

풍산
(103140)

이태환

taehwan.lee@daishin.com

투자의견

BUY

매수, 유지

6개월 목표주가

50,000

유지

현재주가

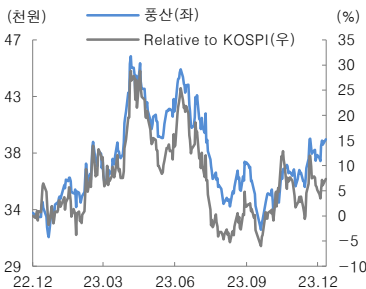
39,100

(23.12.26)

비철금속업종

KOSPI	2602.59
시가총액	1,096십억원
시가총액비중	0.06%
자본금(보통주)	140십억원
52주 최고/최저	45,700원 / 31,300원
120일 평균거래대금	60억원
외국인지분율	15.25%
주요주주	풍산홀딩스 외 3 인 38.01% 국민연금공단 10.03%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	7.3	12.5	-11.2	18.8
상대수익률	2.9	6.5	-11.9	5.8



Ready to Fire

- 4Q23 연결 영업이익 606억원(+41.6% yoy) 전망. 컨센서스 대비 하회
- 신동 판매량이 당초 예상 대비 미달하나, 방산은 판매량, 수익성 모두 견조
- 구리 가격 반등, 탄약 수요 및 매출 믹스 개선으로 '24년 실적 환경 개선

투자의견 매수, 목표주가 50,000원 유지

목표주가는 2024E BPS 75,333원에 타깃 PBR 0.66배 적용. 타깃 PBR은 23E, 24E ROE를 기준으로 PBR-ROE 방식으로 산출한 이론 PBR을 20% 할인 적용

4Q23 Preview 아쉬운 신동, 든든한 방산

4Q23 연결기준 매출액 1,22조원(+8.1% yoy), 영업이익 606억원(+41.6% yoy), 영업이익률 5.0%(+1.2%p yoy) 전망. 당사 이익 전망치는 컨센서스 대비 하회

4분기 신동 부문 판매량은 당초 목표 4.6만톤 대비 미달하며, 전분기와 유사한 수준을 기록할 것으로 예상. 여전히 전방산업 수요 회복이 더딘 국면으로 파악. 분기 평균 구리 가격 역시 전분기 대비 -2% 내외 하락을 보이며, Metal Loss 발생 전망
하지만 방산 부문은 예정대로 계절적 내수 매출 급증, 3Q23 수출 이연 물량 반영되며 연간 매출액 1조원 달성 전망. 지정학적 갈등에 따른 탄약 수요 증가, 수급상 황에 따른 가격 상승으로 수익성 역시 우수한 상황. 동사 실적 성장의 중요한 축

Ready to Fire

구리는 당초 '24년에는 공급과잉 시장이 전개될 것이 유력했으나, 최근 주요 광산업체 생산 가이던스 하락이 발표되면서 오히려 공급부족에 대한 가능성 확대. 구리 가격은 10월을 바닥으로 반등 중이며, 연초 중국 기대감 반영되며 상승세 지속 가능

방산은 지정학적 갈등 종료 가능성과는 별개로 글로벌 탄약 비축 수요는 이어질 것이며, 대구경·사거리연장 성능개량 제품 판매가 늘어나며 수익성 개선 가능할 전망

(단위: 십억원, %)

구분	4Q22	3Q23	4Q23(F)						1Q24		
			직전추정	당사추정	YoY	QoQ	Consensus	당사추정	YoY	QoQ	
매출액	1,133	931	1,248	1,224	8.1	31.5	1,188	1,035	-1.0	-15.5	
영업이익	43	32	65	61	41.6	90.0	73	53	-37.1	-11.9	
순이익	41	21	43	42	2.4	103.4	53	37	-32.0	-11.6	

자료: 풍산, FnGuide, 대신증권 Research Center

영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 십억원, 원, %)

