



BUY (유지)

목표주가(12M) 53,000원
현재주가(10.31) 35,950원

Key Data

KOSPI 지수(pt)	2,277.99
52주최고/최저(원)	45,700/26,100
시가총액(십억원)	1,007.5
시가총액비중(%)	0.06
발행주식수(천주)	28,024.3
60일 평균거래량(천주)	159.1
60일 평균거래대금(십억원)	5.6
외국인 지분율(%)	15.09
주요주주 지분율(%)	
풍산홀딩스 외 3 인	38.01
국민연금공단	10.03

Consensus Data

	2023	2024
매출액(십억원)	4,194.3	4,285.1
영업이익(십억원)	252.1	265.4
순이익(십억원)	171.0	184.2
EPS(원)	6,044	6,484
BPS(원)	72,430	78,313

Financial Data (십억원, %, 배, 원)

투자지표	2021	2022	2023F	2024F
매출액	3,509.5	4,373.0	4,235.4	4,279.9
영업이익	314.1	231.6	243.5	241.1
세전이익	306.8	219.8	214.4	231.2
순이익	243.3	175.1	165.5	182.0
EPS	8,682	6,250	5,905	6,493
증감률	238.48	(28.01)	(5.52)	9.96
PER	3.59	5.38	6.09	5.54
PBR	0.52	0.51	0.50	0.47
EV/EBITDA	4.09	5.42	4.61	4.25
ROE	15.56	9.94	8.67	8.85
BPS	60,080	66,466	71,397	76,915
DPS	1,000	1,000	1,000	1,000



Analyst 박성봉 sbpark@hanafn.com
RA 도승환 shdo5568@hanafn.com

하나증권 리서치센터

2023년 11월 1일 | 기업분석_Earnings Review

풍산 (103140)

3분기 방산 매출 인식 지연, 동가격 회복이 관건

3Q23 방산 매출 인식 지연으로 영업이익 기대치 하회

2023년 3분기 풍산의 매출액과 영업이익은 각각 9,307억원(YoY -9.5%, QoQ -10.1%)과 319억원(YoY +6.6%, QoQ -40.8%)으로 영업이익은 시장컨센서스 425억원을 크게 하회했다.

1) 전방산업 수요 둔화로 신동 판매량이 여전히 부진(4.4만톤: YoY -4.4%, QoQ -4.0%)한 가운데 2) LME 전기동 가격 하락(QoQ -1.3%)으로 30억원 규모의 메탈 관련 손실이 발생했다. 3) 방산의 경우에도 일부 국가와의 계약 지연 영향으로 전체 방산 매출이 당초 예상을 크게 하회하는 1,573억원(YoY -20.6%, QoQ -26.4%)에 그치며 시장기대치를 하회하는 영업이익을 기록하게 된 가장 큰 원인으로 작용했다. 4) 해외 주력 자회사인 PMX 또한 전기 동가격 하락에 따른 80억원 규모의 메탈 관련 손실 발생으로 2분기대비 적자폭이 확대되었다.

4분기 방산 매출 큰 폭 증가, But 동가격 약세는 부담으로 작용 전망

3분기 평균 8,356불/톤을 기록했던 LME 전기동 가격이 미달러 강세와 글로벌 경기 둔화 우려로 10월에는 지속적으로 8,000불/톤을 하회한 이후 10월말 현재는 8,000불/톤 초반을 기록 중이다. 지난주 중국 정부가 1조위안 규모의 특별국채 추가 발행을 승인함과 동시에 올해 재정적자를 목표치를 기존 3%에서 3.8% 상향하면서 경기 부양에 대한 강력한 의지를 피력했다는 점은 긍정적이나 중국의 부동산 시장이 여전히 부진한 상황으로 연말까지 전기 동 가격의 의미있는 상승을 기대하기는 어려울 것으로 예상된다. 그에 반해 3분기 인식이 지연되었던 방산 수출이 대규모로 4분기에 인식되면서 4분기 방산 매출은 3,996억원(YoY +22.9%, QoQ +154.0%)을 기록할 전망이다. 특히 이익률이 높은 수출 중심의 매출 성장으로 수익성도 동시에 개선될 것으로 기대된다.

