

풍산 (103140)

이태환

taehwan.lee@daishin.com

투자 의견

BUY

매수, 유지

6개월 목표주가

50,000

하향

현재주가

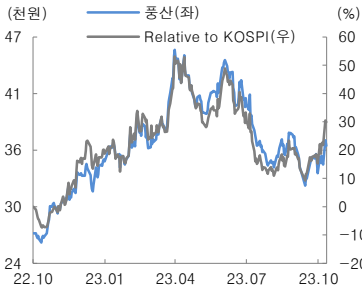
35,950

(23.10.31)

비철금속업종

KOSPI	2277.99
시가총액	1,007십억원
시가총액비중	0.05%
자본금(보통주)	140십억원
52주 최고/최저	45,700원 / 26,100원
120일 평균거래대금	68억원
외국인지분율	15.09%
주요주주	풍산홀딩스 외 3인 38.01% 국민연금공단 10.03%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	6.4	-4.1	-15.2	37.7
상대수익률	15.1	10.8	-6.9	38.7



전시에 탄약 비축은 필수

- 연결 영업이익 319억원(+6.6% yoy) 기록. 시장 컨센서스 대비 크게 하회
- 신동부문 판매량 부진 및 Metal Loss 발생. 방산부문 일부 매출 4Q 이연
- 구리 가격 반등은 쉽지 않으나, 탄약 수요 확대와 함께 성장 지속 가능

투자 의견 매수, 목표주가 50,000원으로 하향

목표주가를 50,000원으로 하향(기존 56,000원, -10.7%). 목표주가는 2023E BPS 70,484원에 타깃 PBR 0.71배 적용. 타깃 PBR은 23E, 24E ROE를 기준으로 PBR-ROE 방식으로 산출한 이론 PBR을 적용. 연간 이익 추정치를 하향 조정

3Q23 Review 3분기 부진은 4분기에 만회

3Q23 연결기준 매출액 9,308억원(-9.5% yoy), 영업이익 319억원(+6.6% yoy), 영업이익률 3.4%(+0.5%p yoy) 기록. 매출액, 영업이익 모두 컨센서스를 하회

3분기 신동 판매량은 4.3만톤(-4% qoq, -5% yoy)으로 다소 부진. 전자, 반도체 등 수요 산업의 재고조정 및 경기 침체에 따른 수요 위축 영향. 분기 평균 구리 가격 하락(2Q23 \$8,478→3Q23 \$8,356)으로 인해 Metal Loss가 발생함에 따라 수익성도 악화. 4분기에도 Metal Loss는 불가피해 보이며, 판매량 회복이 관건

방산 부문은 3분기가 계절적으로 내수 판매가 낮으며, 예정됐던 수출 물량 중 약 500억원 규모가 계약 지연된 영향으로 매출이 1,573억원(-26% qoq, -21% yoy)으로 감소. 4분기는 내수 매출이 급증하는 시기이며, 수출 이연 물량이 반영되면서 4분기 매출은 약 4,000억원(내수 1,800억원, 수출 2,200억원) 내외로 증가 전망

전시에 탄약 비축은 필수

실물경기 둔화 및 고금리 유지 국면에서 구리 가격은 단기 반등이 쉽지 않은 상황. 특히, 중국의 부동산 시장 침체가 길어지고 있는 부분이 치명적. 연간 시행됐던 중국 정책이 경기부양에 효과적이지 못했다는 점에서 당분간 지지부진한 흐름 예상

다만, 지정학적 갈등 발생에 따른 탄약 수요 성장은 가속화되고 있음. 해외 수출 증가에 따라 수익성도 개선되는 추세를 전망. PBR 0.5배는 투자에 부담 없는 구간

(단위: 십억원 %)

구분	3Q22	2023	작성추정	잠정치	3Q23			4Q23		
					YoY	QoQ	Consensus	당사추정	YoY	QoQ
매출액	1,028	1,036	1,029	931	-9.5	-10.1	989	1,248	10.2	34.1
영업이익	30	54	78	32	6.6	-40.8	45	65	52.1	104.1
순이익	23	45	56	20	-12.2	-54.4	28	43	5.3	109.2

