

풍산 (103140)

금속

이현수



02 3770 5718

hyunsoo.yi@yuantakorea.com

투자 의견	BUY (U)
목표주가	27,000원 (U)
현재주가 (6/2)	21,650원
상승여력	25%

시가총액	6,067억원
총발행주식수	28,024,278주
60일 평균 거래대금	63억원
60일 평균 거래량	317,203주
52주 고	26,850원
52주 저	13,800원
외인지분율	8.05%
주요주주	풍산홀딩스 외 3인 38.01%

주가수익률(%)	1개월	3개월	12개월
절대	2.4	4.6	(12.3)
상대	(4.5)	0.3	(14.3)
절대(달러환산)	1.8	1.9	(14.8)

구리 가격 상승과 방산 매출 회복의 이중주

구리, 중국 내수경기의 영향을 가장 많이 받는 비철금속

중국은 세계 최대 비철금속 수요 국가이다. 구리, 아연, 연, 니켈, 알루미늄 등 주요 비철금속이라 일컫는 품목들을 가장 많이 사용한다. 품목마다 시기마다 조금씩의 차이는 있지만 대략적으로 세계 수요의 50% 가량을 차지하고 있다. 그러나 생산(광산 생산)은 차이가 나타나고 있다. 구리는 니켈과 함께 세계 광산 생산 중 타 금속 대비 중국 생산 비중이 낮은 품목이다. 즉, 중국의 내수 경기가 회복되는 국면에서 중국의 구리 수입량은 증가할 수 밖에 없으며 이는 수급적으로 가격을 끌어올릴 수 있는 요인이 될 수 있다.

3월 말 대비 5월 말 주요 금속 가격 증감율은 구리 +8%, 니켈 +7%, 아연 +5%, 알루미늄 +2%, 연 -5%를 기록하고 있다. 2개월이라는 짧은 시간이지만 중국의 광산 생산 비중이 낮은 구리와 니켈의 가격 상승폭이 높게 나타나고 있다. 이와 함께 주요 구리 광산들이 위치한 칠레 및 페루 등 남미 국가들의 COVID-19 신규 확진자 증가는 계속되고 있어 공급에 대한 우려가 계속되고 있다. 중국이 전통적인 인프라 투자를 중심으로 경기 부양에 나선다면 구리가 가장 수혜를 받을 수 있을 것으로 판단된다.

신동 판매량 증가는 어렵지만, 방산 매출 회복이 긍정적이다

신동 판매량은 2019년에 이어 2020년에도 COVID-19 영향에 따라 전년대비 감소할 것으로 추정된다. COVID-19 영향이 아니더라도 봉/선 및 소전의 수요는 지속적으로 감소하고 있어 이는 분명히 동사가 해결해야 할 숙제이다. 주요 전방산업(자동차, 전기전자 등)의 업황 회복을 기다려야 하는 입장에서 올해 내에 신동 판매량 회복에 대한 기대감은 낮다고 할 수 있다.

물량 확대에 대한 기대감이 낮은 신동과 달리 방산부문은 2019년을 저점으로 매출액 회복이 가능하다는 판단이다. 단기적일 수 있으나 COVID-19는 아이러니하게도 미국 내 탄약 소비 증가를 발생시키고 있으며 미국 대선이라는 이벤트 역시 불확실성이라는 측면에서 탄약 수요 증가의 주요 요인이 되고 있다. 1~5월 한국의 미국향 탄약 수출액은 2,793만달러로 yoy +1007% 증가했다. 중동향 탄약 수출에 대한 기대감도 긍정적이다. 지난 4월 공시한 중동향 탄약 수출 계약은 규모를 떠나서 1년 단위의 계약을 맺었다는데 의의를 둘 수 있다. 구리 가격 상승 및 방산 매출액 회복을 반영하여 투자 의견을 HOLD에서 BUY로, 목표주가는 20,000원에서 27,000원(PBR 0.50x)으로 상향 조정한다.

