

풍산 (103140)

금속



이현수

02 3770 5718

hyunsoo.yi@yuantakorea.com

투자 의견	BUY (M)
목표주가	30,000원 (U)
현재주가 (7/1)	22,200원
상승여력	35%

시가총액	6,221억원
총발행주식수	28,024,278주
60일 평균 거래대금	89억원
60일 평균 거래량	417,253주
52주 고	26,500원
52주 저	13,800원
외인지분율	8.42%
주요주주	풍산홀딩스 외 3인 38.01%

주가수익률(%)	1개월	3개월	12개월
절대	8.3	25.8	(15.3)
상대	6.2	0.6	(14.3)
절대(달러환산)	10.3	28.7	(18.4)

2Q20 Preview: 실적과 주가에 반영될 전기동 가격

2Q20(E): 방산이 이끌었을 실적 개선 전망

별도 영업이익 164억원(yoy -3%), 연결 영업이익 84억원(yoy -1%) 전망

1) 별도: 신동 판매량은 4.0만톤으로 yoy -10% 감소했을 것으로 추정된다. COVID-19 여파가 1Q에 이어 2Q까지 이어지며 국내외 자동차 및 반도체 등 전방산업 수요 위축이 나타났기 때문에 판단된다. 2Q20 원화기준 신동 판매단가는 전분기대비 하락했을 것으로 예상된다. 3~5월 LME 전기동 평균가격(5,160달러/톤)이 전분기(12~2월) 5,932달러/톤 대비 -13% 하락했기 때문이다. 그러나 월별로는 2Q 내 전기동 가격이 상승(4월 5,058달러/톤 → 5월 5,240달러/톤 → 6월 5,743달러/톤)하여 재고자산평가손환입이 발생했을 것으로 추정된다. 방산 매출액은 내수가 계절적으로 1Q 대비 크게 증가하는 시기이며 수출은 미국향을 중심으로 크게 개선되며 전분기대비 +64% 증가한 1,660억원을 기록할 것으로 전망된다.

2) 연결: 전분기 대규모 적자를 시현한 미국 PMX 등 자회사들은 2Q에도 판매량 감소 및 전기동 가격 하락으로 적자가 예상되나 적자 규모는 전분기대비 감소할 것으로 예상된다.

수급 이슈에 따른 전기동 가격 상승, 그리고 증가하는 방산 매출

중국 국가통계국에 따르면 4월과 5월 중국 전기동 생산량은 각각 82만톤(yoy +9%), 85만톤(yoy +13%)을 기록했으며 1~5월 누적 생산량은 397만톤으로 yoy +3% 증가했다. 이에 따라 구리 정광 수입량은 1~5월 927만톤으로 yoy +2% 증가했다. 1Q까지 부진했던 중국 산업 활동이 2Q부터 활발해지고 있으며 전기동 수요가 증가하고 있는 것으로 추정된다. 반면, 세계 구리 광산 생산량의 40%를 차지하는 칠레와 페루의 COVID-19 신규 확진자 수는 좀처럼 감소하고 있지 않다. 아이러니하게 칠레 구리 광산 생산량은 1~5월 239만톤으로 yoy +3% 증가했다. 칠레 Codelco가 정상 조업을 이어가고 있기 때문이다. 그러나 최근 사업장 내 COVID-19 관련 사망자가 나오는 등 공급에 영향을 줄 수 있는 이슈가 지속되며 전기동 가격이 상승할 수 있는 환경이 이어지고 있다.

방산부문 회복도 함께 나타나고 있다. 2Q 한국 탄약 수출액은 미국향 수출 호조에 따라 전분기대비 +64% 증가했다. 예상보다 빠르고 큰 전기동 가격 상승과 방산부문 매출액 증가를 반영하여 2020년 연결 영업이익을 기존 추정 대비 +13% 상향하며 이에 따라 Target PBR을 0.50x에서 0.60x로 수정하여 목표주가를 27,000원에서 30,000원으로 상향한다.

