

풍산 (103140)

전 고점 돌파를 향하여

2024년 11월 1일

✓ 투자판단	매수 (유지)	✓ 목표주가	89,000 원 (상향)
✓ 상승여력	28.2%	✓ 현재주가 (10월 31일)	69,400 원

신한생각 방산 부문의 성장은 4분기에도, 2025년에도 지속 전망

구리 가격이 톤당 9,000달러 중반대만 유지해준다면 방산 부문 성장으로 인해 현재 수준의 수익성 유지할 수 있을 전망. 큰 폭의 이익 증가가 배당 증액으로까지 이어진다면 금상첨화

3Q24 Review: 영업이익 744억원(+133.1% YoY)으로 시장 기대치 상회

3분기 영업이익은 744억원(+133.1% YoY, 이하 YoY)으로 시장 기대치 (670억원)를 상회. 전분기대비로는 조업일수 감소로 매출과 영업이익이 감소. 전년동기대비로는 구리 가격 상승(+10.4%)에 따른 신동 판매단가 상승(+12.7%)과 방산 매출 증가(+72.7%, 수출은 +150.8%)로 큰 폭의 외형 성장과 이익 증가에 성공. 지난해 3분기 일부 정부계약 체결 지연에 따른 선적 차질로 방산 수출이 부진(-8.7%)했던 것의 기저효과도 작용. 전기차 시장 수요 부진의 영향으로 신동 판매량(4.17만톤)은 감소(-4.1%)

4분기에도 전방산업 불확실성이 상존하겠으나 조업일수 증가와 신동 판매단가 상승 및 판매량 증가, 방산 매출 증가로 이익 증가세가 지속될 것. 매출액 1.38조원(+24.3%), 영업이익 808억원(+35.9%) 예상. 방산 내수와 수출은 각각 18.5%, 21.5% 증가 전망. 단 수요 부진의 영향으로 신동 영업이익률은 3분기와 유사한 1% 수준 달성 예상. 2025년 실적은 매출액 5.1조원(+8.6%), 영업이익 3,131억원(-15.5%) 달성 기대. 전년 대비 이익 감소가 점쳐지나 2024년 상반기 호실적 달성의 역기저효과이기 때문에 2025년 이익 감소가 주가 하락에 미치는 영향은 제한적일 것

Valuation & Risk

투자이전 매수를 유지하고, 목표주가는 방산 부문 EBITDA 추정치 변경을 반영해 89,000원(기존 87,000원)으로 상향

12월 결산	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	지배순이익 (십억원)	PER (배)	ROE (%)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	DY (%)
2022	4,373.0	231.6	175.1	5.4	9.9	0.5	5.4	3.0
2023	4,125.3	228.6	156.4	7.0	8.2	0.6	4.3	3.1
2024F	4,710.9	370.7	265.5	7.3	12.8	0.9	5.6	1.9
2025F	5,114.1	313.1	276.8	7.0	12.0	0.8	6.0	2.0
2026F	5,493.9	364.9	322.7	6.0	12.6	0.7	5.1	2.2

자료: 회사 자료, 신한투자증권

[철강금속]

박광래 연구위원

✉ krpark@shinhan.com

한승훈 연구원

✉ snghun.han@shinhan.com

Revision

실적추정치	하향
Valuation	유지

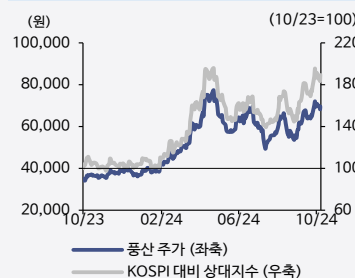
시가총액	1,944.9십억원
발행주식수(유동비율)	28.0백만주(59.5%)
52주 최고가/최저가	77,300 원/35,300 원
일평균 거래액 (60일)	24,875백만원
외국인 지분율	20.8%

주요주주 (%)

