

풍산 (103140/KS)

여전히 매력적인 주가 수준, 상승 여력 충분

SK증권 리서치센터

매수(유지)

목표주가: 84,000 원(상향)

현재주가: 65,000 원

상승여력: 29.2%

**Analyst
이규익**kyuik@sks.co.kr
3773-9520

Company Data

| | |
|-----------|-----------|
| 발행주식수 | 2,802 만주 |
| 시가총액 | 1,822 십억원 |
| 주요주주 | |
| 풍산홀딩스(외3) | 38.01% |
| 국민연금공단 | 11.43% |

Stock Data

| | |
|--------------|-------------|
| 주가(24/04/30) | 65,000 원 |
| KOSPI | 2,692.06 pt |
| 52주 최고가 | 66,900 원 |
| 52주 최저가 | 31,900 원 |
| 60일 평균 거래대금 | 25 십억원 |

주가 및 상대수익률



컨센서스를 소폭 상회하는 실적 기록

동사의 1 분기 연결 실적은 매출액 9,635 억원(-7.8% YoY, -13.5% QoQ), 영업이익 542 억원(-36.1% YoY, -6.5% QoQ)으로 구리 가격 상승에 따른 자회사 이익 개선폭이 예상보다 컸던 부분을 제외하면 대체로 예상에 부합하는 실적을 기록했다. 신동 판매량은 4.56 만 톤(+3.4% YoY, 5.6% QoQ)으로 개선되는 모습을 보였으며 구리 가격 상승으로 65 억원의 이익 기여가 발생했다. 방산 부문 매출액은 1,743 억원(-26.9% YoY, -54.2% QoQ)으로 부진했는데 1) 1분기가 방산 매출의 계절적 비수 기이고 2) 고객사 인도 물량 공백이 겹쳤기 때문이다.

2Q24 분기 기준 역대 최대 실적 예상

1 분기 무난한 실적 기록했지만 2 분기 연결 실적은 매출액 1.29 조원(+24.3% YoY, +37.5% QoQ), 영업이익 1,258 억원(+133.4% YoY, +132.1% QoQ)으로 분기 기준 역대 최대 실적을 기록할 것으로 예상된다. 방산 수출 매출액은 2,321 억원으로 분기 역대 최대를 기록할 것으로 예상되는 가운데, 방산 내수 부문 이연 매출 500 억원 반영되며 전분기 대비 방산 부문 영업이익 개선폭 500 억원에 이를 것으로 기대된다. 신동 부문도 신동 판매량이 4.88 만 톤(+7.6% YoY, +7% QoQ)으로 증가하고 구리 가격 상승으로 메탈 게인 150 억원 이상 반영되며 영업이익 전분기 대비 240 억원 증가할 것으로 예상된다.

84,000 원으로 목표주가 상향

신동 판매량 및 방산 수출 실적 추정치 상향을 근거로 동사에 대한 목표주가를 84,000 원으로 상향한다. 30 일 동사의 실적 공시 이후 주가는 6% 가까이 하락했다. 방산 실적이 전년 동기 및 전분기 대비 부진하긴 했으나 예상했던 수준이었고 동사가 제시한 2 분기 공격적인 가이드스를 감안하면 해당 주가 하락은 과도했다고 판단한다. 타이트한 구리 수급 유지되는 가운데, 하반기로 갈수록 구리 가격에 우호적인 매크로 환경 조성될 것으로 예상된다. 연내 구리 가격 강세 지속될 가능성 높다고 판단하며 방산 실적도 연간 기준으로 20% 가까이 성장할 것으로 예상된다. 아울러, 고객사 추가 수주에 따른 방산 신규 수주 모멘텀, 하반기 일회성 현금 유입에 따른 주주환원 확대 가능성 등 감안하면 여전히 매수 관점에서 접근할 필요가 있다고 판단한다.