Quarterly earning Forecasts (억원, %)

	2Q20E	전년동기대비	전분기대비	컨센서스	컨센서스대비
매출액	5,731	-4.6	-1.4	5,653	1.4
영업이익	84	-1.0	흑전	74	12.8
세전계속사업이익	59	-17.5	355.2	33	76.4
지배순이익	44	20.0	흑전	23	88.6
영업이익률 (%)	1.5	+0.1%pt	흑전	1.3	+0.2%pt
지배순이익률 (%)	0.8	+0.2%pt	흑전	0.4	+0.4%pt

자료: 유안타증권

Forecasts and valuations (K-IFRS 연결) (억원, 원, %, 배)

결산 (12월)	2018A	2019A	2020F	2021F
매출액	27,745	24,513	24,886	25,962
영업이익	1,075	411	696	1,198
지배순이익	620	176	440	827
PER	16.2	40.5	14.1	7.5
PBR	0.7	0.5	0.4	0.4
EV/EBITDA	9.3	10.4	8.4	6.3
ROE	4.6	1.3	3.1	5.7

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	1,204	1,200	1,126	1,167	1,194	1,176	1,195	1,220	2.1%	4.6%	1,200	1,200
	1개월래깅	1,161	1,202	1,200	1,123	1,153	1,187	1,183	1,179	1,225	3.9%	6.2%	1,203	1,200
전기동가액 (달러/톤)	분기평균	6,008	5,834	6,293	6,221	6,111	5,808	5,891	5,632	5,355	-4.9%	-12.4%	6,087	6,260
	1개월래깅	6,010	5,817	6,288	6,105	6,299	5,844	5,792	5,932	5,160	-13.0%	-18.1%	5,915	6,260
매출액		1,881	1,871	2,006	433	456	426	565	407	416	2.4%	-8.8%	466	582
	신동	1,276	1,187	1,293	333	319	312	311	305	250	-18.1%	-21.7%	301	330
	방산	605	684	713	101	137	114	253	101	166	64.2%	21.2%	165	252
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
	판대	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
신동판매단가 (기타 제외)		7,138	6,924	7,435	7,124	7,183	7,211	7,036	6,969	6,227	-10.6%	-13.3%	7,025	7,412
	판대	7,207	7,056	7,592	7,186	7,272	7,338	7,040	7,109	6,328	-11.0%	-13.0%	7,154	7,557
영업이익 <i>이익률</i>		49	87	109	13	17	6	13	12	16	31.8%	-2.5%	22	36
		2.6%	4.6%	5.4%	3.0%	3.7%	1.5%	2.3%	3.1%	3.9%	0.9%p	0.3%p	4.6%	6.3%

자료: 유안타증권

[표-2] 풍산 연결기준

(단위: 십억원)

		2019	2020E	2021E	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20E	QoQ	YoY	3Q20E	4Q20E
매출액		2,451	2,489	2,596	580	601	564	706	581	573	-1.4%	-4.6%	616	718
	별도	1,881	1,871	2,006	433	456	426	565	407	416	2.4%	-8.8%	466	582
	¹⁾ 기타	1,046	1,114	1,107	255	260	261	271	293	271	-7.4%	4.4%	274	277
	(연결조정)	476	497	517	108	115	124	129	118	114	-	-	124	141
영업이익 <i>이익률</i>		41	70	120	16	8	0	17	-2	8	흑전	-0.9%	24	39
		1.7%	2.8%	4.6%	2.7%	1.4%	0.0%	2.4%	-0.3%	1.5%	1.7%p	0.1%p	3.8%	5.5%
	별도	49	87	109	13	17	6	13	12	16	31.8%	-2.5%	22	36
	¹⁾ 기타	-4	-15	12	2	-5	-5	5	-12	-8	적지	적지	2	3
(연결조정)	3	3	1	-1	3	1	1	2	0	-	-	0	0	
세전이익 <i>이익률</i>		26	65	111	11	7	0	8	1	6	354.3%	-17.6%	21	37
		1.1%	2.6%	4.3%	2.0%	1.2%	-0.1%	1.2%	0.2%	1.0%	0.8%p	-0.2%p	3.4%	5.1%
지배순이익 <i>이익률</i>		18	44	83	9	4	-3	8	-3	4	흑전	20.0%	15	27
		0.7%	1.8%	3.2%	1.6%	0.6%	-0.5%	1.1%	-0.6%	0.8%	1.3%p	0.2%p	2.5%	3.8%

