

풍산 (103140/KS)

기대보다 더 가팔라질 방산 실적 성장 기울기

SK증권 리서치센터

매수(유지)

목표주가: 84,000 원(유지)

현재주가: 60,000 원

상승여력: 40.0%

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

Company Data

발행주식수	2,802 만주
시가총액	1,681 십억원
주요주주	
풍산홀딩스(외3)	38.02%
국민연금공단	9.19%

Stock Data

주가(24/07/26)	60,000 원
KOSPI	2,731.90pt
52주 최고가	77,300 원
52주 최저가	31,900 원
60일 평균 거래대금	39 십억원

주가 및 상대수익률



컨센서스를 대폭 상회하는 실적

동사의 2분기 연결 실적은 매출액 1조 2,336 억원(+19.1% YoY, +28% QoQ), 영업이익 1,613 억원(+199.4% YoY, +197.6% QoQ)으로 영업이익 컨센서스(1,270 억원) 및 당사 추정치(1,391 억원)를 대폭 상회했다. 매출액, 판매량, 신동 이익률은 대체로 예상치에 부합했으나 대폭 개선된 방산 수출 이익률이 실적 서프라이즈를 이끌었다. 지정학적 리스크가 증가함에 따라 미국 내 방산 기업들은 해외 물량을 우선적으로 대응하고 있다. 이에 미국 내 스포츠탄 가격이 상승했고 방산 수출 이익률 호조에 일조한 것으로 추정된다. 아울러 155mm 포탄 가격도 호조를 보인 것으로 파악된다.

3분기, 다시 찾아온 방산 수출 공백기

동사의 3분기 연결 실적은 매출액 1조 1,868 억원(+27.5% YoY, -3.8% QoQ), 영업이익 632 억원(+98% YoY, -60.8% QoQ)을 전망한다. 별도 기준 신동 판매량은 비수기 효과로 4.47만 톤(+3.1% YoY, -7.1% QoQ)을 예상한다. 아울러, 최근 구리 가격 하락으로 3분기에 적용되는 구리 가격도 2분기 대비 하락하며 신동 부문 이익률은 로우 싱글에 그칠 가능성이 높다. 방산 부문 매출액은 2,592 억원(+65% YoY, -23% QoQ)을 전망한다. 내수 및 미국 향 매출은 견조하겠으나, 국내 방산 업체들의 인도 물량 감소로 유럽 향 매출 감소 그리고 이익률 하락은 불가피할 것으로 예상된다.

분기 변동성에 휘둘리기 보단 좋아하는 그림을 보자

동사의 주가는 금요일 장중 10%까지 상승했다가 강보합으로 마무리했다. 3분기 가이던스가 2분기 실적을 대폭 하회했다는 점이 주요 원인으로 추정된다. 국내 방산 업체들의 인도 물량 공백으로 동사의 실적은 QoQ 감익이 예상되지만 작년부턴 공백기 이후 다시금 역대급 실적을 기록했다는 점을 기억할 필요가 있다. 지금은 분기 변동성에 휘둘리기 보단 2분기 실적을 통해 확인할 수 있었던 대폭 개선된 방산 이익률 그리고 이로 인해 상향될 25년 방산 실적 추정치에 주목할 때이다. 최근 동사의 주가 하락을 이끌었던 구리 가격도 \$9,000 을 바닥으로 반등할 것으로 예상된다. 중국 수요는 최악에서 점차 벗어나고 있다. 중국 양산향 구리 수입 프리미엄은 7월 하순 이후 급등하고 있으며 SHFE, LME 재고도 다시 감소세로 돌아섰다. 구리 가격도 이제 동사의 주가에 하방 압력으로 작용하기 보다는 상승 요인으로 작용할 가능성이 높다.