	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
매출액	3,509	4,373	4,236	4,437	4,753
영업이익	314	232	231	245	290
세전순이익	307	220	206	224	268
총당기순이익	243	175	161	170	203
지배지분순이익	243	175	161	170	203
EPS	8,682	6,250	5,759	6,060	7,233
PER	3.6	5.4	6.7	6.4	5.3
BPS	60,074	65,659	70,443	75,333	81,397
PBR	0.5	0.5	0.6	0.5	0.5
ROE	15.6	9.9	8.5	8.3	9.2

주: EPS와 BPS, ROE는 지배지분 기준으로 산출

자료: 풍산, 대신증권 Research Center

연간 실적 추정 변경 (단위: 십억원, 원, %, %p)

	수정전		수정후		변동률	
	2023F	2024F	2023F	2024F	2023F	2024F
매출액	4,260	4,344	4,236	4,437	-0.6	2.1
판매비와 관리비	206	214	205	218	-0.5	1.9
영업이익	236	232	231	245	-1.9	5.7
영업이익률	5.5	5.3	5.5	5.5	-0.1	0.2
영업외손익	-28	-22	-25	-21	적자유지	적자유지
세전순이익	208	209	206	224	-0.7	7.1
자배지분순이익	163	159	161	170	-0.7	7.1
순이익률	3.8	3.7	3.8	3.8	0.0	0.2
EPS(자배지분순이익)	5,800	5,660	5,759	6,060	-0.7	7.1

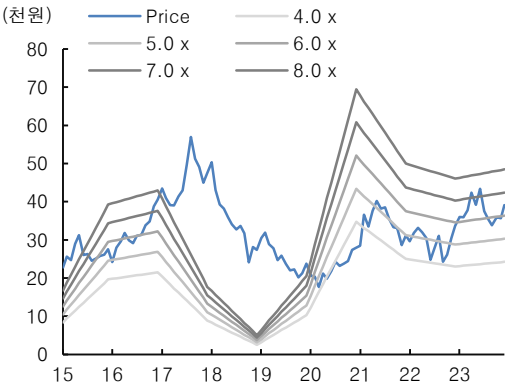
자료: 풍산 대신증권 Research Center

표 1. 풍산 목표주가 산출 (단위: 원, 배, %)

		비고
BPS	75,333	풍산 2024E BPS
Target PBR	0.66	적정 PBR 을 20% 할인 적정 PBR = (ROE-g) / (COE-g) 1) 풍산 23E, 24E ROE: 8.77% 2) 영구성장률(g): 1.33% 3) 자기자본비용: 10.4% (Rf: 3.9%, Rm: 10%, 52주베타: 1.06)
적정주가	49,502	BPS * Target PBR
목표주가	50,000	49,502≒50,000
현재주가	39,100	2023.12.26 기준
현재 PBR	0.56	2023.12.26 기준
상승여력(%)	27.9	

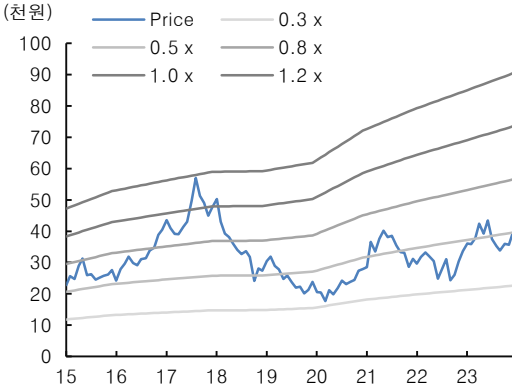
자료: 대신증권 Research Center

그림 1. 풍산 12MF PER 밴드



자료: Quantiwise, 대신증권 Research Center

그림 2. 풍산 12MF PBR 밴드



자료: Quantiwise, 대신증권 Research Center

표 2. 풍산 분기/연간 실적 추이

(단위: 십억원, %)

