NH투자증권

풍산 (103140.KS)

방산 성장 속, 신동까지 가세

풍산은 그동안 글로벌 안보위협 상승으로 방산부문 주도로 성장해왔으나 올해는 구리 정광 공급 제한으로 구리 가격 상승하며 신동부문 실적도 증가할 것으로 전망

Analyst 이재광
02)2229-6783, jaekwang.rhee@nhqv.com

구리 가격 상승 반영 목표주가 상향 조정

목표주가 71,000원으로 기존(55,000원) 대비 29% 상향 조정. 구리 가격 상승을 반영하여 신동부문 실적 추정을 상향했기 때문. 풍산의 신동 제품 판매 가격에 적용되는 1개월 후행 구리 가격 기준으로 보면 1분기 평균 가격은 톤당 8,464달러로 전분기비 3.4% 상승했고, 현재 가격(9,500달러 수준) 유지 시 2분기 평균 가격은 톤당 9,097달러로 1분기 대비 7.5% 상승할 전망

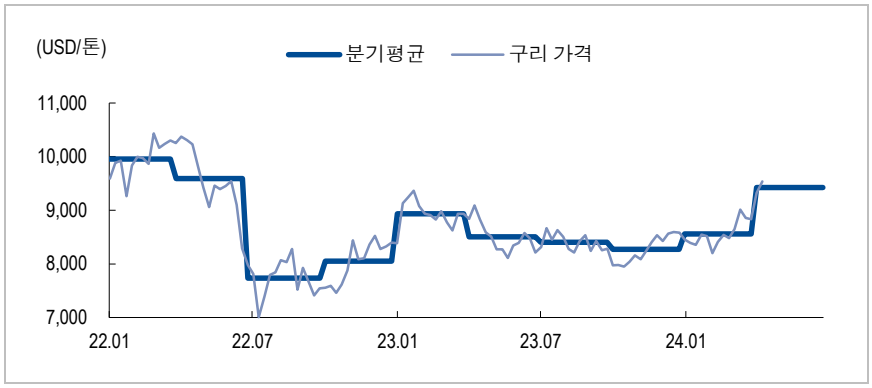
공급 제한으로 하단 높아진 구리 가격

광산 노후화, 고금리 여파 속 신규 광산 투자 지연, 파나마 광산 폐쇄 등으로 인한 구리 정광 생산 증가세 둔화로 구리정광 제련수수료(TC/RCs)는 '23년 말부터 급락, 이로 인해 수익성 악화된 제련소 감산이 이어지며 구리 가격 상승. 공급 제한 속 수요 개선 이뤄질 경우 추가 상승도 가능한 상황으로 판단

글로벌 포탄 부족 지속, 올해 155mm 포탄 2배 증설

글로벌 안보위협 상승으로 세계적인 포탄 부족 상황 지속. 견조한 내수 바탕으로 수출 확대 이어질 전망. 풍산은 올해 155mm 포탄 생산능력 2배로 확대할 계획이며 이는 연매출 2,500억원 증가 요인 예상. 올해 방산 매출 가이던스는 1.1조원으로 이는 전년비 13% 증가하는 수준

구리 정광 공급 제한으로 구리 가격은 하단이 높아진 것으로 판단



자료: Bloomberg, NH투자증권 리서치본부

※ESG Index/Event는 3페이지 참조

Buy (유지)

목표주가	**71,000원 (상향)**
현재가 (24/04/18)	**60,400원**
업종	**철강금속**
KOSPI / KOSDAQ	2634.7 / 855.65
시가총액(보통주)	1,692.7십억원
발행주식수(보통주)	28.0백만주
52주 최고가('24/04/12)	61,600원
최저가('23/10/04)	31,900원
평균거래대금(60일)	21,514백만원
배당수익률(2024E)	1.99%
외국인지분율	17.1%
주요주주	
풍산홀딩스 외 3 인	38.0%
국민연금공단	11.4%

