

풍산 (103140/KS)

숨가쁘게 올라왔지만 여전히 위를 봐야할 때

SK증권 리서치센터

매수(유지)

목표주가: 75,000 원(상향)

현재주가: 60,400 원

상승여력: 24.2%



Analyst
이규익

kyuik@sks.co.kr
3773-9520

Company Data

| | |
|-----------|-----------|
| 발행주식수 | 2,802 만주 |
| 시가총액 | 1,693 십억원 |
| 주요주주 | |
| 풍산홀딩스(외3) | 38.01% |
| 국민연금공단 | 11.43% |

Stock Data

| | |
|--------------|-------------|
| 주가(24/04/18) | 60,400 원 |
| KOSPI | 2,634.70 pt |
| 52주 최고가 | 61,600 원 |
| 52주 최저가 | 31,900 원 |
| 60일 평균 거래대금 | 22 십억원 |

주가 및 상대수익률



잠시 쉬어가는 1분기

동사의 1분기 연결 실적은 매출액 9,854 억원(-5.7% YoY, -11.5% QoQ), 영업이익 429 억원(-49.4% YoY, -27.7% QoQ) 기록한 것으로 추정된다. 신동 판매량 4.4 만 톤(+0.7% YoY, +2.8% QoQ)으로 별도 기준 신동 매출액 5,393 억원(+1.2% YoY, +7.7% QoQ)을 기록한 것으로 추정된다. 구리 가격 상승으로 이익률도 개선되면서 신동 부문 양호한 실적 예상된다. 신동 자회사 실적도 YoY, QoQ 개선된 것으로 파악된다. 방산 부문 매출액 1,690 억원(-29.1% YoY, -55.6% QoQ) 기록한 것으로 추정되는데 1) 1분기가 방산 매출의 계절적 비수기이고 2) 전분기 및 전년 동기와는 다르게 1Q24 에는 고객사 인도 물량 공백으로 판매량 부진했기 때문이다.

올해 회사 가이드언스를 상회하는 실적 예상

동사의 24 년 연결 실적은 매출액 4.6 조원(+12.3% YoY), 영업이익 2,955 억원(+28.54% YoY)을 기록할 것으로 전망한다. 방산 부문 실적 공백으로 1Q24 실적은 다소 부진하겠으나 여전히 높은 가동률로 포탄 생산 지속하고 있는 것으로 파악되며 인도 시기의 문제이지 회사 측에서 제시하는 연간 가이드언스(신동 매출액 2.2 조원, 방산 매출액 1.1 조원) 달성에는 전혀 무리가 없을 것으로 예상된다. 오히려 회사 측에서 제시한 가이드언스의 가정이 24 년 구리 평균 가격 8,500\$, 환율 1,250 원으로 보수적이었다는 점을 감안하면 가이드언스를 초과하는 실적 달성 가능할 것으로 예상된다.

목표주가 75,000 원으로 목표주가 상향

동사에 대한 목표주가 75,000 원으로 상향한다. 목표주가는 SOTP 방식으로 산출하였으며 신동 사업 가치 5,419 억원, 방산 사업 가치 1조 2,720 억원, 비영업가치 1,101 억원, 순현금 1,770 억원을 합산한 적정 기업 가치는 2.1 조원이다. 타이트한 구리 수급 유지되는 가운데, 하반기로 갈수록 구리 가격에 우호적인 매크로 환경 조성될 것으로 예상된다. 아울러, 수은법 개정 이후 루마니아 및 폴란드 2 차 등 추가 수주 가능성 높아진 것으로 파악되며 향후 대규모 추가 수주 가능성 높다. 1분기 방산 실적 부진이 주가에 하방 압력으로 작용할 수 있다. 그러나 작년 2-3 분기를 통해 방산 실적 일시적 공백이 이연 되어 반영된다는 점을 학습했기 때문에 하락폭 제한적일 것으로 예상하며 하락 시 매수 기회로 삼아야 한다고 판단한다.