영업실적 및 투자지표

구분	단위	2020	2021	2022	2023	2024E	2025E
매출액	십억원	2,594	3,509	4,373	4,125	4,769	5,181
영업이익	십억원	121	314	232	229	409	443
순이익(지배주주)	십억원	72	243	175	156	294	327
EPS	원	2,565	8,682	6,250	5,582	10,491	11,672
PER	배	10.9	3.6	5.4	7.0	5.7	5.1
PBR	배	0.5	0.5	0.5	0.6	0.7	0.7
EV/EBITDA	배	6.6	4.1	5.4	4.3	2.8	2.4
ROE	%	5.1	15.6	9.9	8.2	14.0	13.7

풍산 실적 추정 테이블(연결 기준)

(단위: 십억원)

	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24P	3Q24E	4Q24E	2023	2024E	2025E
매출액	1,045	1,036	931	1,114	937	1,234	1,187	1,385	4,125	4,769	5,181
풍산 별도	771	775	674	881	715	978	878	1,071	3,091	3,637	3,945
풍산 이외	274	261	257	233	221	256	308	314	1,025	1,126	1,236
영업이익	84.8	53.9	31.9	58.0	54.2	161.3	63.2	130.6	228.6	409.3	443.2
풍산 별도	59.0	47.2	27.0	57.1	35.2	131	5.3	9.4	190.3	348.2	381.8
풍산 이외	25.9	6.6	4.9	2.3	19.0	140.9	58.5	113.5	39.7	61.1	61.4
순이익	54.2	44.9	20.5	36.8	36.9	115.4	45.1	96.5	156.4	294.0	327.1

자료: SK 증권

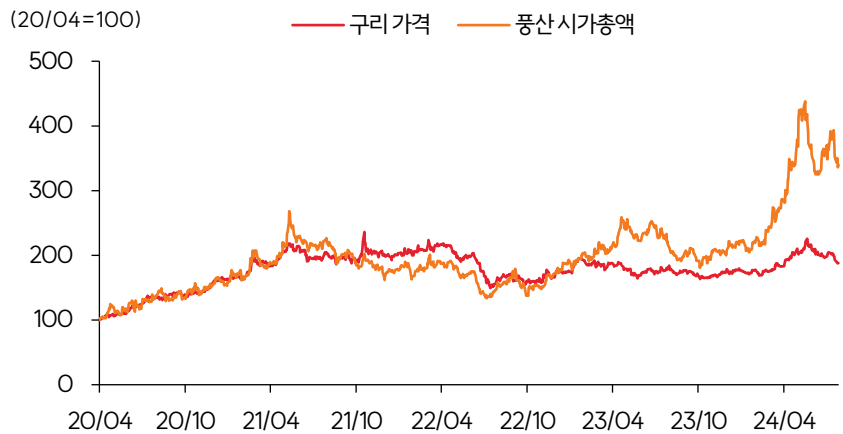
풍산 실적 추정 테이블(별도 기준)

(단위: 십억원)

	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24P	3Q24E	4Q24E	2023	2024E	2025E
매출액	771	775	674	881	715	978	878	1,071	3,091	3,637	3,945
신동	533	561	516	501	541	640	619	675	2,101	2,469	2,717
내수	264	254	236	216	240	277	264	287	969	1,068	1,181
수출	267	305	278	283	298	360	355	388	1,132	1,401	1,537
방산	238	214	157	380	174	338	259	397	990	1,168	1,228
내수	94	133	90	180	79	111	127	212	497	530	540
수출	145	80	67	200	95	227	133	184	492	638	688
영업이익	59.0	47.2	27.0	57.1	35.2	140.9	58.5	113.5	190	349	382
신동	14.1	21.4	5.8	-5.6	13.5	48.0	9.3	36.8	36	108	135
방산	44.8	25.8	21.2	62.7	22.7	92.9	49.3	76.7	155	242	247
영업이익률	7.6%	6.1%	4.0%	6.5%	4.9%	14.4%	6.7%	10.6%	6.2%	9.6%	9.7%
신동	2.7%	3.8%	1.1%	-1.1%	2.5%	7.5%	1.5%	5.5%	1.7%	4.4%	5.0%
방산	18.8%	12.1%	13.5%	16.5%	13.0%	27.5%	19.0%	19.3%	15.6%	20.7%	20.1%