주가상승률	3개월	6개월	12개월
절대수익률 (%)	66.9	72.1	41.3
상대수익률 (%p)	54.5	60.8	37.9

	2023	2024E	2025F	2026F
매출액	4,125	4,760	5,060	5,183
증감률	-5.7	15.4	6.3	2.4
영업이익	229	337	324	340
증감률	-1.3	47.5	-3.8	4.9
영업이익률	5.5	7.1	6.4	6.6
(지배지분)순이익	156	232	222	234
EPS	5,582	8,281	7,932	8,363
증감률	-10.7	48.3	-4.2	5.4
PER	7.0	7.3	7.6	7.2
PBR	0.6	0.8	0.7	0.7
EV/EBITDA	4.3	4.7	4.7	4.2
ROE	8.2	11.2	9.8	9.5
부채비율	86.2	77.3	71.5	66.1
순차입금	281	363	301	145

단위: 십억원, %, 원, 배
주: EPS, PER, PBR, ROE는 지배지분 기준
자료: NH투자증권 리서치본부 전망

Summary

1968년 설립된 풍산금속공업을 모태로 하며 2008년 풍산홀딩스의 인적분할로 신설되었음. 신동사업과 방위사업을 영위하고 있으며 미국(PMX)과 태국(Siam Poongsan)에도 생산설비를 보유하고 있음. 미국에서 스포츠용 탄약 판매법인(PMC Ammunition)도 운영 중. 현재 주요주주는 2023년 말 기준 풍산홀딩스(지분율 38.0%)와 국민연금공단(11.5%)

Share price drivers/Earnings Momentum

- 에너지 전환 수요 증가로 구리 가격 상승
- 글로벌 안보위협 심화에 따른 포탄 수요 증가

Downside Risk

- 글로벌 경기 침체로 구리 가격 하락
- 글로벌 안보위협 완화에 따른 포탄 수요 감소

Cross valuations

(단위: 배, %)

Company	PER		PBR		ROE	
	2024E	2025E	2024E	2025E	2024E	2025E
Aurubis	9.3	8.5	0.7	0.7	7.9	8.1
Mitsubishi Materials	10.0	9.4	0.6	0.6	6.1	6.3
General Dynamics	19.5	17.4	3.5	3.4	18.0	19.3
BAE Systems	18.8	16.7	3.4	3.2	18.2	19.0

자료: FactSet, NH투자증권 리서치본부

Historical valuations

(단위: 배, %)

Valuations	2022	2023	2024E	2025F	2026F
PER	5.4	7.0	7.3	7.6	7.2
PBR	0.5	0.6	0.8	0.7	0.7
PSR	0.2	0.3	0.4	0.3	0.3
ROE	9.9	8.2	11.2	9.8	9.5
ROIC	6.6	7.8	11.5	10.2	10.3

자료: NH투자증권 리서치본부

Historical Key financials

(단위: 십억원, %)

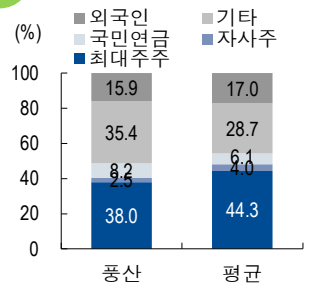
	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
매출액	**2,820**	**2,832**	**2,945**	**2,774**	**2,451**	**2,594**	**3,509**	**4,373**	**4,125**
영업이익	111	218	241	108	41	121	314	232	229
영업이익률(%)	3.9	7.7	8.2	3.9	1.7	4.7	9.0	5.3	5.5
세전이익	80	182	205	87	26	99	307	220	201
순이익	**52**	**138**	**151**	**62**	**18**	**72**	**243**	**175**	**156**
지배지분순이익	**52**	**138**	**151**	**62**	**18**	**72**	**243**	**175**	**156**
EBITDA	192	302	330	200	141	222	412	326	319
CAPEX	90	99	82	74	61	50	91	117	136
Free Cash Flow	249	148	56	7	140	64	-110	20	560
EPS(원)	1,841	4,910	5,372	2,212	629	2,565	8,682	6,250	5,582
BPS(원)	38,930	43,990	46,640	49,144	49,306	51,539	60,074	65,659	70,152
DPS(원)	500	700	800	600	400	600	1,000	1,000	1,200
순차입금	1,062	927	856	860	729	658	803	822	281
ROE(%)	9.5	11.8	11.9	4.6	1.3	5.1	15.6	9.9	8.2
ROIC(%)	10.4	8.4	8.1	4.0	1.3	4.9	11.2	6.6	7.8
배당성향(%)	27.2	14.3	14.9	27.1	63.6	23.4	11.5	15.6	21.0
배당수익률(%)	1.8	1.7	1.7	2.2	1.7	2.1	3.2	3.0	3.1
순차입금 비율(%)	97.2	75.1	65.4	62.3	52.6	45.5	47.7	44.6	14.3

