

2023. 11. 01



Company Analysis | 철강/이차전지소재

Analyst 안회수

02 3779 8897 _ hoesoo@ebestsec.co.kr

Buy (유지)

목표주가 (유지)	55,000 원
현재주가	35,950 원
상승여력	53.0%

컨센서스 대비

상회	부합	하회
		●

Stock Data

KOSPI (10/31)	2,277.99 pt
시가총액	10,075 억원
발행주식수	28,024 천주
52 주 최고가/최저가	45,700 / 26,100 원
90 일 일평균거래대금	57.31 억원
외국인 지분율	15.1%
배당수익률(23.12E)	2.8%
BPS(23.12E)	70,210 원
KOSPI 대비 상대수익률	1개월 14.0%
	6개월 -6.3%
	12개월 38.4%
주주구성	풍산홀딩스 (외 4인) 38.0%
	국민연금공단 (외 1인) 8.2%
	자사주(외 1인) 2.5%

Stock Price



풍산 (103140)

탄약 수요를 믿어봐

3Q23 Review: 컨센서스 하회

3Q23 매출액 9,308억원(-9.5%YoY, -10.1%QoQ), 영업이익 318억원(-39.9%YoY, -41.0%QoQ)으로 컨센서스를 약 34% 하회했다. 컨센서스 하회의 주된 원인은 신동과 방산 부문 모두 매출이 가이던스 대비 크게 부진했기 때문이다. 1) 신동: 판매량이 코로나 이후 최저수준으로 감소했다(43,377톤, -5% YoY, -4% QoQ). 신동부문 이익률이 2Q23 3.6% → 3Q23 1.0%로 하락했는데, 구리가격 하락으로 스프레드가 감소하고 메탈로스 30억원이 발생했다. 해외 신동 자회사들 역시 이익이 전분기 대비 모두 감소하였다. 2) 방산: 방산 매출 1573억원, 그 중 수출 701억원(-49.0%YoY, -14.9%QoQ)으로 수출이 크게 부진했다. 각 국가의 예산집행 문제 등으로 수주계약과 매출 이연이 약 500억원 발생한 것으로 파악된다.

방산 외형성장, 방향성은 확실

4Q23 매출액 1.1조원(-0.4%YoY, +21.3%QoQ), 영업이익 780억원(82.5%YoY, 145.2%QoQ)을 예상한다. 1) 신동: 구리 공급 과잉 전망, 글로벌 고금리 지속으로 원재료인 구리 및 판매가 하락 우려는 지속된다. 그러나 중국의 추가 경기 부양책 기대감, 반도체 리드프레임 등 전방산업 재조정 흐름 마무리로 판매량은 회복세로 접어들 것으로 기대된다. 2) 방산: 4분기에는 이연된 수출 매출이 본격 반영되며 수익성을 견인할 것이다. 회사는 4분기 방산 수출 가이던스로 2,220억원을 제시했다. 방산 매출 비중, 특히 수출이 커질수록 동사의 이익률에는 긍정적으로 작용한다. 이스라엘-팔레스타인 사태 등으로 스포츠탄 중심 스팟 수요도 늘어날 수 있다. 국책은행 수출금융한도에 따라 폴란드 2차 이행 계약 모멘텀은 이연된 분위기이나, 중동/불가리아/루마니아에서도 우리 기업의 무기에 지속적인 관심을 보이고 있다. 이에 동사는 폴란드 현지뿐만 아니라 국내에도 대구경탄약 CAPA 확대를 검토 중이다.

투자의견 Buy, 목표주가 55,000원 유지

투자의견 Buy, 목표주가 55,000원을 유지한다. 구리가격 하락 및 방산 실적 이연에 따라 최근 주가는 12MFwd P/B 0.5x 수준까지 하락했다. 그러나 동사 이익의 70%는 방산 부문에서 창출되며, 방산 부문의 장기적인 외형성장 방향성은 확실하기에, 투자 매력도 높다고 판단한다.