Quarterly earning Forecasts

(억원, %)

	2Q20E	전년동기대비	전분기대비	컨센서스	컨센서스대비
매출액	5,761	-4.1	-0.9	5,770	-0.2
영업이익	87	2.9	흑전	88	-0.5
세전계속사업이익	62	-13.1	379.6	39	57.0
지배순이익	46	26.4	흑전	34	37.1
영업이익률 (%)	1.5	+0.1 pt	흑전	1.5	0
지배순이익률 (%)	0.8	+0.2 pt	흑전	0.6	+0.2 pt

자료: 유안타증권

Forecasts and valuations (K-IFRS 연결)

(억원, 원, %, 배)

결산 (12월)	2018A	2019A	2020F	2021F
매출액	27,745	24,513	24,466	25,267
영업이익	1,075	411	614	1,075
지배순이익	620	176	380	738
PER	16.2	40.5	16.0	8.2
PBR	0.7	0.5	0.4	0.4
EV/EBITDA	9.3	10.4	8.5	6.5
ROE	4.6	1.3	2.7	5.1

자료: 유안타증권

[표-1] 풍산 별도기준

(단위: 십억원, 천톤, 천원/톤)

		2019	2020E	2021E	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20E	QoQ	YoY	3Q20E	4Q20E
환율 (원/달러)	분기평균	1,166	1,215	1,220	1,126	1,167	1,194	1,176	1,195	1,225	2.5%	5.0%	1,220	1,220
	1개월래깅	1,161	1,211	1,220	1,123	1,153	1,187	1,183	1,179	1,225	3.9%	6.2%	1,220	1,220
전기동가 (달러/톤)	분기평균	6,008	5,505	5,811	6,221	6,111	5,808	5,891	5,632	5,229	-7.2%	-14.4%	5,498	5,663
	1개월래깅	6,010	5,536	5,797	6,105	6,299	5,844	5,792	5,932	5,160	-13.0%	-18.1%	5,444	5,607
매출액		1,881	1,820	1,923	433	456	426	565	407	420	3.3%	-8.0%	442	552
	신동	1,276	1,140	1,215	333	319	312	311	305	251	-17.9%	-21.5%	282	302
	방산	605	680	708	101	137	114	253	101	169	67.1%	23.3%	160	250
신동판매량		178.7	171.4	173.9	46.7	44.5	43.3	44.2	43.8	40.2	-8.3%	-9.7%	42.9	44.5
	판/대	133.7	131.1	133.4	34.9	32.7	32.4	33.7	33.7	30.5	-9.4%	-6.5%	32.6	34.3
	기타	45.0	40.3	40.5	11.7	11.8	10.9	10.5	10.1	9.6	-4.8%	-18.3%	10.3	10.3
신동판매가 (기타 제외)		7,138	6,652	6,985	7,124	7,183	7,211	7,036	6,969	6,242	-10.4%	-13.1%	6,586	6,772
	판/대	7,207	6,767	7,116	7,186	7,272	7,338	7,040	7,109	6,344	-10.8%	-12.8%	6,689	6,882
영업이익 <i>이익률</i>		49	77	92	13	17	6	13	12	17	33.9%	-0.9%	18	31
		2.6%	4.2%	4.8%	3.0%	3.7%	1.5%	2.3%	3.1%	4.0%	0.9%p	0.3%p	4.0%	5.5%

자료: 유안타증권

[표-2] 풍산 연결기준

(단위: 십억원)

