

풍산 (103140)

3Q20 Review: 4분기는 더 좋다!



► Analyst 김유혁 yuhuk.kim@hanwha.com 3772-7638

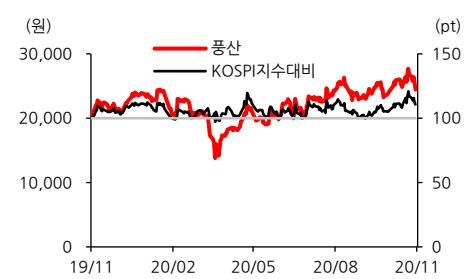
Buy (유지)

목표주가(유지): 31,000원

현재 주가(10/30)	24,450원
상승여력	▲26.8%
시가총액	6,852억원
발행주식수	28,024천주
52 주 최고가 / 최저가	27,700 / 13,800원
90 일 일평균 거래대금	83.02억원
외국인 지분율	11.9%
주주 구성	
풍산홀딩스 (외 4 인)	38.0%
국민연금공단 (외 1 인)	13.1%
자사주 (외 1 인)	0.0%

주가수익률(%)	1개월	3개월	6개월	12개월
절대수익률	2.7	0.6	15.6	20.4
상대수익률(KOSPI)	5.3	0.6	-0.8	11.5
(단위: 십억 원, 원, %, 배)				
재무정보	2019	2020E	2021E	2022E
매출액	2,451	2,629	3,016	3,211
영업이익	41	124	156	172
EBITDA	141	225	251	262
지배주주순이익	18	72	109	119
EPS	629	2,567	3,884	4,240
순차입금	744	719	673	599
PER	37.9	9.5	6.3	5.8
PBR	0.5	0.5	0.4	0.4
EV/EBITDA	10.0	6.2	5.4	4.9
배당수익률	1.7	2.0	2.5	2.5
ROE	1.3	5.1	7.3	7.4

주가 추이



동사의 3 분기 연결실적은 시장기대치를 상회했습니다. 탄약 수출물량이 일부 이연되었음에도 불구하고, 전기동 가격 상승에 따른 신동부문 실적이 큰 폭으로 개선된 점이 양호한 실적의 주 요인입니다. 4 분기에는 방산부문 중심으로 실적 개선세가 이어질 전망입니다.

3Q20 Review: 컨센서스 상회

동사의 2020년 3분기 연결 영업이익은 484억원(+130.3% QoQ)을 기록하며 시장기대치를 7.5% 상회했다. 방산수출 매출이 탄약 수출물량의 일부 이연으로 전분기대비 감소(427억원, -36.7% QoQ) 했음에도 불구하고, 1) 신동부문의 판매량(+3.8% QoQ) 및 Mix 회복, 2) 전기동 가격 상승(6,503달러, +21.8% QoQ)에 따른 Metal gain 및 재고평가 이익 등이 반영되며 전사 실적개선을 견인했다. 특히 해외자회사 영업이익(170억원, +430% QoQ)이 전분기대비 큰 폭으로 개선됐다.

4분기 방산부문 개선이 두드러질 전망

4분기 동사의 연결 영업이익은 567억원(+17.2% QoQ)으로 전망한다. 3분기 이연된 탄약 수출물량과 계절적 성수기가 맞물리며 방산부문이 전사 실적개선을 견인할 것으로 예상되기 때문이다. 4분기 방산부문 전체 매출액은 3,091억원(+97.8% QoQ, 수출 +172.7%, 내수 +69.7%), 영업이익률은 10% 수준을 기록할 전망이다. 신동부문도 4분기까지 판매량과 Mix 개선, 전기동 가격 상승 효과가 이어지며 안정적인 실적을 기록할 것으로 전망된다.

투자의견 Buy, 목표주가 31,000원 유지

동사 주가는 현재 12M Fwd P/B 0.44배 수준으로 밴드 하단에서 거래 중이다. 1) 방산 부문의 실적개선이 내년 상반기까진 지속될 것으로 예상되고, 2) 신동 부문도 점진적인 전기동 가격 상승의 수혜가 전망되는 점을 고려하면 현재 주가 수준은 저평가 국면이라고 판단된다. 풍산에 대해 투자의견 Buy, 목표주가 31,000원을 유지하며 업종 내 최선호주로 계속 제시한다.