풍산홀딩스 외 3인	38.0
국민연금공단	8.2

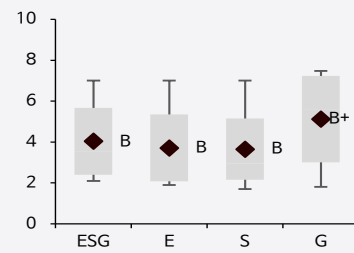
수익률 (%)	1M	3M	12M	YTD
절대	13.2	18.8	93.0	78.4
상대	14.9	28.8	72.0	86.3

주가



ESG 컨센서스

(점수 및 등급)



풍산 2024년 3분기 실적

(십억원, %)	3Q24	3Q23	% YoY	2Q24	% QoQ	컨센서스	차이 (%)
매출액	1,129.2	930.8	21.3	1,233.6	(8.5)	1,104.2	2.3
영업이익	74.4	31.9	133.1	161.3	(53.9)	67.0	11.0
순이익	47.6	20.5	132.1	111.3	(57.2)	44.4	7.2
영업이익률	6.6	3.4		13.1		6.1	
순이익률	4.2	2.2		9.0		4.0	

자료: FnGuide, 신한투자증권 추정

풍산 분기별 영업 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24F	1Q25F	2Q25F	3Q25F	4Q25F
매출액	1,044.9	1,035.9	930.8	1,113.7	963.5	1,233.6	1,129.2	1,384.5	1,105.4	1,324.0	1,204.1	1,480.6
풍산	771.1	774.9	673.6	881.0	715.0	977.6	829.7	1,064.7	808.4	985.4	878.5	1,148.0
산동	530.2	559.0	513.8	498.3	538.3	637.1	555.6	605.6	623.0	658.3	585.0	587.7
방산	238.5	213.6	157.3	380.2	174.3	337.9	271.7	456.6	182.9	324.6	291.1	557.8
내수	93.5	133.4	90.5	180.0	79.1	111.4	104.2	213.3	68.6	150.6	123.8	262.7
수출	145.0	80.2	66.8	200.2	95.2	226.5	167.5	243.3	114.3	174.0	167.3	295.1
PMX	186.0	188.2	176.2	149.7	168.0	183.2	184.2	183.5	198.0	202.3	186.0	182.4
Siam Poongsan	79.5	67.9	75.1	69.7	74.9	75.0	81.6	77.7	85.3	84.4	84.2	75.9
기타 연결 자회사	216.2	233.0	205.0	259.3	237.3	276.2	278.6	307.4	263.0	305.7	303.1	324.2
출하량 (천톤)												
풍산	44.1	45.3	43.4	43.2	45.6	48.1	41.7	45.1	47.4	47.7	43.8	43.0
PMX	14.5	14.6	13.7	12.0	14.1	13.6	14.0	13.8	15.0	14.9	14.0	13.4
Siam Poongsan	6.3	5.5	6.2	5.8	6.3	5.9	6.3	6.0	6.6	6.3	6.5	5.8
영업이익	84.8	53.9	31.9	59.5	54.2	161.3	74.4	80.8	49.1	86.3	62.3	115.4
지배주주순이익	54.2	44.9	20.5	39.2	36.9	111.3	47.6	69.7	42.2	76.6	54.2	103.8
영업이익률 (%)	8.1	5.2	3.4	5.3	5.6	13.1	6.6	5.8	4.4	6.5	5.2	7.8
순이익률 (%)	5.2	4.3	2.2	3.5	3.8	9.0	4.2	5.0	3.8	5.8	4.5	7.0
% QoQ												
매출액	(7.8)	(0.9)	(10.1)	19.6	(13.5)	28.0	(8.5)	22.6	(20.2)	19.8	(9.1)	23.0
영업이익	98.2	(36.5)	(40.8)	86.4	(8.8)	197.5	(53.9)	8.7	(39.2)	75.8	(27.8)	85.2
% YoY												
매출액	(0.6)	(10.8)	(9.5)	(1.7)	(7.8)	19.1	21.3	24.3	14.7	7.3	6.6	6.9
영업이익	22.5	(39.9)	6.6	38.9	(36.1)	199.4	133.1	35.9	(9.5)	(46.5)	(16.2)	42.8