투자의견 'BUY'와 목표주가 53,000원 유지

풍산에 대해 투자의견 BUY와 목표주가 53,000원을 유지한다. 러-우 전쟁 장기화로 한동안 판매자 중심이었던 방산 시장이 구매자 중심으로 전환되면서 이익률 하락에 대한 우려가 제기되었다. 동시에 전기동 수요 약화 및 가격 하락 지속의 영향으로 풍산의 주가도 하락세를 지속하며 현재는 PBR 0.47배 수준에서 거래되고 있기 때문에 밸류에이션 부담은 제한적이라 판단된다. 한편, 최근 이스라엘-팔레스타인을 중심으로 한 중동의 지정학적 리스크 확대로 중동과 유럽의 탄약 수출 견적 요청이 재차 확대되고 있다는 점도 긍정적이다.

3Q23 방산 매출 인식 지연으로 영업이익 기대치 하회

3Q23년 영업이익 319억원
(YoY +6.6%, QoQ -40.8%)
시장컨센서스 425억원 크게 하회

2023년 3분기 풍산의 매출액과 영업이익은 각각 9,307억원(YoY -9.5%, QoQ -10.1%)과 319억원(YoY +6.6%, QoQ -40.8%)으로 영업이익은 시장컨센서스 425억원을 크게 하회했다.

1) 전방산업 수요 둔화로 신동 판매량이 여전히 부진(4.4만톤: YoY -4.4%, QoQ -4.0%)한 가운데 2) LME 전기동 가격 하락(QoQ -1.3%)으로 30억원 규모의 메탈 관련 손실이 발생했다. 3) 방산의 경우에도 일부 국가와의 계약 지연 영향으로 전체 방산 매출이 당초 예상을 크게 하회하는 1,573억원(YoY -20.6%, QoQ -26.4%)에 그치며 시장기대치를 하회하는 영업이익을 기록하게 된 가장 큰 원인으로 작용했다. 4) 해외 주력 자회사인 PMX 또한 전기동가격 하락에 따른 80억원 규모의 메탈 관련 손실 발생으로 2분기대비 적자폭이 확대되었다.

도표 1. 풍산 실적 추이 및 전망

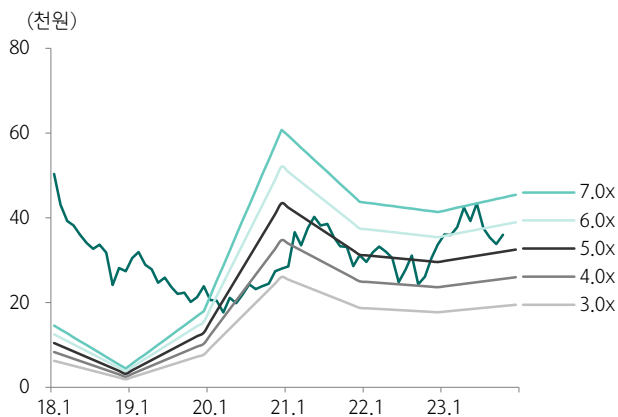
(단위: 십억원, %)