영업실적 및 투자지표

| 구분 | 단위 | 2020 | 2021 | 2022 | 2023 | 2024E | 2025E |
|-----------|-----|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 매출액 | 십억원 | 2,594 | 3,509 | 4,373 | 4,125 | 4,632 | 5,010 |
| 영업이익 | 십억원 | 121 | 314 | 232 | 229 | 295 | 331 |
| 순이익(지배주주) | 십억원 | 72 | 243 | 175 | 156 | 212 | 241 |
| EPS | 원 | 2,565 | 8,682 | 6,250 | 5,582 | 7,559 | 8,594 |
| PER | 배 | 10.9 | 3.6 | 5.4 | 7.0 | 8.0 | 7.0 |
| 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 | 2.3 | 2.0 |
| ROE | % | 5.1 | 15.6 | 9.9 | 8.2 | 10.3 | 10.7 |

풍산 실적 추정 테이블(연결 기준)

(단위: 십억원)

| | 1Q23 | 2Q23 | 3Q23 | 4Q23 | 1Q24E | 2Q24E | 3Q24E | 4Q24E | 2023 | 2024E | 2025E |
|-------|-------|-------|------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 매출액 | 1,045 | 1,036 | 931 | 1,114 | 985 | 1,226 | 1,127 | 1,294 | 4,125 | 4,632 | 5,010 |
| 풍산 별도 | 771 | 775 | 674 | 881 | 708 | 934 | 836 | 1,002 | 3,091 | 3,481 | 3,751 |
| 풍산 이외 | 274 | 261 | 257 | 233 | 277 | 292 | 291 | 291 | 1,025 | 1,152 | 1,259 |
| 영업이익 | 84.8 | 53.9 | 31.9 | 59.4 | 42.9 | 88.8 | 69.5 | 94.2 | 230.0 | 295.5 | 330.7 |
| 풍산 별도 | 59.0 | 47.2 | 27.0 | 57.1 | 36.0 | 75.7 | 60.4 | 82.1 | 190.3 | 254.2 | 280.7 |
| 풍산 이외 | 25.9 | 6.6 | 4.9 | 2.3 | 6.9 | 13.1 | 9.2 | 12.1 | 39.7 | 41.3 | 50.0 |
| 순이익 | 54.2 | 44.9 | 20.5 | 39.1 | 29.2 | 64.2 | 49.7 | 68.6 | 156.4 | 211.6 | 240.6 |

자료: SK 증권

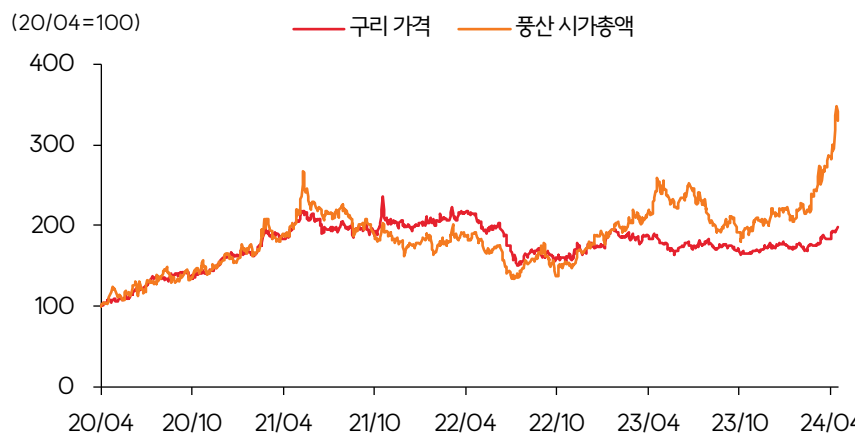
풍산 실적 추정 테이블(별도 기준)