자료: 회사 자료, 신한투자증권

풍산 실적 추정 변경 사항

12월 결산	신규 추정		이전 추정		변화율(%)	
	2024F	2025F	2024F	2025F	2024F	2025F
매출액	4,710.9	5,114.1	4,685.4	5,061.5	0.5	1.0
영업이익	370.7	313.1	366.1	317.9	1.3	(1.5)
세전이익	358.1	371.0	354.6	344.8	1.0	7.6
순이익	265.5	276.8	261.8	255.7	1.4	8.3

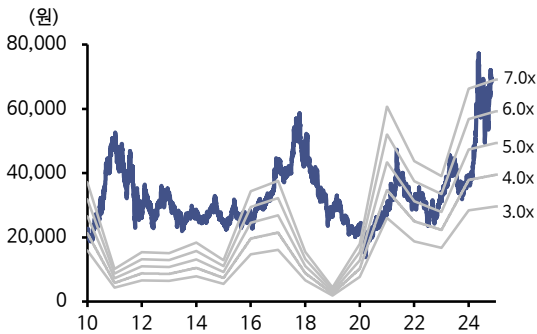
자료: 회사 자료, FnGuide, 신한투자증권

풍산 연간 영업 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024F	2025F
구리가격 (달러/톤)	6,855.0	5,514.8	4,875.2	6,179.3	6,532.2	6,017.6	6,181.9	9,306.6	8,838.3	8,503.4	9,287.1	9,686.6
매출액	3,000.3	2,819.7	2,831.8	2,945.0	2,774.5	2,451.3	2,593.6	3,509.5	4,373.0	4,125.3	4,710.9	5,114.1
풍산	2,244.7	2,040.8	2,034.5	2,257.3	2,162.5	1,880.8	1,944.4	2,556.0	3,257.2	3,100.6	3,586.9	3,820.3
신동	1,510.2	1,279.5	1,210.7	1,478.1	1,453.9	1,266.8	1,226.5	1,803.7	2,343.3	2,101.3	2,336.5	2,453.9
방산	733.2	751.0	810.7	836.6	700.2	587.3	707.4	740.0	900.9	989.6	1,240.5	1,356.4
내수	531.3	526.3	517.8	517.2	518.6	470.4	467.9	370.5	385.9	497.4	507.9	605.7
수출	201.8	224.7	292.8	319.4	181.7	116.9	239.6	369.5	515.0	492.2	732.6	750.7
영업이익	127.6	111.1	217.8	241.1	107.5	41.1	121.2	314.1	231.6	230.1	370.7	313.1
지배주주순이익	73.6	51.6	137.6	150.6	62.0	17.6	71.9	243.3	175.1	158.9	265.5	276.8
영업이익률 (%)	4.3	3.9	7.7	8.2	3.9	1.7	4.7	9.0	5.3	5.6	7.9	6.1
순이익률 (%)	2.5	1.8	4.9	5.1	2.2	0.7	2.8	6.9	4.0	3.9	5.6	5.4

