

2023. 3. 23



풍산 (103140)

2023년 높아지는 방산 기대감

Company Analysis | 철강금속

Analyst 안화수
02 3779 8897 _ hoosoo@ebestsec.co.kr

Buy (유지)

목표주가 (상향)	50,000 원
현재주가	36,100 원
상승여력	38.5%

컨센서스 대비

상회	부합	하회
●		

Stock Data

KOSPI (3/22)	2,416.96 pt
시가총액	10,117 억원
발행주식수	28,024 천주
52 주 최고가/최저가	38,900 / 23,550 원
90 일 일평균거래대금	83.07 억원
외국인 지분율	13.2%
배당수익률(23.12E)	2.8%
BPS(23.12E)	65,659 원
KOSPI 대비 상대수익률	1개월 -2.8%
	6개월 29.3%
	12개월 20.5%
주주구성	풍산홀딩스 (외 4인) 38.0%
	국민연금공단 (외 1인) 8.2%
	자사주(외 1인) 2.5%

Stock Price



1Q23 Preview: 컨센서스 상회 예상

1Q23년 실적은 연결기준 매출액 1조 290억원(-2.1%YoY, -9.2%QoQ), 영업이익 640억원(-7.7%YoY, +49.3%QoQ)으로 컨센서스(532억원) 20% 상회를 예상한다. 1) 신동: 구리가격은 4Q22 \$8,060/mt → 1Q23 \$8,975/mt로 지난 12월부터 반등 흐름을 보였다. 높은 메탈게인 이익이 더해져 마진율이 4Q22 1.0% → 1Q23 3.7%으로 개선될 것으로 추정된다. 2) 방산: 내수와 수출 모두 견조한 실적이 이어져 매출 2,070억원, 마진율 1Q23 15%를 상승을 예상한다. UAE와 유럽향 수출이 늘어난 것이기 때문이다. 3) 신동부문 자회사들은 Metal Loss 영향에서 벗어나 안정적인 흑자 궤도로 돌아올 전망이다.

높아지는 방산 기대감

2023년은 방산 수출이 이익 성장을 이끄는 한 해가 될 것이다. 방산부문의 매출 비중은 30% 내외이지만, 영업이익률은 10% 중반대로 신동부문에 비해 훨씬 높기 때문이다. 러-우 전쟁 장기화로 글로벌 탄약 소티지가 지속되고 있으며, 우크라이나 지원을 위한 미국과 EU의 탄약 수입 가능성이 높아지고 있다. 실제 공시로 나온 내용과 정부 발표를 통해 파악되는 내용을 정리하면 다음과 같다. 1) 4Q22 공시된 한화에어로스페이스, 현대 로템 향 대구경탄약 수주는 연간 약 1,000억원 이상의 유럽향 방산 수출 증가 효과를 가져다 줄 것으로 판단한다. 2) 미국 국방부와 우리 국방부 사이에 포탄 판매 협의가 진행 중이다. 3) 폴란드에 우리 방산업체의 탄약공장을 건설하는 논의가 추진 중이다. 폴란드에 수출한 전차 및 자주포에 필요한 소모품으로서 지속적인 수요가 발생하기 때문이다. 4) EU는 우크라이나에 12개월간 100만발의 155mm 포탄을 지원하기로 합의 했는데, 역외 기업은 일단 배제되었지만, 유럽 내 생산 역량 부족으로 방산 제조역량 관련 투자 확대 시 풍산의 공장 해외 진출이 가속화 될 수 있다.

투자의견 Buy, 목표주가 50,000원 상향

최근 주가는 12M Fwd P/B 0.5x 수준으로 역사적 P/B 밴드 평균을 하회하고 있다. 방산부문 성장에 따른 구조적인 이익성, ROE(2023년 예상 10.9%) 개선에 주목하며 목표 Multiple을 0.7x로 상향 적용한다. 이는 구리가격 상승 cycle과 함께 이익률이 급격히 상승했던 2016~2017년의 평균 P/B를 20% 할인 적용한 것이다. 할인 적용의 이유는, 동사의 주가와 밀접한 구리가격이 급반등 이후 횡보할 것으로 예상하기 때문이다.

