2024.11.01

풍산 (103140)

역대 최고의 방산 호황

24.3Q 실적 시장 기대치 상회, 3Q 둔화되나 양호한 실적 흐름

동사의 24.3Q 별도 영업이익 [706억원, -49.9% QoQ]은 시장 기대치 [1개월 컨센서스 540억원]을 상회했다. 전분기 대비 실적이 부진하였으나, 2분기가 분기 최고 실적이었기에 나타나는 착시 효과이다. 민수 부문 실적이 판매량 부진 및 전기동 가격 하락에 따른 Metal loss 발생으로 전분기 대비 부진했으나, 방산 부문 실적이 높은 수출 비중 등으로 역대 두 번째로 높은 영업이익률을 시현하면서, <그림 1> 양호한 실적을 시현했다. 연결 영업이익 [743억원, -53.9% QoQ] 역시 시장 기대치 [1개월 컨센서스 675억원]를 상회했다. 자회사 실적 역시 방산 부문이 돋보였다. 전기동 가격 하락 및 판매량 부진 여파로 PMX 등 주요 민수 자회사는 대부분 적자를 시현했으나 PAC 등 방산 자회사 실적은 좋은 흐름을 보였다.

동사의 24.4Q 실적 [연결 영업이익 1,050억원, +41.2% QoQ]은 전사 상여금 인식에도 불구, 『1) 방산 부문 실적 호조: 큰 폭의 매출액 증가 및 수출 비중 상승, 2) 신동 전기동 가격 상승에 따른 신동 자회사 실적 개선』으로 전분기 대비 개선될 전망이다. 4분기에도 양호한 실적 흐름이 이어질 전망이다.

목표주가 8.3만원: 민수 둔화에도 방산 Rally는 지속될 것

동사의 민수 부문 둔화는 당분간 불가피하다.

첫째, 단기 전기동 가격 강세를 기대하기 어렵다. 트럼프 후보가 당선될 경우, 금리 상승, 달러 강세, 그리고 안전 자산 선호 현상 등 전기동 가격에 비우호적 환경이 조성될 것이다. 둘째, 글로벌 전기동 수요의 1/3 이상을 점유하는 중국 경기 둔화이다. 중국의 전기동 생산량은 큰 폭으로 증가하고 있으나, 전기동 제품 생산량은 오히려 감소 중이다. <그림 2> 수요가 좋지 않다는 의미이다. 셋째. 현 경기 상황에서 공급 차질 등으로 유발된 높은 전기동 가격은 오히려 수요 위축을 유발하고 있다. 전기동 가격은 9천달러를 상회하고 있으나 동사 민수 부문은 물론, 미국 자회사 PMX의 동 제품 판매량은 오히려 부진하다는 점을 상기할 필요가 있다. <그림 3>

다만 이 같은 민수 부진을 방산 부문 실적 호조가 충분히 상쇄하고 있다. 당초 완화될 것으로 예상되었던 지정학적 갈등이 오히려 고조되면서 글로벌 탄약 부족 현상이 장기화되고 있다. 이에 155mm 대구경탄 중심으로 마진율이 큰 폭으로 상승하고 있고, 대구경탄의 부족 현상은 소구경탄으로 전이 중이다. 실제 24년 [소구경탄의 수입품 의존도가 높은] 미국의 탄약 수입은 큰 폭으로 늘어났으며, <그림 4> 한국산 수입 비중도 상승했다. <그림 5> 실제 동사의 미국 방산 부문 자회사 역시 양호한 실적을 시현 중이다. <그림 6>

동사에 대한 투자의견 Buy를 유지하고 방산 부문 매출 상향 [24년 1.2조원 → 25년 1.3조원] 등을 반영, 목표주가를 8.3만원 [기존 7.6만원]으로 상향 조정한다. 목표주가는 12개월 예상 Forward BPS 82,640원에 Target P/B 1.0x [12개월 Forward ROE 8.3%]을 적용하여 산출했다. 이 중 방산 부문 가치는 주당 8.2만원 [시가총액기준 2.2조원, 25년 예상매출액 1.3조원, 세전이익률 18%, P/E 13x] 수준이다. 참고로 방산 부문 가치 산정 시 적용한 세전이익률 18%는 24년 예상치를 하회하는 보수적 수치이다.

iM증권

Company Brief

Buy (Maintain)

