



# BUY(Maintain)

목표주가: 36,000원  
주가(10/30): 24,450원  
시가총액: 6,852억원

## 철강금속/유틸리티

Analyst 이종형  
02) 3787-5023  
leejh@kiwoom.com

### Stock Data

KOSPI (10/30)		2,267.15pt
52 주 주가동향	최고가	최저가
최고/최저가 대비	27,700원	13,800원
등락률	-11.7%	77.2%
수익률	절대	상대
1M	2.7%	5.5%
6M	15.6%	-0.7%
1Y	20.4%	10.5%

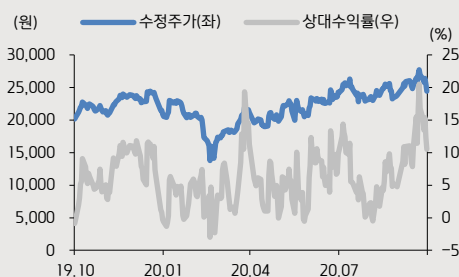
### Company Data

발행주식수	28,024 천주
일평균 거래량(3M)	325천주
외국인 지분율	11.9%
배당수익률(20E)	2.4%
BPS(20E)	51,245원
주요 주주	풍산홀딩스 외 3인 38.0%

### 투자지표

(십억원, IFRS **)	2018	2019	2020E	2021E
매출액	2,774	2,451	2,612	2,858
영업이익	108	41	117	144
EBITDA	200	141	220	244
세전이익	87	26	92	119
순이익	62	18	67	87
지배주주지분순이익	62	18	67	87
EPS(원)	2,212	629	2,405	3,087
증감률(%YoY)	-58.8	-71.6	282.6	28.3
PER(배)	12.4	37.9	10.2	7.9
PBR(배)	0.56	0.48	0.48	0.46
EV/EBITDA(배)	8.2	10.0	6.5	6.0
영업이익률(%)	3.9	1.7	4.5	5.0
ROE(%)	4.6	1.3	4.8	5.9
순부채비율(%)	62.6	53.7	51.3	51.8

### Price Trend



# 풍산 (103140)

## 2년반 만에 최고실적



3분기 영업이익은 484억원으로 2개분기 연속 빠르게 개선되며 키움증권 추정치 478억원에 부합했습니다. 자회사 실적호조 대비 본사 방산 수출액이 예상보다 부진했지만 일시적인 지연으로 추정되며 4분기에도 실적호조는 지속될 전망입니다. 한편, 2016년이후 최대 호황을 누리고 있는 미국 탄약시장은 바이든 후보가 당선될 경우 호황이 연장될 것으로 판단되며 다음주 대선결과를 주목해 볼 필요가 있습니다.

### >>> 3Q 실적은 2분기 연속 가파른 개선으로 예상치 부합

연결 영업이익은 484억원(+130%QoQ, +23,854%YoY)으로 2개분기 연속 빠르게 개선되며 키움증권 추정치 478억원에 부합했다(컨센서스 450억원). 별도 영업이익은 307억원(+74%QoQ, +393%YoY)으로 키움증권 추정치 378억원을 하회지만 PMX(미국 신동제조법인), PAC(미국 방산판매법인) 등 자회사 영업이익 합계가 177억원으로 키움증권 추정치 100억원(컨센서스 81억원)을 상회했다.

본사는 방산 매출액이 1,562억원(-14%QoQ, +37%YoY)으로 예상치 1,900억원보다 부진했고, 특히 수출액이 427억원(-37%QoQ, +224%YoY)으로 예상과 달리 2Q대비 감소했는데 구조적인 변화라기 보다는 가끔씩 발생하는 일시적인 매출지연으로 추정된다.

한편, PMX는 미국 주화용 소재 중심의 출하증가와 구리가격 상승에 따른 재고관련 이익으로 2Q대비 100억원 이상의 영업이익 개선이 있었던 것으로 추정되며, PAC도 미국 탄약시장 호조로 분기별 영업이익 30~40억원의 안정적 실적이 지속되고 있는 것으로 추정된다.