	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23F	2022	2023F	2024F
매출	1,050.9	1,160.8	1,028.3	1,133.0	1,044.9	1,035.9	930.8	1,223.8	4,373.0	4,235.4	4,279.9
YoY(%)	44.9	25.7	16.2	16.1	(0.6)	(10.8)	(9.5)	8.0	24.6	(3.1)	1.1
신동	885.4	948.6	830.3	807.8	806.4	822.3	773.5	824.3	3,472.1	3,226.4	3,210.4
방산	165.5	212.1	198.0	325.2	238.5	213.6	157.3	399.6	900.9	1,009.0	1,069.5
영업이익	69.3	89.6	29.9	42.8	84.8	53.9	31.9	72.9	231.6	243.5	241.1
YoY(%)	10.9	(15.8)	(63.0)	(33.5)	22.5	(39.9)	6.7	70.2	(26.3)	5.1	(1.0)
세전사업이익	64.3	103.4	37.8	14.3	70.7	53.3	27.0	63.4	219.8	214.4	231.2
순이익	43.5	67.7	23.3	40.8	54.2	44.9	20.5	45.9	175.1	165.5	182.0
영업이익률(%)	6.6	7.7	2.9	3.8	8.1	5.2	3.4	6.0	5.3	5.7	5.6
세전이익률(%)	6.1	8.9	3.7	1.3	6.8	5.1	2.9	5.2	5.0	5.1	5.4
순이익률(%)	4.1	5.8	2.3	3.6	5.2	4.3	2.2	3.8	4.0	3.9	4.3

주: IFRS 연결 기준

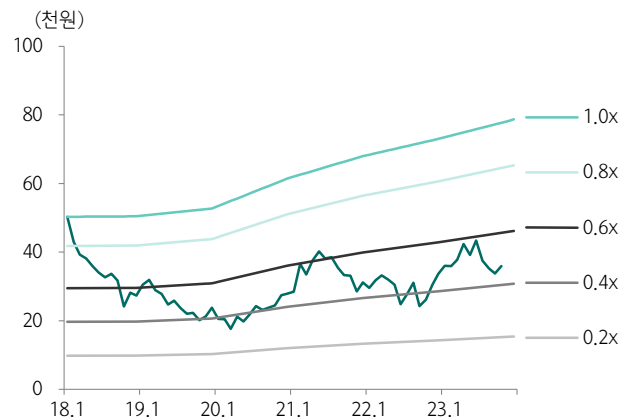
자료: 하나증권

도표 2. 풍산 PER밴드



자료: 하나증권

도표 3. 풍산 PBR밴드



자료: 하나증권

추정 재무제표

손익계산서

(단위: 십억원)

	2021	2022	2023F	2024F	2025F
매출액	3,509.5	4,373.0	4,235.4	4,279.9	4,370.8
매출원가	3,009.9	3,911.0	3,772.7	3,816.7	3,884.6
매출총이익	499.6	462.0	462.7	463.2	486.2
판매비	185.5	230.3	219.1	222.2	226.8
영업이익	314.1	231.6	243.5	241.1	259.3
금융손익	(16.9)	(31.8)	(37.3)	(29.3)	(25.0)
종속/관계기업손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	9.7	20.0	8.2	19.4	22.2
세전이익	306.8	219.8	214.4	231.2	256.5
법인세	63.5	44.5	48.8	49.1	54.9
계속사업이익	243.4	175.3	165.6	182.1	201.6
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	243.4	175.3	165.6	182.1	201.6
포괄이익	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
(지분법제외)순이익	243.3	175.1	165.5	182.0	201.5
지배주주포괄이익	256.0	208.4	165.5	181.9	201.4
NOPAT	249.2	184.7	188.1	189.9	203.8
EBITDA	411.8	326.4	338.8	339.4	370.1
성장성(%)					
매출액증가율	35.31	24.60	(3.15)	1.05	2.12
NOPAT증가율	182.86	(25.88)	1.84	0.96	7.32
EBITDA증가율	85.58	(20.74)	3.80	0.18	9.05
(조정)영업이익증가율	159.16	(26.27)	5.14	(0.99)	7.55
(지분법제외)순이익증가율	238.39	(28.03)	(5.48)	9.97	10.71
(지분법제외)EPS증가율	238.48	(28.01)	(5.52)	9.96	10.72
수익성(%)					
매출총이익률	14.24	10.56	10.92	10.82	11.12
EBITDA이익률	11.73	7.46	8.00	7.93	8.47
(조정)영업이익률	8.95	5.30	5.75	5.63	5.93
계속사업이익률	6.94	4.01	3.91	4.25	4.61