	(단위)	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23E	2022	2023E
별도 매출액	(십억원)	768	873	756	860	771	775	674	908	3,257	3,128
YoY	(%)	62.2%	30.3%	18.7%	10.9%	0.4%	-11.3%	-10.9%	5.7%	27.4%	-4.0%
QoQ	(%)	-0.9%	13.7%	-13.4%	13.7%	-10.3%	0.5%	-13.1%	34.8%		
신동	(십억원)	603	661	558	534	533	561	516	505	2,356	2,115
수출	(십억원)	362	394	333	283	267	314	268	281	1,328	1,073
내수	(십억원)	237	263	224	248	264	245	245	247	926	951
기타	(십억원)	3	5	2	3	2	2	3	3	13	10
방산	(십억원)	166	212	198	325	238	214	157	403	901	1,013
수출	(십억원)	88	152	138	142	148	82	70	224	520	524
내수	(십억원)	77	61	60	183	91	131	87	179	381	488
별도 영업이익	(십억원)	49	76	31	47	59	47	27	52	203	185
YoY	(%)	46.2%	-5.4%	-52.8%	-13.4%	19.5%	-38.1%	-12.8%	11.3%	-13.1%	-8.9%
QoQ	(%)	-8.2%	54.7%	-59.4%	50.2%	26.7%	-19.9%	-42.8%	91.7%		
OPM	(%)	6.4%	8.7%	4.1%	5.4%	7.6%	6.1%	4.0%	5.7%	6.2%	5.9%
연결 매출액	(십억원)	1,051	1,161	1,028	1,133	1,045	1,036	931	1,224	4,373	4,236
YoY	(%)	44.9%	25.7%	16.2%	16.1%	-0.6%	-10.8%	-9.5%	8.1%	24.6%	-3.1%
QoQ	(%)	7.7%	10.5%	-11.4%	10.2%	-7.8%	-0.9%	-10.1%	31.5%		
연결 영업이익	(십억원)	69	90	30	43	85	54	32	61	232	231
YoY	(%)	10.9%	-15.8%	-63.0%	-33.5%	22.5%	-39.9%	6.6%	41.6%	-26.3%	-0.2%
QoQ	(%)	7.6%	29.4%	-66.6%	43.1%	98.2%	-36.5%	-40.8%	90.0%		
OPM	(%)	6.6%	7.7%	2.9%	3.8%	8.1%	5.2%	3.4%	5.0%	5.3%	5.5%
연결 지배순이익	(십억원)	43	68	23	41	54	45	21	42	175	161
YoY	(%)	-4.5%	-16.2%	-62.0%	-26.9%	24.9%	-33.6%	-12.1%	2.4%	-28.0%	-7.8%
QoQ	(%)	-22.1%	55.9%	-65.5%	74.6%	33.2%	-17.1%	-54.4%	103.4%		
NIM	(%)	4.1%	5.8%	2.3%	3.6%	5.2%	4.3%	2.2%	3.4%	4.0%	3.8%
[주요 지표]											
LME 구리 Spot 가격 (1개월 래깅)	(달러/톤)	9,207	9,725	8,020	7,999	8,608	8,455	8,356	8,189	8,738	8,402
원/달러 환율	(원)	1,206	1,261	1,340	1,357	1,277	1,316	1,312	1,326	1,291	1,308

자료: 대신증권 Research Center

기업개요

기업 및 경영진 현황

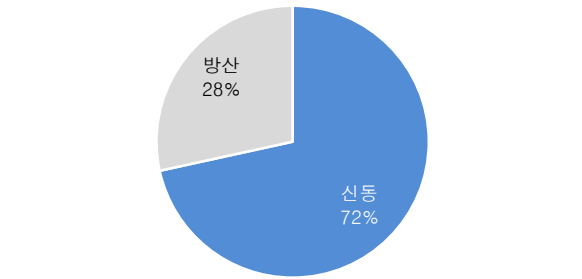
- 동 제품(판/대, 봉/선, 소전, 주조/가외)의 가공/생산을 담당하는 신동사업 부문과, 군용 및 스포츠용 탄약을 생산하는 방산사업 부문으로 구분
- 자산 3조 4,518억원, 부채 1조 4,994억원, 자본 1조 9,523억원
- 발행주식 수: 28,024,278주 / 자기주식수: 710,000주