[표1] 풍산 2020년 3분기 실적

(단위: 십억 원, %, %p)

	3Q19	2Q20	3Q20P			증감(%)		차이(%p)	
			발표치	당사 추정치	컨센서스	YoY	QoQ	당사 추정치	컨센서스
매출액	564	580	634	716	660	12.4	9.3	-11.5	-4.0
영업이익	0	21	48	40	45	23853.5	130.4	20.1	7.5
당기순이익	-3	8	33	28	27	흑전	314.6	17.2	22.8
영업이익률(%)	0.0	3.6	7.6	5.6	6.8	7.6	4.0	2.0	0.8
순이익률(%)	-0.5	1.4	5.3	4.0	4.1	5.8	3.9	1.3	1.2

자료: 전자공시, 한화투자증권 리서치센터

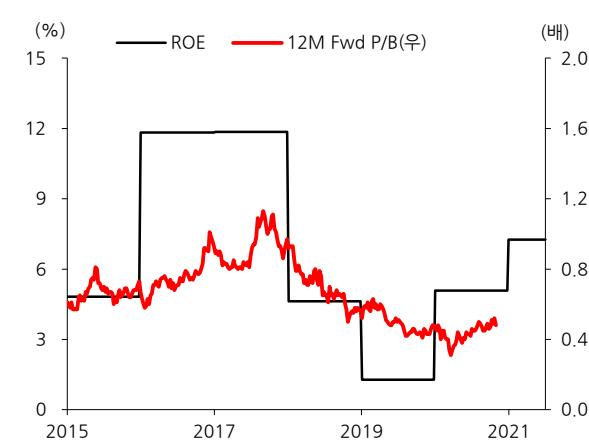
[표2] 풍산 연결 실적 추이

(단위: 십억 원)

구분	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20	3Q20P	4Q20E	2019	2020E	2021E
매출액	580	601	564	706	581	580	634	835	2,451	2,629	3,016
본사	433	456	426	565	406	456	454	659	1,881	1,976	2,207
본사 외	147	144	137	142	175	124	179	175	571	653	809
영업이익	16	8	0	17	-2	21	48	57	41	124	156
영업이익률(%)	2.7	1.4	0.0	2.4	-0.3	3.6	7.6	6.8	1.7	4.7	5.2
순이익	9	4	-3	8	-3	8	33	34	18	72	109
순이익률(%)	1.6	0.6	-0.5	1.1	-0.6	1.4	5.3	4.0	0.7	2.7	3.6
YoY(%)											
매출액	-13.4	-15.3	-14.3	-4.2	0.1	-3.5	12.4	18.1	-11.6	7.2	14.7
본사	-16.3	-17.9	-13.2	-5.6	-6.3	-0.1	6.5	16.8	-13.0	5.1	11.7
본사 외	-3.5	-5.8	-17.7	1.7	18.8	-14.3	30.5	23.6	-6.8	14.5	23.9
영업이익	-65.1	-73.2	-98.2	-13.5	적전	148.0	23853.5	239.2	-61.7	202.4	25.7
순이익	-75.5	-82.2	적전	147.7	적전	119.8	흑전	328.7	-71.6	307.2	51.2

자료: 풍산, 한화투자증권 리서치센터

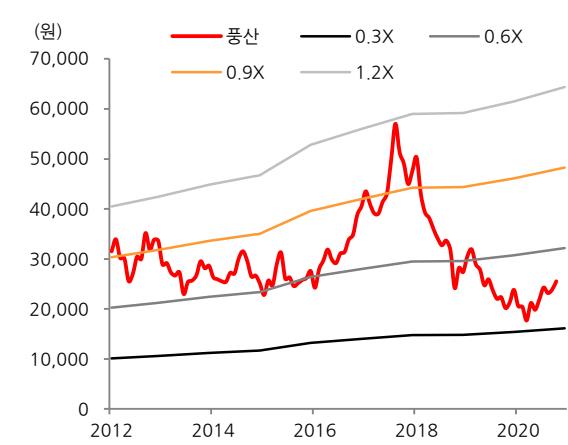
[그림1] 풍산 ROE vs P/B 추이



주: 2020년, 2021년 ROE는 한화 추정치

자료: FnGuide, 한화투자증권 리서치센터 추정

[그림2] 풍산 12M Fwd P/B 밴드차트



자료: FnGuide, 한화투자증권 리서치센터

[표3] 풍산 연결 영업실적 전망 변경

회사잠정 (십억원)	변경 후		변경 전		변경률(% , %p)		컨센서스	
	2020E	2021E	2020E	2021E	2020E	2021E	2020E	2021E
매출액	2,629	3,016	2,713	2,977	-3.1	1.3	2,601	2,777
영업이익	124	156	112	153	11.0	2.5	110	132
순이익	72	109	65	109	11.3	-0.6	64	84
이익률(%)								
영업이익	4.7	5.2	4.1	5.1	0.6	0.1	4.2	4.7
순이익	2.7	3.6	2.4	3.7	0.4	-0.1	2.4	3.0