(단위: 십억원)

| | 1Q23 | 2Q23 | 3Q23 | 4Q23 | 1Q24E | 2Q24E | 3Q24E | 4Q24E | 2023 | 2024E | 2025E |
|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 매출액 | 771 | 775 | 674 | 881 | 708 | 934 | 836 | 1,002 | 3,091 | 3,481 | 3,751 |
| 신동 | 533 | 561 | 516 | 501 | 539 | 628 | 585 | 627 | 2,101 | 2,378 | 2,598 |
| 내수 | 264 | 254 | 236 | 216 | 251 | 289 | 273 | 288 | 969 | 1,102 | 1,208 |
| 수출 | 267 | 305 | 278 | 283 | 288 | 339 | 311 | 339 | 1,132 | 1,277 | 1,390 |
| 방산 | 238 | 214 | 157 | 380 | 169 | 306 | 252 | 375 | 990 | 1,102 | 1,153 |
| 내수 | 94 | 133 | 90 | 180 | 101 | 136 | 92 | 184 | 497 | 514 | 524 |
| 수출 | 145 | 80 | 67 | 200 | 68 | 170 | 159 | 191 | 492 | 589 | 629 |
| 영업이익 | 59.0 | 47.2 | 27.0 | 57.1 | 36.0 | 75.7 | 60.4 | 82.1 | 190 | 254 | 281 |
| 신동 | 14.1 | 21.4 | 5.8 | -5.6 | 13.5 | 28.1 | 18.4 | 26.1 | 36 | 86 | 103 |
| 방산 | 44.8 | 25.8 | 21.2 | 62.7 | 22.5 | 47.6 | 41.9 | 55.9 | 155 | 168 | 178 |
| 영업이익률 | 7.6% | 6.1% | 4.0% | 6.5% | 5.1% | 8.1% | 7.2% | 8.2% | 6.2% | 7.3% | 7.5% |
| 신동 | 2.7% | 3.8% | 1.1% | -1.1% | 2.5% | 4.5% | 3.2% | 4.2% | 1.7% | 3.6% | 4.0% |
| 방산 | 18.8% | 12.1% | 13.5% | 16.5% | 13.3% | 15.5% | 16.7% | 14.9% | 15.6% | 15.2% | 15.4% |