주가 변동요인

- LME 구리 가격 변동
- 전기차·신재생에너지 시장 투자 확대
- 지정학적 이슈에 따른 탄약 수요 증가

주: 주식수는 보통주와 우선주 모두 포함 2023년 9월 기준
자료: 풍산 대산증권 Research Center

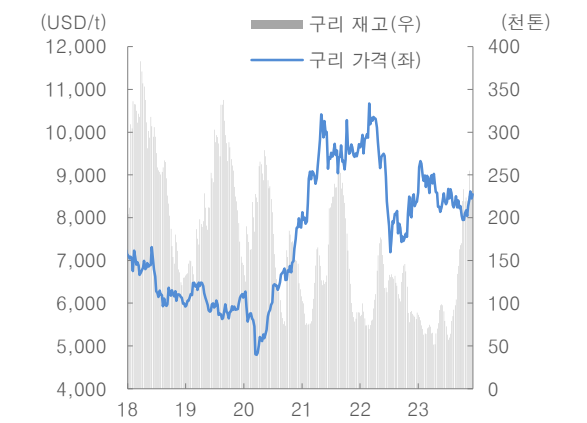
매출 비중 추이



자료: 풍산 대산증권 Research Center

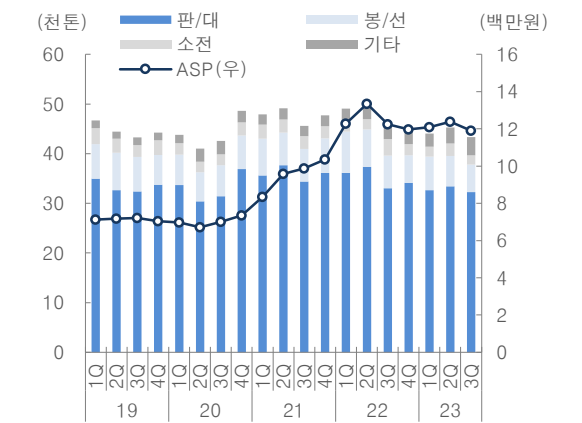
Earnings Driver

LME 구리 가격 및 재고 추이



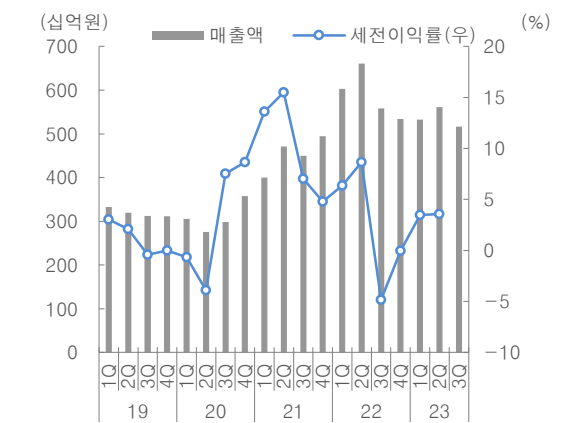
자료: Bloomberg, 대산증권 Research Center

신동 부문 출하량 및 ASP 추이



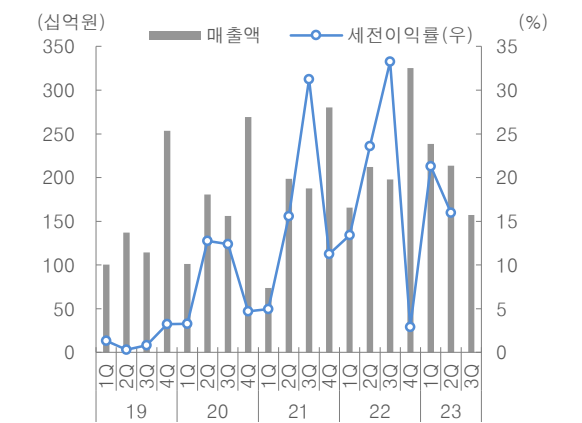
자료: 풍산 대산증권 Research Center

신동 부문 실적 추이



자료: 풍산 대산증권 Research Center

방산 부문 실적 추이



자료: 풍산 대산증권 Research Center

재무제표

포괄손익계산서	(단위: 십억원)				
	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
매출액	3,509	4,373	4,236	4,437	4,753
매출원가	3,010	3,911	3,800	3,974	4,230
매출총이익	500	462	436	463	523
판매비와관리비	185	230	205	218	233
영업이익	314	232	231	245	290
영업외수익	90	53	5.5	5.5	6.1
EBITDA	412	326	317	332	379
영업외손익	-7	-12	-25	-21	-22
관계기업손익	0	0	0	0	0
금융수익	6	15	14	14	14
외환관련이익	53	105	84	84	84
금융비용	-23	-47	-51	-49	-48
외환관련손실	4	14	23	21	19
기타	10	20	12	14	11
법인세비용차감전순이익	307	220	206	224	268
법인세비용	-63	-44	-45	-54	-65
계속사업순이익	243	175	161	170	203
중단사업순이익	0	0	0	0	0
당기순이익	243	175	161	170	203
당기순이익률	6.9	4.0	3.8	3.8	4.3
비재계분순이익	0	0	0	0	0
재계분순이익	243	175	161	170	203
매도가능금융자산평가	0	0	0	0	0
기타포괄이익	1	3	3	3	3
포괄순이익	256	209	195	203	236
비재계분포괄이익	0	0	0	0	0
재계분포괄이익	256	208	195	203	236

Valuation 지표	(단위: 원 배 %)				
	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
EPS	8,682	6,250	5,759	6,060	7,233
PER	36	5.4	6.7	6.4	5.3
BPS	60,074	65,659	70,443	75,333	81,397
PBR	0.5	0.5	0.6	0.5	0.5