영업실적 및 투자지표

| 구분 | 단위 | 2020 | 2021 | 2022 | 2023 | 2024E | 2025E |
|-----------|-----|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 매출액 | 십억원 | 2,594 | 3,509 | 4,373 | 4,125 | 4,649 | 5,039 |
| 영업이익 | 십억원 | 121 | 314 | 232 | 229 | 371 | 377 |
| 순이익(지배주주) | 십억원 | 72 | 243 | 175 | 156 | 269 | 276 |
| EPS | 원 | 2,565 | 8,682 | 6,250 | 5,582 | 9,615 | 9,859 |
| PER | 배 | 10.9 | 3.6 | 5.4 | 7.0 | 6.8 | 6.6 |
| PBR | 배 | 0.5 | 0.5 | 0.5 | 0.6 | 0.8 | 0.7 |
| EV/EBITDA | 배 | 6.6 | 4.1 | 5.4 | 4.3 | 1.8 | 1.6 |
| ROE | % | 5.1 | 15.6 | 9.9 | 8.2 | 12.9 | 11.9 |

풍산 실적 추정 테이블(연결 기준)

(단위: 십억원)

| | 1Q23 | 2Q23 | 3Q23 | 4Q23 | 1Q24P | 2Q24E | 3Q24E | 4Q24E | 2023 | 2024E | 2025E |
|-------|-------|-------|------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 매출액 | 1,045 | 1,036 | 931 | 1,114 | 937 | 1,288 | 1,132 | 1,294 | 4,125 | 4,649 | 5,039 |
| 풍산 별도 | 771 | 775 | 674 | 881 | 715 | 988 | 839 | 1,002 | 3,091 | 3,542 | 3,829 |
| 풍산 이외 | 274 | 261 | 257 | 233 | 221 | 300 | 293 | 291 | 1,025 | 1,105 | 1,210 |
| 영업이익 | 84.8 | 53.9 | 31.9 | 59.4 | 54.2 | 125.8 | 84.5 | 106.4 | 230.0 | 370.9 | 377.3 |
| 풍산 별도 | 59.0 | 47.2 | 27.0 | 57.1 | 35.2 | 108.4 | 71.4 | 90.4 | 190.3 | 305.4 | 324.4 |
| 풍산 이외 | 25.9 | 6.6 | 4.9 | 2.3 | 19.0 | 17.4 | 13.1 | 16.0 | 39.7 | 65.5 | 52.9 |
| 순이익 | 54.2 | 44.9 | 20.5 | 39.1 | 38.1 | 92.4 | 61.1 | 77.9 | 156.4 | 269.5 | 276.3 |

자료: SK 증권

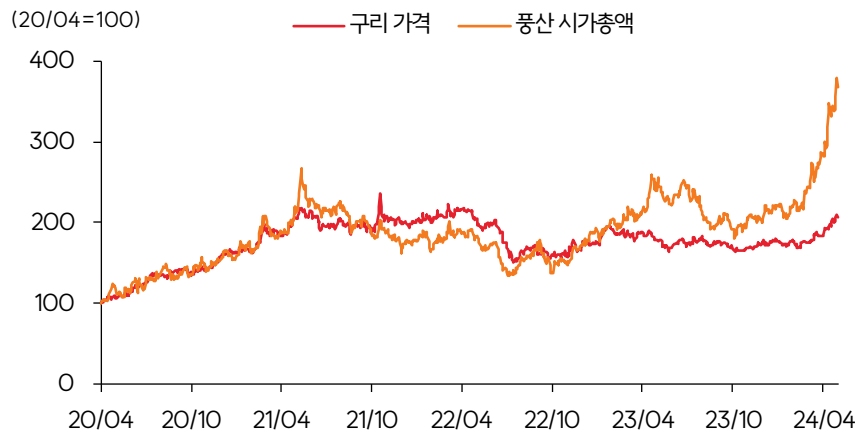
풍산 실적 추정 테이블(별도 기준)

(단위: 십억원)

