

2024. 1. 3

Industrial팀

백재승

Senior Analyst

jaeseung.baek@samsung.com

풍산 (103140)

당장 약점이 가장 적은 기업

- 지연된 방산 수출 계약의 현실화로 4분기 방산 수출 실적 확대 기대
- 2022년 말과 2023년 초에 계약된 국내 방산업체항 포탄 판매와 함께, 지난 12월 중순 동남아항 소구경 탄약 수출 계약까지 더해져 2024년에도 방산 수출 호실적 기대
- 매크로 환경 감안 시 구리 가격은 2023년 저점을 방어해 나가며 반등 기회 모색할 것으로 예상. 이에 따라 신동사업 실적 추가 둔화 가능성 제한적인 점도 긍정적

▶ AT A GLANCE

투자의견	BUY	
목표주가	48,000원	23.2%
현재주가	38,950원	
시가총액	1.1조원	
Shares (float)	28,024,278주 (59.5%)	
52주 최저/최고	31,300원/45,700원	
60일-평균거래대금	61.4억원	

▶ ONE-YEAR PERFORMANCE

	1M	6M	12M
풍산 (%)	5.7	-10.4	18.1
Kospi 지수 대비 (%pts)	-0.8	-13.9	-1.6

▶ KEY CHANGES

(원)	New	Old	Diff
투자의견	BUY	BUY	
목표주가	48,000	48,000	0.0%
2023E EPS	5,878	5,692	3.3%
2024E EPS	5,483	5,452	0.6%

▶ SAMSUNG vs THE STREET

No of estimates	14
Target price	52,000
Recommendation	4.0
BUY★★★: 5 / BUY: 4 / HOLD: 3 / SELL: 2 / SELL★★★: 1	

WHAT'S THE STORY?

지난 6개월의 실망을 뒤로 하고, 방산 수출 확대 기대: 풍산은 2022년 말 현대로템과 2027년 말까지 2,934억 원의 포탄 판매 계약을 맺은 직후, 2023년 1월 한화에어로스페이스와 2025년 4월까지 1,647억 원의 추가 포탄 판매 계약을 체결하며 2023년 방산 수출사업 실적 호조에 대한 기대를 높였다. 그러나 1Q23 방산 수출 실적 서프라이즈 이후 2Q와 3Q 모두 실망스러운 방산 수출 실적을 기록함에 따라, 구리 가격 하락과 함께 주가 조정을 약 6개월 간 경험하였다. 그러나, 지난 2개 분기의 방산 수출 실적 부진은 계약 지연에 기인한 것으로 파악되며, 계약 자체는 완료된 현시점에서 4분기 방산 수출액이 회사가 3분기 실적 발표를 통해 제시한 가이드스 2,200억 원 달성 여부에 주목할 필요가 있다. 당사는 회사가 제시한 가이드스 달성 가능성이 적지 않다고 판단되는 바, 4Q23 매출 및 영업이익이 전분기 대비 26.5%, 121.3% 증가하며 컨센서스에 부합한 1.2조, 706억 원으로 예상한다.

단기적으로는 업종 내 가장 약점이 적은 기업: 약 1년 전 체결한 국내 방산 기업 2군데와의 장기 계약에 더해, 회사는 2023년 12월 중순 동남아 지역으로 소구경탄약 1,130억 원 공급 계약(2024년 말까지 공급)을 체결하였다. 이는 회사가 2024년에도 방산 수출 사업에 대한 견고한 실적을 유지할 수 있는 요인으로 작용할 전망이다. 이에 더해, 2023년 상반기 하락하던 구리 가격은 파나마 코브레 파나마 광산 생산 중단 등에 기반한 공급 차질 이슈와 함께, 미국 금리 인하 및 중국 경기 부양 정책 지속 등에 기반해 2023년 저점을 지켜 나가며 바닥을 다져나갈 것으로 예상된다. 이에 따라, 이미 3Q23 약 1%의 영업이익률까지 둔화된 신동사업 또한 4Q23부터는 수익성이 회복될 것으로 예상되기에, 전반적인 철강/금속 시장 회복이 더디게 진행되는 현 상황에서 풍산은 업종 내 상대적으로 약점이 적은 기업으로 꼽히는 바, BUY 투자의견을 유지한다. 다만, 2024년 하반기 미국 대선 결과가 풍산 주가センチ먼트에 또 다른 변곡점이 될 수 있다는 점에서 단기 관점 접근이 좀 더 용이할 것이다.