		2019	2020E	2021E	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20E	QoQ	YoY	3Q20E	4Q20E
매출액		2,451	2,447	2,527	580	601	564	706	581	576	-0.9%	-4.1%	596	693
	별도	1,881	1,820	1,923	433	456	426	565	407	420	3.2%	-8.0%	442	552
	1기타	1,046	1,114	1,107	255	260	261	271	293	271	-7.4%	4.4%	274	277
	(연결조정)	476	488	503	108	115	124	129	118	115	-	-	120	136
영업이익 <i>이익률</i>		41	61	108	16	8	0	17	-2	9	흑전	3.0%	20	35
		1.7%	2.5%	4.3%	2.7%	1.4%	0.0%	2.4%	-0.3%	1.5%	1.8%p	0.1%p	3.3%	5.0%
	별도	49	77	92	13	17	6	13	12	17	33.9%	-0.9%	18	31
	1기타	-4	-14	16	2	-5	-5	5	-12	-8	적지	적지	2	4
	(연결조정)	3	2	1	-1	3	1	1	2	0	-	-	0	0
세전이익 <i>이익률</i>		26	56	99	11	7	0	8	1	6	379.1%	-13.1%	17	32
		1.1%	2.3%	3.9%	2.0%	1.2%	-0.1%	1.2%	0.2%	1.1%	0.9%p	-0.1%p	2.9%	4.6%
지배순이익 <i>이익률</i>		18	38	74	9	4	-3	8	-3	5	흑전	26.5%	13	24
		0.7%	1.6%	2.9%	1.6%	0.6%	-0.5%	1.1%	-0.6%	0.8%	1.4%p	0.2%p	2.1%	3.5%

[표-3] 풍산 실적 추정치 변경내역

(단위: 십억원)

		변경 전			변경 후			변경 전 대비		
		2Q20E	2020E	2021E	2Q20E	2020E	2021E	2Q20E	2020E	2021E
별도	매출액	435	1,793	1,873	420	1,820	1,923	-3.4%	1.5%	2.6%
	영업이익	16	68	80	17	77	92	2.4%	13.1%	15.4%
	OPM	3.7%	3.8%	4.3%	4.0%	4.2%	4.8%	0.2%p	0.4%p	0.5%p
연결	매출액	583	2,403	2,450	576	2,447	2,527	-1.2%	1.8%	3.1%
	영업이익	10	53	91	9	61	108	-16.1%	15.7%	18.3%
	OPM	1.8%	2.2%	3.7%	1.5%	2.5%	4.3%	-0.3%p	0.3%p	0.5%p
	지배순이익	5	30	57	5	38	74	-12.3%	27.8%	28.5%

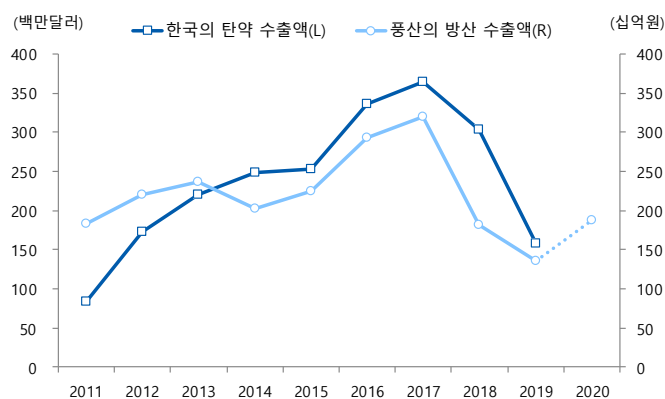
자료: 유안타증권

[그림-1] LME 전기동 가격 및 재고



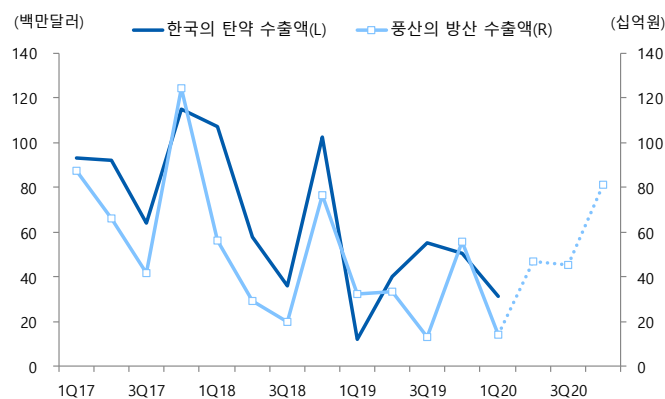
자료: Bloomberg

[그림-2] 한국 탄약 수출액과 풍산 방산 수출액 (연간)