| | 1Q23 | 2Q23 | 3Q23 | 4Q23 | 1Q24P | 2Q24E | 3Q24E | 4Q24E | 2023 | 2024E | 2025E |
|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 매출액 | 771 | 775 | 674 | 881 | 715 | 988 | 839 | 1,002 | 3,091 | 3,542 | 3,829 |
| 신동 | 533 | 561 | 516 | 501 | 541 | 645 | 587 | 627 | 2,101 | 2,397 | 2,630 |
| 내수 | 264 | 254 | 236 | 216 | 240 | 290 | 267 | 281 | 969 | 1,078 | 1,190 |
| 수출 | 267 | 305 | 278 | 283 | 298 | 355 | 320 | 346 | 1,132 | 1,320 | 1,440 |
| 방산 | 238 | 214 | 157 | 380 | 174 | 343 | 252 | 375 | 990 | 1,144 | 1,199 |
| 내수 | 94 | 133 | 90 | 180 | 79 | 111 | 92 | 184 | 497 | 466 | 476 |
| 수출 | 145 | 80 | 67 | 200 | 95 | 232 | 159 | 191 | 492 | 678 | 723 |
| 영업이익 | 59.0 | 47.2 | 27.0 | 57.1 | 35.2 | 108.4 | 71.4 | 90.4 | 190 | 306 | 324 |
| 신동 | 14.1 | 21.4 | 5.8 | -5.6 | 13.5 | 37.4 | 26.3 | 34.5 | 36 | 112 | 115 |
| 방산 | 44.8 | 25.8 | 21.2 | 62.7 | 22.7 | 71.0 | 45.1 | 55.9 | 155 | 195 | 209 |
| 영업이익률 | 7.6% | 6.1% | 4.0% | 6.5% | 4.9% | 11.0% | 8.5% | 9.0% | 6.2% | 8.7% | 8.5% |
| 신동 | 2.7% | 3.8% | 1.1% | -1.1% | 2.5% | 5.8% | 4.5% | 5.5% | 1.7% | 4.7% | 4.4% |
| 방산 | 18.8% | 12.1% | 13.5% | 16.5% | 13.0% | 20.7% | 17.9% | 14.9% | 15.6% | 17.0% | 17.5% |