목표주가(12M)	**83,000원(상향)**
종가(2024.10.31)	**69,400원**
상승여력	**19.6 %**

Stock Indicator	
자본금	140십억원
발행주식수	2,802만주
시가총액	1,945십억원
외국인지분율	20.8%
52주 주가	35,300~77,300원
60일평균거래량	401,484주
60일평균거래대금	24.9십억원

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	13.2	18.8	6.8	93.0
상대수익률	14.6	26.6	11.8	80.8

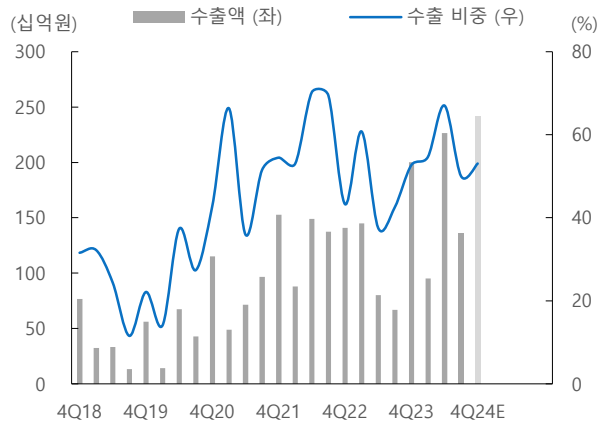
Price Trend

FY	2023	2024E	2025E	2026E
매출액(십억원)	4,125	4,632	4,686	4,847
영업이익(십억원)	229	395	274	285
순이익(십억원)	156	267	195	204
EPS(원)	5,582	9,516	6,966	7,276
BPS(원)	70,152	78,380	84,060	90,049
PER(배)	7.0	7.3	10.0	9.5
PBR(배)	0.6	0.9	0.8	0.8
ROE(%)	8.2	12.8	8.6	8.4
배당수익률(%)	3.1	1.7	1.7	1.7
EV/EBITDA(배)	4.3	4.4	5.5	5.0

주: K-IFRS 연결 요약 재무제표

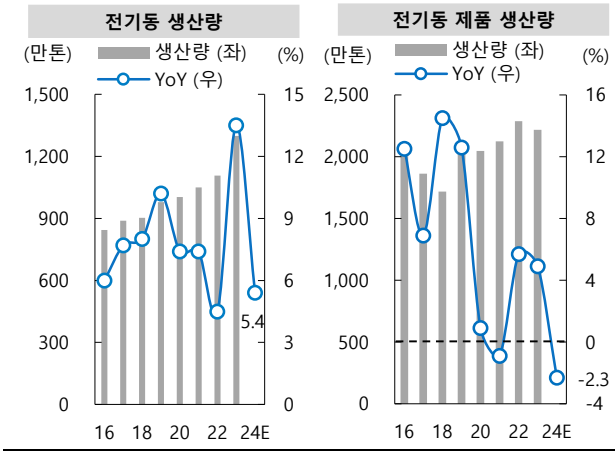
[철강/비철금속]
김윤상 2122-9205
yoonsang.kim@imfnsec.com

