

풍산 (103140)

역대 최고의 방산 호황

24.2Q 실적 시장 기대치 상회, 3Q 둔화되나 양호한 실적 흐름

동사의 24.2Q 별도 영업이익 [1,409억원, +300.1% QoQ] 시장 기대치 [1개월 컨센서스 1,090억원]을 큰 폭으로 상회했다. 이는 『1) 큰 폭의 방산 부문 실적 개선: 매출액 증가, 대구경/소구경 수출 마진 확대, 2) 민수 부문 실적 개선: 전기동 가격 상승에 따른 Metal gain 및 [Metal gain을 제외한] Roll-Margin 확대, 가격 상승 구간에서의 가수요, 판매량 증가 효과에 기인한다. 이에 연결 영업이익 [1,613억원, +197.5% QoQ] 역시 시장 기대치 [1개월 컨센서스 1,274억원] 큰 폭으로 상회했다. PMX 등 신동 자회사 실적이 Metal gain 및 판매량 증가 등으로 전분기 대비 좋은 흐름을 보였기 때문이다. 역대 최대 실적이다.

동사의 24.3Q 실적은 [연결 영업이익 800억원, -50.2% QoQ] 전분기 대비 둔화될 전망이다. 전분기 실적이 너무 좋았던 데 따른 착시 효과이지 여전히 양호하다. 실적 둔화 이유는 『1) 방산 부문 매출 감소 [24.2Q 3,379억원 → 24.3Q 약 2,500억원] 및 수출 비중 하락 [24.1Q 54% → 24.2Q 68% → 24.3Q 51%]]에 따른 마진을 둔화 <그림 1>, 2) [본사+자회사] 신동 부문 판매량 감소 및 전기동 가격 하락 따른 Metal gain 축소』에 기인한다. 참고로 금번 실적 발표회에서 회사는 세전이익 500억원 [별도기준, 지분법이익 제외]의 가이드스를 제시했다.

민수 부진을 역사적 최고 호황인 방산 호조가 상쇄

하반기 민수 부문 실적은 전기동 모멘텀 둔화로 상반기 대비 부진이 불가피하다. 역사적 최고점 수준인 SHFE 재고 증가세가 둔화된 것은 긍정적이나, LME 재고가 최근 큰 폭으로 증가 중이다. <그림 2> 제련/정련수수로 역시 최근 반등 중이다. <그림 3> 수급 상황이 풀리고 있다는 의미이다. 가장 큰 문제는 경기 불확실성 및 미 대선 등 지정학적 Risk 확대 등 하반기 Macro 환경이 전기동을 비롯한 전반적 상품 가격에 우호적이지 않다는 점이다.

그럼에도 역사적으로 최고 호황인 방산 부문 호조가 민수 부문 우려를 상쇄하고 있다. 글로벌 탄약 부족 현상 장기화로 155mm 대구경탄 중심으로 마진율이 큰 폭으로 상승하고 있다. 대구경탄의 부족 현상은 소구경탄으로도 전이 중이다. 실제 동사의 해외 방산 부문 자회사는 양호한 실적을 시현 중이다. <그림 4>

동사에 대한 목표주가 7.2만원을 유지하나 현 주가와 목표주가의 차이가 15%를 상회하므로 투자 의견은 Buy로 상향 조정한다. 방산 부문 마진율 상승 등을 반영, 수익예상을 상향 조정하였으나 <표 4> 현재 목표주가를 유지한다. 미국 대선 결과 및 러/우 전쟁 종전 가능성 등 동사 방산 영업 환경에 단기 불확실성이 있음을 일정 감안했다. 목표주가는 12개월 예상 Forward BPS 80,719원에 Target P/B 0.89x [12개월 Forward ROE 9.2%]을 적용하여 산출했다. 이 중 방산 부문 가치는 주당 6.9만원 [시가총액기준 2.0조원, 24년 예상매출액 1.15조원, 세전이익률 16%, P/E 14x] 수준이다.