4Q 영업이익은 항상 반영되는 일회성 비용을 감안해도 493억원(+2%QoQ, +195%YoY)으로 전년대비 가파른 개선세가 이어질 것으로 전망한다. 3Q20 실적과 최근 구리가격을 반영해 2020E 지배주주순이익 전망치는 10%상향하지만 2021E 전망치는 유지한다.

### >>> 바이든 당선시 미국 탄약시장 호황이 연장될 전망

올해 미국 탄약시장은 연초 코로나19 확산과 연말 대선 불확실성으로 Restocking 수요가 돌아오며 2016년이후 최대 호황을 누리고 있다. 트럼프 대통령은 총기규제에 반대하는 입장이지만 총기규제에 찬성하는 바이든후보가 당선될 경우 실질적인 규제가 시작되기전에 사야 된다는 심리적 불안감에 따라 사재기 수요가 대선이후에도 한동안 지속될 수 있을 것으로 예상된다.

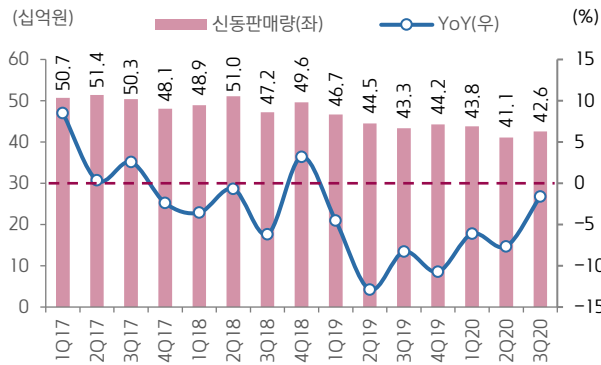
한편, 3월말을 저점으로 Up cycle에 진입한 구리가격은 수요대국 중국의 경기회복이 지속되고 있고 트럼프와 바이든 모두 당선시 인프라투자 확대를 예고하고 있어 내년 상반기까지는 추가적인 상승이 기대된다. 투자 의견 Buy 와 목표주가 36,000원, 중소형주 Top pick을 유지한다.

풍산 3Q20 잠정실적

(단위: 십억원)	3Q20P	기존 추정	%차이	컨센서스	%차이	2Q20	%QoQ	3Q19	%YoY
매출액	633.7	661.3	-4.2	660.3	-4.0	580.0	9.3	563.9	12.4
별도	454.5	512.1	-11.3	511.3	-11.1	456.4	-0.4	426.5	6.6
별도 외	179.2	149.1	20.2	149.0	20.3	123.6	45.0	137.4	30.4
영업이익	48.4	47.8	1.1	45.0	7.6	21.0	130.3	0.2	23,853.3
별도	30.7	37.8	-18.8	36.8	-16.6	17.7	73.9	6.2	393.2
별도 외	17.7	10.0	76.5	8.1	116.8	3.3	429.5	-6.0	-392.9
영업이익률	7.6	7.2		6.8		3.6		0.0	
별도	6.8	7.4		7.2		3.9		1.5	
별도 외	9.9	6.7		5.5		2.7		-4.4	
세전이익	41.8	39.3	6.4	39.5	5.9	12.3	240.5	-0.4	-10,865.0
순이익	33.4	28.7	16.4	27.2	22.8	8.1	314.6	-3.0	-1,224.3
지배순이익	33.4	28.7	16.4	29.2	14.2	8.1	313.9	-2.9	-1,237.3
본사 신동판매량(천톤)	42.6	42.1	1.1			41.1	3.7	43.3	-1.7
본사 방산매출액	156	190	-17.8			181	-13.6	114	36.7
적용 구리가격(USD)	6,198	6,198	0.0			5,154	20.3	5,839	6.1
원달러환율	1,189	1,189	0.0			1,221	-2.6	1,193	-0.4