EBITDAPS	14,694	11,645	11,320	11,855	13,512
EV/EBITDA	4.1	5.4	5.2	4.9	4.3
SPS	125,231	156,043	151,153	158,334	169,592
PSR	0.2	0.2	0.3	0.2	0.2
CFPS	14,670	12,403	12,148	12,770	14,328
DPS	1,000	1,000	1,200	1,200	1,400

재무비율	(단위: 원 배 %)				
	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
성장성					
매출액 증/감	35.3	246	-3.1	4.8	7.1
영업이익 증/감	159.2	-26.3	-0.2	5.9	18.4
순이익 증/감	238.5	-28.0	-7.9	5.2	19.4
수익성					
ROIC	10.7	7.1	7.0	7.1	8.1
ROA	11.0	7.1	6.8	7.0	7.9
ROE	15.6	9.9	8.5	8.3	9.2
안정성					
부채비율	86.8	84.3	74.6	69.2	65.3
순차입금비율	48.1	44.7	28.3	25.3	22.5
이자보상비율	16.7	7.1	8.5	8.8	10.0

자료: 풍산 대신증권 Research Center

재무상태표	(단위: 십억원)				
	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
유동자산	1,859	2,013	2,059	2,178	2,369
현금및현금성자산	126	155	258	295	357
매출채권 및 기타채권	523	600	581	606	646
재고자산	1,183	1,204	1,167	1,222	1,309
기타유동자산	27	54	55	56	57
비유동자산	1,289	1,382	1,391	1,399	1,407
유형자산	1,099	1,138	1,153	1,167	1,179
관계기업투자금	0	0	0	0	0
기타비유동자산	189	244	238	232	227
자산총계	3,148	3,395	3,450	3,577	3,775
유동부채	1,109	1,118	1,134	1,264	1,300
매입채무 및 기타채무	265	252	314	322	334
차입금	518	539	421	573	625
유동상채무	161	131	184	175	166
기타유동부채	165	196	215	195	176
비유동부채	354	435	340	200	191
차입금	258	329	234	104	104
전환증권	0	0	0	0	0
기타비유동부채	95	106	106	96	87
부채총계	1,463	1,553	1,474	1,464	1,491
자본부분	1,684	1,840	1,974	2,111	2,281
자본금	140	140	140	140	140
자본잉여금	495	495	495	495	495
이익잉여금	1,034	1,195	1,329	1,466	1,636
기타자본변동	15	10	10	10	10
비재계부분	2	2	2	3	3
자본총계	1,686	1,842	1,976	2,114	2,284
순차입금	811	824	559	534	515

