

풍산 (103140)

금속



이현수

02 3770 5718
hyunsoo.yi@yuantakorea.com

투자 의견	BUY (M)
목표주가	32,000원 (M)
현재주가 (10/30)	24,450원
상승여력	31%

시가총액	6,852억원
총발행주식수	28,024,278주
60일 평균 거래대금	82억원
60일 평균 거래량	324,950주
52주 고	27,700원
52주 저	13,800원
외인지분율	11.93%
주요주주	풍산홀딩스 외 3인 38.01%

주가수익률(%)	1개월	3개월	12개월
절대	2.7	0.6	20.4
상대	5.5	0.6	10.5
절대(달러환산)	5.8	5.9	23.9

3Q20 Review: 아쉬웠던 ASP, 더 좋아질 4Q

3Q20(P): 별도 영업이익 307억원, 연결 영업이익 484억원

연결 영업이익, 당사 추정(467억원) 및 Consensus(458억원) 부합

1) 별도: 영업이익 307억원을 기록하여 당사 추정(368억원)을 -16% 하회했다. 매출액 역시 예상치(당사 추정 5,204억원) 대비 낮은 4,545억원에 그쳤다. 신동부문과 방산부문 매출액이 각각 추정치 대비 -10%, -17% 낮은 수준을 나타냈다. 신동 판매량이 4.26만톤으로 당사 추정(4.20만톤)에 부합했음에도 판매단가 인상 폭이 기대에 미치지 못했던 것으로 파악된다. 원/달러 환율이 전분기비 하락했으나 LME 전기동 가격이 큰 폭으로 상승(3~5월 5,160달러/톤 → 6~8월 6,209달러/톤)하며 동사의 원화 기준 판매단가 역시 전분기비 +18% 상승할 것이라 예상했으나 +4% 상승에 머물렀다. 판매단가 인상 폭이 예상보다 낮았던 이유는 ①수요업체 가격 저항, ②Product-mix 악화로 추정된다. 둘 중 ①번의 영향이 좀 더 컸을 것으로 판단된다. 4월 5,058달러/톤이었던 LME 전기동 가격은 매월 상승하며 9월 6,705달러/톤을 기록했다. 짧은 기간 동안 상승 폭이 컸던 만큼 수요업체들의 저항이 있었을 것으로 추정된다.

2) 연결: 미국 PMX는 판매량 증가와 전기동 가격 상승 효과를 동시에 누리며 전분기비 영업이익이 큰 폭으로 증가한 것으로 파악된다. 별도 영업이익이 예상을 하회했으나 PMX 등 자회사가 호실적을 거두며 연결 영업이익은 추정치에 부합한 결과가 나타났다.

4Q, 신동 판매량 증가와 방산 성수기 효과 기대

3Q 신동 판매량은 전분기비 소폭 증가했으나 전년동기대비로는 감소했다. 4Q 판매량은 3Q 이후 진행될 경기 회복 영향으로 전분기비 추가적으로 증가하여 전년동기 수준을 나타낼 것으로 예상된다. 방산부문 역시 내수가 계절적 성수기를 맞이하고 수출이 다시 한번 회복하며 전분기비 큰 폭의 매출액 증가가 전망된다. 3Q 방산 매출액은 전년동기대비 증가했으나 수출이 일부 4Q로 이연되며 예상을 하회했다. 4Q는 이연된 매출과 함께 미국 및 중동 수출 호조가 이어져 영업이익 개선 효과를 가져올 것으로 기대된다.

최근 미국 대선 및 COVID-19 재확산 우려 등의 불확실성이 비철금속 가격에도 영향을 미치며 LME 전기동 가격 상승세가 주춤한 상황이다. 그러나 중국을 중심으로 전기동 수요가 견조한 만큼 급격한 가격 하락은 제한적일 것으로 판단된다. 신동 판매량 증가와 방산 수출 호조에 따른 실적 개선세에 초점을 맞춰야 할 것으로 사료된다.

Quarterly earning Forecasts (억원, %)

	3Q20P	전년동기대비	전분기대비	컨센서스	컨센서스대비
매출액	6,337	12.4	9.3	6,630	-4.4
영업이익	484	23,794.9	130.2	458	5.7
세전계속사업이익	418	흑전	240.6	405	3.2
지배순이익	334	흑전	314.7	298	12.2
영업이익률 (%)	7.6	+7.6 %pt	+4.0 %pt	6.9	+0.7 %pt
지배순이익률 (%)	5.3	흑전	+3.9 %pt	4.5	+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	25,443	27,494
영업이익	1,075	411	1,191	1,455
지배순이익	620	176	738	981
PER	16.2	40.5	9.3	7.0
PBR	0.7	0.5	0.5	0.5
EV/EBITDA	9.3	10.4	6.4	5.6
ROE	4.6	1.3	5.2	6.7