대차대조표

(단위: 십억원)

	2021	2022	2023F	2024F	2025F
유동자산	1,859.5	2,013.2	1,931.3	1,889.3	1,914.6
금융자산	133.7	184.1	159.7	99.1	86.4
연금성자산	126.2	154.8	131.1	70.3	57.1
매출채권 등	499.3	578.0	559.8	565.7	577.7
재고자산	1,183.5	1,204.3	1,166.4	1,178.6	1,203.7
기타유동자산	43.0	46.8	45.4	45.9	46.8
비유동자산	1,288.8	1,382.1	1,386.2	1,408.0	1,497.6
투자자산	29.1	36.6	36.1	36.2	36.6
금융자산	29.1	36.6	36.1	36.2	36.6
유형자산	1,099.3	1,137.9	1,144.3	1,167.4	1,257.8
무형자산	14.8	11.5	9.8	8.4	7.2
기타비유동자산	145.6	196.1	196.0	196.0	196.0
자산총계	3,148.3	3,395.3	3,317.4	3,297.3	3,412.2
유동부채	1,108.8	1,118.0	1,005.1	909.2	947.8
금융부채	681.2	674.8	574.7	474.7	504.8
매입채무 등	127.2	98.9	95.8	96.8	98.8
기타유동부채	300.4	344.3	334.6	337.7	344.2
비유동부채	353.8	435.1	331.9	252.9	155.0
금융부채	263.4	333.4	233.4	153.4	53.4
기타비유동부채	90.4	101.7	98.5	99.5	101.6
부채총계	1,462.6	1,553.1	1,336.9	1,162.2	1,102.8
지배주주지분	1,685.5	1,840.0	1,978.2	2,132.9	2,307.0
자본금	140.1	140.1	140.1	140.1	140.1
자본잉여금	494.5	494.5	494.5	494.5	494.5
자본조정	(0.2)	(22.6)	(22.6)	(22.6)	(22.6)
기타포괄이익누계	15.4	32.9	32.9	32.9	32.9
이익잉여금	1,033.6	1,195.1	1,333.3	1,487.9	1,662.1
비지배주주지분	2.1	2.2	2.3	2.3	2.4
자본총계	1,685.6	1,842.2	1,980.5	2,135.2	2,309.4
순금융부채	811.0	824.1	648.4	529.0	471.8

투자지표

	2021	2022	2023F	2024F	2025F
주당지표(원)					
EPS	8,682	6,250	5,905	6,493	7,189
BPS	60,080	66,466	71,397	76,915	83,130
CFPS	14,670	12,403	11,895	12,157	13,344
EBITDAPS	14,694	11,645	12,091	12,110	13,207
SPS	125,231	156,043	151,132	152,720	155,965
DPS	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000
주가지표(배)					
PER	3.59	5.38	6.09	5.54	5.00
PBR	0.52	0.51	0.50	0.47	0.43
PCFR	2.12	2.71	3.02	2.96	2.69
EV/EBITDA	4.09	5.42	4.61	4.25	3.74
PSR	0.25	0.22	0.24	0.24	0.23
재무비율(%)					
ROE	15.56	9.94	8.67	8.85	9.08
ROA	8.54	5.35	4.93	5.50	6.01
ROIC	12.78	8.65	8.78	8.85	9.20
부채비율	86.77	84.30	67.51	54.43	47.75
순부채비율	48.11	44.73	32.74	24.78	20.43
이자보상배율(배)	16.70	7.13	6.20	7.76	10.11

자료: 하나증권

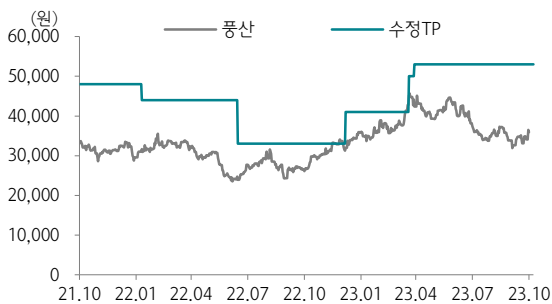
현금흐름표

(단위: 십억원)