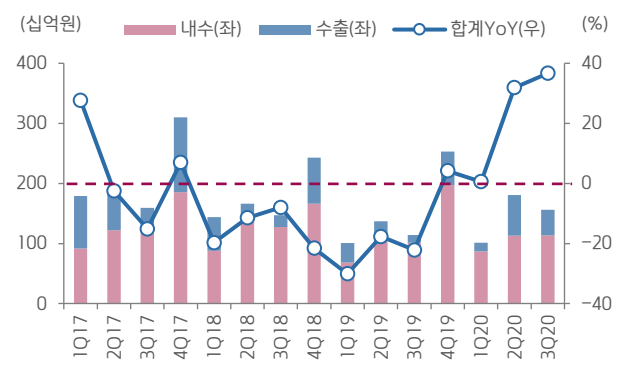
자료: 풍산, 키움증권

풍산 본사 신동판매량 추이



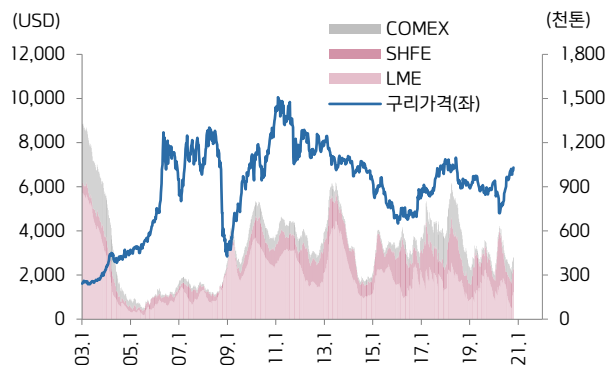
자료: 풍산, 키움증권

분기별 방산매출액 추이



자료: 풍산, 키움증권

구리가격과 거래소 재고



자료: Bloomberg, 키움증권

구리가격과 이동평균선



자료: Bloomberg, 키움증권

풍산 분기실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20	3Q20P	4Q20E
매출액	580.2	600.8	563.9	706.4	581.2	580.0	633.7	816.8
별도	433.2	456.4	426.5	564.7	406.5	456.4	454.5	637.5
별도 외	147.0	144.4	137.4	141.7	174.7	123.6	179.2	179.2
영업이익	15.8	8.5	0.2	16.7	-1.6	21.0	48.4	49.3
별도	12.8	16.8	6.2	12.8	12.4	17.7	30.7	39.3
별도 외	3.0	-8.3	-6.0	3.9	-14.1	3.3	17.7	10.0
영업이익률	2.7	1.4	0.0	2.4	-0.3	3.6	7.6	6.0
별도	3.0	3.7	1.5	2.3	3.1	3.9	6.8	6.2
별도 외	2.0	-5.8	-4.4	2.7	-8.1	2.7	9.9	5.6
세전이익	11.4	7.1	-0.4	8.2	1.3	12.3	41.8	37.0
순이익	9.1	3.7	-3.0	7.8	-3.2	8.1	33.4	29.2
지배순이익	9.1	3.7	-2.9	7.8	-3.2	8.1	33.4	29.2
본사 신동판매량(천톤)	46.7	44.5	43.3	44.2	43.8	41.1	42.6	45.3
본사 방산매출액	101	137	114	253	101	181	156	290
적용 구리가격(USD)	6,101	6,308	5,839	5,783	5,933	5,154	6,198	6,800
원달러환율	1,125	1,166	1,193	1,176	1,194	1,221	1,189	1,140