Company Brief

Buy (Upgrade)

목표주가(12M)	72,000원(유지)
증가(2024.07.26)	60,000원
상승여력	20.0 %

Stock Indicator

자본금	140십억원
발행주식수	2,802만주
시가총액	1,681십억원
외국인지분율	19.2%
52주 주가	31,900~77,300원
60일평균거래량	583,055주
60일평균거래대금	38.8십억원

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-5.2	-4.6	55.4	57.3
상대수익률	-2.9	-7.5	45.2	52.5

Price Trend



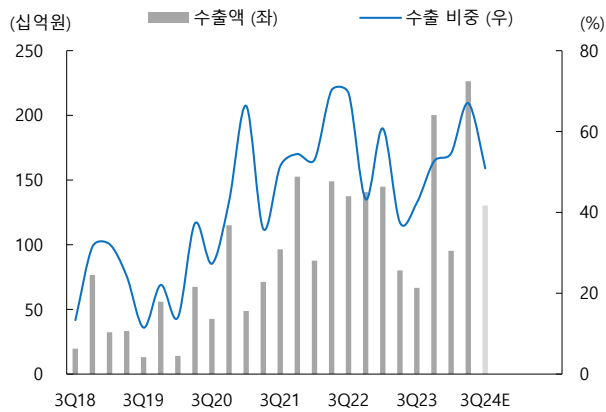
FY	2023	2024E	2025E	2026E
매출액(십억원)	4,125	4,564	4,773	4,965
영업이익(십억원)	229	375	256	265
순이익(십억원)	156	259	180	188
EPS(원)	5,582	9,256	6,412	6,697
BPS(원)	70,152	78,120	83,246	88,655
PER(배)	7.0	6.5	9.4	9.0
PBR(배)	0.6	0.8	0.7	0.7
ROE(%)	8.2	12.5	7.9	7.8
배당수익률(%)	3.1	2.0	2.0	2.0
EV/EBITDA(배)	4.3	4.0	5.2	4.8

주: K-IFRS 연결 요약 재무제표

[철강/비철금속]