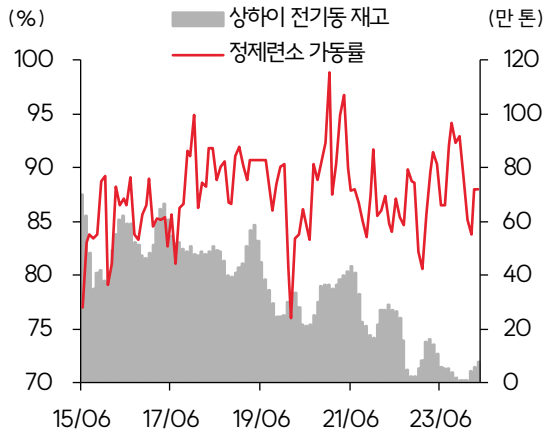
자료: SK 증권

구리 가격 및 풍산 시가총액 추이



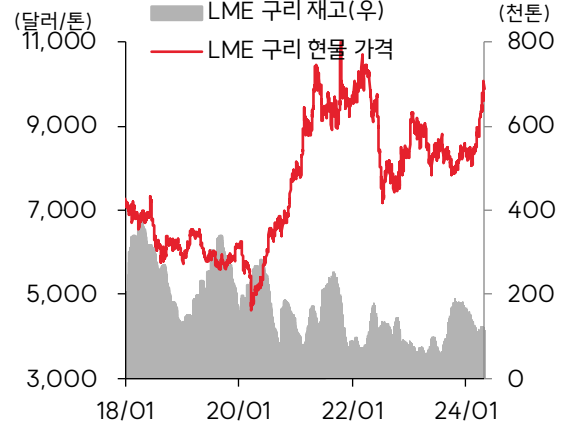
자료: Bloomberg, SK 증권

상하이 전기동 재고 및 정제련소 가동률 추이



자료: Bloomberg, SK 증권

구리 가격 및 재고 추이



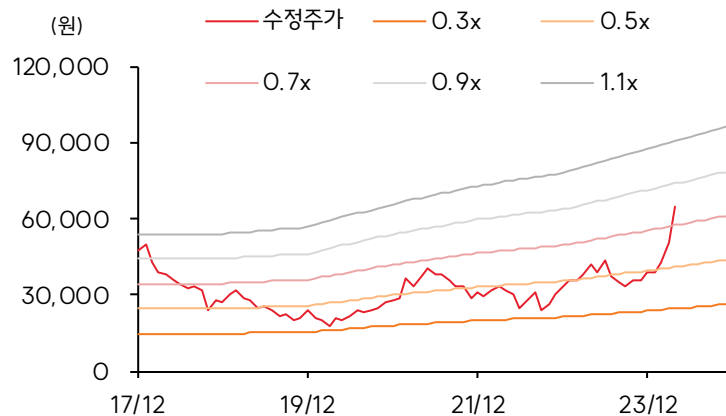
자료: Bloomberg, SK 증권

풍산 목표주가 산출

| 구분 | 내용 | 비고 |
|----------------------|---------------|------------------------|
| (1) 신동 영업 가치(십억원) | 644.1 | |
| 신동 2024E EBITDA(십억원) | 161.0 | 24년 예상 EBITDA |
| Target EV/EBITDA | 4.0 | 구리 가공 Peer 멀티플 20% 할인 |
| (2) 방산 영업 가치(십억원) | 1,432.1 | |
| 방산 2024E EBITDA(십억원) | 238.7 | 24년 예상 EBITDA |
| Target EV/EBITDA | 6.0 | 탄약 Peer 멀티플 30% 할인 |
| (3) 비영업가치(십억원) | 110.1 | 주요 비상장 자회사 장부가액 70% 할인 |
| (4) 순현금(십억원) | 177.0 | 부산 공장 매각 대금 수취 가정 |
| 적정 기업가치(십억원) | 2,363.3 | |
| 발행주식수(천 주) | 28,024 | |
| 적정주가(원) | 84,331 | |
| 목표주가(원) | 84,000 | 천원 단위 반올림 |
| 현재주가(원) | 65,000 | |
| 상승여력(%) | 29.2% | |

자료: SK 증권

풍산 PBR 밴드 차트



자료: FnGuide, SK 증권

재무상태표

| 12월 결산(십억원) | 2021 | 2022 | 2023 | 2024E | 2025E |
|----------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 유동자산 | 1,859 | 2,013 | 2,239 | 3,100 | 3,219 |
| 현금및현금성자산 | 126 | 155 | 408 | 1,244 | 1,349 |
| 매출채권 및 기타채권 | 523 | 600 | 560 | 617 | 683 |
| 재고자산 | 1,183 | 1,204 | 1,227 | 1,179 | 1,132 |
| 비유동자산 | 1,289 | 1,382 | 1,421 | 721 | 801 |
| 장기금융자산 | 30 | 73 | 64 | 66 | 69 |
| 유형자산 | 1,099 | 1,138 | 1,183 | 451 | 528 |
| 무형자산 | 15 | 11 | 12 | 12 | 11 |
| 자산총계 | 3,148 | 3,395 | 3,661 | 3,821 | 4,020 |
| 유동부채 | 1,109 | 1,118 | 1,352 | 1,263 | 1,204 |
| 단기금융부채 | 681 | 675 | 474 | 493 | 513 |
| 매입채무 및 기타채무 | 199 | 183 | 268 | 295 | 268 |
| 단기충당부채 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 비유동부채 | 354 | 435 | 342 | 356 | 370 |
| 장기금융부채 | 263 | 333 | 232 | 241 | 251 |
| 장기매입채무 및 기타채무 | 10 | 13 | 13 | 13 | 13 |
| 장기충당부채 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 부채총계 | 1,463 | 1,553 | 1,695 | 1,619 | 1,574 |
| 지배주주지분 | 1,684 | 1,840 | 1,966 | 2,203 | 2,446 |
| 자본금 | 140 | 140 | 140 | 140 | 140 |
| 자본잉여금 | 495 | 495 | 495 | 495 | 495 |
| 기타자본구성요소 | -0 | -23 | -23 | -23 | -23 |
| 자기주식 | -0 | -23 | -23 | -23 | -23 |
| 이익잉여금 | 1,034 | 1,195 | 1,315 | 1,552 | 1,795 |
| 비지배주주지분 | 2 | 2 | 0 | 0 | 0 |
| 자본총계 | 1,686 | 1,842 | 1,966 | 2,203 | 2,446 |
| 부채외자본총계 | 3,148 | 3,395 | 3,661 | 3,821 | 4,020 |

