

풍산(103140)

매수(유지) / TP: 60,000원

주가(9/21, 원)	35,750
시가총액(십억원)	1,002
발행주식수(백만)	28
52주 최고/최저가(원)	45,700/24,250
일평균 거래대금(6개월, 백만원)	9,369
유동주식비율(%)	59.5
외국인지분율(%)	16.3
주요주주(%)	풍산홀딩스 외 3 인 38.0
	국민연금공단 10.0

	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EPS (원)	증감률 (%)	EBITDA (십억원)	PER (배)	EVEBITDA (배)	PBR (배)	ROE (%)	DY (%)
2021A	3,509	314	243	8,686	238.4	412	3.6	4.1	0.5	15.6	3.2
2022A	4,373	232	175	6,395	(26.4)	326	5.3	5.4	0.5	9.9	3.0
2023F	4,151	283	169	6,175	(3.4)	380	5.8	4.5	0.5	8.8	2.8
2024F	4,416	304	228	8,338	35.0	402	4.3	4.0	0.5	10.9	2.8
2025F	4,681	298	231	8,450	1.3	395	4.2	3.9	0.4	10.1	2.8

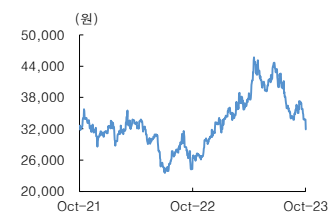
주: 순이익, EPS 등은 지배주주지분 기준

들어오는 동풍, 올라가는 주가

주가상승률

	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	3.8	(3.2)	31.4
상대주가(%p)	3.5	(8.5)	24.3

주가추이



동 가격이 오르면 가만 있어도 돈을 버는 사업 구조: 한국의 대표 동 가공업체다. 주로 LS MnM에서 동을 매입해 녹인 후 원하는 성질과 형태로 가공하여 제품을 만들고 이를 판매한다. 대표적인 제품으로 판/대(동으로 만든 얇은 판 또는 대), 봉, 그리고 총알과 포탄 등이 있다. 동을 매입할 때나 제품을 판매할 때 전월평균 LME 동 가격을 기준으로 한다. 동을 매입해 제품을 생산하는데 2~3개월이 소요되므로 매입 시점과 판매 시점의 동 가격이 다르다. 동 가격이 오르면 싸게 산 원재료로 제품을 만들어 올라간 가격에 팔 수 있는 구조다. 즉 동 가격에 의해 자동적으로 이익과 손실이 발생한다.

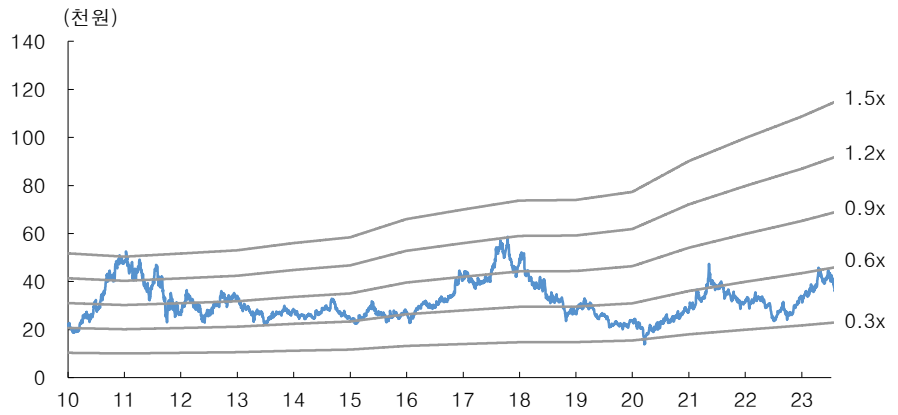
방산은 구조적 성장으로 안전 마진 상승: 총알과 포탄을 제조하는 방산부문은 구조적으로 성장을 하고 있다. 국내 방위력의 기계화 전환으로 내수 소비가 증가하는 가운데 포탄을 쓰는 방산제품의 수출이 늘었기 때문이다. 그리고 수출 증가는 국내 포탄 화기 set의 증가와 국지전 덕분이다. 국지전은 마무리된다해도 set의 해외 판매 영향은 지속된다. 프린터(포탄 화기)는 한번 팔리지만 카트리지(포탄)은 지속적으로 필요하다. 방산부문이 구조적으로 성장하는 이유다. 방산 이익률은 안정적이어서 외형 증가가 이익 증가로 치환된다. 동 가격이라는 변수를 제외한 안전 마진이 상승할 것이다.