그림1. 풍산 방산 부문 수출액 및 수출 비중



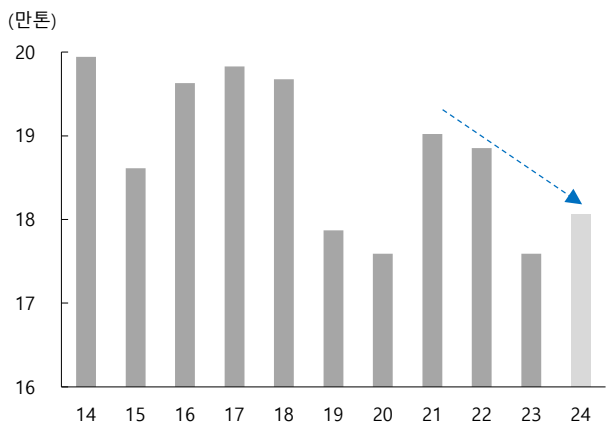
자료: 풍산, iM증권 리서치본부

그림2. 중국 전기동, 전기동 제품 생산량 및 y-y 증감률 추이



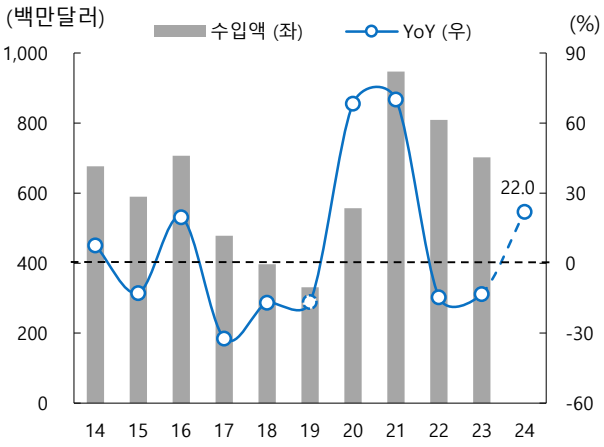
자료: iM증권 리서치본부

그림3. 풍산 연도별 민수 부문 판매량 및 전망



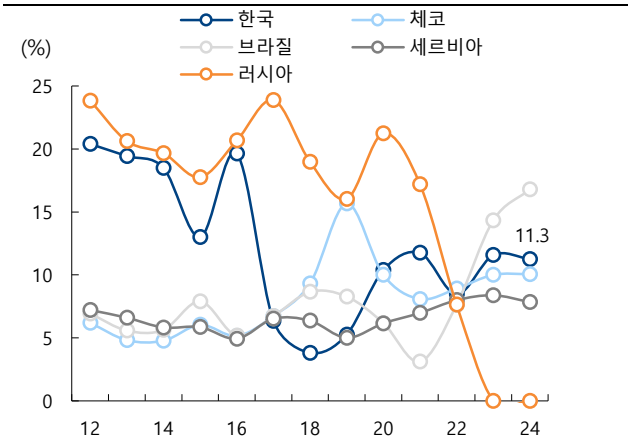
자료: 풍산, iM증권 리서치본부

그림4. 미국 탄약류 수입액 및 y-y 증감률 추이



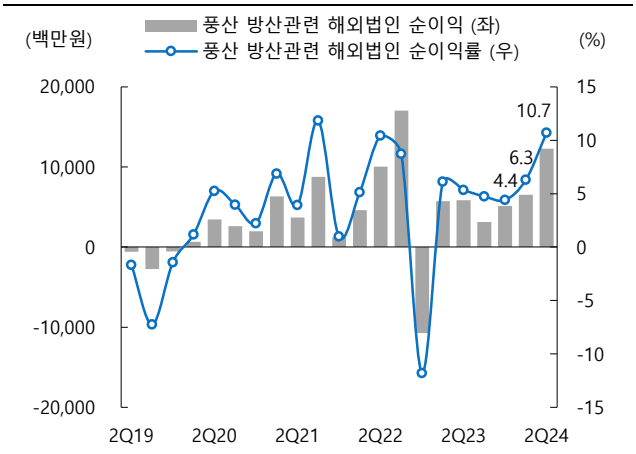
자료: Kita, iM증권 리서치본부

그림5. 미국 탄약류 수입액 중 주요 국가 비중



자료: iM증권 리서치본부

그림6. 풍산 방산관련 해외 법인 순이익 및 순이익률 추이



자료: 풍산, iM증권 리서치본부

〈표1〉 풍산 24.3Q 실적 Review (K-IFRS 연결 기준)

(십억원)	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24(a)	y-y	q-q	컨센서스(b)	차이(a-b)
매출액	931	1,114	964	1,234	1,129	21.3%	-8.5%	1,098	2.8%
영업이익	32	58	54	161	74	133.1%	-53.9%	68	10.1%
세전이익	27	50	50	152	63	132.0%	-58.7%	63	0.4%
지배주주순이익	21	37	37	111	48	132.1%	-57.2%	45	5.9%
영업이익률	3.4%	5.2%	5.6%	13.1%	6.6%			6.1%	0.4%p
세전이익률	2.9%	4.5%	5.2%	12.3%	5.6%			5.7%	-0.1%p
지배주주순이익률	2.2%	3.3%	3.8%	9.0%	4.2%			4.1%	0.1%p

자료: 풍산, 하이투자증권 리서치본부

〈표2〉 풍산 분기별 실적 요약 및 전망 (K-IFRS 별도 기준)

(십억원)	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	**2023**	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24E	**2024E**
매출액	771	775	674	881	**3,101**	715	978	830	1,024	**3,546**
영업이익	59	47	27	57	**190**	35	141	71	95	**342**
영업이익률	7.6%	6.1%	4.0%	6.5%	**6.1%**	4.9%	14.4%	8.5%	9.3%	**9.6%**

자료: 풍산, 하이투자증권 리서치본부

〈표3〉 풍산 분기별 실적 요약 및 전망 (K-IFRS 연결 기준)

