2,757	2,828
매입채무	252	344	362	374	390
유동성이자부채	675	474	1,539	1,839	1,889
기타	192	534	539	545	550
비유동부채	435	342	357	363	368
비유동이자부채	333	232	235	235	235
기타	102	111	122	128	133
자본총계	1,842	1,966	2,162	2,418	2,685
지배지분	1,840	1,966	2,162	2,418	2,685
자본금	140	140	140	140	140
자본잉여금	495	495	495	495	495
이익잉여금	1,195	1,315	1,550	1,806	2,073
기타	10	16	(23)	(23)	(23)
비지배지분	2	0	0	0	0
자본총계	1,842	1,966	2,162	2,418	2,685
총차입금	1,008	706	1,774	2,074	2,124
순차입금	831	288	216	69	(96)

현금흐름표

(단위:십억원)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
영업현금	137	696	269	354	356
당기순이익	175	156	266	292	306
자산상각비	95	91	95	101	105
기타비현금성손익	122	115	(36)	5	3
운전자본증감	(110)	454	(69)	(45)	(59)
매출채권감소(증가)	(94)	33	14	(18)	(24)
재고자산감소(증가)	(11)	(29)	(94)	(43)	(56)
매입채무증가(감소)	(24)	90	29	12	15
기타	18	360	(18)	5	5
투자현금	(141)	(137)	(198)	(171)	(153)
단기투자자산감소	(22)	8	(5)	(1)	(1)
장기투자증권감소	0	0	0	0	(0)
설비투자	117	136	174	161	143
유형자산처분	0	1	0	0	0
무형자산처분	(0)	(1)	(0)	(0)	(0)
재무현금	30	(306)	1,058	264	11
차입금증가	53	(306)	1,058	300	50
자본증가	(22)	0	(33)	(36)	(39)
배당금지급	0	0	33	36	39
현금 증감	29	253	1,136	447	214
기초현금	126	155	408	1,544	1,990
기말현금	155	408	1,544	1,990	2,205
Gross Cash flow	392	362	344	399	415
Gross Investment	229	(310)	262	215	211
Free Cash Flow	163	672	83	184	204

자료: 유진투자증권

손익계산서

(단위:십억원)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
매출액	4,373	4,125	4,580	4,938	5,211
증가율(%)	24.6	(5.7)	11.0	7.8	5.5
매출원가	3,911	3,684	3,944	4,250	4,490
매출총이익	462	441	635	688	721
판매 및 일반관리비	230	212	238	254	268
기타영업손익	24	(8)	12	7	6
영업이익	232	229	397	433	453
증가율(%)	(26.3)	(1.3)	73.8	9.0	4.5
EBITDA	326	319	493	534	558
증가율(%)	(20.7)	(2.1)	54.3	8.4	4.5
영업외손익	(12)	(28)	(67)	(109)	(122)
이자수익	1	5	9	9	9
이자비용	32	39	48	83	96
지분법손익	0	0	1	1	1
기타영업손익	19	6	(28)	(35)	(36)
세전순이익	220	201	363	398	417
증가율(%)	(28.4)	(8.5)	80.6	9.6	4.8
법인세비용	44	45	97	106	111
당기순이익	175	156	266	292	306
증가율(%)	(28.0)	(10.7)	70.2	9.6	4.8
지배주주지분	175	156	266	292	306
증가율(%)	(28.0)	(10.7)	70.2	9.6	4.8
비지배지분	0	0	(0)	(0)	(0)
EPS(원)	6,250	5,582	9,503	10,418	10,918
증가율(%)	(28.0)	(10.7)	70.2	9.6	4.8
수정EPS(원)	6,250	5,582	9,503	10,418	10,918
증가율(%)	(28.0)	(10.7)	70.2	9.6	4.8

주요투자지표

	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
주당지표(원)					
EPS	6,250	5,582	9,503	10,418	10,918
BPS	65,659	70,152	77,163	86,281	95,799
DPS	1,000	1,200	1,300	1,400	1,500
밸류에이션(배, %)					
PER	5.4	7.0	6.3	5.8	5.5
PBR	0.5	0.6	0.8	0.7	0.6
EV/ EBITDA	5.4	4.3	3.9	3.3	2.8
배당수익율	3.0	3.1	2.2	2.3	2.5
PCR	2.4	3.0	4.9	4.2	4.0
수익성(%)					
영업이익율	5.3	5.5	8.7	8.8	8.7
EBITDA이익율	7.5	7.7	10.8	10.8	10.7
순이익율	4.0	3.8	5.8	5.9	5.9
ROE	9.9	8.2	12.9	12.7	12.0
ROIC	7.2	7.3	12.7	13.1	13.2
안정성 (배, %)					
순차입금/자기자본	45.1	14.7	10.0	2.9	(3.6)
유동비율	180.1	165.6	142.4	144.5	151.3
이자보상배율	7.1	5.8	8.2	5.2	4.7
활동성 (회)					
총자산회전율	1.3	1.2	1.1	0.9	0.9
매출채권회전율	7.8	7.1	8.2	8.7	8.9
재고자산회전율	3.7	3.4	3.6	3.7	3.7
매입채무회전율	16.9	13.8	13.0	13.4	13.6

Compliance Notice

당사는 자료 작성일 기준으로 지난 3개월 간 해당종목에 대해서 유가증권 발행에 참여한 적이 없습니다
당사는 본 자료 발간일을 기준으로 해당종목의 주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다
당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다
조사분석담당자는 자료작성일 현재 동 종목과 관련하여 재산적 이해관계가 없습니다
동 자료에 게재된 내용들은 조사분석담당자 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다
동 자료는 당사의 제작물로서 모든 저작권은 당사에게 있습니다
동 자료는 당사의 동의 없이 어떠한 경우에도 어떠한 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형, 대여할 수 없습니다
동 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다.
따라서 어떠한 경우에도 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재에 대한 증빙자료로 사용될 수 없습니다

투자기간 및 투자등급/투자의견 비율

종목추천 및 업종추천 투자기간: 12개월 (추천기준일 종가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미함) 당사 투자의견 비율(%)

· STRONG BUY(매수)	추천기준일 종가대비 +50%이상	0%
· BUY(매수)	추천기준일 종가대비 +15%이상 ~ +50%미만	95%
· HOLD(중립)	추천기준일 종가대비 -10%이상 ~ +15%미만	4%
· REDUCE(매도)	추천기준일 종가대비 -10%미만	1%

(2024.06.30 기준)