자료: 유안타증권

[표-1] 풍산 별도기준

(단위: 십억원, 천톤, 천원/톤)

		2019	2020E	2021E	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20	3Q20P	QoQ	YoY	4Q20E
환율 (원/달러)	분기평균	1,166	1,188	1,150	1,126	1,167	1,194	1,176	1,195	1,220	1,188	-2.6%	-0.5%	1,150
	1개월래깅	1,161	1,190	1,150	1,123	1,153	1,187	1,183	1,179	1,225	1,198	-2.2%	0.9%	1,159
전기동가격 (달러/톤)	분기평균	6,008	6,079	6,987	6,221	6,111	5,808	5,891	5,632	5,366	6,524	21.6%	12.3%	6,794
	1개월래깅	6,010	6,013	6,964	6,105	6,299	5,844	5,792	5,932	5,160	6,209	20.3%	6.2%	6,750
매출액		1,881	1,929	2,136	433	456	426	565	407	456	454	-0.4%	6.6%	612
	신동	1,276	1,222	1,373	333	319	312	311	305	276	298	8.2%	-4.5%	342
	방산	605	707	762	101	137	114	253	101	181	156	-13.6%	36.7%	269
신동판매량		178.7	172.0	174.3	46.7	44.5	43.3	44.2	43.8	41.1	42.6	3.7%	-1.6%	44.5
	판대	133.7	129.5	131.4	34.9	32.7	32.4	33.7	33.7	30.4	31.4	3.3%	-3.0%	33.9
	기타	45.0	42.5	42.9	11.7	11.8	10.9	10.5	10.1	10.6	11.2	4.8%	2.3%	10.6
신동판매단가 (기타 제외)		7,138	7,104	7,881	7,124	7,183	7,211	7,036	6,969	6,716	7,004	4.3%	-2.9%	7,689
	판대	7,207	7,297	8,130	7,186	7,272	7,338	7,040	7,109	6,928	7,193	3.8%	-2.0%	7,911
영업이익 <i>이익률</i>		49	101	122	13	17	6	13	12	18	31	73.8%	393.3%	40
		2.6%	5.2%	5.7%	3.0%	3.7%	1.5%	2.3%	3.1%	3.9%	6.8%	2.9%p	5.3%p	6.5%

자료: 유안타증권

[표-2] 풍산 연결기준

(단위: 십억원)

		2019	2020E	2021E	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20	3Q20P	QoQ	YoY	4Q20E
매출액		2,451	2,544	2,749	580	601	564	706	581	580	634	9.3%	12.4%	749
	별도	1,881	1,929	2,136	433	456	426	565	407	456	454	-0.4%	6.6%	612
	¹⁾ 기타	1,046	1,132	1,168	255	260	261	271	293	255	297	16.3%	13.8%	287
	(연결조정)	476	517	554	108	115	124	129	118	132	118	-	-	149
영업이익 <i>이익률</i>		41	119	146	16	8	0	17	-2	21	48	130.2%	24080%	51
		1.7%	4.7%	5.3%	2.7%	1.4%	0.0%	2.4%	-0.3%	3.6%	7.6%	4.0%p	7.6%p	6.8%
	별도	49	101	122	13	17	6	13	12	18	31	73.8%	393.3%	40
	¹⁾ 기타 (연결조정)	-4	22	24	2	-5	-5	5	-12	5	18	282.5%	흑전	11
세전이익 <i>이익률</i>		26	103	131	11	7	0	8	1	12	42	240.7%	흑전	47
		1.1%	4.0%	4.8%	2.0%	1.2%	-0.1%	1.2%	0.2%	2.1%	6.6%	4.5%p	6.7%p	6.3%
	별도	49	101	122	13	17	6	13	12	18	31	73.8%	393.3%	40
	¹⁾ 기타 (연결조정)	-4	22	24	2	-5	-5	5	-12	5	18	282.5%	흑전	11
지배순이익 <i>이익률</i>		18	74	98	9	4	-3	8	-3	8	33	314.5%	흑전	36
		0.7%	2.9%	3.6%	1.6%	0.6%	-0.5%	1.1%	-0.6%	1.4%	5.3%	3.9%p	5.8%p	4.7%
	별도	49	101	122	13	17	6	13	12	18	31	73.8%	393.3%	40
	¹⁾ 기타 (연결조정)	-4	22	24	2	-5	-5	5	-12	5	18	282.5%	흑전	11