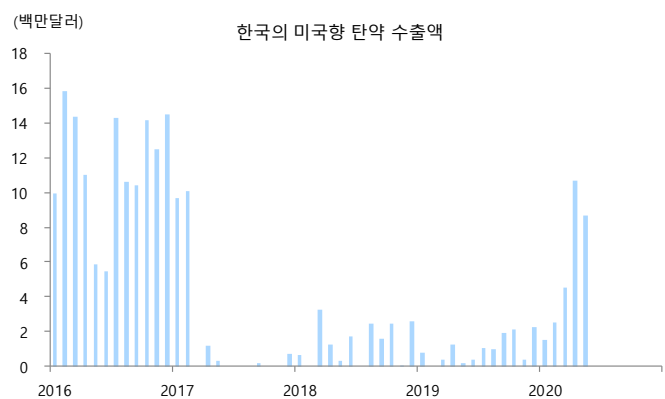
자료: 유안타증권, 주: 한국의 탄약 수출액은 수리일 기준

[그림-3] 한국 탄약 수출액과 풍산 방산 수출액 (분기)



자료: 유안타증권, 주: 한국의 탄약 수출액은 수리일 기준

[그림-4] 한국의 미국향 탄약 수출액



자료: 유안타증권, 주: 수리일 기준

풍산 (103140) 추정재무제표 (K-IFRS 연결)

손익계산서					(단위: 억원)
결산 (12월)	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
매출액	27,745	24,513	24,466	25,267	25,710
매출원가	25,073	22,637	22,430	22,718	23,062
매출총이익	2,672	1,876	2,036	2,549	2,648
판매비	1,597	1,465	1,422	1,474	1,500
영업이익	1,075	411	614	1,075	1,148
EBITDA	1,995	1,407	1,624	2,039	2,087
영업외손익	-201	-148	-50	-89	-80
외환관련손익	23	43	34	0	-20
이자손익	-280	-287	-249	-246	-217
관계기업관련손익	0	-4	0	0	0
기타	56	101	166	157	157
법인세비용차감전순손익	874	263	564	986	1,069
법인세비용	253	87	183	247	267
계속사업순손익	621	176	381	740	801
중단사업순손익	0	0	0	0	0
당기순이익	621	176	381	740	801
지배지분순이익	620	176	380	738	799
포괄순이익	963	214	608	966	1,028
지배지분포괄이익	962	214	608	966	1,028

주: 영업이익 산출 기준은 기존 k-GAAP과 동일. 즉, 매출액에서 매출원가와 판매비만 차감

현금흐름표					(단위: 억원)
결산 (12월)	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
영업활동 현금흐름	812	2,017	431	1,818	1,972
당기순이익	0	0	413	740	801
감가상각비	886	969	987	944	921
외환손익	-11	-9	-18	0	20
중속, 관계기업관련손익	0	0	0	0	0
자산부채의 증감	-833	897	-1,504	-353	-256
기타현금흐름	769	159	553	488	484
투자활동 현금흐름	-751	-568	-621	-588	-588
투자자산	-11	0	-1	0	0
유형자산 증가 (CAPEX)	-738	-612	-658	-640	-640
유형자산 감소	22	5	0	0	0
기타현금흐름	-24	40	38	52	52
재무활동 현금흐름	-85	-1,359	371	15	-985
단기차입금	353	-1,096	710	0	-1,000
사채 및 장기차입금	-438	-234	-358	0	0
자본	0	0	0	0	0
현금배당	0	0	56	56	56
기타현금흐름	0	-29	-37	-41	-41
연결범위변동 등 기타	12	58	-100	-666	-534
현금의 증감	-12	148	81	579	-135
기초 현금	568	557	705	786	1,366
기말 현금	557	705	786	1,366	1,230
NOPLAT	1,075	411	614	1,075	1,148
FCF	113	1,556	-737	777	904

자료: 유안타증권

주: 1. EPS, BPS 및 PER, PBR은 지배주주 기준임
2. PER등 valuation 지표의 경우, 확정치는 연평균 주가 기준, 전망치는 현재주가 기준임
3. ROE,ROA의경우, 자본,자산 항목은 연초,연말 평균을 기준으로 함