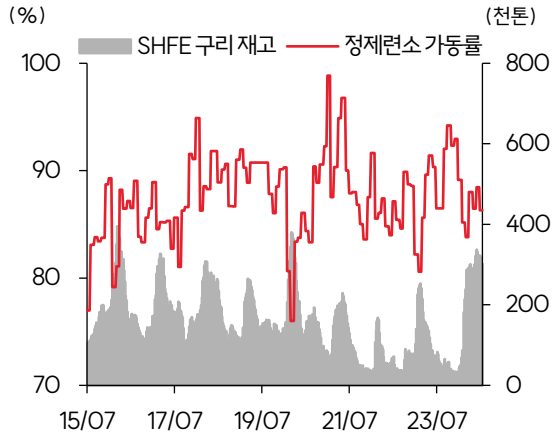
자료: SK 증권

구리 가격 및 풍산 시가총액 추이



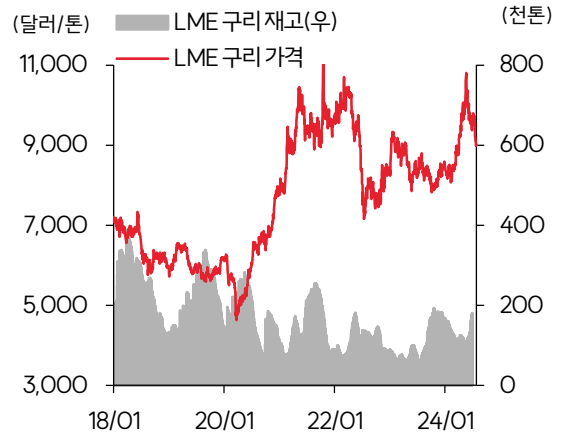
자료: Bloomberg, SK 증권

상하이 전기동 재고 및 정제련소 가동률 추이



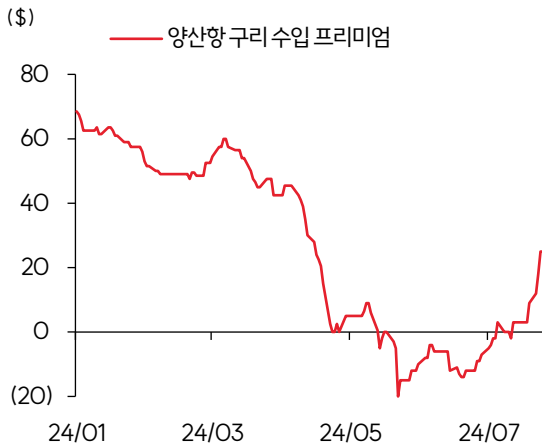
자료: Bloomberg, SK 증권

LME 구리 가격 및 재고 추이



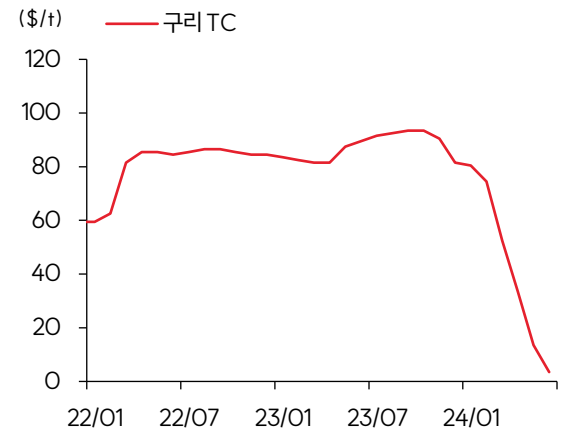
자료: Bloomberg, SK 증권

중국 양산항 구리 수입 프리미엄 추이



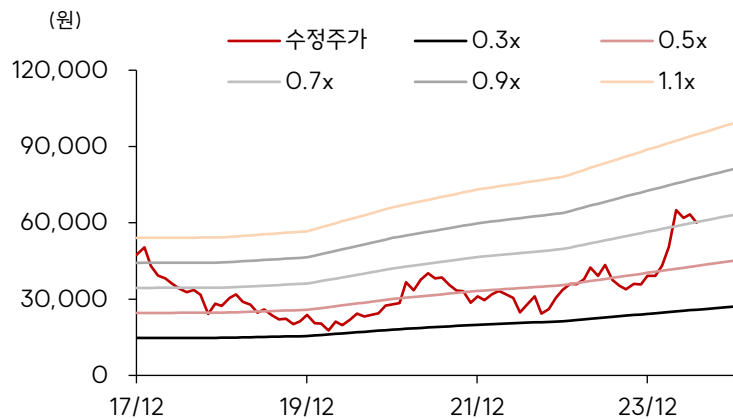
자료: Bloomberg, SK 증권

구리 TC 추이



자료: Bloomberg, 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	3,174	3,342
현금및현금성자산	126	155	408	1,157	1,312
매출채권 및 기타채권	523	600	560	671	740
재고자산	1,183	1,204	1,227	1,273	1,223
비유동자산	1,289	1,382	1,421	755	832
장기금융자산	30	73	64	70	72
유형자산	1,099	1,138	1,183	481	556
무형자산	15	11	12	12	12
자산총계	3,148	3,395	3,661	3,929	4,174
유동부채	1,109	1,118	1,352	1,366	1,303
단기금융부채	681	675	474	606	631
매입채무 및 기타채무	199	183	268	269	235
단기충당부채	0	0	0	0	0
비유동부채	354	435	342	323	336
장기금융부채	263	333	232	242	252
장기매입채무 및 기타채무	10	13	13	13	13
장기충당부채	0	0	0	0	0
부채총계	1,463	1,553	1,695	1,689	1,639