자료: 풍산, 키움증권

풍산 연간실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)	2016	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
매출액	2,832	2,945	2,774	2,451	2,612	2,858	2,933
별도	2,034	2,257	2,163	1,881	1,955	2,141	2,216
별도 외	797	688	612	571	657	717	717
영업이익	218	241	108	41	117	144	148
별도	170	188	107	49	100	124	128
별도 외	48	53	1	-8	17	20	20
영업이익률	7.7	8.2	3.9	1.7	4.5	5.0	5.0
별도	8.3	8.3	4.9	2.6	5.1	5.8	5.8
별도 외	6.1	7.8	0.1	-1.3	2.6	2.8	2.8
세전이익	182	205	87	26	92	119	123
순이익	138	151	62	18	67	87	90
지배순이익	138	151	62	18	67	87	90
지배주주 EPS(원)	4,910	5,372	2,212	629	2,405	3,087	3,205
지배주주 BPS(원)	43,990	46,640	49,144	49,306	51,245	53,665	56,204
지배주주 ROE(%)	11.8	11.9	4.6	1.3	4.8	5.9	5.8
본사 신동판매량(천톤)	196	201	197	179	173	180	180
본사 방산매출액	811	837	700	605	728	747	769
적용 구리가격(USD)	4,777	6,068	6,584	6,008	6,021	6,800	6,800
원달러환율	1,161	1,130	1,100	1,165	1,186	1,140	1,140

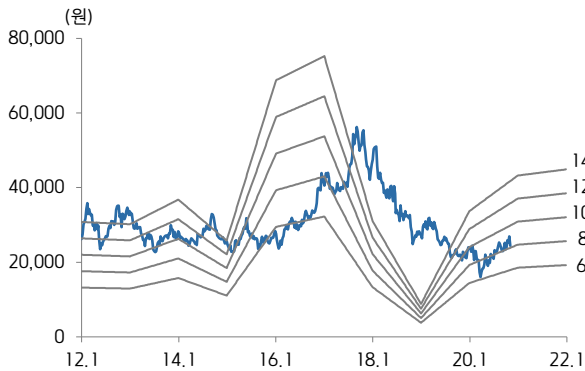
자료: 풍산, 키움증권

풍산 실적전망 변경

(단위: 십억원)	변경전		변경후		%차이	
	2020E	2021E	2020E	2021E	2020E	2021E
매출액	2,620	2,789	2,612	2,858	-0.3	2.5
별도	2,024	2,193	1,955	2,141	-3.4	-2.4
별도 외	596	596	657	717	10.1	20.2
영업이익	109	145	117	144	7.6	-0.9
별도	104	125	100	124	-4.2	-1.0
별도 외	4	20	17	20	296.6	0.0
영업이익률	4.2	5.2	4.5	5.0		
별도	5.2	5.7	5.1	5.8		
별도 외	0.7	3.4	2.6	2.8		
세전이익	84	120	92	119	10.0	-1.2
순이익	61	88	67	87	10.0	-1.2
지배순이익	61	88	67	87	10.0	-1.2
지배주주 EPS(원)	2,187	3,126	2,405	3,087	10.0	-1.2
지배주주 BPS(원)	51,026	53,486	51,245	53,665	0.4	0.3
지배주주 ROE(%)	4.4	6.0	4.8	5.9		
본사 신동판매량(천톤)	173	180	173	180	0.1	0.0
본사 방산매출액	758	779	728	747	-3.9	-4.2
적용 구리가격(USD)	5,971	6,600	6,021	6,800	0.8	3.0
원달러환율	1,191	1,160	1,186	1,140	-0.4	-1.7