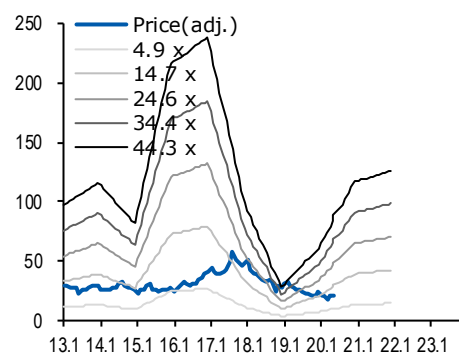
재무상태표		(단위: 억원)				
결산 (12월)	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F	
유동자산	13,616	12,452	13,995	14,809	14,901	
현금및현금성자산	557	705	786	1,366	1,230	
매출채권 및 기타채권	4,058	3,510	3,853	3,906	3,973	
재고자산	8,712	7,896	8,970	9,151	9,312	
비유동자산	13,065	13,173	12,780	12,456	12,158	
유형자산	11,448	11,362	11,006	10,703	10,421	
관계기업등 지분관련자산	5	0	0	0	0	
기타투자자산	143	218	234	234	234	
자산총계	26,681	25,625	26,775	27,265	27,059	
유동부채	8,398	7,633	8,222	8,239	7,345	
매입채무 및 기타채무	2,207	1,662	1,657	1,674	1,780	
단기차입금	3,953	2,934	3,730	3,730	2,730	
유동성장기부채	1,681	2,072	1,786	1,786	1,786	
비유동부채	4,490	4,153	4,220	4,220	4,220	
장기차입금	1,624	1,066	1,051	1,051	1,051	
사채	1,995	1,995	1,996	1,996	1,996	
부채총계	12,888	11,787	12,442	12,459	11,565	
지배지분	13,772	13,818	14,312	14,785	15,472	
자본금	1,401	1,401	1,401	1,401	1,401	
자본잉여금	4,945	4,945	4,945	4,945	4,945	
이익잉여금	7,427	7,326	7,585	7,832	8,519	
비지배지분	21	20	21	22	22	
자본총계	13,793	13,838	14,333	14,807	15,494	
순차입금	8,595	7,418	7,767	7,187	6,323	
총차입금	9,253	8,200	8,697	8,697	7,697	

Valuation 지표		(단위: 원, 배, %)				
결산 (12월)	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F	
EPS	2,212	629	1,356	2,632	2,852	
BPS	49,164	49,327	51,091	52,779	55,232	
EBITDAPS	7,120	5,020	5,795	7,277	7,446	
SPS	99,003	87,471	87,302	90,160	91,741	
DPS	600	400	400	400	400	
PER	16.2	40.5	16.0	8.2	7.6	
PBR	0.7	0.5	0.4	0.4	0.4	
EV/EBITDA	9.3	10.4	8.5	6.5	5.9	
PSR	0.4	0.3	0.2	0.2	0.2	

재무비율		(단위: 배, %)				
결산 (12월)	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F	
매출액 증가율 (%)	-5.8	-11.6	-0.2	3.3	1.8	
영업이익 증가율 (%)	-55.4	-61.7	49.2	75.1	6.8	
지배순이익 증가율 (%)	-58.8	-71.6	115.6	94.1	8.4	
매출총이익률 (%)	9.6	7.7	8.3	10.1	10.3	
영업이익률 (%)	3.9	1.7	2.5	4.3	4.5	
지배순이익률 (%)	2.2	0.7	1.6	2.9	3.1	
EBITDA 마진 (%)	7.2	5.7	6.6	8.1	8.1	
ROIC	3.5	1.3	2.0	3.7	4.0	
ROA	2.3	0.7	1.5	2.7	2.9	
ROE	4.6	1.3	2.7	5.1	5.3	
부채비율 (%)	93.4	85.2	86.8	84.1	74.6	
순차입금/자기자본 (%)	62.4	53.7	54.3	48.6	40.9	
영업이익/금융비용 (배)	3.8	1.4	2.3	4.0	4.8	

