

풍산 (103140)

금속



이현수

02 3770 5718

hyunsoo.yi@yuantakorea.com

투자 의견	BUY (M)
목표주가	32,000원 (M)
현재주가 (9/23)	24,500원
상승여력	31%

시가총액	6,866억원
총발행주식수	28,024,278주
60일 평균 거래대금	79억원
60일 평균 거래량	325,156주
52주 고	26,300원
52주 저	13,800원
외인지분율	11.67%
주요주주	풍산홀딩스 외 3인 38.01%

주가수익률(%)	1개월	3개월	12개월
절대	2.5	13.4	7.0
상대	1.3	3.6	(4.1)
절대(달러환산)	4.4	17.7	9.7

전기동 가격은 올랐고, 탄약은 잘 팔렸다

3Q20(E): 전기동 가격 강세로 신동부문 실적 개선 전망

별도 영업이익 368억원(yoy +490%), 연결 영업이익 467억원(yoy +23235%) 전망

1) 별도: 신동 판매량은 4.2만톤으로 yoy -3% 감소할 것으로 추정되나 COVID-19 영향 완화에 따라 판/대 판매량이 회복되어 전분기 대비로는 +2% 증가할 것으로 예상된다. 6~8월 LME 전기동 평균가격(6,209달러/톤)은 전분기(3~5월) 5,160달러/톤 대비 +20% 상승하며 신동 제품 판매단가에 긍정적 영향을 미쳤을 것으로 사료된다. 전기동 가격 등락에 따른 매출 총이익 변화는 크게 매출분과 재고분으로 나뉜다. 재고분에 영향을 미치는 재고자산평가손환입은 지난 2Q 상당 부분 반영된 탓에 3Q 영향은 제한적일 것으로 사료되며 매출분에 미치는 영향이 클 것으로 추정된다. 과거 실적의 계절성을 따져보면 3Q 방산 매출액은 2Q보다 낮은 수준을 보이나 이번 3Q는 2Q에 이어 수출이 호조세를 나타내어 전체 매출액이 전분기비 +4% 증가한 1,880억원을 기록할 것으로 판단된다.

2) 연결: 전기동 가격 강세는 신동 사업을 영위하고 있는 PMX 등 해외 자회사 실적 개선을 이끌었을 것으로 예상되며 미국향 탄약 수출 호조로 2Q 깜짝 실적(순이익 1Q 6억원→2Q 35억원)을 시현 했던 Poongsan America 역시 3Q에도 견조한 이익을 냈을 것으로 추정된다.

전기동 가격 상승세는 둔화될 수 있으나 하락 가능성은 제한적

1Q COVID-19 여파로 전기동 가격이 급락했음에도 불구하고 9/22일 기준 전기동 가격은 연초 대비 +11% 상승했다. 연초 대비 수익률이 주요 비철금속(전기동, 아연, 연, 니켈, 알루미늄) 중 가장 높은 수준을 기록 중이다. 이는 2Q 이후 진행된 달러인덱스 하락과 중국 수요 증가 때문으로 해석된다. 그러나 9월 이후 달러인덱스가 반등하면서 전반적인 비철금속 가격 상승 분위기는 주춤할 것으로 예상된다. 하지만, 1~8월 중국 구리 수입량(가공품 포함)이 427만톤으로 yoy +38% 증가하는 등 중국 전기동 수요는 견조할 것으로 판단된다. 이와 함께 3월 중순 72.5달러/톤이었던 중국 구리정광 Spot TC는 지속적으로 하락하며 9/22일 51.5달러/톤을 기록 중이다. TC 약세는 정광 공급이 수요 대비 상대적으로 부족한 결과로 해석할 수 있어 전기동 가격을 지지할 수 있는 요인이라 사료된다. 방산부문은 미국향을 중심으로 탄약 수출 호조세가 지속될 것으로 판단되며, 이는 전기동 가격 상승 둔화에 따른 신동부문 이익 감소를 만회하는 역할을 할 것으로 기대된다.