자료: 유안타증권, 주1) 매출액과 영업이익의 기타부문 및 연결조정은 당사 추정, 주2) 연결조정은 차감항목

[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	420	1,820	1,923	416	1,871	2,006	-0.8%	2.8%	4.3%
	영업이익	17	77	92	16	87	109	-1.6%	12.6%	17.4%
	OPM	4.0%	4.2%	4.8%	3.9%	4.6%	5.4%	0.0%p	0.4%p	0.6%p
연결	매출액	576	2,447	2,527	573	2,489	2,596	-0.5%	1.7%	2.8%
	영업이익	9	61	108	8	70	120	-3.8%	13.4%	11.4%
	OPM	1.5%	2.5%	4.3%	1.5%	2.8%	4.6%	0.0%p	0.3%p	0.4%p
	지배순이익	5	38	74	4	44	83	-5.2%	15.9%	12.2%

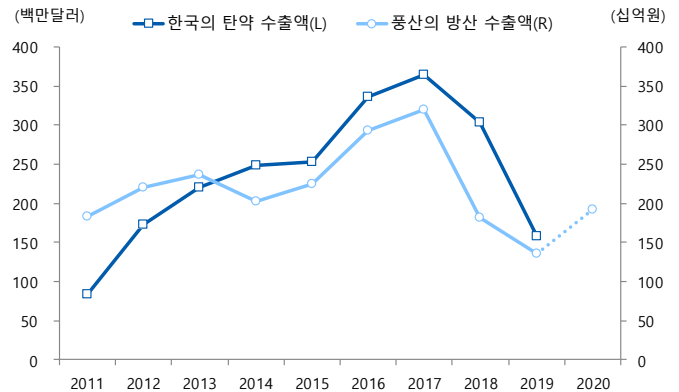
자료: 유안타증권

[그림-1] LME 전기동 가격 및 재고



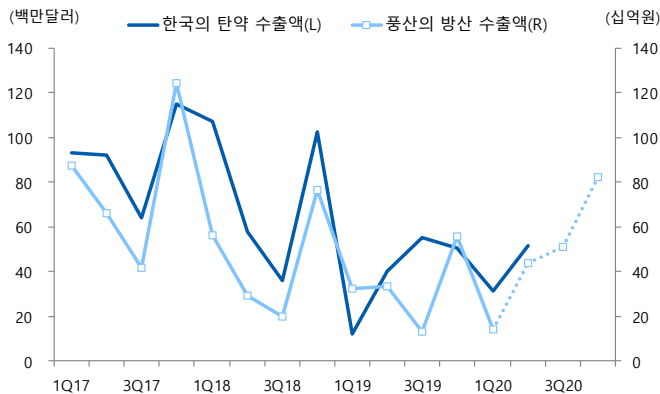
자료: Bloomberg

[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	24,886	25,962	26,221
매출원가	25,073	22,637	22,743	23,250	23,442
매출총이익	2,672	1,876	2,143	2,712	2,779
판매비	1,597	1,465	1,447	1,514	1,529
영업이익	1,075	411	696	1,198	1,250
EBITDA	1,995	1,407	1,707	2,162	2,188
영업외손익	-201	-148	-51	-91	-80
외환관련손익	23	43	34	0	-20
이자손익	-280	-287	-251	-248	-217
관계기업관련손익	0	-4	0	0	0
기타	56	101	166	157	157
법인세비용차감전순손익	874	263	645	1,106	1,170
법인세비용	253	87	203	277	293
계속사업순손익	621	176	442	830	878
중단사업순손익	0	0	0	0	0
당기순이익	621	176	442	830	878
지배지분순이익	620	176	440	827	875
포괄순이익	963	214	668	1,056	1,104
지배지분포괄이익	962	214	669	1,056	1,104

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	60	2,053	2,142
당기순이익	0	0	474	830	878
감가상각비	886	969	987	944	921
외환손익	-11	-9	-18	0	20
중속, 관계기업관련손익	0	0	0	0	0
자산부채의 증감	-833	897	-1,935	-209	-162
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	-710	-534
현금의 증감	-12	148	-289	770	34
기초 현금	568	557	705	416	1,185
기말 현금	557	705	416	1,185	1,220
NOPLAT	1,075	411	696	1,198	1,250
FCF	113	1,556	-1,106	1,013	1,074

자료: 유안타증권

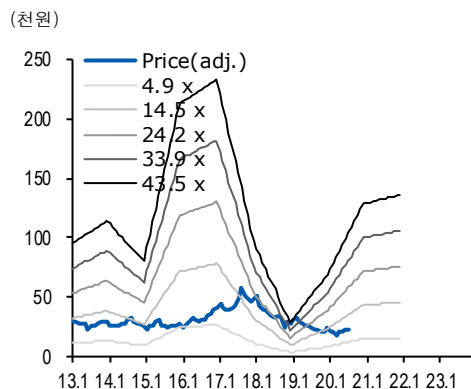
- 1. EPS, BPS 및 PER, PBR은 지배주주 기준임
- 2. PER 등 valuation 지표의 경우, 확정치는 연평균 주가 기준, 전망치는 현재주가 기준임
- 3. ROE, ROA의 경우, 자본, 자산 항목은 연초, 연말 평균을 기준으로 함