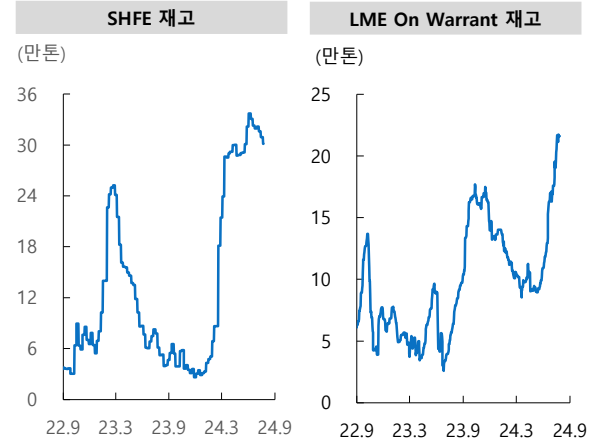
김윤상 2122-9205 yoonsang.kim@hi-ib.com

그림1. 풍산 방산 부문 수출액 및 수출 비중



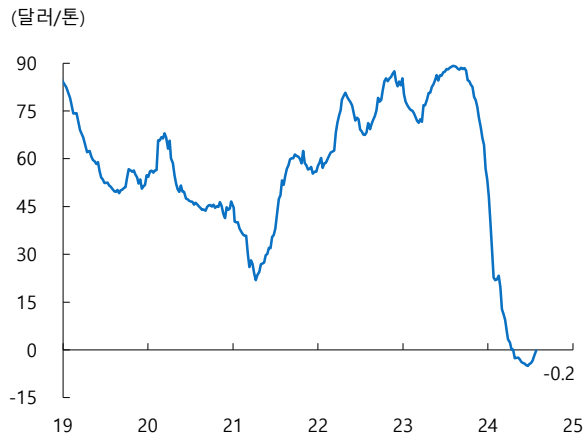
자료: 풍산, 하이투자증권 리서치본부

그림2. 전기동 SHFE 및 LME On Warrant 재고 추이



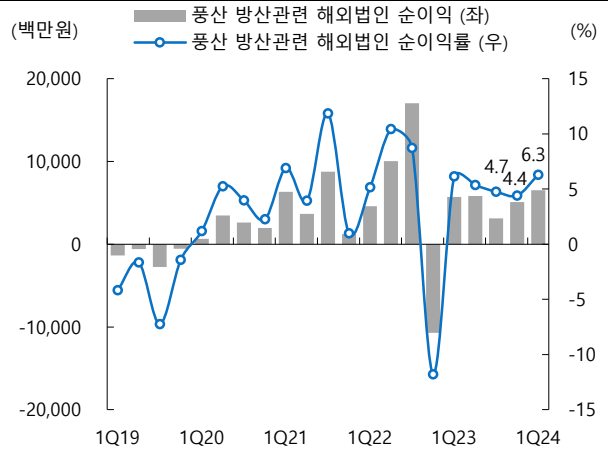
자료: 하이투자증권 리서치본부

그림3. 전기동 TC/RC 추이



자료:하이투자증권 리서치본부

그림4. 풍산 방산관련 해외 법인 순이익 및 순이익률 추이



자료: 하이투자증권 리서치본부

〈표1〉 풍산 24.2Q 실적 Review (K-IFRS 연결 기준)

(십억원)	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24(a)	y-y	q-q	컨센서스(b)	차이(a-b)
매출액	1,036	931	1,114	964	1,234	19.1%	28.0%	1,267	-2.6%
영업이익	54	32	58	54	161	199.4%	197.6%	127	26.6%
세전이익	53	27	50	50	152	185.2%	203.4%	121	25.5%
지배주주순이익	45	21	37	37	111	147.7%	201.8%	94	18.0%
영업이익률	5.2%	3.4%	5.2%	5.6%	13.1%			10.1%	3.0%p
세전이익률	5.1%	2.9%	4.5%	5.2%	12.3%			9.6%	2.8%p
지배주주순이익률	4.3%	2.2%	3.3%	3.8%	9.0%			7.4%	1.6%p

자료: 풍산, 하이투자증권 리서치본부

〈표2〉 풍산 분기별 실적 요약 및 전망 (K-IFRS 별도 기준)

(십억원)	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	2023	1Q24	2Q24	3Q24E	4Q24E	2024E
매출액	771	775	674	881	3,101	715	978	844	1,015	3,552
영업이익	59	47	27	57	190	35	141	65	66	307
영업이익률	7.6%	6.1%	4.0%	6.5%	6.1%	4.9%	14.4%	7.7%	6.5%	8.7%

자료: 풍산, 하이투자증권 리서치본부

〈표3〉 풍산 분기별 실적 요약 및 전망 (K-IFRS 연결 기준)

(십억원)	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	2023	1Q24	2Q24	3Q24E	4Q24E	2024E
매출액	1,045	1,036	931	1,114	4,125	964	1,234	1,099	1,267	4,564
영업이익	85	54	32	58	229	54	161	80	80	375
세전이익	71	53	27	50	201	50	152	76	75	353
지배주주순이익	54	45	21	37	156	37	111	56	55	259
영업이익률	8.1%	5.2%	3.4%	5.2%	5.5%	5.6%	13.1%	7.3%	6.3%	8.2%
세전이익률	6.8%	5.1%	2.9%	4.5%	4.9%	5.2%	12.3%	6.9%	5.9%	7.7%
지배주주순이익률	5.2%	4.3%	2.2%	3.3%	3.8%	3.8%	9.0%	5.1%	4.4%	5.7%

자료: 풍산, 하이투자증권 리서치본부

〈표4〉 풍산 수익 추정 변경 요약 (K-IFRS 연결 기준)