지금도 장기 투자의 적기: 연초에 방산부문의 특수에 의해 예상을 뛰어 넘는 실적을 기록하면서 주가가 상승했었다. 이후 방산의 peak out과 동 가격의 조정으로 차익실현 매물이 싸이면서 주가가 조정되었다. 3분기 연결 영업이익도 501억 원으로 시장 컨센서스 581억 원을 13.8% 하회했다. 유럽발 방산 특수가 제거된 가운데 동 가격 조정으로 해외 자회사들의 이익이 감소했을 것으로 추정되기 때문이다. 다만 실적에 대한 기대가 낮은 상황이라서 예상보다 실적이 안 나와도 주가의 추가 조정폭은 미미할 것으로 예상된다. 지금이 장기 투자에 나설 적기라고 판단한다. 국내에서 동 가격 강세의 pure player로 풍산만한 회사를 찾기 어렵다. 그리고 현명한 투자자는 좋을 때가 아니라 안 좋을 때 사는 법이다.

최문선

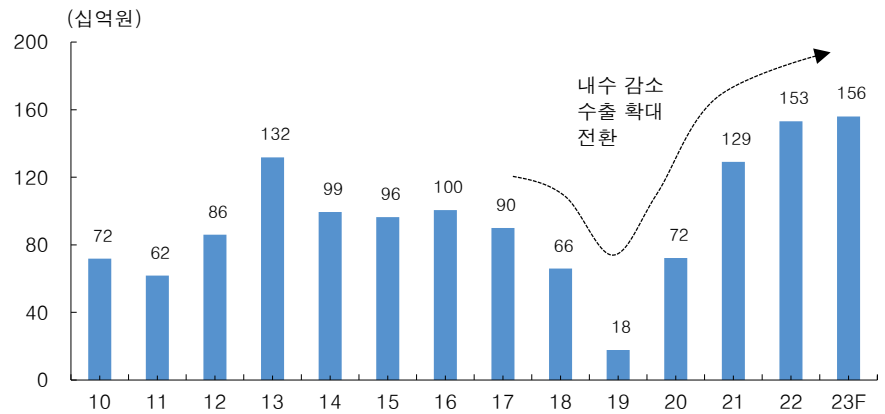
cms@koreainvestment.com

[그림 37] PBR band



자료: 한국투자증권

[그림 38] 방산부문 영업이익



자료: 한국투자증권

<표 18> 3분기 실적 비교

(단위: 십억원)

	3Q23			QoQ		YoY		컨센서스	
	Preview	기준추정	차이(%)	2Q23	차이(%)	3Q22	차이(%)	3Q23	차이(%)
매출액	1,015	1,009	0.6	1,045	(2.9)	1,161	(12.6)	1,017	(0.2)
영업이익	50.1	57.9	(13.5)	84.8	(40.9)	89.6	(44.1)	58.1	(13.8)
영업이익률(%)	4.9%	6.5%	(1.6%p)	8.1%	(3.2%p)	7.7%	(2.8%p)	5.7%	(0.8%p)
세전이익	50.3	43.1	16.6	71	(28.8)	103	(51.4)	50	1.6
지배지분순이익	38.2	32.7	16.6	54	(29.6)	68	(43.6)	39	(1.1)

자료: FnGuide, 한국투자증권

〈표 19〉 분기 실적 전망

(단위: 십억원)

	2023F				2024F				2021	2022	2023F	2024F
	1Q	2Q	3QF	4QF	1QF	2QF	3QF	4QF				
매출액	1,045	1,036	1,015	1,050	1,024	1,020	1,123	1,217	3,509	4,373	4,146	4,384
풍산	771	775	758	842	771	775	758	842	2,556	3,257	3,147	3,346
자회사	274	261	257	208	253	245	365	375	953	1,116	999	1,038
영업이익	85	54	50	76	62	58	72	114	314	232	265	307
풍산	59	47	45	74	59	47	45	74	234	203	226	272
자회사	26	7	5	1	3	11	27	40	80	28	38	35
영업이익률	8.1%	5.2%	4.9%	7.2%	6.1%	5.7%	6.4%	9.4%	9.0%	5.3%	6.4%	7.0%
세전이익	71	53	50	76	56	52	66	108	307	220	250	282
지배지분순이익	54	45	38	58	44	40	52	84	243	175	195	220

자료: 한국투자증권

기업개요 및 용어해설

풍산은 1968년에 설립된 동 가공 업체. 동 및 동 합금소재와 가공품을 생산하며 각종 탄약류 또한 생산. 사업부문은 크게 신동사업부문과 방산사업부문으로 나눌 수 있다.

- 신동: 동이나 동 합금을 가공하여 판, 관, 봉, 선 등으로 생산
- 방산: 동을 소재로 탄약과 포탄을 제조하여 판매. 매출액의 65%가 내수이며, 수출이 35%를 차지
- 재고평가 손익: 기말 마지막 월의 원화로 환산한 평균 동 가격의 차이에 의해 발생하는 손익. 상승(하락)하면 이익(손실)
- Metal gain(loss): 원화로 환산한 분기 평균 동 가격 차이에 의해 발생하는 손익. 상승(하락)이면 이익(손실)

손익계산서

(단위: 십억원)