자료: 풍산, FnGuide, 대신증권 Research Center

영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 십억원, 원, %)

	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
매출액	3,509	4,373	4,260	4,344	4,608
영업이익	314	232	236	232	267
세전순이익	307	220	208	209	242
총당기순이익	243	175	163	159	184
자배지분순이익	243	175	163	159	184
EPS	8,682	6,250	5,800	5,660	6,556
PER	3.6	5.4	6.3	6.4	5.6
BPS	60,074	65,659	70,484	74,974	80,360
PBR	0.5	0.5	0.5	0.5	0.4
ROE	15.6	9.9	8.5	7.8	8.4

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	4,207	4,341	4,260	4,344	1.3	0.1
판매비와 관리비	206	217	206	214	-0.1	-1.5
영업이익	330	348	236	232	-28.5	-33.5
영업이익률	7.8	8.0	5.5	5.3	-2.3	-2.7
영업외손익	-33	-25	-28	-22	적자유지	적자유지
세전순이익	296	323	208	209	-30.0	-35.2
자비자분순이익	230	250	163	159	-29.2	-36.6
순이익률	5.5	5.8	3.8	3.7	-1.6	-2.1
EPS(자비자분순이익)	8,194	8,933	5,800	5,660	-29.2	-36.6

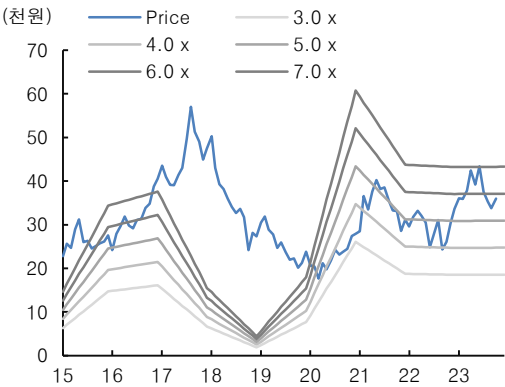
자료: 풍산 대산증권 Research Center

표 1. 풍산 목표주가 산출 (단위: 원, 배, %)

		비고
BPS	70,484	풍산 2023E BPS
Target PBR	0.71	적정 PBR = (ROE-g) / (COE-g) 1) 풍산 23E, 24E ROE: 8.1% 2) 영구성장률(g): 1.33% 3) 자기자본비용: 10.8% (Rf: 4.1%, Rm: 10%, 104주베타: 1.14)
적정주가	50,340	BPS * Target PBR
목표주가	50,000	50,340 ≒ 50,000
현재주가	35,950	2023.10.31 기준
현재 PBR	0.52	2023.10.31 기준
상승여력(%)	39.1	

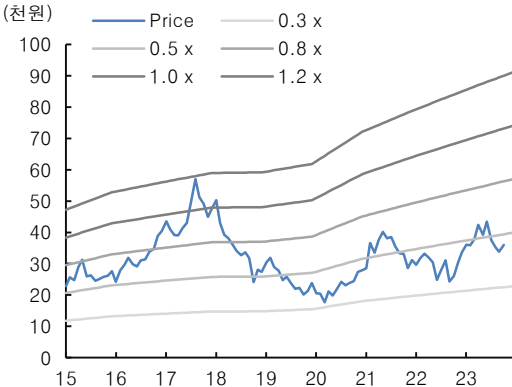
자료: 대산증권 Research Center

그림 1. 풍산 12MF PER 밴드



자료: Quantiwise, 대산증권 Research Center

그림 2. 풍산 12MF PBR 밴드



자료: Quantiwise, 대산증권 Research Center

표 2. 풍산 분기/연간 실적 추이 (단위: 십억원, %)