Financial Data

(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
매출액	3,509	4,373	4,140	4,009	3,992
영업이익	314	232	248	255	288
순이익	243	175	171	171	197
EPS (원)	8,686	6,252	6,060	5,980	6,879
증감률 (%)	238.4	-28.0	-3.1	-1.3	15.0
PER (x)	3.6	5.4	5.9	6.0	5.2
PBR (x)	0.5	0.5	0.5	0.5	0.4
영업이익률 (%)	9.0	5.3	6.0	6.4	7.2
EBITDA 마진 (%)	11.7	7.5	8.4	9.0	10.0
ROE (%)	15.6	9.9	8.9	8.2	8.8

주: IFRS 연결 기준

자료: 풍산, 이베스트투자증권 리서치센터

표1 풍산 3Q23 Review

(십억원)	3Q23P	2Q23	3Q22	% QoQ	% YoY	Consensus	대비(%)
매출액	931	1,036	1,028	-0.7%	10.5%	998	-6.7%
영업이익	32	54	30	-44.5%	-5.9%	48	-33.8%
영업이익률	3.4%	5.2%	2.9%	-2.3%p	-0.5%p	4.8%	-1.4%p
세전이익	27	53	38	-29.1%	39.9%	44	-38.6%
순이익	21	45	23	-48.1%	13.7%	34	-39.2%

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

표2 풍산 실적 추이 및 전망

(십억원, %)	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23P	4Q23E	2022	2023E	2024E
연결 매출액	1,051	1,161	1,028	1,133	1,045	1,036	931	1,129	4,373	4,140	4,009
yoy	0.0%	0.0%	16.2%	16.1%	-0.6%	-10.8%	-9.5%	-0.4%	24.6%	-5.3%	-3.2%
qoq	7.7%	10.5%	-11.4%	10.2%	-7.8%	-0.9%	-10.1%	21.3%			
별도	768	873	756	860	771	775	674	893	3,257	3,113	3,040
신동	603	661	558	535	530	559	516	513	2,357	2,119	1,971
방산	166	212	198	325	238	214	157	380	901	989	1,069
-수출	88	152	138	141	145	82	70	200	518	497	597
-내수	77	61	60	184	94	131	87	180	383	492	472
자회사	283	288	272	273	274	261	257	236	1,116	1,028	969
영업이익	69	90	30	43	85	54	32	78	232	248	255
yoy	10.9%	-15.8%	-63.0%	-33.5%	22.5%	-39.9%	6.3%	82.1%	-26.3%	7.3%	2.8%
qoq	7.6%	29.4%	-66.6%	43.1%	98.2%	-36.5%	-41.0%	145.2%			
별도	49	76	31	47	59	47	27	71	203	205	212
신동	33	43	0	5	14	20	5	4	81	44	26
방산	16	32	32	42	45	26	21	67	122	159	176
자회사	20	13	-1	-4	26	7	5	7	28	44	43
OPM(%)	6.6%	7.7%	2.9%	3.8%	8.1%	5.2%	3.4%	6.9%	5.3%	6.0%	6.4%
별도	6.4%	8.7%	4.1%	5.4%	7.6%	6.1%	4.0%	8.0%	6.2%	6.6%	7.0%
신동	5.4%	6.5%	0.0%	1.0%	2.7%	3.6%	1.0%	0.9%	3.4%	2.1%	1.3%
방산	9.8%	15.0%	16.1%	13.0%	18.8%	12.1%	13.5%	17.6%	13.6%	16.0%	16.4%
자회사	7.0%	4.6%	-0.4%	-1.4%	9.5%	2.5%	1.8%	2.8%	2.5%	4.3%	4.5%
세전이익	64	103	38	14	71	53	27	66	220	215	292
당기순이익	43	68	23	41	45	45	21	52	175	171	171
당기순이익률	4.1%	5.8%	2.3%	3.6%	4.3%	4.3%	2.2%	4.6%	4.0%	4.1%	4.3%
주요가정											
신동 판매량(톤)	49,050	49,531	45,556	44,654	44,060	45,309	43,377	46,000	188,791	178,746	189,000
구리가격(\$/mt)	9,997	9,513	7,745	8,060	8,940	8,478	8,356	7,920	8,829	8,424	8,056