자료: 풍산, NH투자증권 리서치본부

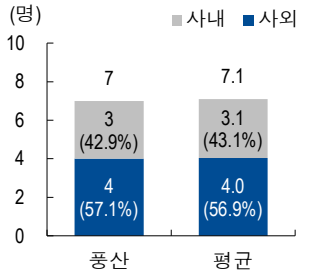
ESG Index & Event

G

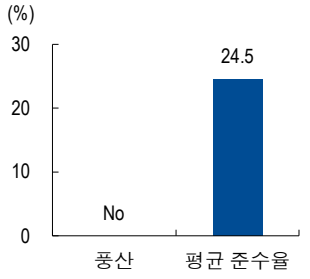
주주 구성



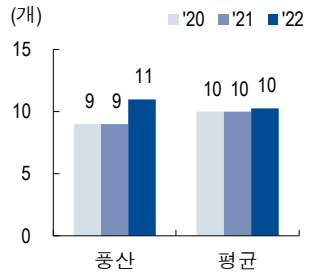
이사회 구성



이사회 의장과 대표이사 분리 여부



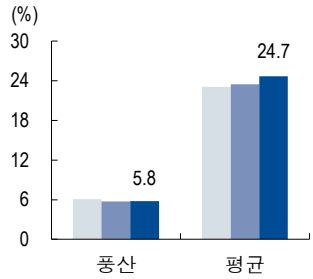
기업지배구조 핵심지표 준수



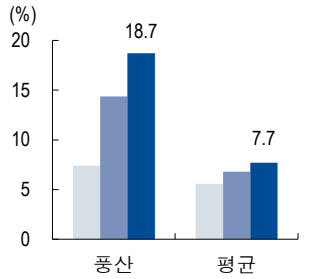
주1: 평균은 2022년 기업지배구조보고서 의무공시 자산총액 2조원 이상 비금융 208개사 대상
주2: 기업지배구조 핵심지표는 기업지배구조보고서에서 공시하는 주주, 이사회, 감사기구 관련 15개 핵심지표의 준수 현황
자료: 풍산, 전자공시시스템, NH투자증권 리서치본부

S

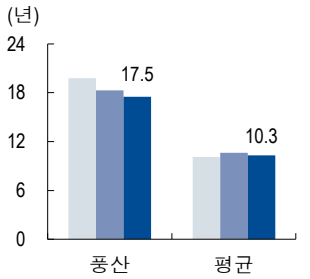
여성 임직원 비율



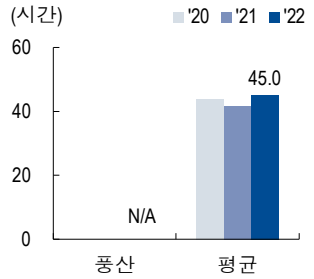
계약직 비율



근속연수



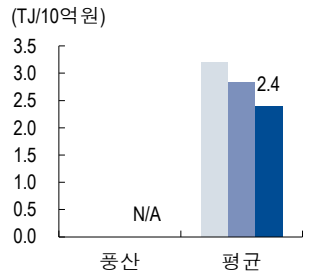
인당 교육시간



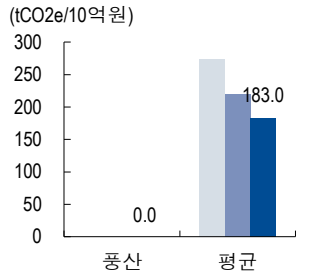
주: 평균은 2023년 기업지배구조보고서 의무공시 자산총액 2조원 이상 비금융 208개사 중 지속가능경영보고서 공시한 124개사 대상
자료: 풍산, NH투자증권 리서치본부