자료: 풍산, 한화투자증권 리서치센터

[표4] 풍산 별도 실적 추이

(단위: 십억 원)

구분	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20	3Q20P	4Q20E	2019	2020E	2021E
매출액	433	456	426	565	406	456	454	659	1,881	1,976	2,207
신동	333	319	312	311	305	275	298	350	1,276	1,229	1,374
수출	209	209	202	201	203	173	185	225	821	786	875
내수	124	110	110	110	102	103	113	125	454	443	499
방산	101	137	114	253	101	180.7	156	309	605	747	833
수출	32	33	13	56	14	67	43	116	135	241	296
내수	68	104	101	197	87	113	114	193	470	506	537
영업이익	13	17	6	13	12	18	31	47	49	108	127
영업이익률(%)	3.0	3.7	1.5	2.3	3.1	3.9	6.8	7.1	2.6	5.4	5.8
YoY(%)											
매출액	-16.3	-17.9	-13.2	-5.6	-6.3	-0.1	6.5	16.8	-13.0	5.1	11.7
신동	-10.9	-18.0	-9.3	-12.3	-8.3	-13.8	-4.5	12.5	-12.8	-3.7	11.8
수출	-18.0	-21.5	-11.8	-14.4	-2.7	-17.5	-8.6	12.2	-16.7	-4.3	11.4
내수	4.3	-10.3	-4.5	-8.3	-17.7	-6.6	3.0	13.0	-4.7	-2.5	12.6
방산	-30.1	-17.7	-22.2	4.2	0.6	31.9	36.7	22.0	-13.6	23.5	11.4
수출	-42.3	13.8	-35.5	-27.0	-56.1	102.3	224.2	108.0	-26.1	78.6	22.9
내수	-22.3	-24.4	-20.0	18.6	27.5	9.3	12.3	-2.4	-9.1	7.7	6.0
영업이익	-64.0	-35.4	-71.6	-44.7	-3.0	5.3	393.2	263.4	-54.4	120.9	18.3

자료: 풍산, 한화투자증권 리서치센터

[재무제표]