	(단위)	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23P	4Q23E	2022	2023E
별도 매출액	(십억원)	768	873	756	860	771	775	674	926	3,257	3,145
YoY	(%)	62.2%	30.3%	18.7%	10.9%	0.4%	-11.3%	-10.9%	7.7%	27.4%	-3.4%
QoQ	(%)	-0.9%	13.7%	-13.4%	13.7%	-10.3%	0.5%	-13.1%	37.5%		
신동	(십억원)	603	661	558	534	533	561	516	523	2,356	2,133
수출	(십억원)	362	394	333	283	267	314	275	301	1,328	1,107
내수	(십억원)	237	263	224	248	264	245	239	243	926	942
기타	(십억원)	3	5	2	3	2	2	2	2	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	56	203	189
YoY	(%)	46.2%	-5.4%	-52.8%	-13.4%	19.5%	-38.2%	-12.8%	19.7%	-13.1%	-7.0%
QoQ	(%)	-8.2%	54.7%	-59.4%	50.2%	26.7%	-20.0%	-42.8%	106.2%		
OPM	(%)	6.4%	8.7%	4.1%	5.4%	7.6%	6.1%	4.0%	6.0%	6.2%	6.0%
연결 매출액	(십억원)	1,051	1,161	1,028	1,133	1,045	1,036	931	1,248	4,373	4,260
YoY	(%)	44.9%	25.7%	16.2%	16.1%	-0.6%	-10.8%	-9.5%	10.2%	24.6%	-2.6%
QoQ	(%)	7.7%	10.5%	-11.4%	10.2%	-7.8%	-0.9%	-10.1%	34.1%		
연결 영업이익	(십억원)	69	90	30	43	85	54	32	65	232	236
YoY	(%)	10.9%	-15.8%	-63.0%	-33.5%	22.5%	-39.9%	6.6%	52.1%	-26.3%	1.8%
QoQ	(%)	7.6%	29.4%	-66.6%	43.1%	98.2%	-36.5%	-40.8%	104.1%		
OPM	(%)	6.6%	7.7%	2.9%	3.8%	8.1%	5.2%	3.4%	5.2%	5.3%	5.5%
연결 지배순이익	(십억원)	43	68	23	41	54	45	21	43	175	163
YoY	(%)	-4.5%	-16.2%	-62.0%	-26.9%	24.9%	-33.6%	-12.1%	5.2%	-28.0%	-7.2%
QoQ	(%)	-22.1%	55.9%	-65.5%	74.6%	33.2%	-17.1%	-54.4%	109.1%		
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	8,022	8,738	8,360
원/달러 환율	(원)	1,206	1,261	1,340	1,357	1,277	1,316	1,312	1,338	1,291	1,311

자료: 대신증권 Research Center

기업개요

기업 및 경영진 현황

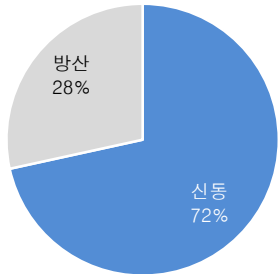
- 동 제품(판/대, 봉/선, 소전, 주조/가외)의 가공/생산을 담당하는 신동사업 부문과, 군용 및 스포츠용 탄약을 생산하는 방산사업 부문으로 구분
- 자산 3조 3,569억원, 부채 1조 4,327억원, 자본 1조 9,242억원
- 발행주식 수: 28,024,278주 / 자기주식수: 710,000주