SUMMARY FINANCIAL DATA

	2022	2023E	2024E	2025E
매출액 (십억원)	4,373	4,189	4,223	4,208
영업이익 (십억원)	232	241	257	265
순이익 (십억원)	175	162	153	159
EPS (adj) (원)	6,573	5,878	5,483	5,711
EPS (adj) growth (%)	-24.8	-10.6	-6.7	4.2
EBITDA margin (%)	7.5	7.8	8.1	8.3
ROE (%)	10.4	8.7	7.7	7.7
P/E (adj) (배)	5.9	6.6	7.1	6.8
P/B (배)	0.6	0.6	0.5	0.5
EV/EBITDA (배)	5.9	5.8	5.7	5.5
Dividend yield (%)	3.0	2.6	2.6	2.6

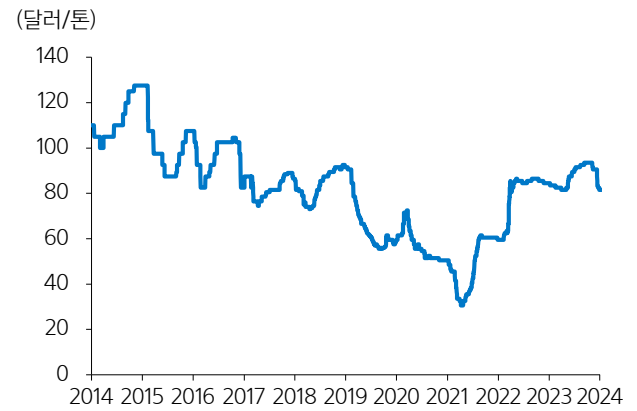
자료: 풍산, 삼성증권 추정

그림 1. 구리 가격 추이



자료: 블룸버그

그림 2. 구리 Spot TC 추이



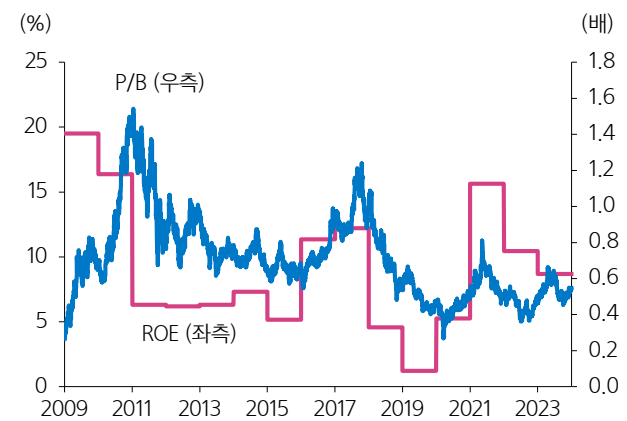
자료: 블룸버그

그림 3. 구리 가격 vs 풍산 주가



자료: 블룸버그, 삼성증권

그림 4. 풍산: P/B vs ROE



자료: Quantwise, 삼성증권 추정

표 1. 풍산: 모회사 실적 추정

(십억원)	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23E	1Q24E	2Q24E	3Q24E	4Q24E	2022	2023E	2024E
매출	771.1	774.9	673.6	921.7	731.1	792.7	743.6	953.1	3,257.2	3,141.2	3,220.4
신동	530.2	559.0	513.8	528.3	526.9	552.3	551.1	545.3	2,346.4	2,131.3	2,175.7
방산	240.9	215.8	159.8	393.4	204.1	240.4	192.5	407.8	910.7	1,009.9	1,044.8
수출	411.5	385.0	344.9	499.1	379.3	407.7	398.7	522.5	1,886.1	1,640.5	1,708.3
신동	266.5	304.8	278.1	281.0	270.6	303.5	298.5	293.5	1,371.1	1,130.4	1,166.1
방산	145.0	80.2	66.8	218.1	108.7	104.3	100.2	229.0	515.0	510.1	542.2
내수	359.6	389.8	328.7	422.6	351.8	384.9	344.8	430.6	1,371.1	1,500.8	1,512.1
신동	263.7	254.2	235.7	247.3	256.4	248.8	252.5	251.8	975.3	1,001.0	1,009.6