Quarterly earning Forecasts

(억원, %)

	3Q20E	전년동기대비	전분기대비	컨센서스	컨센서스대비
매출액	6,656	18.0	14.8	6,535	1.8
영업이익	467	22,958.2	122.1	396	17.8
세전계속사업이익	433	흑전	252.8	361	19.9
지배순이익	324	흑전	301.5	267	21.1
영업이익률 (%)	7.0	+7.0 %pt	+3.4 %pt	6.1	+0.9 %pt
지배순이익률 (%)	4.9	흑전	+3.5 %pt	4.1	+0.8 %pt

자료: 유안타증권

Forecasts and valuations (K-IFRS 연결)

(억원, 원, %, 배)

결산 (12월)	2018A	2019A	2020F	2021F
매출액	27,745	24,513	26,014	28,361
영업이익	1,075	411	1,133	1,501
지배순이익	620	176	695	1,006
PER	16.2	40.5	9.9	6.8
PBR	0.7	0.5	0.5	0.5
EV/EBITDA	9.3	10.4	6.8	5.7
ROE	4.6	1.3	4.9	6.9

자료: 유안타증권

[표-1] 풍산 별도기준

(단위: 십억원, 천톤, 천원/톤)

		2019	2020E	2021E	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20	3Q20E	QoQ	YoY	4Q20E
환율 (원/달러)	분기평균	1,166	1,199	1,190	1,126	1,167	1,194	1,176	1,195	1,220	1,190	-2.5%	-0.4%	1,190
	1개월래깅	1,161	1,198	1,190	1,123	1,153	1,187	1,183	1,179	1,225	1,198	-2.2%	0.9%	1,188
전기동가격 (달러/톤)	분기평균	6,008	6,075	6,948	6,221	6,111	5,808	5,891	5,632	5,355	6,535	22.0%	12.5%	6,778
	1개월래깅	6,010	6,014	6,925	6,105	6,299	5,844	5,792	5,932	5,160	6,209	20.3%	6.2%	6,755
매출액		1,881	2,033	2,286	433	456	426	565	407	456	520	14.0%	22.0%	650
	신동	1,276	1,295	1,520	333	319	312	311	305	276	333	20.7%	6.6%	381
	방산	605	738	766	101	137	114	253	101	181	188	3.8%	64.1%	269
신동판매량		178.7	171.3	173.4	46.7	44.5	43.3	44.2	43.8	41.1	42.0	2.3%	-2.9%	44.4
	판대	133.7	130.1	132.2	34.9	32.7	32.4	33.7	33.7	30.4	31.9	4.9%	-1.5%	34.1
	기타	45.0	41.2	41.3	11.7	11.8	10.9	10.5	10.1	10.6	10.1	-5.0%	-7.3%	10.3
신동판매단가 (기타 제외)		7,138	7,557	8,766	7,124	7,183	7,211	7,036	6,969	6,716	7,921	17.9%	9.8%	8,571
	판대	7,207	7,771	9,058	7,186	7,272	7,338	7,040	7,109	6,928	8,143	17.5%	11.0%	8,829
영업이익 <i>이익률</i>		49	107	134	13	17	6	13	12	18	37	107.9%	490.1%	40
		2.6%	5.3%	5.8%	3.0%	3.7%	1.5%	2.3%	3.1%	3.9%	7.1%	3.2%p	5.6%p	6.1%

자료: 유안타증권

[표-2] 풍산 연결기준

(단위: 십억원)

		2019	2020E	2021E	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20	3Q20E	QoQ	YoY	4Q20E
매출액		2,451	2,601	2,836	580	601	564	706	581	580	666	14.8%	18.0%	775
	별도	1,881	2,033	2,286	433	456	426	565	407	456	520	14.0%	22.0%	650
	¹⁾ 기타	1,046	1,115	1,146	255	260	261	271	293	255	283	11.0%	8.6%	284
	(연결조정)	476	547	596	108	115	124	129	118	132	138	-	-	159
영업이익 <i>이익률</i>		41	113	150	16	8	0	17	-2	21	47	122.1%	23235%	47
		1.7%	4.4%	5.3%	2.7%	1.4%	0.0%	2.4%	-0.3%	3.6%	7.0%	3.4%p	7.0%p	6.1%
	별도	49	107	134	13	17	6	13	12	18	37	107.9%	490.1%	40
	¹⁾ 기타 (연결조정)	-4	10	16	2	-5	-5	5	-12	5	10	112.5%	흑전	7
세전이익 <i>이익률</i>		26	100	134	11	7	0	8	1	12	43	252.9%	흑전	43
		1.1%	3.8%	4.7%	2.0%	1.2%	-0.1%	1.2%	0.2%	2.1%	6.5%	4.4%p	6.6%p	5.6%
	별도	49	107	134	13	17	6	13	12	18	37	107.9%	490.1%	40
	¹⁾ 기타 (연결조정)	-4	10	16	2	-5	-5	5	-12	5	10	112.5%	흑전	7
지배순이익 <i>이익률</i>		18	70	101	9	4	-3	8	-3	8	32	303.0%	흑전	32
		0.7%	2.7%	3.6%	1.6%	0.6%	-0.5%	1.1%	-0.6%	1.4%	4.9%	3.5%p	5.4%p	4.2%
	별도	49	107	134	13	17	6	13	12	18	37	107.9%	490.1%	40
	¹⁾ 기타 (연결조정)	-4	10	16	2	-5	-5	5	-12	5	10	112.5%	흑전	7