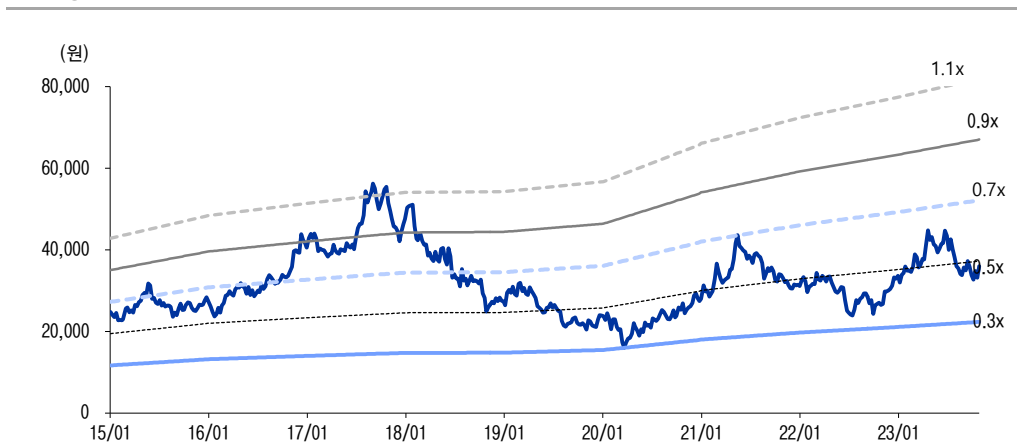
자료: 이베스트투자증권 리서치센터

표3 실적 변경 내역

	4Q23E			2023E			2024E		
	수정전	수정후	차이	수정전	수정후	차이	수정전	수정후	차이
매출액	1,042	1,129	8.3%	4,073	4,140	1.7%	4,131	4,009	-3.0%
영업이익	64	78	21.8%	248	248	0.2%	252	255	1.4%
영업이익률	6.1%	6.9%	0.8%p	6.1%	6.0%	-0.1%p	6.1%	6.4%	0.3%p
세전이익	52	66	27.0%	213	215	1.1%	217	292	34.7%
순이익	41	52	25.7%	170	171	0.7%	169	171	1.2%

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림1 풍산 12M Fwd P/B Chart



자료: 이베스트투자증권 리서치센터

풍산 (103140)

재무상태표

(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
유동자산	1,859	2,013	2,700	3,186	3,462
현금 및 현금성자산	126	155	763	1,250	1,467
매출채권 및 기타채권	523	600	552	551	568
재고자산	1,183	1,204	1,374	1,373	1,414
기타유동자산	27	54	12	12	12
비유동자산	1,289	1,382	1,395	1,419	1,455
관계기업투자등	12	19	21	21	21
유형자산	1,099	1,138	1,154	1,179	1,217
무형자산	15	11	10	9	7
자산총계	3,148	3,395	4,095	4,605	4,917
유동부채	1,109	1,118	1,697	1,843	1,898
매입채무 및 기타채무	265	252	832	767	811
단기금융부채	681	675	605	805	805
기타유동부채	163	192	260	271	282
비유동부채	354	435	430	655	747
장기금융부채	263	333	321	542	630
기타비유동부채	90	102	109	113	117
부채총계	1,463	1,553	2,127	2,498	2,645
지배주주지분	1,684	1,840	1,968	2,107	2,272
자본금	140	140	140	140	140
자본잉여금	495	495	495	495	495
이익잉여금	1,034	1,195	1,340	1,480	1,644
비지배주주지분(연결)	2	2	0	0	0
자본총계	1,686	1,842	1,968	2,107	2,272