주가 변동요인

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

주: 주식수는 보통주와 우선주 모두 포함 2023년 6월 기준
자료: 풍산 대산증권 Research Center

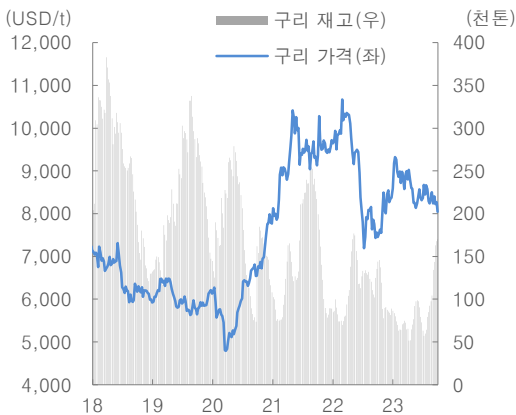
매출 비중 추이



자료: 풍산 대산증권 Research Center

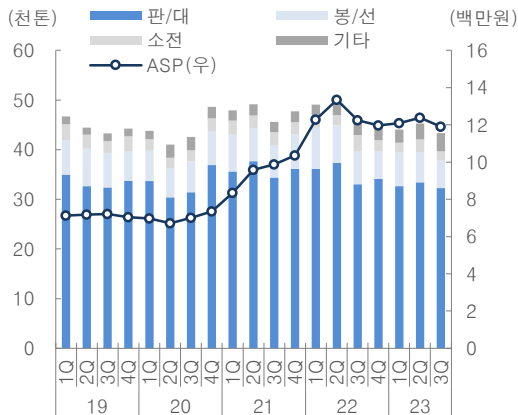
Earnings Driver

LME 구리 가격 및 재고 추이



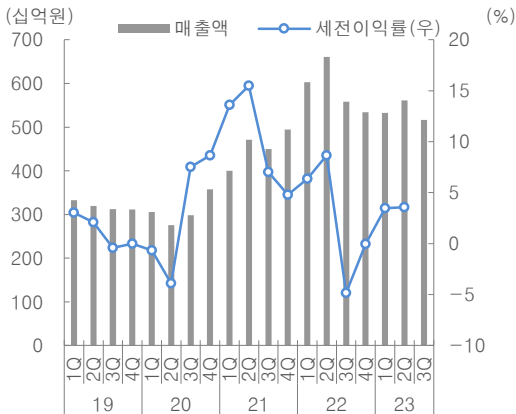
자료: Bloomberg, 대산증권 Research Center

신동 부문 출하량 및 ASP 추이



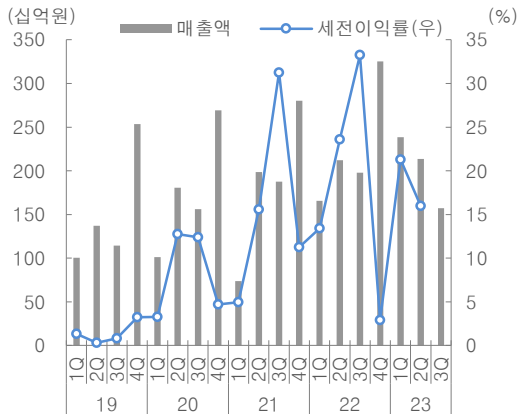
자료: 풍산 대산증권 Research Center

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	4,260	4,344	4,608
매출원가	3,010	3,911	3,818	3,898	4,114
매출총이익	500	462	442	446	494
판매비와관리비	185	230	206	214	227
영업이익	314	232	236	232	267
영업외수익	90	53	5.5	5.3	5.8
EBITDA	412	326	322	319	356
영업외손익	-7	-12	-28	-22	-25
관계기업손익	0	0	0	0	0
금융수익	6	15	15	15	15
외환관련이익	53	105	84	84	84
금융비용	-23	-47	-52	-50	-49
외환관련손실	4	14	25	22	20
기타	10	20	9	13	9
법인세비용차감전순이익	307	220	208	209	242
법인세비용	-63	-44	-45	-51	-59
계속사업순이익	243	175	163	159	184
중단사업순이익	0	0	0	0	0
당기순이익	243	175	163	159	184
당기순이익률	6.9	4.0	3.8	3.7	4.0
비재계분순이익	0	0	0	0	0
재계분순이익	243	175	163	159	184
매도가능금융자산평가	0	0	0	0	0
기타포괄이익	1	3	3	3	3
포괄순이익	256	209	196	192	217
비재계분포괄이익	0	0	0	0	0
재계분포괄이익	256	208	196	192	217