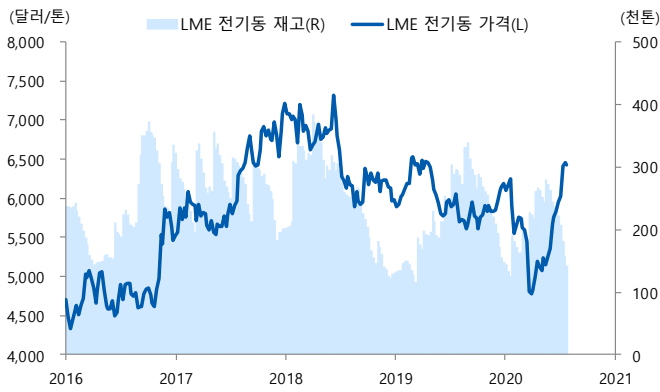
[표-3] 풍산 실적 추정치 변경내역

(단위: 십억원)

	변경 전			변경 후			변경 전 대비			
	3Q20E	2020E	2021E	3Q20E	2020E	2021E	3Q20E	2020E	2021E	
별도	매출액	509	2,021	2,215	520	2,033	2,286	2.3%	0.6%	3.2%
	영업이익	25	96	116	37	107	134	48.5%	11.1%	15.0%
	OPM	4.9%	4.8%	5.2%	7.1%	5.3%	5.8%	2.2%p	0.5%p	0.6%p
연결	매출액	652	2,587	2,772	666	2,601	2,836	2.1%	0.5%	2.3%
	영업이익	32	98	131	47	113	150	45.8%	16.0%	14.2%
	OPM	4.9%	3.8%	4.7%	7.0%	4.4%	5.3%	2.1%p	0.6%p	0.5%p
	지배순이익	21	58	91	32	70	101	51.7%	19.1%	10.5%

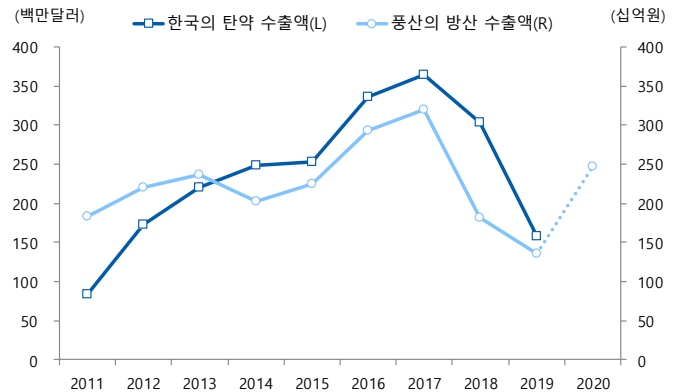
자료: 유안타증권

[그림-1] LME 전기동 가격 및 재고



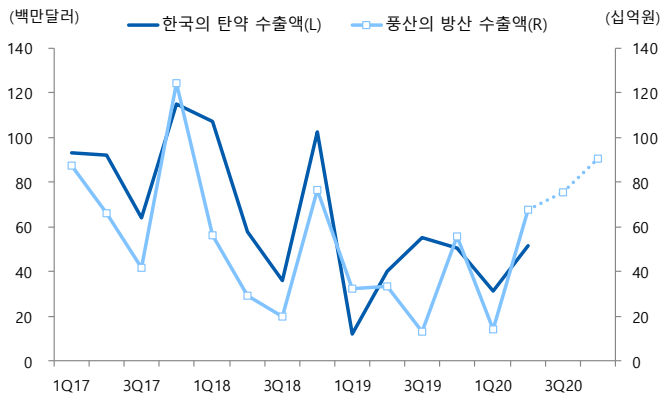
자료: Bloomberg

[그림-2] 한국 탄약 수출액과 풍산 방산 수출액 (연간)