손익계산서

(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
매출액	3,509	4,373	4,140	4,009	3,992
매출원가	3,010	3,911	3,692	3,521	3,471
매출총이익	500	462	449	487	520
판매비 및 관리비	185	230	200	232	232
영업이익	314	232	248	255	288
(EBITDA)	412	326	346	361	398
금융손익	-1	-21	-32	-40	-42
이자비용	19	32	41	42	43
관계기업등 투자손익	0	0	0	0	0
기타영업외손익	-7	9	1	3	6
세전계속사업이익	307	220	217	219	252
계속사업법인세비용	63	44	46	48	55
계속사업이익	243	175	171	171	197
중단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익	243	175	171	171	197
지배주주	243	175	170	168	193
총포괄이익	259	175	171	171	197
매출총이익률 (%)	14.2	10.6	10.8	12.2	13.0
영업이익률 (%)	9.0	5.3	6.0	6.4	7.2
EBITDA 마진률 (%)	11.7	7.5	8.4	9.0	10.0
당기순이익률 (%)	6.9	4.0	4.1	4.3	4.9
ROA (%)	8.5	5.4	4.5	3.9	4.0
ROE (%)	15.6	9.9	8.9	8.2	8.8
ROIC (%)	10.9	7.2	8.2	9.3	10.3

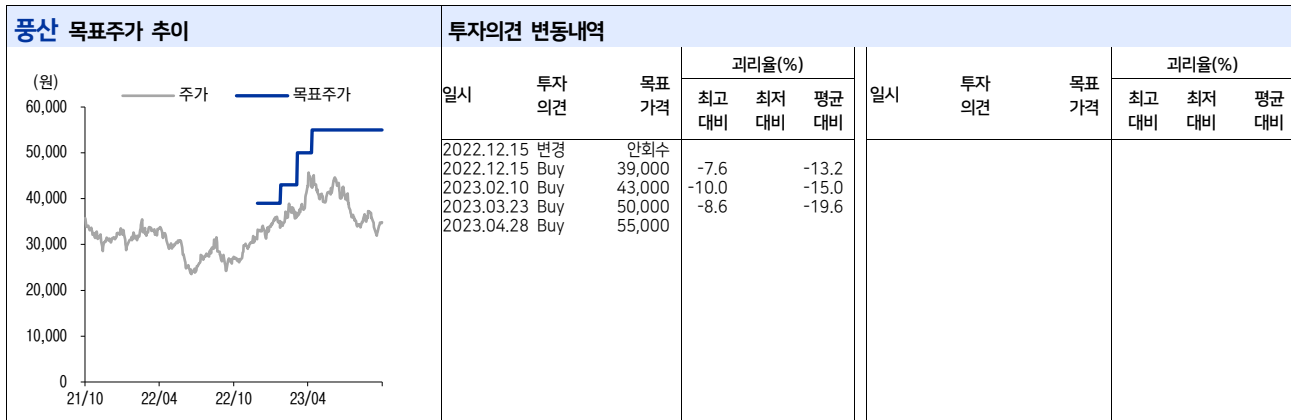
현금흐름표

(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
영업활동 현금흐름	-19	137	755	224	303
당기순이익(손실)	243	175	171	171	197
비현금수익비용가감	168	172	153	106	109
유형자산감가상각비	95	93	97	104	108
무형자산상각비	3	2	1	2	1
기타현금수익비용	49	34	26	-16	-14
영업활동 자산부채변동	-430	-110	431	-53	-3
매출채권 감소(증가)	-107	-94	49	0	-17
재고자산 감소(증가)	-384	-11	-175	1	-41
매입채무 증가(감소)	20	-24	618	-65	44
기타자산, 부채변동	42	18	-61	11	11
투자활동 현금	-114	-141	-130	-130	-145
유형자산처분(취득)	-90	-117	-141	-130	-145
무형자산 감소(증가)	0	0	0	0	0
투자자산 감소(증가)	2	-22	7	0	0
기타투자활동	-25	-2	4	0	0
재무활동 현금	172	30	-17	393	60
차입금의 증가(감소)	172	53	11	421	88
자본의 증가(감소)	0	-50	-28	-28	-28
배당금의 지급	0	28	-28	-28	-28
기타재무활동	0	28	0	0	0
현금의 증가	47	29	608	487	218
기초현금	79	126	155	763	1,250
기말현금	126	155	763	1,250	1,467