현금흐름표	(단위: 십억원)				
	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
영업활동 현금흐름	-19	137	379	193	183
당기순이익	0	0	161	170	203
비현금항목의 가감	168	172	179	188	199
감가상각비	98	95	86	87	89
외환손익	1	12	-12	-15	-17
자본법평가손익	0	0	0	0	0
기타	69	65	105	115	127
자산부채의 증감	-430	-110	137	-56	-98
기타현금흐름	242	74	-99	-109	-121
투자활동 현금흐름	-114	-141	-102	-102	-102
투자자산	-25	-16	-1	-1	-1
유형자산	-90	-117	-100	-100	-100
기타	1	-9	-1	-1	-1
재무활동 현금흐름	172	30	-191	-22	8
단기차입금	184	23	-119	152	52
사채	100	149	-100	-100	0
장기차입금	14	11	5	-30	0
유상증자	0	0	0	0	0
현금배당	0	0	-27	-33	-33
기타	-125	-153	50	-12	-11
현금의 증감	47	29	103	37	62
기초 현금	79	126	155	258	295
기말 현금	126	155	258	295	357
NOPLAT	249	185	181	186	220
FCF	256	162	167	173	208

[Compliance Notice]

금융투자업규정 4-20조 1항5호사목에 따라 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없으며, 당사의 금융투자분석사는 자료작성일 현재 본 자료에 관련하여 재산적 이해관계가 없습니다. 당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며 당사의 금융투자분석사는 본 자료의 작성과 관련하여 외부 부당한 압력이나 간섭을 받지 않고 본인의 의견을 정확하게 반영하였습니다.

(담당자:이태환)

본 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 Research Center의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 본 자료를 이용하시는 분은 동 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다.

[투자의견 및 목표주가 변경 내용]

풍산(103140) 투자의견 및 목표주가 변경 내용

제시일자	23.12.27	23.12.07	23.12.02	23.11.01	23.07.11
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표주가	50,000	50,000	50,000	50,000	56,000
과다율(평균%)		(25.75)	(26.68)	(27.37)	(35.52)
과다율(최대/최소%)		(21.70)	(21.70)	(25.90)	(23.93)

제시일자	23.12.27	23.12.07	23.12.02	23.11.01	23.07.11
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표주가	50,000	50,000	50,000	50,000	56,000
과다율(평균%)		(25.75)	(26.68)	(27.37)	(35.52)
과다율(최대/최소%)		(21.70)	(21.70)	(25.90)	(23.93)

제시일자	23.12.27	23.12.07	23.12.02	23.11.01	23.07.11
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표주가	50,000	50,000	50,000	50,000	56,000
과다율(평균%)		(25.75)	(26.68)	(27.37)	(35.52)
과다율(최대/최소%)		(21.70)	(21.70)	(25.90)	(23.93)

투자의견 비율공시 및 투자등급관련사항(기준일자: 20231224)

구분	Buy(매수)	Marketperform(중립)	Underperform(매도)
비율	89.7%	10.3%	0.0%

산업 투자의견

- Overweigh(비중확대)
 - : 향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 초과 상승 예상
- Neutral(중립)
 - : 향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률과 유사한 수준 예상
- Underweigh(비중축소)
 - : 향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 하회 예상

기업 투자의견

- Buy(매수)
 - : 향후 6개월간 시장수익률 대비 10%p 이상 추가 상승 예상
- Marketperform(시장수익률)
 - : 향후 6개월간 시장수익률 대비 -10%p~10%p 추가 변동 예상
- Underperform(시장수익률 하회)
 - : 향후 6개월간 시장수익률 대비 10%p 이상 추가 하락 예상