지배주주지분	1,684	1,840	1,966	2,240	2,534
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	1,578	1,872
비지배주주지분	2	2	0	0	0
자본총계	1,686	1,842	1,966	2,240	2,534
부채와자본총계	3,148	3,395	3,661	3,929	4,174

현금흐름표

12월 결산(십억원)	2021	2022	2023	2024E	2025E
영업활동현금흐름	-19	137	696	78	303
당기순이익(손실)	243	175	156	294	327
비현금성항목등	168	217	205	210	187
유형자산감가상각비	95	93	90	85	75
무형자산상각비	3	2	1	1	0
기타	70	122	115	125	111
운전자본감소(증가)	-430	-110	454	-325	-104
매출채권및기타채권의감소(증가)	-107	-94	33	-99	-70
재고자산의감소(증가)	-384	-11	-29	-43	50
매입채무및기타채무의증가(감소)	20	-24	90	-65	-34
기타	-31	-234	-178	-184	-211
법인세납부	-30	-89	-59	-83	-103
투자활동현금흐름	-114	-141	-137	-260	-157
금융자산의감소(증가)	-1	-25	5	-9	-1
유형자산의감소(증가)	-90	-117	-136	-208	-150
무형자산의감소(증가)	-0	-0	-1	-0	0
기타	-23	1	-5	-43	-6
재무활동현금흐름	172	30	-306	133	2
단기금융부채의증가(감소)	61	-106	-304	126	25
장기금융부채의증가(감소)	111	158	-2	7	10
자본의증가(감소)	0	0	0	0	0
배당금지급	0	0	0	0	-33
기타	0	-22	0	-0	0
현금의 증가(감소)	47	29	253	749	156
기초현금	79	126	155	408	1,157
기말현금	126	155	408	1,157	1,312
FCF	-110	20	561	-130	153