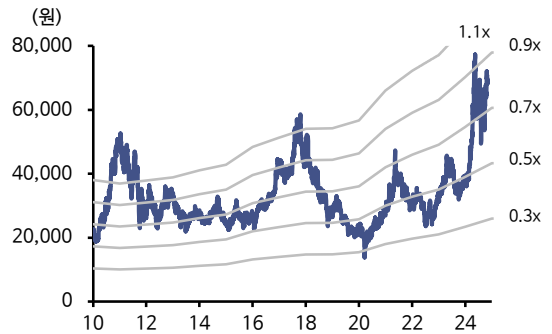
자료: 회사 자료, 신한투자증권

풍산 12개월 선행 PER 밴드



자료: QuantiWise, 신한투자증권

풍산 12개월 선행 PBR 밴드



자료: QuantiWise, 신한투자증권

풍산 목표주가 산정

항목	내용	비고
신동 부문 EBITDA (십억원)	72.1	
목표 EV/EBITDA (배)	8.2	비철금속관련 업체 12M Trailing EB/EBITDA (배)
A: 신동 부문 Enterprise Value (십억원)	591.3	
방산 부문 EBITDA (십억원)	254.8	
방산관련 업체 12M Forward EV/EBITDA (배)	10.0	한화에어로스페이스, LIG넥스원, 한국항공우주의 평균에 10% 할인 적용
B: 방산 부문 Enterprise Value (십억원)	2,547.7	
C: 순차입금 (십억원)	650.0	
D: 적정가치 (십억원)	2,489.0	= A + B - C
E: 발행주식수 (백만주)	28.0	
적정주가 (원)	88,894	= D / E
목표주가 (원)	89,000	이전 목표주가 87,000원

자료: 신한투자증권

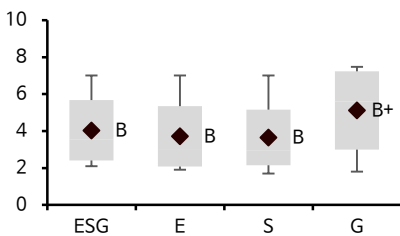
ESG Insight

Analyst Comment

- ◆ 동반성장 추진 위원회를 두어 협력사와 지속적인 상생협력을 추구한다.
- ◆ 2018년부터 협력사 자금유통 지원을 위한 100억원 규모의 동반성장 펀드를 조성해 저금리로 제공하고 있다.
- ◆ 기업 지배구조 및 기업 윤리 점수가 비교 기업 대비 높은 점수를 보인다.

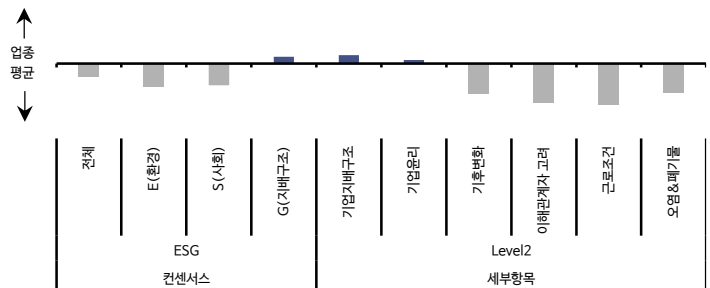
신한 ESG 컨센서스 분포

(점수 및 등급)