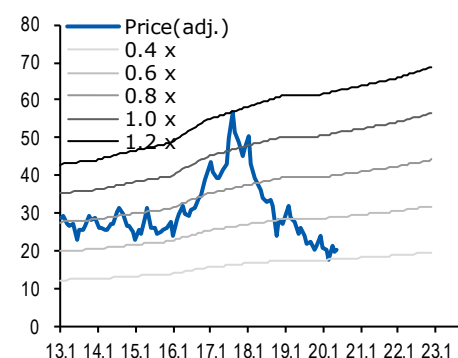
P/E band chart

(천원)

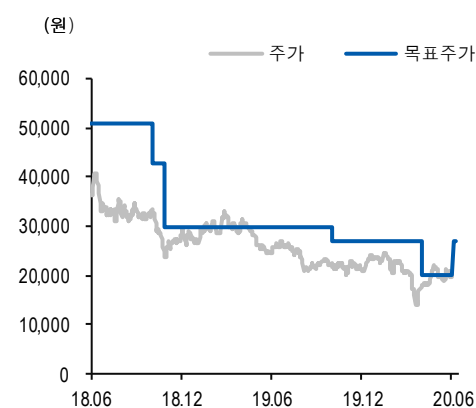


P/B band chart

(천원)



풍산 (103140) 투자등급 및 목표주가 추이



일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
2020-06-03	BUY	27,000	1년		
2020-04-02	HOLD	20,000	1년	-0.64	-
2019-10-02	HOLD	27,000	1년	-20.63	-
2019-01-15	HOLD	30,000	1년	-10.99	-
2018-10-29	BUY	30,000	1년	-9.18	-1.67
2018-10-04	BUY	43,000	1년	-33.65	-24.07
2018-05-02	BUY	51,000	1년	-32.21	-17.75

자료: 유안타증권

주: 과리율 = (실제주가* - 목표주가) / 목표주가 X 100

* 1) 목표주가 제시 대상시점까지의 "평균주가"

2) 목표주가 제시 대상시점까지의 "최고(또는 최저) 주가"

구분	투자의견 비율(%)
Strong Buy(매수)	0.6
Buy(매수)	88.1
Hold(중립)	11.3
Sell(비중축소)	0.0
합계	100.0

주: 기준일 2020-05-31

※ 해외 계열회사 등이 작성하거나 공표한 리포트는 투자등급 비율 산정시 제외

- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 타인의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인함. (작성자: 이현수)
- 당사는 자료공표일 현재 동 종목 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당 기업과 관련하여 특별한 이해관계가 없습니다.
- 당사는 동 자료를 전문투자자 및 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배우자는 자료공표일 현재 대상법인의 주식관련 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 종목 투자등급 (Guide Line): 투자기간 12개월, 절대수익률 기준 투자등급 4단계(Strong Buy, Buy, Hold, Sell)로 구분한다
- Strong Buy: 30%이상 Buy: 10%이상, Hold: -10~10%, Sell: -10%이하로 구분
- 업종 투자등급 Guide Line: 투자기간 12개월, 시가총액 대비 업종 비중 기준의 투자등급 3단계(Overweight, Neutral, Underweight)로 구분
- 2014년 2월21일부터 당사 투자등급이 기존 3단계 + 2단계에서 4단계로 변경

본 자료는 투자자의 투자를 권유할 목적으로 작성된 것이 아니라, 투자자의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 작성된 참고 자료입니다. 본 자료는 금융투자분석사가 신뢰할만 하다고 판단되는 자료와 정보에 의거하여 만들어진 것이지만, 당사와 금융투자분석사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없습니다. 따라서, 본 자료를 참고한 투자자의 투자사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않습니다. 또한, 본 자료는 당사 투자자에게만 제공되는 자료로 당사의 동의 없이 본 자료를 무단으로 복제 전송 인용 배포하는 행위는 법으로 금지되어 있습니다.