(십억원)	신규추정(a)		기존추정(b)		GAP(a/b-1)	
항목	2024E	2025E	2024E	2025E	2024E	2025E
매출액	4,564	4,773	4,818	5,147	-5.3%	-7.3%
영업이익	375	256	326	242	15.3%	5.8%
세전이익	353	244	317	241	11.4%	1.6%
지배주주순이익	259	180	234	177	11.0%	1.4%
영업이익률	8.2%	5.4%	6.8%	4.7%	1.5%p	0.7%p
세전이익률	7.7%	5.1%	6.6%	4.7%	1.2%p	0.4%p
지배주주순이익률	5.7%	3.8%	4.9%	3.4%	0.8%p	0.3%p

자료: 풍산, 하이투자증권 리서치본부

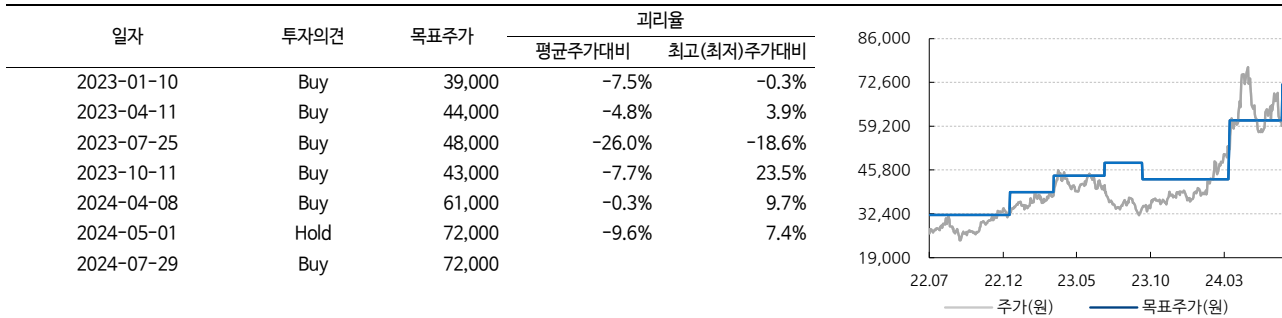
K-IFRS 연결 요약 재무제표

재무상태표					포괄손익계산서				
(십억원)	2023	2024E	2025E	2026E	(십억원, %)	2023	2024E	2025E	2026E
유동자산	2,239	2,561	2,727	2,911	매출액	4,125	4,564	4,773	4,965
현금 및 현금성자산	408	507	581	679	증가율(%)	-5.7	10.6	4.6	4.0
단기금융자산	22	22	23	24	매출원가	3,684	3,951	4,282	4,457
매출채권	564	643	672	699	매출총이익	441	613	490	507
재고자산	1,227	1,369	1,432	1,489	판매비와관리비	212	237	235	242
비유동자산	1,421	1,409	1,397	1,375	연구개발비	11	12	13	14
유형자산	1,183	1,172	1,160	1,139	기타영업수익	-	-	-	-
무형자산	12	12	11	11	기타영업비용	-	-	-	-
자산총계	3,661	3,970	4,124	4,286	영업이익	229	375	256	265
유동부채	1,352	1,401	1,412	1,422	증가율(%)	-1.3	64.2	-31.9	3.8
매입채무	183	202	211	220	영업이익률(%)	5.5	8.2	5.4	5.3
단기차입금	328	458	458	458	이자수익	5	6	7	8
유동성장기부채	143	40	40	40	이자비용	39	37	37	37
비유동부채	342	380	380	380	지분법이익(손실)	-	-	-	-
사채	150	150	150	150	기타영업외손익	8	7	17	17
장기차입금	78	78	78	78	세전계속사업이익	201	353	244	255
부채총계	1,695	1,780	1,791	1,801	법인세비용	45	94	65	68
지배주주지분	1,966	2,189	2,333	2,485	세전계속이익률(%)	4.9	7.7	5.1	5.1
자본금	140	140	140	140	당기순이익	156	259	180	188
자본잉여금	495	495	495	495	순이익률(%)	3.8	5.7	3.8	3.8
이익잉여금	1,315	1,542	1,689	1,843	지배주주귀속 순이익	156	259	180	188
기타자본항목	16	13	10	6	기타포괄이익	-3	-3	-3	-3
비지배주주지분	-	-	-	-	총포괄이익	153	256	176	184
자본총계	1,966	2,189	2,333	2,485	지배주주귀속총포괄이익	-	-	-	-