자료: 유안타증권, 주: 2020년 풍산 방산 수출액은 당사 추정치

[그림-3] 한국 탄약 수출액과 풍산 방산 수출액 (분기)



자료: 유안타증권, 주: 3Q20 이후 풍산 방산 수출액은 당사 추정치

[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	26,014	28,361	28,795
매출원가	25,073	22,637	23,388	25,229	25,527
매출충이익	2,672	1,876	2,626	3,132	3,268
판매비	1,597	1,465	1,493	1,632	1,657
영업이익	1,075	411	1,133	1,501	1,612
EBITDA	1,995	1,407	2,139	2,456	2,542
영업외손익	-201	-148	-133	-158	-146
외환관련손익	23	43	18	0	-20
이자손익	-280	-287	-229	-222	-190
관계기업관련손익	0	-4	0	0	0
기타	56	101	78	64	64
법인세비용차감전순손익	874	263	1,000	1,343	1,466
법인세비용	253	87	303	336	366
계속사업순손익	621	176	697	1,007	1,099
중단사업순손익	0	0	0	0	0
당기순이익	621	176	697	1,007	1,099
지배지분순이익	620	176	695	1,006	1,099
포괄순이익	963	214	797	1,066	1,158
지배지분포괄이익	962	214	798	1,066	1,159

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	142	1,611	1,741
당기순이익	0	0	648	1,007	1,099
감가상각비	886	969	982	934	913
외환손익	-11	-9	15	0	20
중속, 관계기업관련손익	0	0	0	0	0
자산부채의 증감	-833	897	-1,825	-563	-520
기타현금흐름	769	159	322	233	229
투자활동 현금흐름	-751	-568	-552	-578	-578
투자자산	-11	0	-1	0	0
유형자산 증가 (CAPEX)	-738	-612	-596	-640	-640
유형자산 감소	22	5	1	0	0
기타현금흐름	-24	40	44	62	62
재무활동 현금흐름	-85	-1,359	415	-429	-929
단기차입금	353	-1,096	862	-500	-1,000
사채 및 장기차입금	-438	-234	-579	0	0
자본	0	0	0	0	0
현금배당	0	0	168	112	112
기타현금흐름	0	-29	-37	-42	-42
연결범위변동 등 기타	12	58	32	-476	-30
현금의 증감	-12	148	37	128	204
기초 현금	568	557	705	742	870
기말 현금	557	705	742	870	1,074
NOPLAT	1,075	411	1,133	1,501	1,612
FCF	113	1,556	-625	878	979

자료: 유안타증권

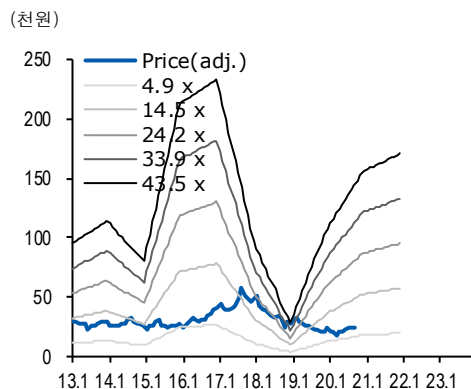
- 1. EPS, BPS 및 PER, PBR은 지배주주 기준임
- 2. PER 등 valuation 지표의 경우, 확정치는 연평균 증가 기준, 전망치는 현재주가 기준임
- 3. ROE, ROA의 경우, 자본, 자산 항목은 연초, 연말 평균을 기준으로 함