자료: 신한투자증권 / 주: 8개사 평균과 분포

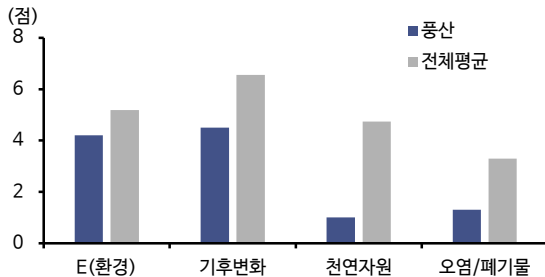
ESG 컨센서스 및 세부 항목별 업종 대비 점수차



자료: MSCI, 신한투자증권 / 주: 세부항목은 MSCI 기준

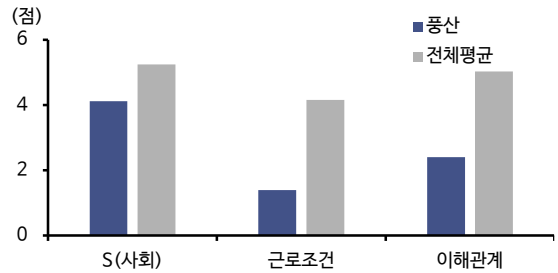
Key Chart

환경 세부 점수 및 전체평균



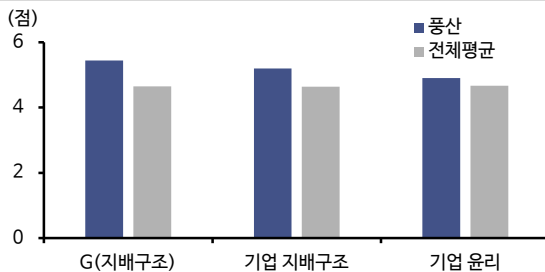
자료: MSCI, 신한투자증권 / 주: 세부항목은 MSCI 기준

사회 세부 점수 및 전체평균



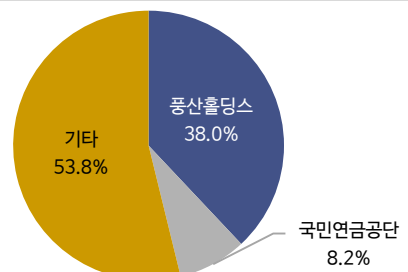
자료: MSCI, 신한투자증권 / 주: 세부항목은 MSCI 기준

지배구조 세부 점수 및 전체평균



자료: MSCI, 신한투자증권 / 주: 세부항목은 MSCI 기준

주주 구성



자료: 회사 자료, 신한투자증권

재무상태표

12월 결산 (십억원)	2022	2023	2024F	2025F	2026F
자산총계	3,395.3	3,660.6	4,320.1	4,559.9	4,824.9
유동자산	2,013.2	2,239.4	2,838.4	3,034.8	3,262.9
현금및현금성자산	154.8	407.9	402.6	430.5	463.0
매출채권	578.0	517.0	733.1	784.0	843.1
재고자산	1,204.3	1,227.3	1,572.9	1,682.2	1,809.0
비유동자산	1,382.1	1,421.2	1,481.6	1,525.1	1,561.9
유형자산	1,137.9	1,183.4	1,231.5	1,273.1	1,306.8
무형자산	11.5	12.4	12.1	11.5	11.9
투자자산	36.6	36.2	47.0	49.4	52.3
기타금융투자자산	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
부채총계	1,553.1	1,694.7	2,131.1	2,132.4	2,148.3
유동부채	1,118.0	1,352.2	1,712.6	1,704.2	1,708.9
단기차입금	539.5	327.9	642.5	570.3	501.0
매입채무	98.9	182.8	147.9	158.2	170.1
유동성장기부채	131.2	143.0	152.3	152.3	152.3
비유동부채	435.1	342.5	418.5	428.2	439.4
사채	249.4	149.7	149.5	149.5	149.5
장기차입금(경기금융부채 포함)	84.0	82.0	129.4	129.4	129.4
기타금융투자부채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	1,842.2	1,966.0	2,189.0	2,427.5	2,676.6
자본금	140.1	140.1	140.1	140.1	140.1
자본잉여금	494.5	494.5	494.5	494.5	494.5
기타자본	(22.6)	(22.6)	(22.6)	(22.6)	(22.6)
기타포괄이익누계액	32.9	39.0	62.8	62.8	62.8
이익잉여금	1,195.1	1,315.0	1,514.1	1,752.7	2,001.7
지배주주지분	1,840.0	1,966.0	2,189.0	2,427.4	2,676.5
비지배주주지분	2.2	0.0	0.0	0.1	0.1
*총차입금	1,008.2	705.8	1,077.4	1,005.5	936.4
*순차입금(순현금)	824.1	273.1	649.9	549.0	446.3