자료: 풍산, 이베스트투자증권 리서치센터

주요 투자지표

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
투자지표 (x)					
P/E	3.6	5.4	5.9	6.0	5.2
P/B	0.5	0.5	0.5	0.5	0.4
EV/EBITDA	4.1	5.4	3.3	3.0	2.4
P/CF	2.1	2.7	3.1	3.6	3.3
배당수익률 (%)	3.2	3.0	2.8	2.8	2.8
성장성 (%)					
매출액	35.3	24.6	-5.3	-3.2	-0.4
영업이익	159.2	-26.3	7.3	2.8	12.9
세전이익	210.0	-28.5	-1.2	1.0	15.0
당기순이익	238.5	-28.1	-2.2	-0.1	15.0
EPS	238.4	-28.0	-3.1	-1.3	15.0
안정성 (%)					
부채비율	86.8	84.3	108.1	118.6	116.4
유동비율	167.7	180.1	159.1	172.9	182.4
순차입금/자기자본(x)	48.1	45.1	7.7	4.1	-1.9
영업이익/금융비용(x)	16.7	7.1	6.1	6.1	6.7
총차입금 (십억원)	945	1,008	927	1,348	1,436
순차입금 (십억원)	811	831	152	86	-44
주당지표 (원)					
EPS	8,686	6,252	6,060	5,980	6,879
BPS	60,074	65,659	70,210	75,188	81,065
CFPS	14,670	12,403	11,572	9,898	10,917
DPS	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000



Compliance Notice

본 자료에 기재된 내용들은 작성자 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다(작성자: 안회수).

본 자료는 고객의 증권투자를 돕기 위한 정보제공을 목적으로 제작되었습니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치본부의 신뢰할 만한 자료 및 정보를 바탕으로 작성한 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 참고자료로만 활용하시기 바라며 유가증권 투자 시 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다.

따라서 본 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

본 자료는 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에 있으며 어떠한 경우에도 당사의 동의 없이 복제, 배포, 전송, 변형될 수 없습니다.

_ 동 자료는 제공시점 현재 기관투자가 또는 제 3 자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.

_ 동 자료의 추천종목은 전일 기준 현재당사에서 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.

_ 동 자료의 추천종목은 전일 기준 현재 당사의 조사분석 담당자 및 그 배우자 등 관련자가 보유하고 있지 않습니다.

_ 동 자료의 추천종목에 해당하는 회사는 당사와 계열회사 관계에 있지 않습니다.

투자등급 및 적용 기준

구분	투자등급 guide line (투자기간 6~12개월)	투자등급	적용기준 (향후12개월)	투자 의견 비율	비고
Sector (업종)	시가총액 대비 업종 비중 기준 투자등급 3단계	Overweight (비중확대) Neutral (중립) Underweight (비중축소)			
Company (기업)	절대수익률 기준 투자등급 3단계	Buy (매수) Hold (보유) Sell (매도) 합계	+15% 이상 기대 -15% ~ +15% 기 -15% 이하 기대	91.4% 8.6% 100.0%	2018년 10월 25일부터 당사 투자등급 적용기준이 기 존 ±15%로 변경 투자 의견 비율은 2022. 10. 1 ~ 2023. 9. 30 당사 리서치센터의 의견공표 종목들의 맨마지막 공표의 견을 기준으로 한 투자등급별 비중임 (최근 1년간 누적 기준. 분기별 갱신)