방산	95.9	135.6	93.0	175.3	95.4	136.1	92.3	178.8	395.7	499.8	502.6
매출총이익	88.0	81.1	60.0	100.8	65.9	86.0	82.6	110.8	355.7	330.0	345.2
영업이익	59.0	47.2	27.0	62.0	35.8	51.0	48.6	70.7	203.2	195.2	206.1
세전이익	65.7	52.0	26.0	50.2	24.3	39.8	36.7	59.0	220.4	193.9	159.8
순이익	54.2	44.9	20.5	38.2	18.5	30.2	27.9	44.8	175.4	157.8	121.5
증가율 (전년 대비, %)											
매출	0.4	-11.3	-10.9	7.2	-5.2	2.3	10.4	3.4	27.4	-3.6	2.5
신동	-11.7	-15.0	-7.7	-0.6	-0.6	-1.2	7.3	3.2	30.0	-9.2	2.1
방산	43.6	0.2	-19.9	19.9	-15.3	11.4	20.4	3.7	21.3	10.9	3.5
수출	-8.5	-29.0	-26.7	17.8	-7.8	5.9	15.6	4.7	17.7	-13.0	4.1
신동	-26.4	-22.6	-16.4	-0.7	1.5	-0.4	7.4	4.5	14.2	-17.6	3.2
방산	65.2	-46.2	-51.4	55.0	-25.0	30.0	50.0	5.0	28.0	-1.0	6.3
내수	12.9	17.9	14.9	-3.1	-2.2	-1.3	4.9	1.9	43.9	9.5	0.8
신동	10.6	-3.8	5.2	-0.5	-2.8	-2.1	7.1	1.8	61.3	2.6	0.9
방산	19.9	104.4	50.3	-6.5	-0.6	0.3	-0.8	2.0	13.6	26.3	0.5
매출총이익	9.6	-28.4	-14.4	9.7	-25.2	6.0	37.6	9.9	0.7	-7.2	4.6
영업이익	19.5	-38.1	-12.7	33.2	-39.2	7.9	79.7	14.1	-13.1	-3.9	5.6
세전이익	8.0	-47.6	-30.1	116.6	-62.9	-23.6	41.2	17.5	-28.0	-12.0	-17.6
순이익	24.9	-33.6	-12.1	-6.9	-65.9	-32.8	36.1	17.5	-27.9	-10.0	-23.0
이익률 (%)											
매출총이익률	11.4	10.5	8.9	10.9	9.0	10.8	11.1	11.6	10.9	10.5	10.7
영업이익률	7.6	6.1	4.0	6.7	4.9	6.4	6.5	7.4	6.2	6.2	6.4
세전이익률	8.5	6.7	3.9	5.4	3.3	5.0	4.9	6.2	6.8	6.2	5.0
순이익률	7.0	5.8	3.0	4.1	2.5	3.8	3.8	4.7	5.4	5.0	3.8