현금흐름표					주요투자지표				
(십억원)	2023	2024E	2025E	2026E		2023	2024E	2025E	2026E
영업활동 현금흐름	696	183	185	200	주당지표(원)				
당기순이익	156	259	180	188	EPS	5,582	9,256	6,412	6,697
유형자산감가상각비	90	92	92	91	BPS	70,152	78,120	83,246	88,655
무형자산상각비	1	1	1	1	CFPS	8,819	12,552	9,698	9,976
지분법관련손실(이익)	-	-	-	-	DPS	1,200	1,200	1,200	1,200
투자활동 현금흐름	-137	-81	-81	-71	Valuation(배)				
유형자산의 처분(취득)	-136	-80	-80	-70	PER	7.0	6.5	9.4	9.0
무형자산의 처분(취득)	-1	-	-	-	PBR	0.6	0.8	0.7	0.7
금융상품의 증감	0	-	-	-	PCR	4.4	4.8	6.2	6.0
재무활동 현금흐름	-306	-8	-35	-35	EV/EBITDA	4.3	4.0	5.2	4.8
단기금융부채의증감	-304	27	-	-	Key Financial Ratio(%)				
장기금융부채의증감	-	-	-	-	ROE	8.2	12.5	7.9	7.8
자본의증감	-	-	-	-	EBITDA이익률	7.7	10.3	7.3	7.2
배당금지급	-28	-28	-28	-28	부채비율	86.2	81.3	76.8	72.5
현금및현금성자산의증감	253	100	74	98	순부채비율	13.7	8.9	5.2	0.9
기초현금및현금성자산	155	408	507	581	매출채권회전율(x)	7.1	7.6	7.3	7.2
기말현금및현금성자산	408	507	581	679	재고자산회전율(x)	3.4	3.5	3.4	3.4

자료 : 풍산, 하이투자증권 리서치본부

풍산 투자의견 및 목표주가 변동추이



Compliance notice

당 보고서 공표일 기준으로 해당 기업과 관련하여,

- 회사는 해당 종목을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 금융투자분석사와 그 배우자는 해당 기업의 주식을 보유하고 있지 않습니다.
- 당 보고서는 기관투자자 및 제 3자에게 E-mail등을 통하여 사전에 배포된 사실이 없습니다.
- 회사는 6개월간 해당 기업의 유가증권 발행과 관련 주관사로 참여하지 않았습니다.
- 당 보고서에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

본 분석자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위한 참고자료이며, 따라서, 본 자료에 의한 투자자의 투자결과에 대해 어떠한 목적의 증빙자료로도 사용될 수 없으며, 어떠한 경우에도 작성자 및 당사의 허가 없이 전재, 복사 또는 대여될 수 없습니다. 무단전재 등으로 인한 분쟁발생시 법적 책임이 있음을 주지하시기 바랍니다.

[투자의견]

종목추천 투자등급

종목투자의견은 향후 12개월간 추천일 증가대비 해당종목의 예상 목표수익률을 의미함.

- Buy(매수): 추천일 증가대비 +15%이상
- Hold(보유): 추천일 증가대비 -15% ~ 15% 내외 등락
- Sell(매도): 추천일 증가대비 -15%이상

산업추천 투자등급

시가총액기준 산업별 시장비중대비 보유비중의 변화를 추천하는 것임

- Overweight(비중확대)
- Neutral (중립)
- Underweight (비중축소)

[투자등급 비율 2024-06-30 기준]

매수	중립(보유)	매도
92.8%	6.6%	0.6%