현금흐름표

12월 결산 (십억원)	2022	2023	2024F	2025F	2026F
영업활동으로인한현금흐름	136.6	696.2	(183.0)	279.1	317.4
당기순이익	175.3	156.4	265.5	276.8	322.8
유형자산상각비	92.8	90.2	92.0	99.1	103.9
무형자산상각비	1.9	0.5	0.6	0.6	0.6
외환환산손실(이익)	12.2	4.2	(4.1)	0.0	0.0
자산처분손실(이익)	(0.3)	(0.5)	(0.4)	(0.4)	(0.4)
지분법, 종속, 관계기업손실(이익)	0.0	(0.0)	(0.3)	(0.0)	(0.0)
운전자본변동	(110.0)	454.4	(566.6)	(97.0)	(109.5)
(법인세납부)	(89.0)	(58.5)	(62.2)	(94.2)	(109.6)
기타	53.7	49.5	92.5	94.2	109.6
투자활동으로인한현금흐름	(141.5)	(136.8)	(189.2)	(144.1)	(142.6)
유형자산의증가(CAPEX)	(117.0)	(136.1)	(155.5)	(140.7)	(137.6)
유형자산의감소	0.3	0.5	0.3	0.0	0.0
무형자산의증가(증가)	(0.3)	(1.1)	(0.0)	0.0	(1.0)
투자자산의감소(증가)	(13.9)	(0.5)	0.8	(2.4)	(2.8)
기타	(10.6)	0.4	(34.8)	(1.0)	(1.2)
FCF	74.7	589.9	(356.2)	88.7	118.6
재무활동으로인한현금흐름	30.2	(306.4)	354.8	(107.4)	(142.8)
차입금의 증가(감소)	55.1	(303.9)	355.8	(71.9)	(69.0)
자기주식의처분(취득)	22.5	0.0	0.0	0.0	0.0
배당금	0.0	0.0	0.0	(35.5)	(73.7)
기타	(47.4)	(2.5)	(1.0)	0.0	(0.1)
기타현금흐름	0.0	0.0	0.1	0.5	0.4
연결범위변동으로인한현금의증가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
환율변동효과	3.3	0.1	11.9	0.0	0.0
현금의증가(감소)	28.6	253.1	(5.4)	28.0	32.4
기초현금	126.2	154.8	407.9	402.5	430.5
기말현금	154.8	407.9	402.5	430.5	462.9

자료: 회사 자료, 신한투자증권

포괄손익계산서

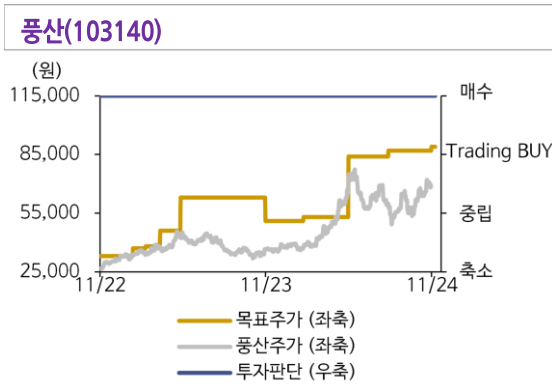
12월 결산 (십억원)	2022	2023	2024F	2025F	2026F
매출액	4,373.0	4,125.3	4,710.9	5,114.1	5,493.9
증감률 (%)	24.6	(5.7)	14.2	8.6	7.4
매출원가	3,911.0	3,684.4	4,114.6	4,566.0	4,876.6
매출총이익	462.0	440.9	596.3	548.1	617.3
매출총이익률 (%)	10.6	10.7	12.7	10.7	11.2
판매관리비	230.3	212.2	225.6	235.0	252.4
영업이익	231.6	228.6	370.7	313.1	364.9
증감률 (%)	(26.3)	(1.3)	62.1	(15.5)	16.5
영업이익률 (%)	5.3	5.5	7.9	6.1	6.6
영업외손익	(11.9)	(27.5)	(12.6)	57.9	67.5
금융손익	(31.8)	(35.3)	(29.8)	(28.3)	(23.6)
기타영업외손익	20.0	7.8	16.9	86.2	91.1
중속 및 관계기업관련손익	0.0	0.0	0.3	0.0	0.0
세전계속사업이익	219.8	201.1	358.1	371.0	432.4
법인세비용	44.5	44.6	92.6	94.2	109.6
계속사업이익	175.3	156.4	265.5	276.8	322.8
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	175.3	156.4	265.5	276.8	322.8
증감률 (%)	(28.0)	(10.7)	69.7	4.3	16.6
순이익률 (%)	4.0	3.8	5.6	5.4	5.9
(지배주주)당기순이익	175.1	156.4	265.5	276.8	322.7
(비지배주주)당기순이익	0.1	0.0	0.0	0.0	0.0
총포괄이익	208.5	153.2	291.3	276.8	322.8
(지배주주)총포괄이익	208.4	153.2	291.3	276.8	322.8
(비지배주주)총포괄이익	0.2	0.0	0.0	0.0	0.0
EBITDA	326.4	319.3	463.4	412.8	469.4
증감률 (%)	(20.7)	(2.1)	45.1	(10.9)	13.7
EBITDA 이익률 (%)	7.5	7.7	9.8	8.1	8.5