자료: 풍산, 삼성증권 추정

표 2. 풍산: 연결 실적 추정

(십억원)	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23E	1Q24E	2Q24E	3Q24E	4Q24E	2022	2023E	2024E
매출	1,044.9	1,035.9	930.8	1,177.5	981.9	1,046.5	991.5	1,203.0	4,373.0	4,189.1	4,223.0
모회사	771.1	774.9	673.6	921.7	731.1	792.7	743.6	953.1	3,257.2	3,141.2	3,220.4
자회사	273.8	261.0	257.2	255.8	250.8	253.8	248.0	249.9	1,115.8	1,047.8	1,002.5
매출총이익	129.2	105.1	78.6	137.2	92.8	115.7	110.4	151.3	462.0	450.1	470.2
모회사	88.0	81.1	60.0	100.8	65.9	86.0	82.6	110.8	355.7	330.0	345.2
자회사	41.1	24.0	18.6	36.4	26.9	29.8	27.8	40.5	106.2	120.1	125.0
영업이익	84.8	53.9	31.9	70.6	47.5	64.1	62.5	83.4	231.6	241.2	257.4
모회사	59.0	47.2	27.0	62.0	35.8	51.0	48.6	70.7	203.2	195.2	206.1
자회사	25.9	6.6	4.9	8.6	11.6	13.1	14.0	12.6	28.5	46.0	51.3
세전이익	70.7	53.3	27.1	59.0	36.1	52.6	50.3	71.9	219.8	210.0	211.0
모회사	65.7	52.0	26.0	50.2	24.3	39.8	36.7	59.0	220.4	193.9	159.8
자회사	5.0	1.2	1.0	8.8	11.8	12.9	13.6	13.0	-0.7	16.0	51.2
순이익	54.2	44.9	20.5	42.8	26.2	38.2	36.5	52.2	175.3	162.5	153.0
모회사	54.2	44.9	20.5	38.2	18.5	30.2	27.9	44.8	175.4	157.8	121.5
자회사	-0.0	0.0	-0.0	4.6	7.7	7.9	8.5	7.3	-0.1	4.6	31.5
지배주주순이익	54.2	44.9	20.5	42.8	26.2	38.2	36.5	52.2	175.1	162.5	153.0
증가율 (%)											
매출	-0.6	-10.8	-9.5	3.9	-6.0	1.0	6.5	2.2	24.6	-4.2	0.8
모회사	0.4	-11.3	-10.9	7.2	-5.2	2.3	10.4	3.4	27.4	-3.6	2.5
자회사	-3.2	-9.2	-5.4	-6.5	-8.4	-2.8	-3.6	-2.3	17.0	-6.1	-4.3
매출총이익	11.1	-27.4	-9.6	20.4	-28.2	10.1	40.5	10.3	-7.5	-2.6	4.5
모회사	9.6	-28.4	-14.4	9.7	-25.2	6.0	37.6	9.9	0.7	-7.2	4.6
자회사	14.3	-23.5	10.3	65.0	-34.6	24.0	49.8	11.4	-27.4	13.0	4.1
영업이익	22.5	-39.9	6.6	64.9	-44.1	18.9	96.0	18.1	-26.3	4.2	6.7
모회사	19.5	-38.1	-12.7	33.2	-39.2	7.9	79.7	14.1	-13.1	-3.9	5.6
자회사	29.9	-50.1	-561.4	-332.2	-55.0	97.4	186.6	46.2	-64.6	61.7	11.5
세전이익	9.9	-48.5	-28.4	314.0	-48.9	-1.2	85.9	21.9	-28.4	-4.4	0.5
모회사	8.0	-47.6	-30.1	116.6	-62.9	-23.6	41.2	17.5	-28.0	-12.0	-17.6
자회사	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	-231.0	-2,523.6	219.2
순이익	24.8	-33.6	-12.1	4.9	-51.7	-15.1	77.8	21.9	-28.0	-7.3	-5.8
모회사	24.9	-33.6	-12.1	-6.9	-65.9	-32.8	36.1	17.5	-27.9	-10.0	-23.0
자회사	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
지배주주순이익	24.9	-33.6	-12.1	5.0	-51.7	-15.1	77.8	21.9	-28.0	-7.2	-5.8
이익률 (%)											
매출총이익률	12.4	10.1	8.4	11.6	9.4	11.1	11.1	12.6	10.6	10.7	11.1
모회사	11.4	10.5	8.9	10.9	9.0	10.8	11.1	11.6	10.9	10.5	10.7
자회사	15.0	9.2	7.2	14.2	10.7	11.7	11.2	16.2	9.5	11.5	12.5
영업이익률	8.1	5.2	3.4	6.0	4.8	6.1	6.3	6.9	5.3	5.8	6.1
모회사	7.6	6.1	4.0	6.7	4.9	6.4	6.5	7.4	6.2	6.2	6.4
자회사	9.5	2.5	1.9	3.4	4.6	5.2	5.6	5.0	2.5	4.4	5.1
세전이익률	6.8	5.1	2.9	5.0	3.7	5.0	5.1	6.0	5.0	5.0	5.0
모회사	8.5	6.7	3.9	5.4	3.3	5.0	4.9	6.2	6.8	6.2	5.0
자회사	1.8	0.5	0.4	3.4	4.7	5.1	5.5	5.2	-0.1	1.5	5.1
순이익률	5.2	4.3	2.2	3.6	2.7	3.6	3.7	4.3	4.0	3.9	3.6
모회사	7.0	5.8	3.0	4.1	2.5	3.8	3.8	4.7	5.4	5.0	3.8
자회사	-0.0	0.0	-0.0	1.8	3.1	3.1	3.4	2.9	-0.0	0.4	3.1