(십억원)	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	**2023**	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24E	**2024E**
매출액	1,045	1,036	931	1,114	**4,125**	964	1,234	1,129	1,305	**4,632**
영업이익	85	54	32	58	**229**	54	161	74	105	**395**
세전이익	71	53	27	50	**201**	50	152	63	96	**361**
지배주주순이익	54	45	21	37	**156**	37	111	48	71	**267**
영업이익률	8.1%	5.2%	3.4%	5.2%	**5.5%**	5.6%	13.1%	6.6%	8.0%	**8.5%**
세전이익률	6.8%	5.1%	2.9%	4.5%	**4.9%**	5.2%	12.3%	5.6%	7.3%	**7.8%**
지배주주순이익률	5.2%	4.3%	2.2%	3.3%	**3.8%**	3.8%	9.0%	4.2%	5.4%	**5.8%**

자료: 풍산, 하이투자증권 리서치본부

〈표4〉 풍산 수익 추정 변경 요약 (K-IFRS 연결 기준)

(십억원)	**신규추정(a)**		**기존추정(b)**		**GAP(a/b-1)**	
항목	2024E	2025E	2024E	2025E	**2024E**	**2025E**
매출액	4,632	4,686	4,543	4,834	**2.0%**	**-3.1%**
영업이익	395	274	368	241	**7.4%**	**13.9%**
세전이익	361	264	337	229	**6.9%**	**15.2%**
지배주주순이익	267	195	248	168	**7.7%**	**16.0%**
영업이익률	8.5%	5.9%	8.1%	5.0%	**0.4%p**	**0.9%p**
세전이익률	7.8%	5.6%	7.4%	4.7%	**0.4%p**	**0.9%p**
지배주주순이익률	5.8%	4.2%	5.5%	3.5%	**0.3%p**	**0.7%p**

자료: 풍산, 하이투자증권 리서치본부

K-IFRS 연결 요약 재무제표

재무상태표

(십억원)	2023	2024E	2025E	2026E
유동자산	2,239	2,571	2,746	2,945
현금 및 현금성자산	408	487	638	765
단기금융자산	22	22	23	24
매출채권	564	653	660	683
재고자산	1,227	1,389	1,406	1,454
비유동자산	1,421	1,409	1,397	1,375
유형자산	1,183	1,172	1,160	1,139
무형자산	12	12	11	11
자산총계	3,661	3,980	4,143	4,320
유동부채	1,352	1,404	1,408	1,416
매입채무	183	205	208	215
단기차입금	328	458	458	458
유동성장기부채	143	40	40	40
비유동부채	342	380	380	380
사채	150	150	150	150
장기차입금	78	78	78	78
부채총계	1,695	1,783	1,787	1,796
지배주주지분	1,966	2,197	2,356	2,524
자본금	140	140	140	140
자본잉여금	495	495	495	495
이익잉여금	1,315	1,549	1,711	1,882
기타자본항목	16	13	10	6
비지배주주지분	-	-	-	-
자본총계	1,966	2,197	2,356	2,524

포괄손익계산서

(십억원,%)	2023	2024E	2025E	2026E
매출액	4,125	4,632	4,686	4,847
증가율(%)	-5.7	12.3	1.2	3.4
매출원가	3,684	4,000	4,179	4,323
매출총이익	441	632	507	524
판매비와관리비	212	237	232	240
연구개발비	11	13	13	13
기타영업수익	-	-	-	-
기타영업비용	-	-	-	-
영업이익	229	395	274	285
증가율(%)	-1.3	72.7	-30.5	3.7
영업이익률(%)	5.5	8.5	5.9	5.9
이자수익	5	6	8	9
이자비용	39	37	37	37
지분법이익(손실)	-	-	-	-
기타영업외손익	8	-5	17	17
세전계속사업이익	201	361	264	276
법인세비용	45	94	69	72
세전계속이익률(%)	4.9	7.8	5.6	5.7
당기순이익	156	267	195	204
순이익률(%)	3.8	5.8	4.2	4.2
지배주주귀속 순이익	156	267	195	204
기타포괄이익	-3	-3	-3	-3
총포괄이익	153	263	192	201
지배주주귀속총포괄이익	-	-	-	-