E

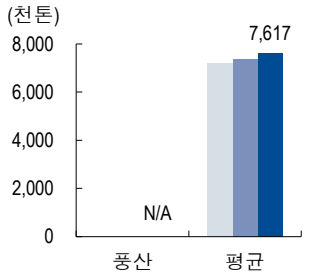
에너지 사용량



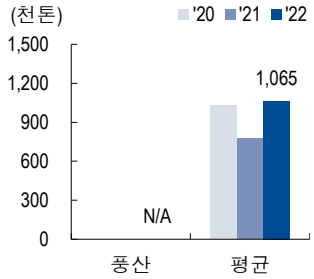
온실가스 배출량



용수 재활용량



폐기물 재활용량



주: 평균은 2023년 기업지배구조보고서 의무공시 자산총액 2조원 이상 비금융 208개사 중 지속가능경영보고서 공시한 124개사 대상
자료: 풍산, NH투자증권 리서치본부

ESG Event

E	2021.7	- 풍산, 고려아연, 영풍 등 6개 비철금속 기업들 제2차 탄소중립위원회 개최해 탄소중립 R&D 추진 계획 발표
S	2021.7	- 울산공장 안전사고 예방을 위해 지게차 어라운드 시스템 설치, 글로벌 안전보건 경영시스템 인증 취득
G	2022.10	- 방위사업 부문 물적분할 철회 결정

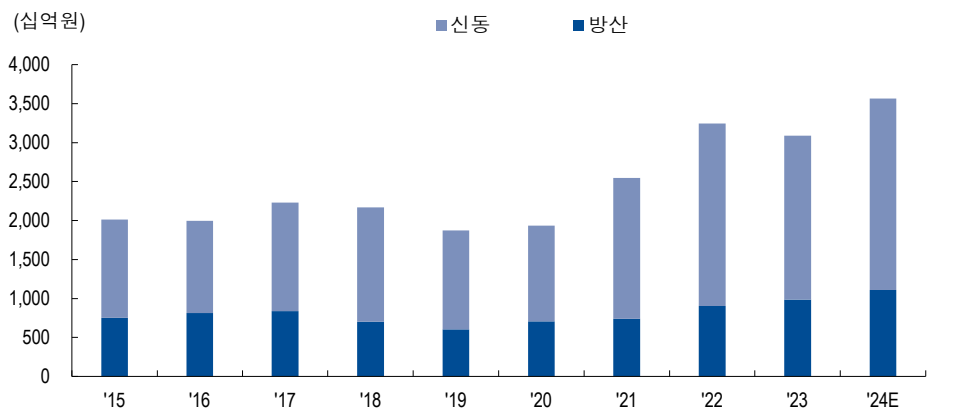
자료: 풍산, NH투자증권 리서치본부

표1. 풍산 실적 추정 (IFRS 연결) (단위: 십억원)

	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24E	2Q24F	3Q24F	4Q24F	2023	2024E	2025F
매출액	1,045	1,036	931	1,114	1,065	1,201	1,213	1,282	4,125	4,760	5,060
풍산	777	775	674	881	792	906	899	977	3,107	3,573	3,812
신동	530	559	514	498	540	633	626	653	2,101	2,452	2,580
방산	238	214	157	380	250	270	270	321	990	1,111	1,222
종속회사	268	261	257	233	273	296	314	305	1,019	1,187	1,248
영업이익	85	54	32	58	67	100	88	82	229	337	324
풍산	59	47	27	57	54	86	73	68	190	280	262
신동	14	20	6	(6)	22	51	38	26	35	136	103
방산	45	26	21	63	33	35	35	42	155	144	159
종속회사	26	7	5	1	13	14	15	15	38	57	62
영업이익률(%)	8.1	5.2	3.4	5.2	6.3	8.3	7.2	6.4	5.5	7.1	6.4
풍산	7.6	6.1	4.0	6.5	6.8	9.5	8.1	6.9	6.1	7.8	6.9
신동	2.7	3.6	1.1	(1.1)	4.0	8.0	6.0	4.0	1.6	5.5	4.0
방산	18.8	12.1	13.5	16.5	13.0	13.0	13.0	13.0	15.6	13.0	13.0
종속회사	9.7	2.5	1.9	0.4	4.8	4.8	4.8	4.8	3.8	4.8	5.0