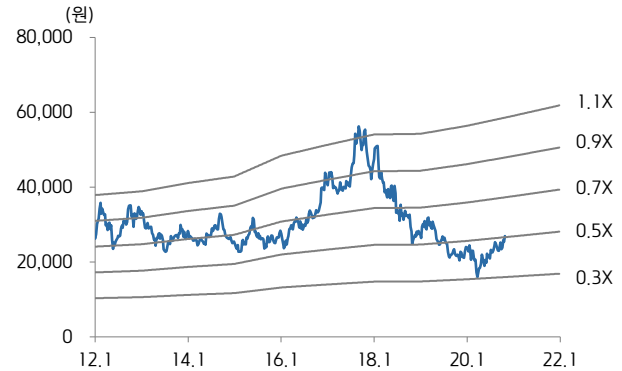
자료: 풍산, 키움증권

풍산 12mf PER 밴드



자료: Fn가이드, 키움증권

풍산 12mf PBR 밴드



자료: Fn가이드, 키움증권

풍산 기관 수급



자료: Fn가이드, 키움증권

풍산 외국인 수급



자료: Fn가이드, 키움증권

포괄손익계산서

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2018A	2019A	2020E	2021E	2020E
<b>매출액</b>	2,774	2,451	2,612	2,858	2,933
매출원가	2,507	2,264	2,356	2,564	2,630
매출총이익	267	188	256	293	304
판매비	160	146	139	150	156
<b>영업이익</b>	108	41	117	144	148
<b>EBITDA</b>	200	141	220	244	248
영업외손익	-20	-15	-25	-25	-25
이자수익	1	1	1	0	1
이자비용	29	30	30	30	30
외환관련이익	43	40	0	0	0
외환관련손실	41	35	0	0	0
종속 및 관계기업손익	0	0	0	0	0
기타	6	9	4	5	4
<b>법인세차감전이익</b>	87	26	92	119	123
법인세비용	25	9	25	32	33
계속사업순이익	62	18	67	87	90
<b>당기순이익</b>	62	18	67	87	90
<b>지배주주순이익</b>	62	18	67	87	90
<b>증감율 및 수익성 (%)</b>					
매출액 증감율	-5.8	-11.6	6.6	9.4	2.6
영업이익 증감율	-55.2	-62.0	185.4	23.1	2.8
EBITDA 증감율	-39.3	-29.5	56.0	10.9	1.6
지배주주순이익 증감율	-58.8	-71.0	272.2	29.9	3.4
EPS 증감율	-58.8	-71.6	282.6	28.3	3.8
매출총이익율(%)	9.6	7.7	9.8	10.3	10.4
영업이익률(%)	3.9	1.7	4.5	5.0	5.0
EBITDA Margin(%)	7.2	5.8	8.4	8.5	8.5
지배주주순이익률(%)	2.2	0.7	2.6	3.0	3.1

재무상태표

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2018A	2019A	2020E	2021E	2020E
<b>유동자산</b>	1,362	1,245	1,325	1,398	1,469
현금 및 현금성자산	56	70	75	34	70
단기금융자산	7	6	6	6	6
매출채권 및 기타채권	406	351	374	409	420
재고자산	871	790	841	921	945
기타유동자산	22.0	28.0	29.0	28.0	28.0
<b>비유동자산</b>	1,307	1,317	1,297	1,299	1,301
투자자산	15	22	22	22	22
유형자산	1,145	1,136	1,115	1,118	1,120
무형자산	22	19	20	20	20
기타비유동자산	125	140	140	139	139
<b>자산총계</b>	2,668	2,563	2,622	2,697	2,770
<b>유동부채</b>	840	763	768	776	778
매입채무 및 기타채무	221	166	171	178	181
단기금융부채	563.4	500.5	500.5	500.5	500.5
기타유동부채	56	97	97	98	97
<b>비유동부채</b>	449	415	415	415	415
장기금융부채	361.9	319.4	319.4	319.4	319.4
기타비유동부채	87	96	96	96	96
<b>부채총계</b>	1,289	1,179	1,184	1,191	1,193
<b>지배지분</b>	1,377	1,382	1,436	1,504	1,575
자본금	140	140	140	140	140
자본잉여금	495	495	495	495	495
기타자본	0	0	0	0	0
기타포괄손익누계액	0	15	18	22	26
이익잉여금	743	733	783	847	915
비지배지분	2	2	2	2	2
<b>자본총계</b>	1,379	1,384	1,438	1,506	1,577