현금흐름표

(십억원)	2023	2024E	2025E	2026E
영업활동 현금흐름	696	163	262	228
당기순이익	156	267	195	204
유형자산감가상각비	90	91	91	91
무형자산상각비	1	1	1	1
지분법관련손실(이익)	-	-	-	-
투자활동 현금흐름	-137	-81	-81	-71
유형자산의 처분(취득)	-136	-80	-80	-70
무형자산의 처분(취득)	-1	-	-	-
금융상품의 증감	0	-	-	-
재무활동 현금흐름	-306	-8	-35	-35
단기금융부채의증감	-304	27	-	-
장기금융부채의증감	-	-	-	-
자본의증감	-	-	-	-
배당금지급	-28	-28	-28	-28
현금및현금성자산의증감	253	80	150	127
기초현금및현금성자산	155	408	488	638
기말현금및현금성자산	408	488	638	765

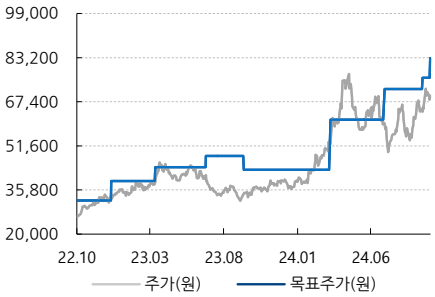
주요투자지표

	2023	2024E	2025E	2026E
주당지표(원)				
EPS	5,582	9,516	6,966	7,276
BPS	70,152	78,380	84,060	90,049
CFPS	8,819	12,801	10,250	10,558
DPS	1,200	1,200	1,200	1,200
Valuation(배)				
PER	7.0	7.3	10.0	9.5
PBR	0.6	0.9	0.8	0.8
PCR	4.4	5.4	6.8	6.6
EV/EBITDA	4.3	4.4	5.5	5.0
Key Financial Ratio(%)				
ROE	8.2	12.8	8.6	8.4
EBITDA이익률	7.7	10.5	7.8	7.8
부채비율	86.2	81.2	75.9	71.2
순부채비율	13.7	9.8	2.7	-2.5
매출채권회전율(x)	7.1	7.6	7.1	7.2
재고자산회전율(x)	3.4	3.5	3.4	3.4

자료 : 풍산, 하이투자증권 리서치본부

풍산 투자의견 및 목표주가 변동추이

일자	투자의견	목표주가	괴리율	
			평균주가대비	최고(최저)주가대비
2023-01-10	Buy	39,000	-7.5%	-0.3%
2023-04-11	Buy	44,000	-4.8%	3.9%
2023-07-25	Buy	48,000	-26.0%	-18.6%
2023-10-11	Buy	43,000	-7.7%	23.5%
2024-04-08	Buy	61,000	-0.3%	9.7%
2024-05-01	Hold	72,000	-9.6%	7.4%
2024-07-29	Buy	72,000	-18.2%	-5.8%
2024-10-15	Buy	76,000	-9.5%	-5.1%
2024-11-01	Buy	83,000		



Compliance notice

당 보고서 공표일 기준으로 해당 기업과 관련하여,
- 회사는 해당 종목을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 금융투자분석사와 그 배우자는 해당 기업의 주식을 보유하고 있지 않습니다.
- 당 보고서는 기관투자가 및 제 3자에게 E-mail등을 통하여 사전에 배포된 사실이 없습니다.
- 회사는 6개월간 해당 기업의 유가증권 발행과 관련 주관사로 참여하지 않았습니다.
- 당 보고서에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

본 분석자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위한 참고자료이며, 따라서, 본 자료에 의한 투자자의 투자결과에 대해 어떠한 목적의 증빙자료로도 사용될 수 없으며, 어떠한 경우에도 작성자 및 당사의 허가 없이 전재, 복사 또는 대여될 수 없습니다. 무단전재 등으로 인한 분쟁발생시 법적 책임이 있음을 주지하시기 바랍니다.

[투자의견]

종목추천 투자등급
종목투자의견은 향후 12개월간 추천일 종가대비 해당종목의 예상 목표수익률을 의미함.
- Buy(매수): 추천일 종가대비 +15% 이상
- Hold(보유): 추천일 종가대비 -15% ~ 15% 내외 등락
- Sell(매도): 추천일 종가대비 -15% 이상

산업추천 투자등급
시가총액기준 산업별 시장비중대비 보유비중의 변화를 추천하는 것임
- Overweight(비중확대)
- Neutral(중립)
- Underweight(비중축소)

[투자등급 비율 2024-09-30 기준]

매수	중립(보유)	매도
92%	7.3%	0.7%