손익계산서						재무상태표					
12월 결산	2018	2019	2020E	2021E	2022E	12월 결산	2018	2019	2020E	2021E	2022E
매출액	2,774	2,451	2,629	3,016	3,211	유동자산	1,362	1,245	1,449	1,640	1,820
매출총이익	267	188	277	335	367	현금성자산	66	78	44	90	164
영업이익	108	41	124	156	172	매출채권	406	351	442	476	511
EBITDA	200	141	225	251	262	재고자산	871	790	940	1,049	1,119
순이자순익	-28	-29	-22	-21	-22	비유동자산	1,307	1,317	1,251	1,199	1,155
외화관련손익	2	4	-1	2	2	투자자산	140	162	148	148	148
지분법손익	0	0	0	0	0	유형자산	1,145	1,136	1,085	1,033	990
세전계속사업손익	87	26	105	162	177	무형자산	22	19	18	18	18
당기순이익	62	18	72	109	119	자산총계	2,668	2,563	2,700	2,839	2,975
지배주주순이익	62	18	72	109	119	유동부채	840	763	880	924	959
증가율(%)						매입채무	169	114	188	207	225
매출액	-5.8	-11.6	7.3	14.7	6.5	유동성이자부채	565	503	503	503	503
영업이익	-55.4	-61.7	202.5	25.4	10.5	비유동부채	449	415	369	369	369
EBITDA	-39.4	-29.5	60.1	11.4	4.2	비유동이자부채	362	319	260	260	260
순이익	-58.8	-71.6	307.2	51.3	9.2	부채총계	1,289	1,179	1,248	1,293	1,328
이익률(%)						자본금	140	140	140	140	140
매출총이익률	9.6	7.7	10.5	11.1	11.4	자본잉여금	495	495	495	495	495
영업이익률	3.9	1.7	4.7	5.2	5.4	이익잉여금	743	733	794	888	990
EBITDA 이익률	7.2	5.7	8.6	8.3	8.1	자본조정	0	15	21	21	21
세전이익률	3.1	1.1	4.0	5.4	5.5	자기주식	0	0	0	0	0
순이익률	2.2	0.7	2.7	3.6	3.7	자본총계	1,379	1,384	1,451	1,546	1,648
현금흐름표						주요지표					
12월 결산	2018	2019	2020E	2021E	2022E	12월 결산	2018	2019	2020E	2021E	2022E
영업현금흐름	81	202	84	102	137	주당지표					
당기순이익	87	26	80	109	119	EPS	2,212	629	2,567	3,884	4,240
자산상각비	92	100	101	95	89	BPS	49,144	49,306	51,717	55,092	58,722
운전자본증감	-83	90	-28	-101	-71	DPS	600	400	500	600	600
매출채권 감소(증가)	89	47	-79	-34	-34	CFPS	8,962	6,272	4,775	7,265	7,414
재고자산 감소(증가)	-28	98	-146	-109	-70	ROA(%)	2.3	0.7	2.7	3.9	4.1
매입채무 증가(감소)	-69	-57	78	20	17	ROE(%)	4.6	1.3	5.1	7.3	7.4
투자현금흐름	-75	-57	-49	-43	-45	ROIC(%)	3.5	1.3	3.9	4.8	5.2
유형자산처분(취득)	-72	-61	-49	-42	-45	Multiples(x, %)					
무형자산 감소(증가)	0	0	-1	0	0	PER	12.4	37.9	9.5	6.3	5.8
투자자산 감소(증가)	-2	0	0	0	0	PBR	0.6	0.5	0.5	0.4	0.4
재무현금흐름	-8	-136	-73	-14	-17	PSR	0.3	0.3	0.3	0.2	0.2
차입금의 증가(감소)	-8	-136	-73	0	0	PCR	3.1	3.8	5.1	3.4	3.3
자본의 증가(감소)	0	0	-22	-14	-17	EV/EBITDA	8.2	10.0	6.2	5.4	4.9
배당금의 지급	0	0	-22	-14	-17	배당수익률	2.2	1.7	2.0	2.5	2.5
총현금흐름	251	176	134	204	208	안정성(%)					
(-)운전자본증가(감소)	42	-115	120	101	71	부채비율	93.4	85.2	86.0	83.6	80.6
(-)설비투자	74	61	49	42	45	Net debt/Equity	62.5	53.8	49.5	43.5	36.3
(+)자산매각	2	0	0	0	0	Net debt/EBITDA	431.7	529.1	319.1	268.1	228.9
Free Cash Flow	137	230	-36	60	91	유동비율	162.1	163.1	164.7	177.4	189.8
(-)기타투자	42	21	-94	0	0	이자보상배율(배)	3.8	1.4	5.7	7.8	8.6
잉여현금	95	208	58	60	91	자산구조(%)					
NOPLAT	76	28	85	104	115	투하자본	91.6	89.8	91.8	90.3	87.8
(+) Dep	92	100	101	95	89	현금+투자자산	8.4	10.2	8.2	9.7	12.2
(-)운전자본투자	42	-115	120	101	71	자본구조(%)					
(-)Capex	74	61	49	42	45	차입금	40.2	37.3	34.5	33.1	31.7
OpFCF	52	180	16	56	88	자기자본	59.8	62.7	65.5	66.9	68.3

주: IFRS 연결 기준

[Compliance Notice]

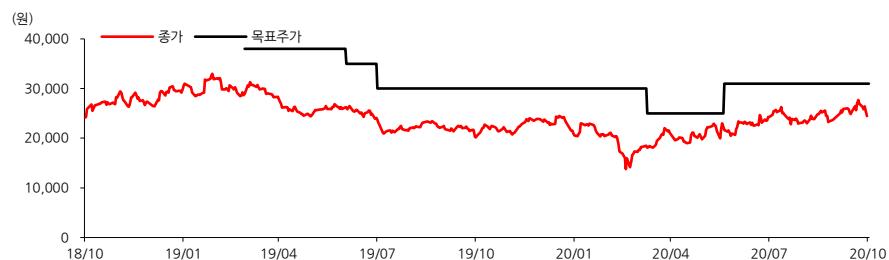
(공표일: 2020년 11월 2일)

이 자료는 조사분석 담당자가 객관적 사실에 근거해 작성하였으며, 타인의 부당한 압력이나 간접없이 본인의 의견을 정확하게 반영했습니다. 본인은 이 자료에서 다른 종목과 관련해 공표일 현재 관련 법규상 알려야 할 재산적 이해관계가 없습니다. 본인은 이 자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전에 제공한 사실이 없습니다. (김유혁)

저희 회사는 공표일 현재 이 자료에서 다른 종목의 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.