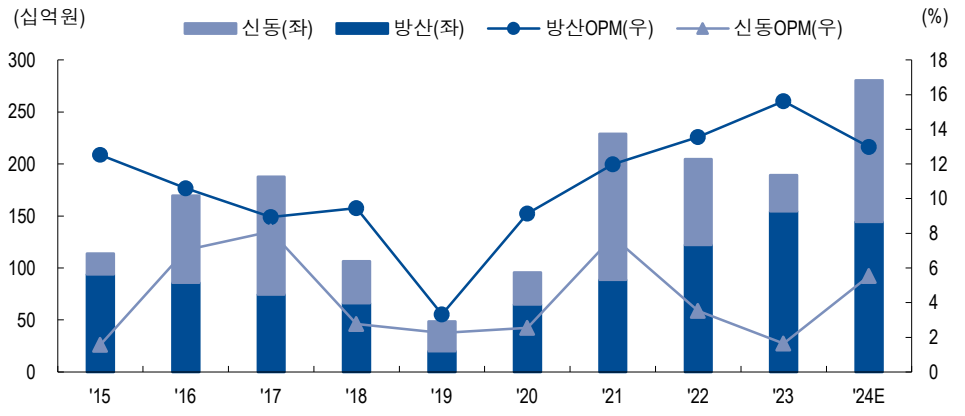
자료: 풍산, NH투자증권 리서치본부 전망

그림1. 부문별 매출(별도기준)



자료: 풍산, NH투자증권 리서치본부

그림2. 부문별 영업이익 및 영업이익률 (별도기준)