주요 투자지표

12월 결산	2022	2023	2024F	2025F	2026F
EPS (당기순이익, 원)	6,254	5,582	9,474	9,878	11,518
EPS (지배순이익, 원)	6,250	5,582	9,473	9,877	11,516
BPS (자본총계, 원)	65,737	70,152	78,109	86,623	95,509
BPS (지배지분, 원)	65,659	70,152	78,108	86,621	95,505
DPS (원)	1,000	1,200	1,300	1,400	1,500
PER (당기순이익, 배)	5.4	7.0	7.3	7.0	6.0
PER (지배순이익, 배)	5.4	7.0	7.3	7.0	6.0
PBR (자본총계, 배)	0.5	0.6	0.9	0.8	0.7
PBR (지배지분, 배)	0.5	0.6	0.9	0.8	0.7
EV/EBITDA (배)	5.4	4.3	5.6	6.0	5.1
배당성향 (%)	15.6	21.0	13.4	13.8	12.7
배당수익률 (%)	3.0	3.1	1.9	2.0	2.2
수익성					
EBITDA 이익률 (%)	7.5	7.7	9.8	8.1	8.5
영업이익률 (%)	5.3	5.5	7.9	6.1	6.6
순이익률 (%)	4.0	3.8	5.6	5.4	5.9
ROA (%)	5.4	4.4	6.7	6.2	6.9
ROE (지배순이익, %)	9.9	8.2	12.8	12.0	12.6
ROIC (%)	6.4	7.6	12.0	8.5	9.4
안정성					
부채비율 (%)	84.3	86.2	97.4	87.8	80.3
순차입금비용 (%)	44.7	13.9	29.7	22.6	16.7
현금비용 (%)	13.8	30.2	23.5	25.3	27.1
이자보상배율 (배)	7.1	5.8	9.6	8.4	11.0
활동성					
순운전자본회전율 (회)	3.3	3.6	3.9	3.3	3.3
재고자산회수기간 (일)	99.6	107.6	108.5	116.2	116.0
매출채권회수기간 (일)	45.0	48.4	48.4	54.1	54.1

자료: 회사 자료, 신한투자증권

투자 의견 및 목표주가 추이



일자	투자 의견	목표 주가 (원)	과리율 (%)	
			평균	최고/최저
2022년 07월 15일	매수	33,000	(12.8)	3.3
2023년 01월 13일	매수	37,000	(5.5)	(2.6)
2023년 02월 10일	매수	38,000	(4.2)	2.4
2023년 03월 14일	매수	46,000	(14.1)	(0.7)
2023년 04월 28일	매수	63,000	(39.1)	(28.3)
2023년 10월 29일	6개월경과		(42.5)	(42.1)
2023년 11월 01일	매수	51,000	(26.9)	(22.5)
2024년 01월 24일	매수	53,000	(9.6)	26.2
2024년 05월 02일	매수	84,000	(22.7)	(8.0)
2024년 07월 29일	매수	87,000	(29.9)	(17.1)
2024년 11월 01일	매수	89,000	-	-

주: 목표주가 과리율 산출 기간은 6개월 기준

Compliance Notice

- ◆ 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다. (작성자: 박광래, 한승훈)
- ◆ 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.
- ◆ 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 (2024년 10월 30일 기준)

매수 (매수)	94.64%	Trading BUY (중립)	3.45%	중립 (중립)	1.92%	축소 (매도)	0.00%
---------	--------	------------------	-------	---------	-------	---------	-------