현금흐름표

| 12월 결산(십억원) | 2021 | 2022 | 2023 | 2024E | 2025E |
|-------------------|------|------|------|-------|-------|
| 영업활동현금흐름 | N/A | N/A | N/A | N/A | N/A |
| 당기순이익(손실) | 243 | 175 | 156 | 269 | 276 |
| 비현금성항목등 | 168 | 217 | 205 | 183 | 159 |
| 유형자산감가상각비 | 95 | 93 | 90 | 83 | 73 |
| 무형자산상각비 | 3 | 2 | 1 | 1 | 0 |
| 기타 | 70 | 122 | 115 | 99 | 86 |
| 운전자본감소(증가) | -430 | -110 | 454 | -113 | -95 |
| 매출채권및기타채권의감소(증가) | -107 | -94 | 33 | -57 | -67 |
| 재고자산의감소(증가) | -384 | -11 | -29 | 48 | 46 |
| 매입채무및기타채무의증가(감소) | 20 | -24 | 90 | -50 | -27 |
| 기타 | N/A | N/A | N/A | N/A | N/A |
| 법인세납부 | -30 | -89 | -59 | -85 | -87 |
| 투자활동현금흐름 | N/A | N/A | N/A | N/A | N/A |
| 금융자산의감소(증가) | -1 | -25 | 5 | -0 | -0 |
| 유형자산의감소(증가) | -90 | -117 | -136 | -150 | -150 |
| 무형자산의감소(증가) | -0 | -0 | -1 | 0 | 0 |
| 기타 | N/A | N/A | N/A | N/A | N/A |
| 재무활동현금흐름 | N/A | N/A | N/A | N/A | N/A |
| 단기금융부채의증가(감소) | 61 | -106 | -304 | 19 | 20 |
| 장기금융부채의증가(감소) | 111 | 158 | -2 | 9 | 10 |
| 자본의증가(감소) | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 배당금지급 | 0 | 0 | 0 | -33 | -33 |
| 기타 | N/A | N/A | N/A | N/A | N/A |
| 현금의 증가(감소) | 47 | 29 | 253 | 836 | 105 |
| 기초현금 | 79 | 126 | 155 | 408 | 1,244 |
| 기말현금 | 126 | 155 | 408 | 1,244 | 1,349 |
| FCF | -382 | 76 | 622 | 93 | 108 |

자료 : 풍산, SK증권 추정

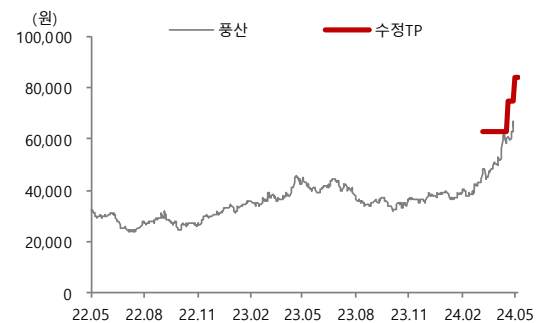
포괄손익계산서

| 12월 결산(십억원) | 2021 | 2022 | 2023 | 2024E | 2025E |
|-----------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 매출액 | 3,509 | 4,373 | 4,125 | 4,649 | 5,039 |
| 매출원가 | 3,010 | 3,911 | 3,684 | 4,025 | 4,387 |
| 매출총이익 | 500 | 462 | 441 | 625 | 652 |
| 매출총이익률(%) | 14.2 | 10.6 | 10.7 | 13.4 | 12.9 |
| 판매비와 관리비 | 185 | 230 | 212 | 254 | 275 |
| 영업이익 | 314 | 232 | 229 | 371 | 377 |
| 영업이익률(%) | 9.0 | 5.3 | 5.5 | 8.0 | 7.5 |
| 비영업손익 | -7 | -12 | -28 | -16 | -14 |
| 순금융손익 | -19 | -31 | -34 | -11 | 5 |
| 외환관련손익 | 18 | 10 | 4 | -0 | -0 |
| 관계기업등 투자손익 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 세전계속사업이익 | 307 | 220 | 201 | 355 | 364 |
| 세전계속사업이익률(%) | 8.7 | 5.0 | 4.9 | 7.6 | 7.2 |
| 계속사업법인세 | 63 | 44 | 45 | 85 | 87 |
| 계속사업이익 | 243 | 175 | 156 | 269 | 276 |
| 중단사업이익 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| *법인세효과 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 당기순이익 | 243 | 175 | 156 | 269 | 276 |
| 순이익률(%) | 6.9 | 4.0 | 3.8 | 5.8 | 5.5 |
| 지배주주 | 243 | 175 | 156 | 269 | 276 |
| 지배주주귀속 순이익률(%) | 6.9 | 4.0 | 3.8 | 5.8 | 5.5 |
| 비지배주주 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 총포괄이익 | 256 | 209 | 153 | 269 | 276 |
| 지배주주 | 256 | 208 | 153 | 269 | 276 |
| 비지배주주 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| EBITDA | 412 | 326 | 319 | 454 | 451 |