자료: 풍산, NH투자증권 리서치본부

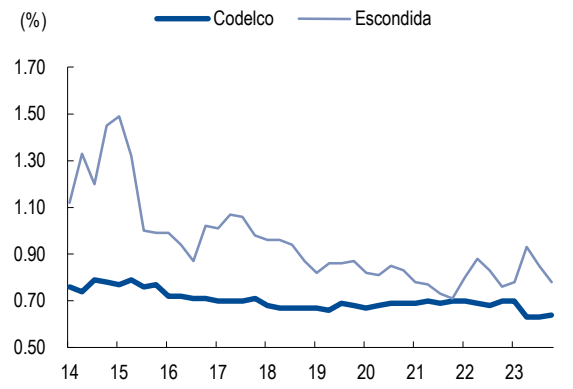
그림3. 구리가격

자료: Bloomberg, NH투자증권 리서치본부

그림4. 구리 생산원가

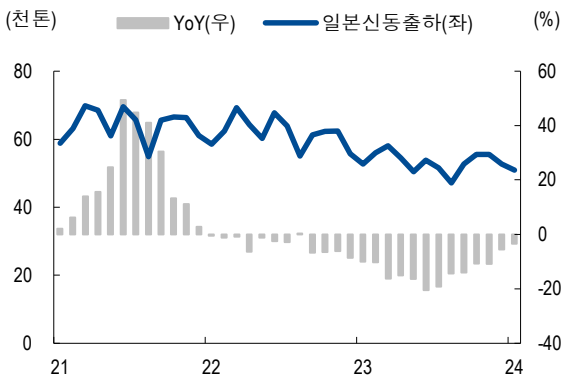
자료: Codelco, NH투자증권 리서치본부

그림5. 구리 원광 등급



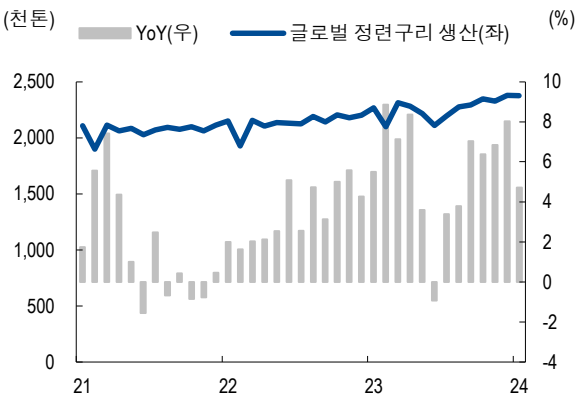
자료: Codelco, BHP, NH투자증권 리서치본부

그림6. 일본 신동 출하량



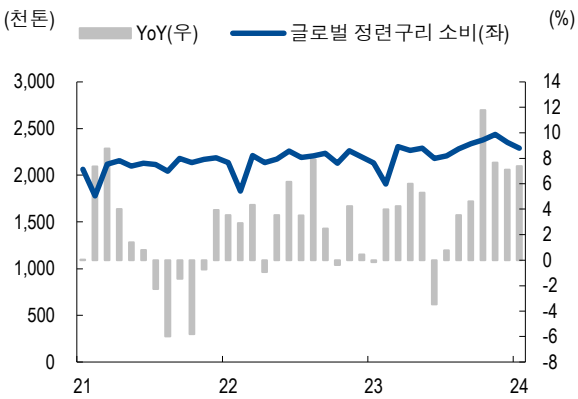
자료: JCBA, NH투자증권 리서치본부

그림7. 글로벌 정련구리 생산량



자료: ICSG, NH투자증권 리서치본부

그림8. 글로벌 정련구리 소비량



자료: ICSG, NH투자증권 리서치본부

표2. 풍산 실적 전망 (IFRS 연결) (단위: 십억원, 원, 배, %)

		2023	2024E	2025F	2026F
매출액	- 수정 후	4,125	4,760	5,060	5,183
	- 수정 전	-	4,536	4,737	4,937
	- 변동률	-	4.9	6.8	5.0
영업이익	- 수정 후	229	337	324	340
	- 수정 전	-	291	311	331
	- 변동률	-	16.1	4.2	3.0
영업이익률(수정 후)		5.5	7.1	6.4	6.6
EBITDA		319	437	424	440
(지배지분)순이익		156	232	222	234
EPS	- 수정 후	5,582	8,281	7,932	8,363
	- 수정 전	-	6,888	7,451	7,973
	- 변동률	-	20.2	6.5	4.9
PER		7.0	7.3	7.6	7.2
PBR		0.6	0.8	0.7	0.7
EV/EBITDA		4.3	4.7	4.7	4.2
ROE		8.2	11.2	9.8	9.5

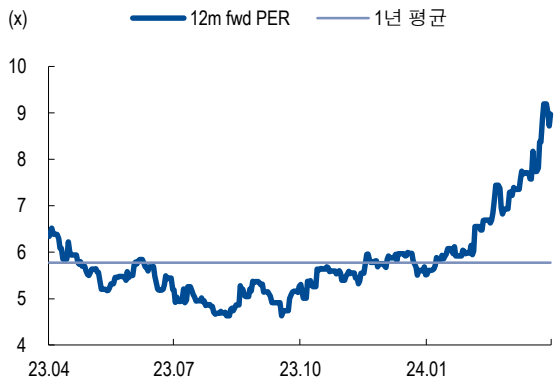
주: EPS, PER, PBR, ROE는 지배지분 기준
자료: NH투자증권 리서치본부 전망

표3. 풍산 목표주가 산출 (단위: 십억원)

구분	금액	비고
영업가치 (A)	2,706	
-신동	1,216	12M forward EBITDA에 EV/EBITDA 5배 적용
-방위	1,491	12M forward EBITDA에 EV/EBITDA 8배 적용
비영업가치 (B)	0	
기업가치 (C=A+B)	2,706	
순차입금 (D)	710	
주주가치 (E=C-D)	1,996	
주식수(F, 백만주)	28	
적정주가 (G=E/F, 원)	71,241	