Financial Data

(십억원)	2020	2021	2022P	2023E	2024E
매출액	2,594	3,509	4,373	4,149	3,986
영업이익	121	314	232	282	250
순이익	72	243	175	208	179
EPS (원)	2,567	8,686	6,252	7,455	6,375
증감률 (%)	308.1	238.4	-28.0	19.2	-14.5
PER (x)	10.9	3.6	5.8	4.8	5.7
PBR (x)	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5
영업이익률 (%)	4.7	9.0	5.3	6.8	6.3
EBITDA 마진 (%)	8.6	11.7	7.5	9.0	8.5
ROE (%)	5.1	15.6	9.9	10.9	8.6

주: IFRS 연결 기준
자료: 풍산, 이베스트투자증권 리서치센터

표1 풍산 1Q23 Preview

(십억원)	1Q22	4Q22	1Q23E	% QoQ	% YoY	Consensus	대비(%)
매출액	1,051	1,133	1,029	-9.2%	-2.1%	1,015	1.3%
영업이익	69	43	64	49.3%	-7.7%	53	20.6%
영업이익률	6.6%	3.8%	6.2%	2.4%p	-0.4%p	5.2%	1.0%p
세전이익	64	14	61	331.4%	-4.4%	47	32.2%
순이익	43	48	48	-1.1%	10.4%	32	49.9%

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

표2 풍산 실적 추이 및 전망

(십억원,%)	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23E	2Q23E	3Q23E	4Q23E	2021	2022	2023E
연결 매출액	1,051	1,161	1,028	1,133	1,029	1,041	1,016	1,063	3,509	4,373	4,149
yoy	0.0%	0.0%	16.2%	16.1%	-2.1%	-10.3%	-1.2%	-6.2%	35.3%	24.6%	-5.1%
qoq	7.7%	10.5%	-11.4%	10.2%	-9.2%	1.2%	-2.5%	4.6%			
별도	768	873	756	859	774	797	782	833	2,556	3,257	3,186
신동	603	661	558	534	566	553	543	516	1,816	2,356	2,178
방산	166	212	198	325	207	245	240	317	740	901	1,008
-수출	88	152	138	141	130	135	143	146	373	518	555
-내수	77	61	60	184	77	110	97	171	367	383	454
자회사	283	288	272	274	255	244	234	230	953	1,116	963
영업이익	69	90	30	43	64	83	63	72	314	232	282
yoy	10.9%	-15.8%	-63.0%	-33.5%	-7.7%	-7.3%	111.5%	67.9%	159%	-26%	22%
qoq	7.6%	29.4%	-66.6%	43.1%	49.3%	29.9%	-23.8%	13.6%			
별도	49	76	31	47	52	71	50	61	234	203	234
신동	33	43	0	5	21	31	11	10	20	81	73
방산	16	32	32	42	31	39	40	52	65	122	162
자회사	20	13	-1	-4	12	13	14	11	80	28	49
OPM(%)	6.6%	7.7%	2.9%	3.8%	6.2%	8.0%	6.2%	6.8%	9.0%	5.3%	6.8%
별도	6.4%	8.7%	4.1%	5.4%	6.7%	8.8%	6.4%	7.4%	9.1%	6.2%	7.3%
신동	5.4%	6.5%	0.0%	1.0%	3.7%	5.7%	2.0%	1.8%	7.4%	3.4%	3.3%
방산	9.8%	15.0%	16.1%	13.0%	15.0%	16.0%	16.5%	16.5%	12.8%	13.6%	16.1%
자회사	7.0%	4.6%	-0.4%	-1.4%	4.7%	5.1%	5.8%	4.6%	8.4%	2.5%	5.0%
세전이익	64	103	38	14	61	83	59	63	307	220	266
당기순이익	43	68	23	48	48	64	46	49	243	183	208
당기순이익률	4.1%	5.8%	2.3%	4.3%	4.7%	6.2%	4.6%	4.6%	6.9%	4.2%	5.0%
주요가정											
신동 판매량(톤)	49,050	49,531	45,556	44,654	47,750	47,750	47,750	47,750	190,397	188,791	191,000
구리가격(\$/mt)	9,997	9,513	7,745	8,060	8,975	8,900	8,900	8,500	9,319	8,829	8,819