	2021	2022	2023F	2024F	2025F
영업활동현금흐름	(19.5)	136.6	247.7	227.1	250.3
당기순이익	243.4	175.3	165.6	182.1	201.6
조정	166.6	71.3	55.6	53.6	66.2
감가상각비	97.7	94.7	95.3	98.3	110.8
외환거래손익	1.1	12.2	(12.8)	(17.8)	(17.4)
지분법손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타	67.8	(35.6)	(26.9)	(26.9)	(27.2)
자산/부채의 변동	(429.5)	(110.0)	26.5	(8.6)	(17.5)
투자활동현금흐름	(114.2)	(141.5)	(86.0)	(102.7)	(183.5)
투자자산감소(증가)	0.6	(7.5)	0.5	(0.2)	(0.4)
유형자산감소(증가)	(90.4)	(116.7)	(100.0)	(120.0)	(200.0)
기타투자활동	(24.4)	(17.3)	13.5	17.5	16.9
재무활동현금흐름	172.1	30.2	(200.1)	(180.0)	(69.9)
금융부채증가(감소)	184.5	63.5	(200.1)	(180.0)	(69.9)
자본증가(감소)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타재무활동	(12.4)	(33.3)	0.0	0.0	0.0
배당지급	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의 증감	38.4	25.3	(17.5)	(60.8)	(13.2)
Unlevered CFO	411.1	347.6	333.4	340.7	373.9
Free Cash Flow	(110.5)	19.6	147.7	107.1	50.3

투자의견 변동 내역 및 목표주가 괴리율

풍산



날짜	투자의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
23.4.28	BUY	53,000		
23.4.19	BUY	50,000	-11.23%	-8.60%
23.1.6	BUY	41,000	-11.14%	4.39%
22.7.15	BUY	33,000	-13.35%	3.33%
22.2.9	BUY	44,000	-30.82%	-19.32%
21.10.12	BUY	48,000	-33.50%	-25.52%

Compliance Notice

- 본 자료를 작성한 애널리스트(박성봉)는 자료의 작성과 관련하여 외부의 압력이나 부당한 간섭을 받지 않았으며, 본인의 의견을 정확하게 반영하여 신의성실 하게 작성하였습니다.
- 본 자료는 기관투자자 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 당사는 2023년 11월 1일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유 하고 있지 않습니다.
- 본 자료를 작성한 애널리스트(박성봉)는 2023년 11월 1일 현재 해당회사의 유가증권을 보유하고 있지 않습니다.

본 조사항목은 고객의 투자에 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 어떠한 경우에도 무 단 복제 및 배포 될 수 없습니다. 또한 본 자료에 수록된 내용은 당사가 신뢰할 만한 자료 및 정보로 얻어진 것이나, 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

투자등급 관련사항 및 투자의견 비율공시

- 투자의견의 유효기간은 추천일 이후 12개월을 기준으로 적용

• 기업의 분류

BUY(매수)_목표주가가 연주가 대비 15% 이상 상승 여력
Neutral(중립)_목표주가가 연주가 대비 -15%~15% 등락
Reduce(비중축소)_목표주가가 연주가 대비 15% 이상 하락 가능

• 산업의 분류

Overweight(비중확대)_업종지수가 현재지수 대비 15% 이상 상승 여력
Neutral(중립)_업종지수가 현재지수 대비 -15%~15% 등락
Underweight(비중축소)_업종지수가 현재지수 대비 -15%~15% 등락

투자등급	BUY(매수)	Neutral(중립)	Reduce(매도)	합계
금융투자상품의 비율	94.62%	4.93%	0.45%	100%

* 기준일: 2023년 10월 29일