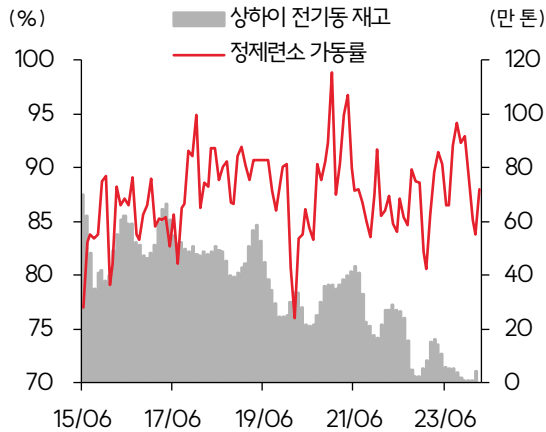
자료: SK 증권

구리 가격 및 풍산 시가총액 추이



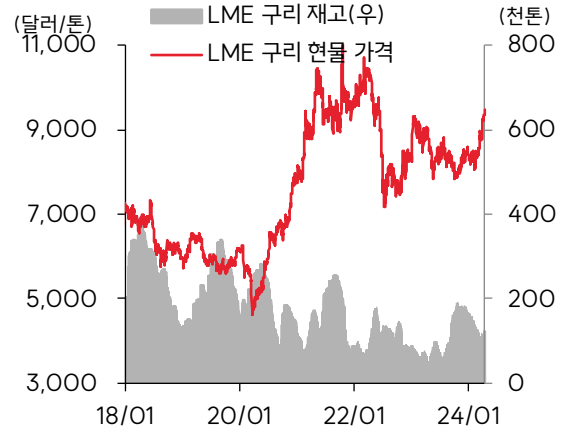
자료: Bloomberg, SK 증권

상하이 전기동 재고 및 정제련소 가동률 추이



자료: Bloomberg, SK 증권

구리 가격 및 재고 추이



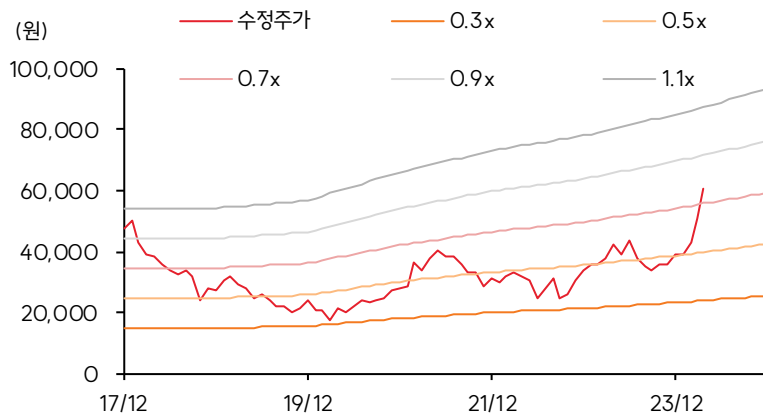
자료: Bloomberg, SK 증권

풍산 목표주가 산출

| 구분 | 내용 | 비고 |
|------------------|---------------|-----------------------|
| (1) 신동 영업 가치 | 541.9 | |
| 신동 2024E EBITDA | 135.5 | 2024년 예상 EBITDA |
| Target EV/EBITDA | 4.0 | 구리 가공 Peer 멀티플 20% 할인 |
| (2) 방산 영업 가치 | 1,272.0 | |
| 2024E 리튬 EBITDA | 212.0 | 2024년 예상 EBITDA |
| Target EV/EBITDA | 6.0 | 탄약 Peer 멀티플 30% 할인 |
| (3) 비영업가치 | 110.1 | 주요 비상장 자회사 장부가액 70%할인 |
| (4) 순현금 | 177.0 | 부산 공장 매각 대금 수취 가정 |
| 적정 기업가치(십억원) | 2,101.1 | |
| 발행주식수(천 주) | 28,024 | |
| 적정주가(원) | 74,973 | |
| 목표주가(원) | 75,000 | 천원 단위 반올림 |
| 현재주가(원) | 60,400 | |
| 상승여력(%) | 24.2 | |

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 | 3,042 | 3,126 |
| 현금및현금성자산 | 126 | 155 | 408 | 1,187 | 1,256 |
| 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 | 3,764 | 3,927 |
| 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 | 2,145 | 2,353 |
| 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 | 1,494 | 1,702 |
| 비지배주주지분 | 2 | 2 | 0 | 0 | 0 |
| 자본총계 | 1,686 | 1,842 | 1,966 | 2,145 | 2,353 |
| 부채외자본총계 | 3,148 | 3,395 | 3,661 | 3,764 | 3,927 |

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 | 212 | 241 |
| 비현금성항목등 | 168 | 217 | 205 | 165 | 150 |
| 유형자산감가상각비 | 95 | 93 | 90 | 83 | 73 |
| 무형자산상각비 | 3 | 2 | 1 | 1 | 0 |
| 기타 | 70 | 122 | 115 | 82 | 77 |
| 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 | -67 | -76 |
| 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 | 779 | 70 |
| 기초현금 | 79 | 126 | 155 | 408 | 1,187 |
| 기말현금 | 126 | 155 | 408 | 1,187 | 1,256 |
| FCF | -382 | 76 | 622 | 36 | 73 |