	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
매출액	3,509	4,373	4,151	4,416	4,681
매출원가	3,010	3,911	3,672	3,915	4,166
매출총이익	500	462	479	501	515
판매관리비	185	230	196	197	217
영업이익	314	232	283	304	298
영업이익률(%)	9.0	5.3	6.8	6.9	6.4
EBITDA	412	326	380	402	395
EBITDA Margin(%)	11.7	7.5	9.2	9.1	8.4
영업외수익	(7)	(12)	(61)	(4)	6
금융수익	6	15	6	4	4
금융비용	23	47	44	29	20
기타영업외손익	10	20	(22)	20	21
관계기업관련손익	0	0	0	0	0
세전계속사업이익	307	220	222	300	304
법인세비용	63	44	53	72	73
연결당기순이익	243	175	169	228	231
지배주주지분순이익	243	175	169	228	231
지배주주순이익률(%)	6.9	4.0	4.1	5.2	4.9
성장성(%, YoY)					
매출 증가율	35.3	24.6	(5.1)	6.4	6.0
영업이익 증가율	159.2	(26.3)	22.0	7.6	(1.9)
지배주주순이익 증가율	238.4	(28.0)	(3.7)	35.0	1.3
EPS 증가율	238.4	(26.4)	(3.4)	35.0	1.3
EBITDA 증가율	85.6	(20.7)	16.4	5.9	(1.8)

현금흐름표

(단위: 십억원)

	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
영업활동현금흐름	(19)	137	229	241	195
당기순이익	243	175	169	228	231
유형자산감가상각비	95	93	96	96	95
무형자산상각비	3	2	2	2	2
자산부채변동	(430)	(110)	(36)	(87)	(134)
기타	70	(23)	(2)	2	1
투자활동현금흐름	(114)	(141)	(122)	(92)	(91)
유형자산투자	(91)	(117)	(133)	(76)	(75)
유형자산매각	1	0	0	0	0
투자자산순증	(24)	(25)	2	(2)	(2)
무형자산순증	(0)	(0)	(1)	(2)	(3)
기타	0	1	10	(12)	(11)
재무활동현금흐름	172	30	(96)	(116)	(116)
자본의증가	0	0	0	0	0
차입금의순증	172	53	(68)	(88)	(88)
배당금지급	(17)	(28)	(27)	(27)	(27)
기타	17	5	(1)	(1)	(1)
기타현금흐름	8	3	0	0	0
현금의증가	47	29	11	33	(11)
FCF	(100)	39	151	157	105

주: K-IFRS (연결) 기준

재무상태표

(단위: 십억원)

	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
자산총계	3,148	3,395	3,512	3,730	3,724
유동자산	1,859	2,013	2,106	2,329	2,328
현금성자산	126	155	166	199	187
매출채권및기타채권	523	600	560	662	679
재고자산	1,183	1,204	1,328	1,413	1,404
비유동자산	1,289	1,382	1,407	1,401	1,396
투자자산	29	37	35	37	39
유형자산	1,099	1,138	1,175	1,155	1,134
무형자산	15	11	11	12	12
부채총계	1,463	1,553	1,529	1,546	1,336
유동부채	1,109	1,118	1,109	1,130	925
매입채무및기타채무	265	252	239	254	234
단기차입금및단기사채	518	539	509	459	409
유동성장기부채	161	131	102	72	43
비유동부채	354	435	420	416	411
사채	184	249	244	239	234
장기차입금및금융부채	80	84	78	73	68
자본총계	1,686	1,842	1,984	2,184	2,388
지배주주지분	1,684	1,840	1,981	2,182	2,385
자본금	140	140	140	140	140
자본잉여금	495	495	495	495	495
기타자본	(0)	(23)	(23)	(23)	(23)
이익잉여금	1,034	1,195	1,336	1,537	1,740
비지배주주지분	2	2	2	2	3
순차입금	811	824	746	623	545

주요 투자지표

	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
주당지표(원)					
EPS	8,686	6,395	6,175	8,338	8,450
BPS	60,080	66,466	71,510	78,662	85,923
DPS	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000
수익성(%)					
ROA	8.5	5.4	4.9	6.3	6.2
ROE	15.6	9.9	8.8	10.9	10.1
배당수익률	3.2	3.0	2.8	2.8	2.8
배당성향	11.5	15.6	16.2	12.0	11.8
안정성					
부채비율(x)	86.8	84.3	77.1	70.8	55.9
차입금/자본총계비율(%)	56.0	54.7	47.4	39.0	32.0
이자보상배율(x)	16.7	7.1	6.4	10.6	14.8
순차입금/EBITDA(x)	2.0	2.5	2.0	1.5	1.4
Valuation(x)					
PER	3.6	5.3	5.8	4.3	4.2
최고	5.8	5.6	7.7	5.7	5.6
최저	3.2	3.6	5.0	3.7	3.7
PBR	0.5	0.5	0.5	0.5	0.4
최고	0.8	0.5	0.7	0.6	0.6
최저	0.5	0.4	0.4	0.4	0.4
PSR	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2
EV/EBITDA	4.1	5.4	4.5	4.0	3.9