자료: 풍산, 삼성증권 추정

포괄손익계산서

12월 31일 기준 (십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
매출액	3,509	4,373	4,189	4,223	4,208
매출원가	3,010	3,911	3,739	3,753	3,726
매출총이익	500	462	450	470	482
(매출총이익률, %)	14.2	10.6	10.7	11.1	11.5
판매 및 일반관리비	185	230	209	213	217
영업이익	314	232	241	257	265
(영업이익률, %)	9.0	5.3	5.8	6.1	6.3
영업외손익	-7	-12	-31	-46	-46
금융수익	6	15	8	2	2
금융비용	23	47	46	40	39
지분법손익	0	0	-0	0	0
기타	10	20	7	-9	-9
세전이익	307	220	210	211	220
법인세	63	44	48	58	60
(법인세율, %)	20.7	20.2	22.6	27.5	27.5
계속사업이익	243	175	162	153	159
중단사업이익	0	0	0	0	0
순이익	243	175	162	153	159
(순이익률, %)	6.9	4.0	3.9	3.6	3.8
지배주주순이익	243	175	162	153	159
비지배주주순이익	0	0	0	0	0
EBITDA	412	326	336	352	360
(EBITDA 이익률, %)	11.7	7.5	7.8	8.1	8.3
EPS (지배주주)	8,682	6,250	5,797	5,459	5,686
EPS (연결기준)	8,685	6,254	5,797	5,459	5,686
수정 EPS (원)*	8,743	6,573	5,878	5,483	5,711

현금흐름표

12월 31일 기준 (십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
영업활동에서의 현금흐름	-19	137	108	121	165
당기순이익	243	175	162	153	159
현금유출입이없는 비용 및 수익	168	172	106	149	147
유형자산 감가상각비	95	93	85	86	84
무형자산 상각비	3	2	0	0	0
기타	70	78	21	63	63
영업활동 자산부채 변동	-430	-110	-161	-182	-141
투자활동에서의 현금흐름	-114	-141	-125	-132	-132
유형자산 증감	-90	-117	-100	-108	-107
장단기금융자산의 증감	3	-16	-25	-25	-25
기타	-27	-9	-0	-0	-0
재무활동에서의 현금흐름	172	30	-24	-24	-26
차입금의 증가(감소)	184	64	-2	0	0
자본금의 증가(감소)	0	0	0	0	0
배당금	0	0	0	0	0
기타	-12	-33	-23	-24	-26
현금증감	47	29	-38	-33	11
기초현금	79	126	155	116	84
기말현금	126	155	116	84	94
Gross cash flow	411	348	269	302	306
Free cash flow	-110	20	7	13	58

참고: * 일회성 수익(비용) 제외

** 완전 희석, 일회성 수익(비용) 제외

*** P/E, P/B는 지배주주기준

자료: 풍산, 삼성증권 추정

재무상태표

12월 31일 기준 (십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
유동자산	1,859	2,013	2,062	2,150	2,207
현금 및 현금등가물	126	155	116	84	94
매출채권	499	578	622	655	672
재고자산	1,183	1,204	1,242	1,331	1,356
기타	50	76	81	81	84
비유동자산	1,289	1,382	1,464	1,554	1,650
투자자산	29	37	246	283	325
유형자산	1,099	1,138	1,184	1,232	1,280
무형자산	15	11	11	11	11
기타	146	196	23	27	33
자산총계	3,148	3,395	3,526	3,704	3,856
유동부채	1,109	1,118	1,176	1,231	1,249
매입채무	127	99	115	146	154
단기차입금	518	539	539	539	539
기타 유동부채	464	480	521	545	556
비유동부채	354	435	406	404	406
사채 및 장기차입금	258	329	329	329	329
기타 비유동부채	95	106	77	75	77
부채총계	1,463	1,553	1,581	1,635	1,655
지배주주지분	1,684	1,840	1,942	2,067	2,199
자본금	140	140	140	140	140
자본잉여금	495	495	495	495	495
이익잉여금	1,034	1,195	1,330	1,455	1,587
기타	15	10	-22	-22	-23
비지배주주지분	2	2	2	2	2
자본총계	1,686	1,842	1,945	2,070	2,201
순부채	806	831	868	901	890