이 자료는 투자의 증권투자를 돋기 위해 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로서 저작권이 당사에 있으며 불법 복제 및 배포를 금합니다. 이 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료나 정보출처로부터 얻은 것이지만, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 이 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과와 관련된 법적 책임소재에 대한 증빙으로 사용될 수 없습니다.

[풍산 주가 및 목표주가 추이]



[투자의견 변동 내역]

일 시 투자의견 목표가격	2016.08.12 투자등급변경	2019.03.29 담당자변경 김유혁	2019.03.29 Buy 38,000	2019.05.02 Buy 38,000	2019.07.02 Buy 35,000	2019.07.31 Buy 30,000
일 시 투자의견 목표가격	2019.11.13 Buy 30,000	2019.12.16 Buy 30,000	2020.01.20 Buy 30,000	2020.01.28 Buy 30,000	2020.02.06 Buy 30,000	2020.04.08 Buy 25,000
일 시 투자의견 목표가격	2020.04.20 Buy 25,000	2020.04.29 Buy 25,000	2020.05.18 Buy 25,000	2020.06.08 Buy 25,000	2020.06.15 Buy 25,000	2020.06.19 Buy 31,000
일 시 투자의견 목표가격	2020.06.22 Buy 31,000	2020.06.29 Buy 31,000	2020.07.06 Buy 31,000	2020.07.13 Buy 31,000	2020.07.20 Buy 31,000	2020.07.31 Buy 31,000
일 시 투자의견 목표가격	2020.08.24 Buy 31,000	2020.08.31 Buy 31,000	2020.09.07 Buy 31,000	2020.09.14 Buy 31,000	2020.09.21 Buy 31,000	2020.10.05 Buy 31,000
일 시 투자의견 목표가격	2020.10.12 Buy 31,000	2020.10.19 Buy 31,000	2020.11.02 Buy 31,000			

[목표주가 변동 내역별 고리율]

*고리율 산정: 수정주가 적용

일자	투자의견	목표주가(원)	고리율(%)	
			평균주가 대비	최고(최저)주가 대비
2019.03.29	Buy	38,000	-28.61	-17.63
2019.07.01	Buy	35,000	-27.70	-24.29
2019.07.31	Buy	30,000	-28.17	-18.50
2020.04.08	Buy	25,000	-17.88	-8.00
2020.06.19	Buy	31,000		

[종목 투자등급]

당사는 개별 종목에 대해 향후 1년간 +15% 이상의 절대수익률이 기대되는 종목에 대해 Buy(매수) 의견을 제시합니다. 또한 절대수익률 -15~+15%가 예상되는 종목에 대해 Hold(보유) 의견을, -15% 이하가 예상되는 종목에 대해 Sell(매도) 의견을 제시합니다. 벌류 에이션 방법 등 절대수익률 산정은 개별 종목을 커버하는 애널리스트의 추정에 따르며, 목표주가 산정이나 투자의견 변경 주기는 종목별로 다릅니다.

[산업 투자의견]

당사는 산업에 대해 향후 1년간 해당 업종의 수익률이 과거 수익률에 비해 양호한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Positive(긍정적) 의견을 제시하고 있습니다. 또한 향후 1년간 수익률이 과거 수익률과 유사한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Neutral(중립적) 의견을, 과거 수익률보다 부진한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Negative(부정적) 의견을 제시하고 있습니다. 산업별 수익률 전망은 해당 산업 내 분석대상 종목들에 대한 담당 애널리스트의 분석과 판단에 따릅니다.

[당사 조사분석자료의 투자등급 부여 비중]

(기준일: 2020년 09월 30일)

투자등급	매수	중립	매도	합계
금융투자상품의 비중	93.5%	6.5%	0.0%	100.0%