자료: NH투자증권 리서치본부 추정

그림9. 풍산 12m fwd PER

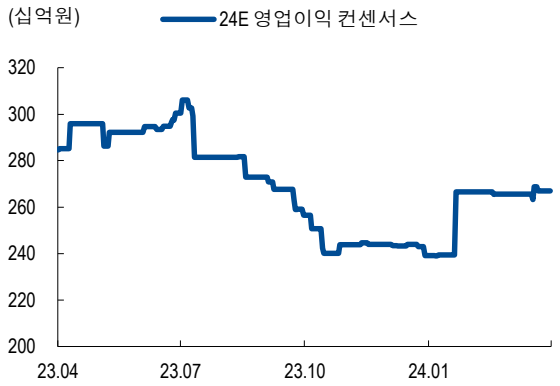


자료: FactSet, NH투자증권 리서치본부

그림10. 풍산 12m fwd PBR

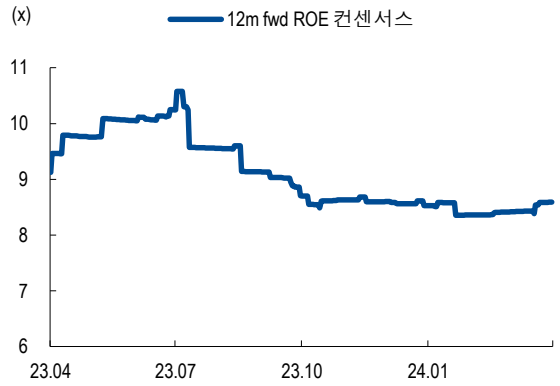
자료: FactSet, NH투자증권 리서치본부

그림11. 풍산 '24E 영업이익 컨센서스



자료: FactSet, NH투자증권 리서치본부

그림12. 풍산 12m fwd ROE 컨센서스



자료: FactSet, NH투자증권 리서치본부

Statement of comprehensive income

(십억원)	2023/12A	2024/12E	2025/12F	2026/12F
매출액	**4,125**	**4,760**	**5,060**	**5,183**
증감률 (%)	-5.7	15.4	6.3	2.4
매출원가	**3,684**	**4,161**	**4,458**	**4,557**
매출총이익	**441**	**599**	**603**	**625**
Gross 마진 (%)	10.7	12.6	11.9	12.1
판매비와 일반관리비	212	262	278	285
영업이익	**229**	**337**	**324**	**340**
증감률 (%)	-1.3	47.5	-3.8	4.9
OP 마진 (%)	5.5	7.1	6.4	6.6
EBITDA	**319**	**437**	**424**	**440**
영업외손익	**-28**	**-32**	**-32**	**-32**
금융수익(비용)	-35	-32	-32	-32
기타영업외손익	8	0	0	0
종속, 관계기업관련손익	0	0	0	0
세전계속사업이익	**201**	**305**	**292**	**308**
법인세비용	**45**	**73**	**70**	**74**
계속사업이익	156	232	222	234
당기순이익	156	232	222	234
증감률 (%)	-10.7	48.3	-4.2	5.4
Net 마진 (%)	3.8	4.9	4.4	4.5
지배주주지분 순이익	156	232	222	234
비지배주주지분 순이익	0	0	0	0
기타포괄이익	-3	0	0	0
총포괄이익	153	232	222	234

Valuations/profitability/stability

	2023/12A	2024/12E	2025/12F	2026/12F
PER(X)	7.0	7.3	7.6	7.2
PBR(X)	0.6	0.8	0.7	0.7
PCR(X)	3.0	4.2	4.3	4.1
PSR(X)	0.3	0.4	0.3	0.3
EV/EBITDA(X)	4.3	4.7	4.7	4.2
EV/EBIT(X)	6.0	6.1	6.1	5.4
EPS(W)	5,582	8,281	7,932	8,363
BPS(W)	70,152	77,263	84,025	91,219
SPS(W)	147,203	169,859	180,573	184,934
자기자본이익률(ROE, %)	8.2	11.2	9.8	9.5
총자산이익률(ROA, %)	4.4	6.2	5.6	5.7
투하자본이익률 (ROIC, %)	7.8	11.5	10.2	10.3
배당수익률(%)	3.1	2.0	2.0	2.0
배당성향(%)	21.0	14.1	14.7	14.0
총현금배당금(십억원)	33	33	33	33
보통주 주당배당금(W)	1,200	1,200	1,200	1,200
순부채(현금)/자기자본(%)	14.3	16.8	12.8	5.7
총부채/자기자본(%)	86.2	77.3	71.5	66.1
이자발생부채	706	706	706	706
유동비율(%)	165.6	181.5	195.0	209.7
총발행주식수(mn)	28	28	28	28
액면가(W)	5,000	5,000	5,000	5,000
주가(W)	39,200	60,400	60,400	60,400
시가총액(십억원)	1,099	1,693	1,693	1,693

Statement of financial position

(십억원)	2023/12A	2024/12E	2025/12F	2026/12F
현금및현금성자산	408	326	388	544
매출채권	517	632	672	688
유동자산	**2,239**	**2,418**	**2,618**	**2,823**
유형자산	1,183	1,184	1,185	1,186
투자자산	36	36	36	36
비유동자산	**1,421**	**1,422**	**1,422**	**1,422**
자산총계	**3,661**	**3,840**	**4,039**	**4,245**
단기성부채	474	474	474	474
매입채무	183	162	173	177
유동부채	**1,352**	**1,332**	**1,342**	**1,346**
장기성부채	232	232	232	232
장기충당부채	37	37	37	37
비유동부채	**342**	**342**	**342**	**342**
부채총계	**1,695**	**1,674**	**1,685**	**1,689**
자본금	140	140	140	140
자본잉여금	495	495	495	495
이익잉여금	1,315	1,514	1,704	1,905
비지배주주지분	0	0	0	0
자본총계	**1,966**	**2,165**	**2,355**	**2,556**