주요투자지표

| 12월 결산(십억원) | 2021 | 2022 | 2023 | 2024E | 2025E |
|------------------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 성장성 (%) | | | | | |
| 매출액 | 35.3 | 24.6 | -5.7 | 12.7 | 8.4 |
| 영업이익 | 159.2 | -26.3 | -1.3 | 62.2 | 1.7 |
| 세전계속사업이익 | 210.0 | -28.4 | -8.5 | 76.3 | 2.5 |
| EBITDA | 85.6 | -20.7 | -2.1 | 42.2 | -0.8 |
| EPS | 238.4 | -28.0 | -10.7 | 72.2 | 2.5 |
| 수익성 (%) | | | | | |
| ROA | 8.5 | 5.4 | 4.4 | 7.2 | 7.0 |
| ROE | 15.6 | 9.9 | 8.2 | 12.9 | 11.9 |
| EBITDA마진 | 11.7 | 7.5 | 7.7 | 9.8 | 8.9 |
| 안정성 (%) | | | | | |
| 유동비율 | 167.7 | 180.1 | 165.6 | 245.5 | 267.4 |
| 부채비율 | 86.8 | 84.3 | 86.2 | 73.5 | 64.3 |
| 순차입금/자기자본 | 48.1 | 44.7 | 13.9 | -24.3 | -25.0 |
| EBITDA/이자비용(배) | 21.9 | 10.1 | 8.1 | 14.0 | 13.4 |
| 배당성향 | 11.5 | 15.6 | 21.0 | 12.2 | 11.9 |
| 주당지표 (원) | | | | | |
| EPS(계속사업) | 8,682 | 6,250 | 5,582 | 9,615 | 9,859 |
| BPS | 60,080 | 66,466 | 70,959 | 79,405 | 88,094 |
| CFPS | 12,167 | 9,630 | 8,819 | 12,584 | 12,476 |
| 주당 현금배당금 | 1,000 | 1,000 | 1,200 | 1,200 | 1,200 |
| Valuation지표 (배) | | | | | |
| PER | 3.6 | 5.4 | 7.0 | 6.8 | 6.6 |
| PBR | 0.5 | 0.5 | 0.6 | 0.8 | 0.7 |
| PCR | 2.6 | 3.5 | 4.4 | 5.2 | 5.2 |
| EV/EBITDA | 4.1 | 5.4 | 4.3 | 1.8 | 1.6 |
| 배당수익률 | 3.2 | 3.0 | 3.1 | 2.5 | 2.5 |

| 일시 | 투자의견 | 목표주가 | 목표가격 대상시점 | 과리율 | |
|------------|-----------|---------|--------------|---------|----------------|
| | | | | 평균주가대비 | 최고(최저) 주가대비 |
| 2024.05.02 | 매수 | 84,000원 | 6개월 | | |
| 2024.04.19 | 매수 | 75,000원 | 6개월 | -17.26% | -10.80% |
| 2024.03.07 | 매수 | 63,000원 | 6개월 | -18.56% | -2.22% |
| 2023.05.30 | 매수 | 55,000원 | 6개월 | -30.96% | -18.82% |
| 2023.02.02 | Not Rated | | | | |
| 2021.08.19 | 매수 | 47,000원 | 6개월 | -34.66% | -21.81% |



Compliance Notice

작성자(이규익)는 본 조사분석자료에 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 신의성실하게 작성되었음을 확인합니다.

본 보고서에 언급된 종목의 경우 당사 조사분석담당자는 본인의 담당종목을 보유하고 있지 않습니다.

본 보고서는 기관투자자 또는 제 3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.

당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.

종목별 투자의견은 다음과 같습니다.

투자판단 3 단계(6개월기준) 15%이상 → 매수 / -15%~15% → 중립 / -15%미만 → 매도

SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2024년 05월 02일 기준)

| | | | | | |
|----|--------|----|-------|----|-------|
| 매수 | 95.98% | 중립 | 4.02% | 매도 | 0.00% |
|----|--------|----|-------|----|-------|