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

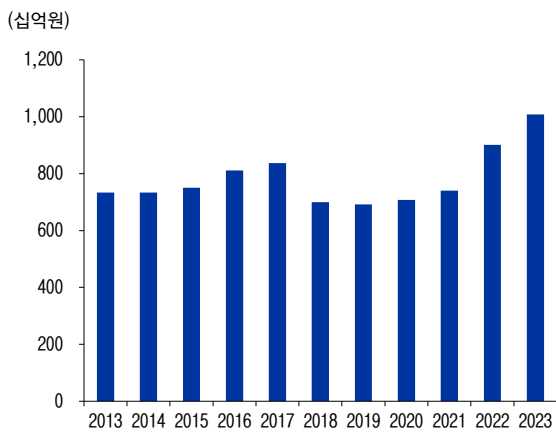
표3 실적 변경 내역

	1Q23E			2023E		
	수정전	수정후	차이	수정전	수정후	차이
매출액	978	1,029	5.2%	3,990	4,149	4.0%
영업이익	61	64	4.8%	327	282	-13.7%
영업이익률	5.60%	6.2%	0.6%p	8.2%	6.8%	-1.4%p
세전이익	60	61	2.5%	322	266	-17.3%
순이익	47	48	2.0%	251	208	-17.3%

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

주: 2023년 실적 변경은 수익 추정 방식 수정으로 인해 과대추정 되었던 부분을 수정한 것

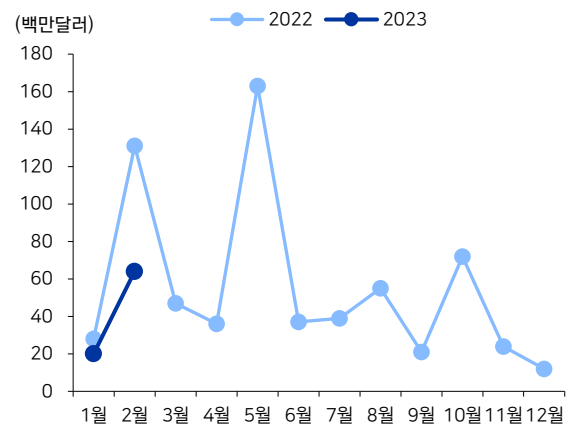
그림1 풍산 방산부문 매출 추이



자료: 이베스트투자증권 리서치센터

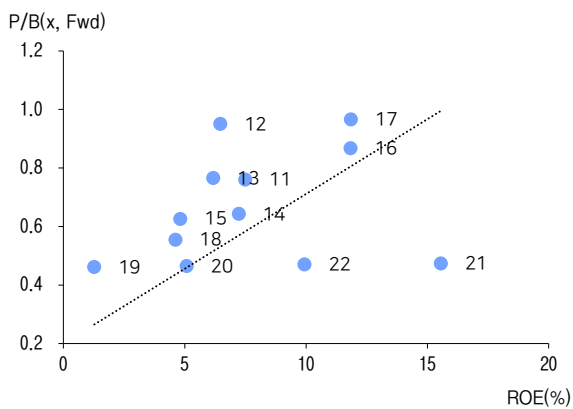
주: 2023년은 추정치

그림2 한국 탄약 수출 금액 추이



자료: kstat, 이베스트투자증권 리서치센터

그림3 풍산 PBR-ROE



자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림4 달러인덱스와 구리 가격



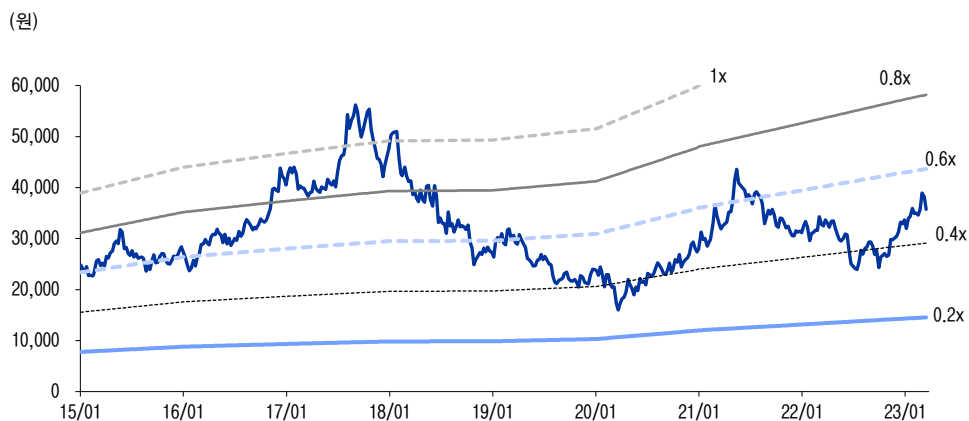
자료: 이베스트투자증권 리서치센터

표4 풍산 목표주가 산정

	풍산	비고
12M Fwd BPS(지배주주, 십억원)	71,485	
발행주식수(천주)	28,024	
Target PBR (X)	0.7	'16~'17 평균 P/B를 20%할인
목표주가 (원)	50,000	
현재주가 (원, 3/23)	36,100	
Upside (%)	38.6%	
기존목표주가(원)	43,000	
변동률 (%)	16.3%	

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림5 풍산 12M Fwd P/B Chart



자료: 이베스트투자증권 리서치센터

풍산 (103140)

재무상태표

(십억원)	2020	2021	2022P	2023E	2024E
유동자산	1,302	1,859	2,013	2,571	2,983
현금 및 현금성자산	79	126	155	718	1,221
매출채권 및 기타채권	403	523	600	568	490
재고자산	790	1,183	1,204	1,229	1,214
기타유동자산	29	27	54	56	58