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			
	4Q20E	2020E	2021E	4Q20E	2020E	2021E	4Q20E	2020E	2021E	
별도	매출액	650	2,033	2,286	612	1,929	2,136	-5.9%	-5.1%	-6.6%
	영업이익	40	107	134	40	101	122	0.1%	-5.6%	-8.7%
	OPM	6.1%	5.3%	5.8%	6.5%	5.2%	5.7%	0.4%p	0.0%p	-0.1%p
연결	매출액	775	2,601	2,836	749	2,544	2,749	-3.3%	-2.2%	-3.1%
	영업이익	47	113	150	51	119	146	8.6%	5.1%	-3.0%
	OPM	6.1%	4.4%	5.3%	6.8%	4.7%	5.3%	0.7%p	0.3%p	0.0%p
	지배순이익	32	70	101	36	74	98	10.0%	6.2%	-2.6%

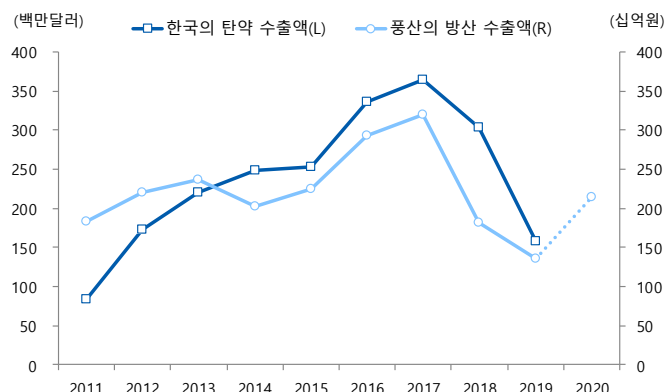
자료: 유안타증권

[그림-1] LME 전기동 가격 및 재고



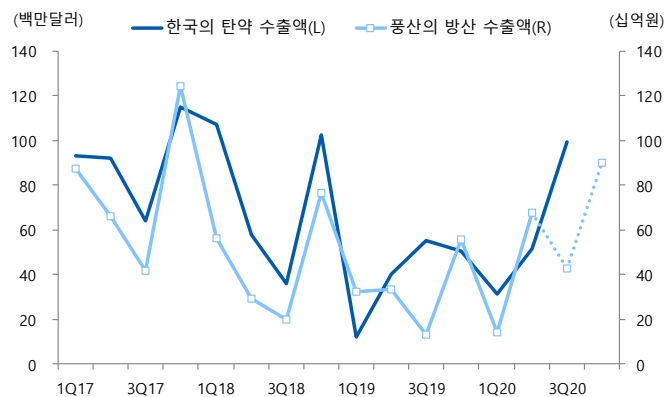
자료: Bloomberg

[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	25,443	27,494	27,943
매출원가	25,073	22,637	22,792	24,458	24,744
매출충이익	2,672	1,876	2,651	3,037	3,199
판매비	1,597	1,465	1,460	1,582	1,608
영업이익	1,075	411	1,191	1,455	1,592
EBITDA	1,995	1,407	2,197	2,411	2,522
영업외손익	-201	-148	-163	-148	-133
외환관련손익	23	43	-15	0	-20
이자손익	-280	-287	-226	-212	-177
관계기업관련손익	0	-4	0	0	0
기타	56	101	78	64	64
법인세비용차감전순손익	874	263	1,028	1,307	1,459
법인세비용	253	87	289	327	365
계속사업순손익	621	176	738	980	1,094
중단사업순손익	0	0	0	0	0
당기순이익	621	176	738	980	1,094
지배지분순이익	620	176	738	981	1,094
포괄순이익	963	214	839	1,039	1,153
지배지분포괄이익	962	214	840	1,039	1,153

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	624	1,556	1,724
당기순이익	0	0	690	980	1,094
감가상각비	886	969	982	934	913
외환손익	-11	-9	48	0	20
중속, 관계기업관련손익	0	0	0	0	0
자산부채의 증감	-833	897	-1,418	-591	-532
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	215	-529	-1,129
단기차입금	353	-1,096	662	-600	-1,200
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	0	-462	-29
현금의 증감	-12	148	286	-12	-12
기초 현금	568	557	705	991	979
기말 현금	557	705	991	979	967
NOPLAT	1,075	411	1,191	1,455	1,592
FCF	113	1,556	-152	816	952