재무비율 및 주당지표

12월 31일 기준	2021	2022	2023E	2024E	2025E
증감률 (%)					
매출액	35.3	24.6	-4.2	0.8	-0.4
영업이익	159.2	-26.3	4.2	6.7	3.1
순이익	238.5	-28.0	-7.3	-5.8	4.2
수정 EPS**	228.8	-24.8	-10.6	-6.7	4.2
주당지표					
EPS (지배주주)	8,682	6,250	5,797	5,459	5,686
EPS (연결기준)	8,685	6,254	5,797	5,459	5,686
수정 EPS**	8,743	6,573	5,878	5,483	5,711
BPS	55,881	62,943	67,564	71,619	76,191
DPS (보통주)	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000
Valuations (배)					
P/E***	4.5	5.9	6.6	7.1	6.8
P/B***	0.7	0.6	0.6	0.5	0.5
EV/EBITDA	4.6	5.9	5.8	5.7	5.5
비율					
ROE (%)	15.6	10.4	8.7	7.7	7.7
ROA (%)	8.5	5.4	4.7	4.2	4.2
ROIC (%)	11.1	7.3	8.0	8.9	8.9
배당성향 (%)	11.5	15.6	16.8	17.9	17.1
배당수익률 (보통주, %)	3.2	3.0	2.6	2.6	2.6
순부채비율 (%)	48.1	45.1	44.6	43.5	40.4
이자보상배율 (배)	16.7	7.1	5.9	6.5	6.8

Compliance notice

- 본 조사분석자료의 애널리스트는 2024년 1월 2일 현재 위 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 2024년 1월 2일 현재 위 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 본 조사분석자료에는 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 애널리스트의 의견이 정확하게 반영되었음을 확인합니다.
- 본 조사분석자료는 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있습니다.
- 본 조사분석자료는 당사의 동의 없이 어떠한 경우에도 어떠한 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형, 대여할 수 없습니다.
- 본 조사분석자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재에 대한 증빙자료로 사용될 수 없습니다.
- 본 조사분석자료는 기관투자자 등 제3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.

2년간 목표주가 변경 추이



최근 2년간 투자의견 및 목표주가 변경 (수정주가 기준)

일 자	2021/11/22	2022/7/7	2023/1/9	2/9	3/31	4/28	7/28	9/26
투자의견	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY
TP (₩)	43000	35000	38000	42000	44000	55000	52000	48000
과리율 (평균)	-27.95	-18.83	-8.71	-13.19	-5.90	-24.57	-31.46	
과리율 (최대or최소)	-17.44	-2.57	-5.13	-7.38	3.86	-17.91	-27.88	

투자기간 및 투자등급: 삼성증권은 기업 및 산업에 대한 투자등급을 아래와 같이 구분합니다.

* 2023년 7월 27일부로 기업 투자 등급 기준 변경

기업

BUY (매수) 향후 12개월간 예상 절대수익률 15% 이상
그리고 업종 내 상대매력도가 평균 대비 높은 수준

HOLD (중립) 향후 12개월간 예상 절대수익률 -15%~15% 내외

SELL (매도) 향후 12개월간 예상 절대수익률 -15% 이하

산업

OVERWEIGHT(비중확대) 향후 12개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 5% 이상 상승 예상

NEUTRAL(중립) 향후 12개월간 업종지수상승률이 시장수익률과 유사한 수준 ($\pm 5\%$) 예상

UNDERWEIGHT(비중축소) 향후 12개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 5% 이상 하락 예상

최근 1년간 조사분석자료의 투자등급 비율 2023.12.31 기준

매수(79.9%) 중립(20.1%) 매도(0%)

삼성증권

삼성증권주식회사

서울특별시 서초구 서초대로74길 11(삼성전자빌딩)
Tel: 02 2020 8000 / www.samsungpop.com

삼성증권 Family Center: 1588 2323

고객 불편사항 접수: 080 911 0900



Member of
**Dow Jones
Sustainability Indices**
Powered by the S&P Global CSA