비유동자산	1,250	1,289	1,382	1,347	1,327
관계기업투자등	13	12	19	20	21
유형자산	1,075	1,099	1,138	1,095	1,067
무형자산	17	15	11	10	8
자산총계	2,552	3,148	3,395	3,918	4,310
유동부채	747	1,109	1,118	1,074	912
매입채무 및 기타채무	200	265	252	250	200
단기금융부채	487	681	675	625	504
기타유동부채	60	163	192	199	207
비유동부채	358	354	435	839	1,242
장기금융부채	274	263	333	733	1,133
기타비유동부채	85	90	102	105	109
부채총계	1,106	1,463	1,553	1,913	2,154
지배주주지분	1,444	1,684	1,840	2,003	2,154
자본금	140	140	140	140	140
자본잉여금	495	495	495	495	495
이익잉여금	810	1,034	1,195	1,376	1,526
비지배주주지분(연결)	2	2	2	2	2
자본총계	1,446	1,686	1,842	2,006	2,156

손익계산서

(십억원)	2020	2021	2022P	2023E	2024E
매출액	2,594	3,509	4,373	4,149	3,986
매출원가	2,323	3,010	3,911	3,634	3,504
매출총이익	271	500	462	514	482
판매비 및 관리비	150	185	230	232	232
영업이익	121	314	232	282	250
(EBITDA)	222	412	326	375	340
금융손익	-26	-1	-21	-32	-37
이자비용	21	19	32	36	37
관계기업등 투자손익	0	0	0	0	0
기타영업외손익	3	-7	9	17	15
세전계속사업이익	99	307	220	267	229
계속사업법인세비용	27	63	44	59	50
계속사업이익	72	243	175	209	179
중단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익	72	243	175	209	179
지배주주	72	243	175	209	179
총포괄이익	57	259	175	209	179
매출총이익률 (%)	10.5	14.2	10.6	12.4	12.1
영업이익률 (%)	4.7	9.0	5.3	6.8	6.3
EBITDA 마진률 (%)	8.6	11.7	7.5	9.0	8.5
당기순이익률 (%)	2.8	6.9	4.0	5.0	4.5
ROA (%)	2.8	8.5	5.4	5.7	4.3
ROE (%)	5.1	15.6	9.9	10.9	8.6
ROIC (%)	4.2	10.9	7.2	8.4	7.6