재무상태표	(단위: 억원)				
결산 (12월)	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
유동자산	13,616	12,452	14,079	14,932	15,099
현금및현금성자산	557	705	416	1,185	1,220
매출채권 및 기타채권	4,058	3,510	3,987	3,995	4,034
재고자산	8,712	7,896	9,291	9,365	9,459
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	26,860	27,388	27,256
유동부채	8,398	7,633	8,246	8,255	7,360
매입채무 및 기타채무	2,207	1,662	1,681	1,690	1,795
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	12,466	12,475	11,580
지배지분	13,772	13,818	14,372	14,891	15,654
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	7,646	7,938	8,701
비지배지분	21	20	21	22	22
자본총계	13,793	13,838	14,394	14,913	15,676
순차입금	8,595	7,418	8,137	7,368	6,333
총차입금	9,253	8,200	8,697	8,697	7,697

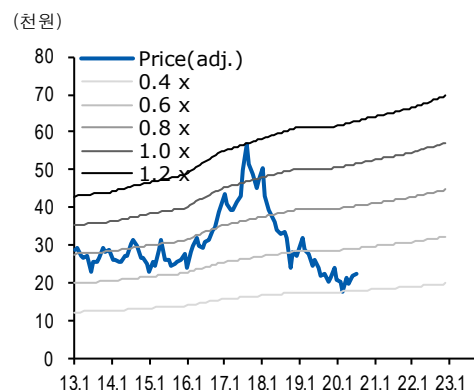
Valuation 지표	(단위: 원, 배, %)				
결산 (12월)	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
EPS	2,212	629	1,571	2,953	3,123
BPS	49,164	49,327	51,307	53,159	55,883
EBITDAPS	7,120	5,020	6,090	7,714	7,808
SPS	99,003	87,471	88,801	92,641	93,567
DPS	600	400	400	400	400
PER	16.2	40.5	14.1	7.5	7.1
PBR	0.7	0.5	0.4	0.4	0.4
EV/EBITDA	9.3	10.4	8.4	6.3	5.7
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	1.5	4.3	1.0
영업이익 증가율 (%)	-55.4	-61.7	69.3	72.0	4.4
지배순이익 증가율 (%)	-58.8	-71.6	150.0	87.9	5.8
매출총이익률 (%)	9.6	7.7	8.6	10.4	10.6
영업이익률 (%)	3.9	1.7	2.8	4.6	4.8
지배순이익률 (%)	2.2	0.7	1.8	3.2	3.3
EBITDA 마진 (%)	7.2	5.7	6.9	8.3	8.3
ROIC	3.5	1.3	2.2	4.1	4.3
ROA	2.3	0.7	1.7	3.1	3.2
ROE	4.6	1.3	3.1	5.7	5.7
부채비율 (%)	93.4	85.2	86.6	83.6	73.9
순차입금/자기자본 (%)	62.4	53.7	56.6	49.5	40.5
영업이익/금융비용 (배)	3.8	1.4	2.6	4.5	5.3

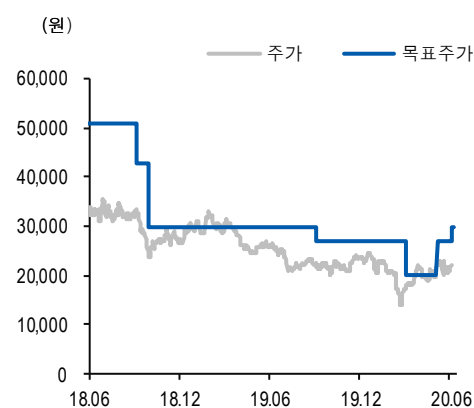
P/E band chart



P/B band chart



풍산 (103140) 투자등급 및 목표주가 추이



일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
2020-07-02	BUY	30,000	1년		
2020-06-03	BUY	27,000	1년	-19.42	-14.81
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)	89.3
Hold(중립)	10.1
Sell(비중축소)	0.0
합계	100.0

주: 기준일 2020-06-29

※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 투자의사결정은 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.