자료: 유안타증권

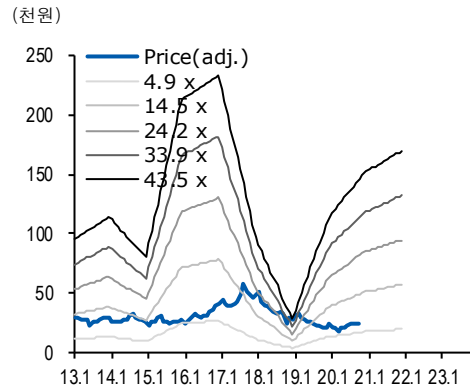
- 주: 1. EPS, BPS 및 PER, PBR은 지배주주 기준임
 2. PER 등 valuation 지표의 경우, 확정치는 연평균 주가 기준, 전망치는 현재주가 기준임
 3. ROE, ROA의 경우, 자본, 자산 항목은 연초, 연말 평균을 기준으로 함

재무상태표	(단위: 억원)				
결산 (12월)	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
유동자산	13,616	12,452	14,908	15,185	15,399
현금및현금성자산	557	705	991	979	967
매출채권 및 기타채권	4,058	3,510	4,039	4,098	4,163
재고자산	8,712	7,896	9,620	9,851	10,012
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	27,522	27,483	27,407
유동부채	8,398	7,633	9,270	8,871	7,869
매입채무 및 기타채무	2,207	1,662	2,620	2,821	3,019
단기차입금	3,953	2,934	3,622	3,022	1,822
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	12,956	12,557	11,554
지배지분	13,772	13,818	14,545	14,904	15,830
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	7,968	8,258	9,185
비지배지분	21	20	22	22	22
자본총계	13,793	13,838	14,566	14,926	15,853
순차입금	8,595	7,418	7,256	6,669	5,481
총차입금	9,253	8,200	8,355	7,755	6,555

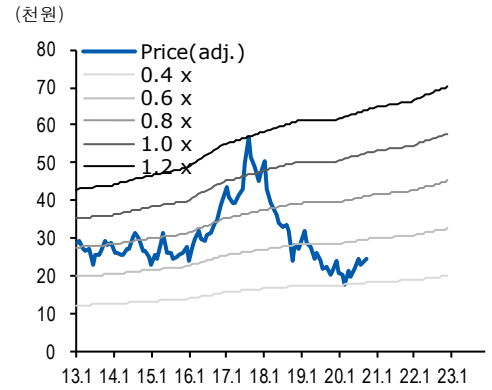
Valuation 지표	(단위: 원, 배, %)				
결산 (12월)	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
EPS	2,212	629	2,635	3,499	3,905
BPS	49,164	49,327	51,923	53,205	56,512
EBITDAPS	7,120	5,020	7,839	8,603	9,000
SPS	99,003	87,471	90,788	98,109	99,710
DPS	600	400	600	600	600
PER	16.2	40.5	9.3	7.0	6.3
PBR	0.7	0.5	0.5	0.5	0.4
EV/EBITDA	9.3	10.4	6.4	5.6	4.9
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	3.8	8.1	1.6
영업이익 증가율 (%)	-55.4	-61.7	189.4	22.2	9.4
지배순이익 증가율 (%)	-58.8	-71.6	319.1	32.8	11.6
매출총이익률 (%)	9.6	7.7	10.4	11.0	11.5
영업이익률 (%)	3.9	1.7	4.7	5.3	5.7
지배순이익률 (%)	2.2	0.7	2.9	3.6	3.9
EBITDA 마진 (%)	7.2	5.7	8.6	8.8	9.0
ROIC	3.5	1.3	4.1	5.1	5.6
ROA	2.3	0.7	2.8	3.6	4.0
ROE	4.6	1.3	5.2	6.7	7.1
부채비율 (%)	93.4	85.2	88.9	84.1	72.9
순차입금/자기자본 (%)	62.4	53.7	49.9	44.7	34.6
영업이익/금융비용 (배)	3.8	1.4	5.0	6.4	8.3

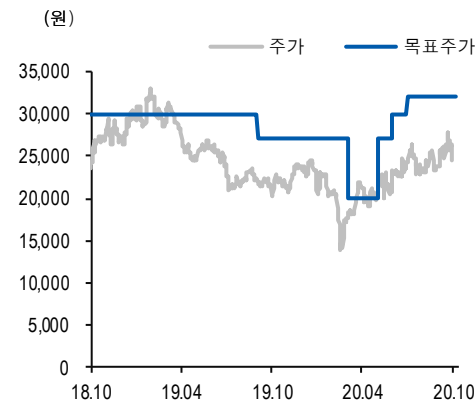
P/E band chart



P/B band chart



풍산 (103140) 투자등급 및 목표주가 추이



일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
2020-11-02	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

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)	88.5
Hold(중립)	10.9
Sell(비중축소)	0.0
합계	100.0

주: 기준일 2020-10-28

※해의 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.