현금흐름표

(십억원)	2020	2021	2022P	2023E	2024E
영업활동 현금흐름	115	-19	137	300	322
당기순이익(손실)	72	243	175	209	179
비현금수익비용가감	153	168	172	79	93
유형자산감가상각비	98	95	93	91	88
무형자산상각비	3	3	2	2	2
기타현금수익비용	53	70	34	-39	-14
영업활동 자산부채변동	-103	-430	-110	13	50
매출채권 감소(증가)	-45	-107	-94	33	78
재고자산 감소(증가)	-20	-384	-11	-25	15
매입채무 증가(감소)	40	20	-24	-2	-50
기타자산, 부채변동	-77	42	18	6	7
투자활동 현금	-54	-114	-141	-58	-71
유형자산처분(취득)	-50	-90	-117	-48	-60
무형자산 감소(증가)	-1	0	0	0	0
투자자산 감소(증가)	-1	2	-22	-2	-2
기타투자활동	-3	-25	-2	-9	-9
재무활동 현금	-46	172	30	322	252
차입금의 증가(감소)	-46	172	53	350	280
자본의 증가(감소)	0	0	-50	-28	-28
배당금의 지급	0	0	28	28	28
기타재무활동	0	0	28	0	0
현금의 증가	9	47	29	564	503
기초현금	70	79	126	155	718
기말현금	79	126	155	718	1,221

주요 투자지표

	2020	2021	2022P	2023E	2024E
투자지표 (x)					
P/E	10.9	3.6	5.8	4.8	5.7
P/B	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5
EV/EBITDA	6.6	4.1	5.6	4.3	4.1
P/CF	3.5	2.1	2.9	3.5	3.7
배당수익률 (%)	2.1	3.2	2.8	2.8	2.8
성장성 (%)					
매출액	5.8	35.3	24.6	-5.1	-3.9
영업이익	194.6	159.2	-26.3	21.8	-11.4
세전이익	275.6	210.0	-28.4	21.7	-14.5
당기순이익	308.0	238.5	-28.0	19.1	-14.5
EPS	308.1	238.4	-28.0	19.2	-14.5
안정성 (%)					
부채비율	76.4	86.8	84.3	95.4	99.9
유동비율	174.2	167.7	180.1	239.4	327.2
순차입금/자기자본(x)	46.3	48.1	45.1	30.7	18.2
영업이익/금융비용(x)	5.8	16.7	7.1	7.8	6.7
총차입금 (십억원)	760	945	1,008	1,358	1,638
순차입금 (십억원)	670	811	831	617	392
주당지표 (원)					
EPS	2,567	8,686	6,252	7,455	6,375
BPS	51,539	60,074	65,659	71,485	76,859
CFPS	8,035	14,670	12,403	10,257	9,705
DPS	600	1,000	1,000	1,000	1,000

자료: 풍산, 이베스트투자증권 리서치센터

풍산 목표주가 추이		투자이견 변동내역										
	일시	투자 의견	목표 가격	과리율(%)			일시	투자 의견	목표 가격	과리율(%)		
	2022.12.15	변경	안회수	최고 대비	최저 대비	평균 대비				최고 대비	최저 대비	평균 대비
	2022.12.15	Buy	39,000	-7.6	-13.2							
	2023.02.10	Buy	43,000	-10.0	-15.0							
	2023.03.23	Buy	50,000									

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 당사에게 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)	투자이견 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)	+15% 이상 기대	93.0%	2018년 10월 25일부터 당사 투자등급 적용기준이 기존 ±15%로 변경
		Hold (보유)	-15% ~ +15% 기	7.0%	
		Sell (매도)	-15% 이하 기대		
		합계		100.0%	투자이견 비율은 2022. 1. 1 ~ 2022. 12. 31 당사 리서치센터의 의견공표 종목들의 맨마지막 공표의 견을 기준으로 한 투자등급별 비중임 (최근 1년간 누적 기준. 분기별 갱신)