자료 : 풍산, SK증권 추정

포괄손익계산서

| 12월 결산(십억원) | 2021 | 2022 | 2023 | 2024E | 2025E |
|-----------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 매출액 | 3,509 | 4,373 | 4,125 | 4,632 | 5,010 |
| 매출원가 | 3,010 | 3,911 | 3,684 | 4,098 | 4,422 |
| 매출총이익 | 500 | 462 | 441 | 534 | 588 |
| 매출총이익률(%) | 14.2 | 10.6 | 10.7 | 11.5 | 11.7 |
| 판매비와 관리비 | 185 | 230 | 212 | 239 | 258 |
| 영업이익 | 314 | 232 | 229 | 295 | 331 |
| 영업이익률(%) | 9.0 | 5.3 | 5.5 | 6.4 | 6.6 |
| 비영업손익 | -7 | -12 | -28 | -17 | -14 |
| 순금융손익 | -19 | -31 | -34 | -12 | 3 |
| 외환관련손익 | 18 | 10 | 4 | -0 | -0 |
| 관계기업등 투자손익 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 세전계속사업이익 | 307 | 220 | 201 | 279 | 317 |
| 세전계속사업이익률(%) | 8.7 | 5.0 | 4.9 | 6.0 | 6.3 |
| 계속사업법인세 | 63 | 44 | 45 | 67 | 76 |
| 계속사업이익 | 243 | 175 | 156 | 212 | 241 |
| 중단사업이익 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| *법인세효과 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 당기순이익 | 243 | 175 | 156 | 212 | 241 |
| 순이익률(%) | 6.9 | 4.0 | 3.8 | 4.6 | 4.8 |
| 지배주주 | 243 | 175 | 156 | 212 | 241 |
| 지배주주귀속 순이익률(%) | 6.9 | 4.0 | 3.8 | 4.6 | 4.8 |
| 비지배주주 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 총포괄이익 | 256 | 209 | 153 | 212 | 241 |
| 지배주주 | 256 | 208 | 153 | 212 | 241 |
| 비지배주주 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| EBITDA | 412 | 326 | 319 | 379 | 404 |

주요투자지표

| 12월 결산(십억원) | 2021 | 2022 | 2023 | 2024E | 2025E |
|------------------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 성장성 (%) | | | | | |
| 매출액 | 35.3 | 24.6 | -5.7 | 12.3 | 8.2 |
| 영업이익 | 159.2 | -26.3 | -1.3 | 29.2 | 11.9 |
| 세전계속사업이익 | 210.0 | -28.4 | -8.5 | 38.6 | 13.7 |
| EBITDA | 85.6 | -20.7 | -2.1 | 18.6 | 6.7 |
| EPS | 238.4 | -28.0 | -10.7 | 35.4 | 13.7 |
| 수익성 (%) | | | | | |
| ROA | 8.5 | 5.4 | 4.4 | 5.7 | 6.3 |
| ROE | 15.6 | 9.9 | 8.2 | 10.3 | 10.7 |
| EBITDA마진 | 11.7 | 7.5 | 7.7 | 8.2 | 8.1 |
| 안정성 (%) | | | | | |
| 유동비율 | 167.7 | 180.1 | 165.6 | 240.9 | 259.7 |
| 부채비율 | 86.8 | 84.3 | 86.2 | 75.5 | 66.9 |
| 순자입금/자기자본 | 48.1 | 44.7 | 13.9 | -22.3 | -22.0 |
| EBITDA/이자비용(배) | 21.9 | 10.1 | 8.1 | 11.7 | 12.0 |
| 배당성향 | 11.5 | 15.6 | 21.0 | 15.5 | 13.6 |
| 주당지표 (원) | | | | | |
| EPS(계속사업) | 8,682 | 6,250 | 5,582 | 7,559 | 8,594 |
| BPS | 60,080 | 66,466 | 70,959 | 77,349 | 84,774 |
| CFPS | 12,167 | 9,630 | 8,819 | 10,528 | 11,211 |
| 주당 현금배당금 | 1,000 | 1,000 | 1,200 | 1,200 | 1,200 |
| Valuation지표 (배) | | | | | |
| PER | 3.6 | 5.4 | 7.0 | 8.0 | 7.0 |
| PBR | 0.5 | 0.5 | 0.6 | 0.8 | 0.7 |
| PCR | 2.6 | 3.5 | 4.4 | 5.7 | 5.4 |
| EV/EBITDA | 4.1 | 5.4 | 4.3 | 2.3 | 2.0 |
| 배당수익률 | 3.2 | 3.0 | 3.1 | 2.5 | 2.5 |

| 일시 | 투자의견 | 목표주가 | 목표가격 대상시점 | 과리율 | |
|------------|-----------|---------|--------------|---------|----------------|
| | | | | 평균주가대비 | 최고(최저) 주가대비 |
| 2024.04.19 | 매수 | 75,000원 | 6개월 | | |
| 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 04월 19일 기준)

| | | | | | |
|----|--------|----|-------|----|-------|
| 매수 | 96.55% | 중립 | 3.45% | 매도 | 0.00% |
|----|--------|----|-------|----|-------|