현금흐름표

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2018A	2019A	2020E	2021E	2020E
<b>영업활동 현금흐름</b>	81	202	124	103	187
당기순이익	0	0	67	87	90
비현금항목의 가감	164	149	177	181	182
유형자산감가상각비	89	97	101	98	98
무형자산감가상각비	3	3	2	2	2
지분법평가손익	0	0	0	0	0
기타	72	49	74	81	82
영업활동자산부채증감	-83	90	-75	-113	-33
매출채권및기타채권의감소	91	44	-23	-35	-11
재고자산의감소	-28	98	-52	-79	-24
매입채무및기타채무의증가	-74	-58	5	7	2
기타	-72	6	-5	-6	0
기타현금흐름	0	-37	-45	-52	-52
<b>투자활동 현금흐름</b>	-75	-57	-72	-92	-92
유형자산의 취득	-74	-61	-80	-100	-100
유형자산의 처분	2	0	0	0	0
무형자산의 순취득	0	0	-3	-3	-3
투자자산의감소(증가)	-5	-7	0	0	0
단기금융자산의감소(증가)	-1	0	0	0	0
기타	3	11	11	11	11
<b>재무활동 현금흐름</b>	-8	-136	-14	-20	-25
차입금의 증가(감소)	-8	-133	0	0	0
자본금, 자본잉여금의 증감	0	0	0	0	0
자기주식처분(취득)	0	0	0	0	0
배당금지급	0	0	-11	-17	-22
기타	0	-3	-3	-3	-3
기타현금흐름	1	6	-33	-33	-33
<b>현금 및 현금성자산의 순증가</b>	-1	15	5	-42	36
기초현금 및 현금성자산	57	56	70	75	34
기말현금 및 현금성자산	56	70	75	34	70

자료: 키움증권

투자지표

(단위: 원 십억원, 배, %)

12월 결산, IFRS 연결	2018A	2019A	2020E	2021E	2020E
<b>주당지표(원)</b>					
EPS	2,212	629	2,405	3,087	3,205
BPS	49,144	49,306	51,245	53,665	56,204
CFPS	8,061	5,961	8,705	9,554	9,714
DPS	600	400	600	800	800
<b>주가배수(배)</b>					
PER	12.4	37.9	10.2	7.9	7.6
PER(최고)	23.9	52.8	11.0		
PER(최저)	10.2	31.8	5.6		
PBR	0.56	0.48	0.48	0.46	0.44
PBR(최고)	1.08	0.67	0.51		
PBR(최저)	0.46	0.41	0.26		
PSR	0.28	0.27	0.26	0.24	0.23
PCFR	3.4	4.0	2.8	2.6	2.5
EV/EBITDA	8.2	10.0	6.5	6.0	5.8
<b>주요비율(%)</b>					
배당성향(% ,보통주, 현금)	27.1	63.6	24.9	25.9	24.9
배당수익률(% ,보통주, 현금)	2.2	1.7	2.4	3.3	3.3
ROA	2.3	0.7	2.6	3.3	3.3
ROE	4.6	1.3	4.8	5.9	5.8
ROIC	3.9	1.2	4.0	4.8	4.8
매출채권회전율	6.1	6.5	7.2	7.3	7.1
재고자산회전율	3.2	3.0	3.2	3.2	3.1
부채비율	93.4	85.2	82.3	79.1	75.7
순차입금비율	62.6	53.7	51.3	51.8	47.2
이자보상배율	3.8	1.4	3.9	4.8	5.0
<b>총차입금</b>	925	820	820	820	820
<b>순차입금</b>	863	743	738	780	744
NOPLAT	200	141	220	244	248
FCF	22	155	30	-10	73

Compliance Notice

- 당사는 11월 1일 현재 '풍산(103140)' 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사는 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.