Valuation 지표	(단위: 원 배 %)				
	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
EPS	8,682	6,250	5,800	5,660	6,556
PER	36	5.4	6.3	6.4	5.6
BPS	60,074	65,659	70,484	74,974	80,360
PBR	0.5	0.5	0.5	0.5	0.4
EBITDAPS	14,694	11,645	11,481	11,384	12,705
EV/EBITDA	4.1	5.4	4.9	4.8	4.2
SPS	125,231	156,043	152,000	155,013	164,417
PSR	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2
CFPS	14,670	12,403	12,196	12,239	13,430
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	-26	20	6.1
영업이익 증/감	159.2	-26.3	1.8	-1.8	15.4
순이익 증/감	238.5	-28.0	-7.3	-2.4	15.8
수익성					
ROIC	10.7	7.1	7.1	6.8	7.6
ROA	11.0	7.1	6.9	6.6	7.3
ROE	15.6	9.9	8.5	7.8	8.4
안정성					
부채비율	86.8	84.3	74.6	69.4	65.9
순차입금비율	48.1	44.7	28.7	24.2	21.8
이자보상비율	16.7	7.1	8.7	8.4	9.2

자료: 풍산 대신증권 Research Center

재무상태표	(단위: 십억원)				
	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
유동자산	1,859	2,013	2,061	2,165	2,334
현금및현금성자산	126	155	250	319	381
매출채권 및 기타채권	523	600	584	593	627
재고자산	1,183	1,204	1,173	1,196	1,269
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	3,453	3,564	3,740
유동부채	1,109	1,118	1,135	1,260	1,295
매입채무 및 기타채무	265	252	315	318	328
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	1,475	1,460	1,486
자본부분	1,684	1,840	1,975	2,101	2,252
자본금	140	140	140	140	140
자본잉여금	495	495	495	495	495
이익잉여금	1,034	1,195	1,330	1,456	1,607
기타자본변동	15	10	10	10	10
비재계분	2	2	2	3	3
자본총계	1,686	1,842	1,978	2,104	2,255
순차입금	811	824	567	510	490

현금흐름표	(단위: 십억원)				
	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
영업활동 현금흐름	-19	137	371	225	183
당기순이익	0	0	163	159	184
비현금항목의 가감	168	172	179	184	193
감가상각비	98	95	86	87	89
외환손익	1	12	-12	-15	-17
지분법평가손익	0	0	0	0	0
기타	69	65	105	112	121
자산부채의 증감	-430	-110	128	-13	-79
기타현금흐름	242	74	-99	-105	-115
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	95	69	62
기초 현금	79	126	155	250	319
기말 현금	126	155	250	319	381
NOPLAT	249	185	185	175	203
FCF	256	162	171	163	191

[Compliance Notice]

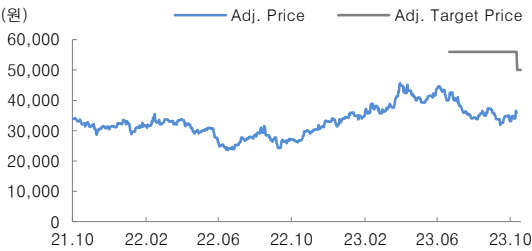
금융투자업규정 4-20조 1항5호사목에 따라 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없으며, 당사의 금융투자분석사는 자료작성일 현재 본 자료에 관련하여 재산적 이해관계가 없습니다. 당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며 당사의 금융투자분석사는 본 자료의 작성과 관련하여 외부 부당한 압력이나 간섭을 받지 않고 본인의 의견을 정확하게 반영하였습니다.

(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	23.11.01	23.07.11
투자의견	Buy	Buy
목표주가	50,000	56,000
과다율(평균%)		(35.53)
과다율(최대/최소%)		(23.93)

제시일자	
투자의견	
목표주가	
과다율(평균%)	
과다율(최대/최소%)	

제시일자	
투자의견	
목표주가	
과다율(평균%)	
과다율(최대/최소%)	

제시일자	
투자의견	
목표주가	
과다율(평균%)	
과다율(최대/최소%)	

투자의견 비율공시 및 투자등급관련사항(기준일자:20231029)

구분	Buy(매수)	Marketperform(중립)	Underperform(매도)
비율	91.8%	8.2%	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