자료 : 풍산, SK증권 추정

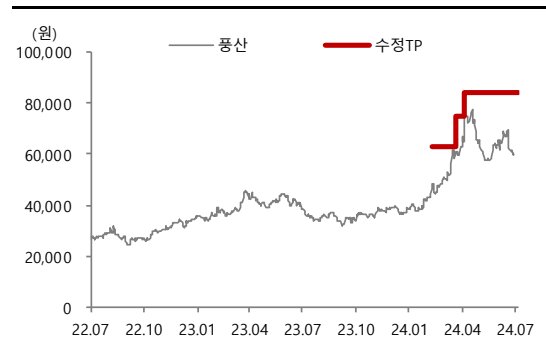
포괄손익계산서

12월 결산(십억원)	2021	2022	2023	2024E	2025E
매출액	3,509	4,373	4,125	4,769	5,181
매출원가	3,010	3,911	3,684	4,105	4,461
매출총이익	500	462	441	664	720
매출총이익률(%)	14.2	10.6	10.7	13.9	13.9
판매비와 관리비	185	230	212	255	277
영업이익	314	232	229	409	443
영업이익률(%)	9.0	5.3	5.5	8.6	8.6
비영업손익	-7	-12	-28	-21	-13
순금융손익	-19	-31	-34	-19	-4
외환관련손익	18	10	4	-0	-0
관계기업등 투자손익	0	0	0	0	0
세전계속사업이익	307	220	201	388	430
세전계속사업이익률(%)	8.7	5.0	4.9	8.1	8.3
계속사업법인세	63	44	45	94	103
계속사업이익	243	175	156	294	327
중단사업이익	0	0	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	243	175	156	294	327
순이익률(%)	6.9	4.0	3.8	6.2	6.3
지배주주	243	175	156	294	327
지배주주귀속 순이익률(%)	6.9	4.0	3.8	6.2	6.3
비지배주주	0	0	0	0	0
총포괄이익	256	209	153	307	327
지배주주	256	208	153	307	327
비지배주주	0	0	0	0	0
EBITDA	412	326	319	494	519

주요투자지표

12월 결산(십억원)	2021	2022	2023	2024E	2025E
성장성 (%)					
매출액	35.3	24.6	-5.7	15.6	8.7
영업이익	159.2	-26.3	-1.3	79.0	8.3
세전계속사업이익	210.0	-28.4	-8.5	93.1	10.8
EBITDA	85.6	-20.7	-2.1	54.8	4.9
EPS	238.4	-28.0	-10.7	87.9	11.3
수익성 (%)					
ROA	8.5	5.4	4.4	7.7	8.1
ROE	15.6	9.9	8.2	14.0	13.7
EBITDA마진	11.7	7.5	7.7	10.4	10.0
안정성 (%)					
유동비율	167.7	180.1	165.6	232.4	256.4
부채비율	86.8	84.3	86.2	75.4	64.7
순차입금/자기자본	48.1	44.7	13.9	-15.0	-18.0
EBITDA/이자비용(배)	21.9	10.1	8.1	13.2	13.1
배당성향	11.5	15.6	21.0	11.1	10.0
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	8,682	6,250	5,582	10,491	11,672
BPS	60,080	66,466	70,959	80,744	91,247
CFPS	12,167	9,630	8,819	13,528	14,361
주당 현금배당금	1,000	1,000	1,200	1,200	1,200
Valuation지표 (배)					
PER	3.6	5.4	7.0	5.7	5.1
PBR	0.5	0.5	0.6	0.7	0.7
PCR	2.6	3.5	4.4	4.4	4.2
EV/EBITDA	4.1	5.4	4.3	2.8	2.4
배당수익률	3.2	3.0	3.1	2.0	2.0

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 기관투자가 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 07월 29일 기준)

매수	96.91%	중립	3.09%	매도	0.00%
----	--------	----	-------	----	-------