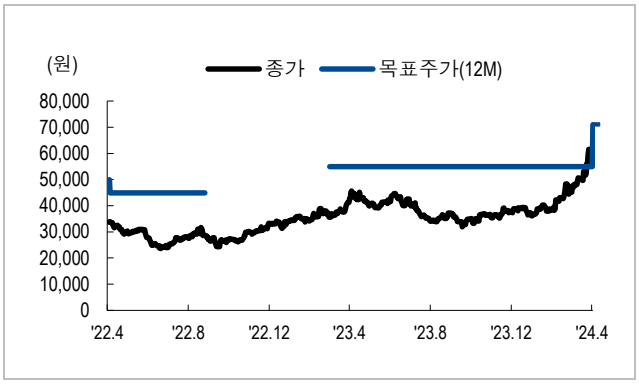
Cash flow statement

(십억원)	2023/12A	2024/12E	2025/12F	2026/12F
영업활동 현금흐름	**696**	**18**	**162**	**256**
당기순이익	156	232	222	234
+ 유/무형자산상각비	91	100	100	100
+ 종속, 관계기업관련손익	0	0	0	0
+ 외화환산손실(이익)	4	0	0	0
Gross Cash Flow	362	405	392	408
- 운전자본의증가(감소)	454	-281	-127	-45
투자활동 현금흐름	**-137**	**-100**	**-100**	**-100**
+ 유형자산 감소	1	0	0	0
- 유형자산 증가(CAPEX)	-136	-100	-100	-100
+ 투자자산의매각(취득)	0	0	0	0
Free Cash Flow	560	-82	62	156
Net Cash Flow	559	-82	62	156
재무활동현금흐름	**-306**	**0**	**0**	**0**
자기자본 증가	0	0	0	0
부채증감	-306	0	0	0
현금의증가	253	-82	62	156
기말현금 및 현금성자산	408	326	388	544
기말 순부채(순현금)	281	363	301	145

투자의견 및 목표주가 변경내역

제시일자	투자의견	목표가	괴리율 (%)	
			평균	최저/최고
2024.04.19	Buy	71,000원(12개월)	-	-
2024.03.17		1년경과	-4.9%	12.0%
2023.03.18	Buy	55,000원(12개월)	-29.6%	-12.0%
2022.09.12		담당 Analyst 변경	-	-
2022.04.21	Buy	45,000원(12개월)	-37.4%	-25.7%
2021.05.04	Buy	50,000원(12개월)	-30.6%	-5.4%

풍산 (103140.KS)



종목 투자등급(Stock Ratings) 및 투자등급 분포 고지

1. 투자등급(Ratings): 목표주가 제시일 현재가 기준으로 향후 12개월간 종목의 목표수익률에 따라
   - Buy: 15% 초과
   - Hold: -15% ~ 15%
   - Sell: -15% 미만

2. 당사의 한국 내 상장기업에 대한 투자의견 분포는 다음과 같습니다. (2024년 3월 31일 기준)
   - 투자의견 분포

Buy	Hold	Sell
82.4%	17.6%	0.0%

- 당사의 개별 기업에 대한 투자의견 분포는 매 분기말 기준으로 공표하고 있으니 참조하시기 바랍니다.

Compliance Notice

- 당사는 자료 작성일 현재 '풍산'의 발행주식 등을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료를 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배우자는 자료 작성일 현재 동 자료상에 언급된 기업들의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.

고지 사항

본 조사분석자료에 수록된 내용은 당사 리서치본부의 금융투자분석사가 신뢰할 만한 자료 및 정보를 바탕으로 최선을 다해 분석한 결과이나 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 투자자의 투자판단을 위해 작성된 것이며 어떠한 경우에도 주식 등 금융투자상품 투자의 결과에 대한 법적 책임소재를 판단하기 위한 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료는 당사의 저작물로서 모든 지적 재산권은 당사에 귀속되며 당사의 동의 없이 복제, 배포, 전송, 변형, 대여할 수 없습니다.