고지사항

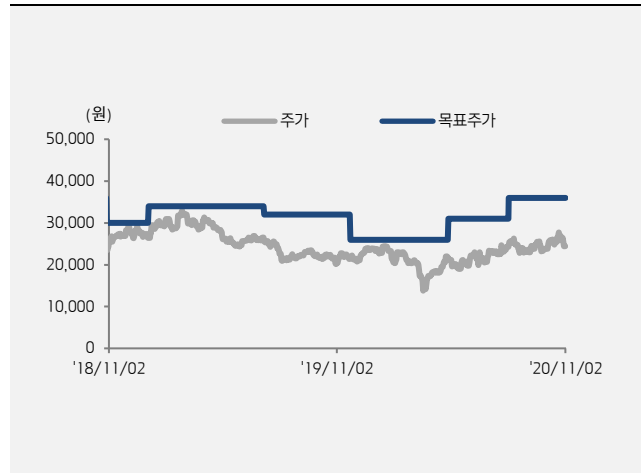
- 본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없고, 통지 없이 의견이 변경될 수 있습니다.
- 본 조사분석자료는 유가증권 투자를 위한 정보제공을 목적으로 당사 고객에게 배포되는 참고자료로서, 유가증권의 종류, 종목, 매매의 구분과 방법 등에 관한 의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않으며 법적 분쟁에서 증거로 사용 될 수 없습니다.
- 본 조사 분석자료를 무단으로 인용, 복제, 전시, 배포, 전송, 편집, 번역, 출판하는 등의 방법으로 저작권을 침해하는 경우에는 관련법에 의하여 민·형사상 책임을 지게 됩니다.

투자 의견변동내역(2개년)

종목명	일자	투자 의견	목표주 가	목표 가격 대상 시점	과리율(%)	
					평균 주가대비	최고 주가대비
풍산 (103140)	2019-01-03	Buy(Maintain)	34,000 원	6 개월	-14.61	-10.29
	2019-02-01	Outperform(Downgrade)	34,000 원	6 개월	-12.47	-3.09
	2019-05-02	Outperform(Maintain)	34,000 원	6 개월	-16.55	-3.09
	2019-07-10	Buy(Upgrade)	32,000 원	6 개월	-21.72	-19.69
	2019-07-31	Buy(Maintain)	32,000 원	6 개월	-29.76	-19.69
	2019-11-26	Outperform(Downgrade)	26,000 원	6 개월	-12.45	-5.96
	2020-02-06	Buy(Upgrade)	26,000 원	6 개월	-18.87	-5.96
	2020-04-17	Buy(Maintain)	26,000 원	6 개월	-18.96	-5.96
	2020-04-29	Buy(Maintain)	31,000 원	6 개월	-34.13	-31.77
	2020-05-11	Buy(Maintain)	31,000 원	6 개월	-33.32	-25.97
	2020-06-16	Buy(Maintain)	31,000 원	6 개월	-32.53	-24.52
	2020-07-03	Buy(Maintain)	31,000 원	6 개월	-30.07	-20.48
	2020-08-03	Buy(Maintain)	36,000 원	6 개월	-32.65	-26.94
	2020-10-08	Buy(Maintain)	31,000 원	6 개월	-31.42	-23.06
	2020-11-02	Buy(Maintain)	36,000 원	6 개월		

\*주가는 수정주가를 기준으로 과리율을 산출하였음.

목표 주가 추이(2개년)



투자 의견 및 적용 기준

기업	적용 기준(6개월)
Buy(매수)	시장대비 +20% 이상 주가 상승 예상
Outperform(시장수익률 상회)	시장대비 +10~+20% 주가 상승 예상
Marketperform(시장수익률)	시장대비 +10~-10% 주가 변동 예상
Underperform(시장수익률 하회)	시장대비 -10~-20% 주가 하락 예상
Sell(매도)	시장대비 -20% 이하 주가 하락 예상

업종	적용 기준(6개월)
Overweight (비중확대)	시장대비 +10% 이상 초과수익 예상
Neutral (중립)	시장대비 +10~-10% 변동 예상
Underweight (비중축소)	시장대비 -10% 이상 초과하락 예상

투자등급 비율 통계 (2019/10/01~2020/09/30)

매수	중립	매도
98.14%	1.86%	0.00%