재무상태표	(단위: 억원)				
결산 (12월)	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
유동자산	13,616	12,452	15,115	15,497	15,919
현금및현금성자산	557	705	742	870	1,074
매출채권 및 기타채권	4,058	3,510	4,173	4,220	4,283
재고자산	8,712	7,896	9,944	10,150	10,305
비유동자산	13,065	13,173	12,614	12,298	12,008
유형자산	11,448	11,362	10,961	10,667	10,393
관계기업등 지분관련자산	5	0	0	0	0
기타투자자산	143	218	240	240	240
자산총계	26,681	25,625	27,730	27,795	27,927
유동부채	8,398	7,633	9,521	9,213	8,415
매입채무 및 기타채무	2,207	1,662	2,671	2,863	3,065
단기차입금	3,953	2,934	3,822	3,322	2,322
유동성장기부채	1,681	2,072	2,129	2,129	2,129
비유동부채	4,490	4,153	3,686	3,686	3,686
장기차입금	1,624	1,066	639	639	639
사채	1,995	1,995	1,834	1,834	1,834
부채총계	12,888	11,787	13,206	12,899	12,101
지배지분	13,772	13,818	14,502	14,874	15,805
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	7,915	8,228	9,159
비지배지분	21	20	21	22	22
자본총계	13,793	13,838	14,523	14,896	15,827
순차입금	8,595	7,418	7,706	7,078	5,874
총차입금	9,253	8,200	8,555	8,055	7,055

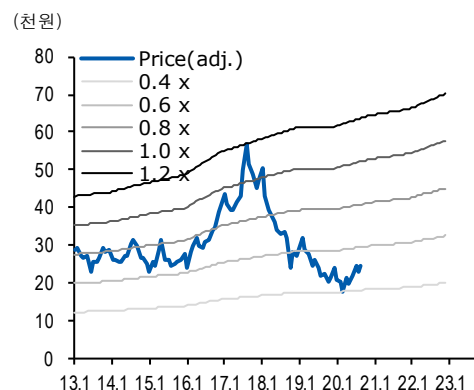
Valuation 지표	(단위: 원, 배, %)				
결산 (12월)	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
EPS	2,212	629	2,482	3,591	3,920
BPS	49,164	49,327	51,769	53,098	56,420
EBITDAPS	7,120	5,020	7,633	8,765	9,071
SPS	99,003	87,471	92,826	101,201	102,750
DPS	600	400	600	600	600
PER	16.2	40.5	9.9	6.8	6.2
PBR	0.7	0.5	0.5	0.5	0.4
EV/EBITDA	9.3	10.4	6.8	5.7	5.0
PSR	0.4	0.3	0.3	0.2	0.2

재무비율	(단위: 배, %)				
결산 (12월)	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
매출액 증가율 (%)	-5.8	-11.6	6.1	9.0	1.5
영업이익 증가율 (%)	-55.4	-61.7	175.3	32.5	7.4
지배순이익 증가율 (%)	-58.8	-71.6	294.8	44.7	9.2
매출총이익률 (%)	9.6	7.7	10.1	11.0	11.4
영업이익률 (%)	3.9	1.7	4.4	5.3	5.6
지배순이익률 (%)	2.2	0.7	2.7	3.5	3.8
EBITDA 마진 (%)	7.2	5.7	8.2	8.7	8.8
ROIC	3.5	1.3	3.7	5.2	5.6
ROA	2.3	0.7	2.6	3.6	3.9
ROE	4.6	1.3	4.9	6.9	7.2
부채비율 (%)	93.4	85.2	90.9	86.6	76.5
순차입금/자기자본 (%)	62.4	53.7	53.1	47.6	37.2
영업이익/금융비용 (배)	3.8	1.4	4.8	6.4	7.8

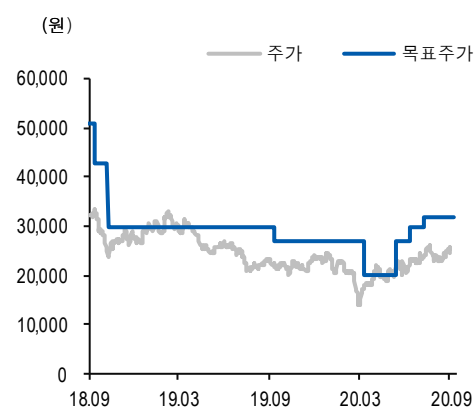
P/E band chart



P/B band chart



풍산 (103140) 투자등급 및 목표주가 추이



일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
2020-09-24	BUY	32,000	1년		
2020-07-31	BUY	32,000	1년		
2020-07-02	BUY	30,000	1년	-22.47	-17.83
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)	1.2
Buy(매수)	87.7
Hold(중립)	11.0
Sell(비중축소)	0.0
합계	100.0

주: 기준일 2020-09-21

※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.