풍산 (103140)

금속

이현수
02 3770 5718
hyunsoo.yi@yuantakorea.com

투자의견	BUY (M)
목표주가	39,000원 (M)
현재주가 (2/8)	29,700원
상승여력	31%

시가총액	8,323억원
총발행주식수	28,024,278주
60일 평균 거래대금	109억원
60일 평균 거래량	374,462주
52주 고	31,250원
52주 저	13,800원
외인지분율	13.58%
주요주주	풍산홀딩스 외 3 인 38.01%

주가수익률(%)	1개월	3개월	12개월
절대	(5.0)	17.4	29.4
상대	(3.1)	(8.2)	(7.4)
절대(달러환산)	(7.5)	17.5	37.1

4Q20 Review: 2021년, 신동과 방산 함께 개선

4Q20(P): 별도 영업이익 351억원, 연결 영업이익 535억원

연결 영업이익, 당사 추정(569억원) 하회 및 Consensus(537억원) 부합

1) 별도: 영업이익 351억원을 기록하여 당사 추정(367억원)을 -4% 하회했다. 신동 판매량은 4.86만톤으로 당사 추정(4.49만톤)을 상회했으며 방산 매출액은 2,690억원으로 당사 추정(2,690억원)에 부합하는 결과가 나타났다. 영업이익에 영향을 미친 일회성 비용 규모 역시 당사가 추정한 범위 안에서 발생했던 것으로 파악된다. 신동 판매량이 기대치를 넘어섰으며 방산 매출액 및 일회성 비용이 예상된 수준을 보였음에도 영업이익이 추정치를 하회한 것은 급등한 전기동 가격 상승분을 신동 판매단가가 온전히 반영하지 못했고 방산 영업이익률 역시 예상보다 높았던 비용 반영 탓에 기대에 미치지 못했기 때문으로 판단된다.

2) 연결: 미국 PMX는 전분기비 판매량이 소폭 증가했으며 전기동 가격 상승에 따라 영업이익 규모가 전분기에 이어 호조세를 나타낸 것으로 파악된다. 기타 연결 자회사들 역시 전기동 가격 상승 효과를 누렸던 것으로 사료된다.

2021년, 신동 판매량 및 방산 매출액 증가 전망

2020년 신동 판매량은 17.6만톤을 기록하며 전년대비 -1% 감소했으며 방산 매출액은 수출 회복에 따라 전년대비 +17% 증가했다. 2021년 신동 판매량은 COVID-19에 따른 기저효과와 전방산업(자동차 등) 수요 회복에 따라 전년대비 +6% 증가한 18.7만톤을 나타낼 것으로 전망된다. 방산 매출액은 내수 성장이 제한되는 가운데 수출 회복 기조가 전년에 이어 지속되며 전년대비 +7% 증가할 것으로 판단된다.

2021년 전기동 가격의 경우 연간 평균 가격으로는 전년대비 큰 폭의 상승이 예상되나 2020년 말 종가 대비로는 추가적인 상승이 제한적일 가능성이 있다. 그럼에도 불구하고 긍정적으로 바라볼 수 있는 점은 신동 판매량과 방산 매출액이 회복된다는 점이다. 1Q21 역시 계절적인 요인에 따라 4Q20 대비 신동 판매량은 감소할 것으로 전망되나 yoy로는 판매량 증가가 예상되며 영업이익 역시 전년동기대비 큰 폭의 개선이 예상된다. 여전히 숙제는 남아있다. 판/대를 제외한 기타 신동 제품(봉/선, 소전)의 추세적인 판매량 감소와 부진한 수익성은 2021년 동사가 풀어야 할 중요 과제 중에 하나라는 판단이다.

Quarterly earning Forecasts (억원, %)

	4Q20P	전년동기대비	전분기대비	컨센서스	컨센서스대비
매출액	7,988	13.1	26.1	8,050	-0.8
영업이익	535	220.3	10.6	537	-0.3
세전계속사업이익	434	430.3	3.9	479	-9.4
지배순이익	335	329.4	0.2	345	-3.0
영업이익률 (%)	6.7	+4.3 %pt	-0.9 %pt	6.7	0
지배순이익률 (%)	4.2	+3.1 %pt	-1.1 %pt	4.3	-0.1 %pt

자료: 유안타증권

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

결산 (12월)	2018A	2019A	2020P	2021F
매출액	27,745	24,513	25,936	29,796
영업이익	1,075	411	1,213	1,797
지배순이익	620	176	717	1,202
PER	16.2	40.5	10.9	6.9
PBR	0.7	0.5	0.5	0.6
EV/EBITDA	9.3	10.4	7.2	5.8
ROE	4.6	1.3	5.1	8.3

자료: 유안타증권

[표-1] 풍산 별도기준 (단위: 십억원, 천톤, 천원/톤)

		2019	2020P	2021E	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20P	QoQ	YoY	1Q21E	2Q21E	3Q21E	4Q21E
환율	분기평균	1,166	1,180	1,100	1,195	1,220	1,188	1,116	-6.0%	-5.0%	1,100	1,100	1,100	1,100
(원/달러)	1개월래깅	1,161	1,187	1,100	1,179	1,225	1,198	1,145	-4.4%	-3.2%	1,098	1,100	1,100	1,100
전기동가격	분기평균	6,008	6,175	8,097	5,632	5,366	6,524	7,178	10.0%	21.8%	7,968	8,059	8,139	8,221
(달러/톤)	1개월래깅	6,010	6,033	8,057	5,932	5,160	6,209	6,829	10.0%	17.9%	7,891	8,032	8,112	8,194
매출액		1,881	1,944	2,340	407	456	454	627	38.0%	11.0%	514	583	561	681
	신동	1,276	1,237	1,580	305	276	298	358	19.9%	14.9%	376	389	387	429
	방산	605	707	760	101	181	156	269	72.4%	6.3%	139	194	174	252
신동판매량		178.7	176.1	187.4	43.8	41.1	42.6	48.6	14.2%	9.9%	45.3	46.4	45.7	50.0
	판/대	133.7	131.4	141.5	33.7	30.4	31.4	35.9	14.3%	6.4%	34.2	35.0	34.1	38.3
	기타	45.0	44.6	45.9	10.1	10.6	11.2	12.7	14.0%	21.0%	11.2	11.4	11.6	11.7
신동판매단가		7,138	7,025	8,430	6,969	6,716	7,004	7,356	5.0%	4.5%	8,286	8,384	8,460	8,574
(기타 제외)	판/대	7,207	7,204	8,700	7,109	6,928	7,193	7,537	4.8%	7.1%	8,525	8,671	8,746	8,841
영업이익		49	96	150	12	18	31	35	14.3%	173.4%	27	42	36	44
이익률		*2.6%*	*4.9%*	*6.4%*	*3.1%*	*3.9%*	*6.8%*	*5.6%*	*-1.2%p*	*3.3%p*	*5.2%*	*7.3%*	*6.4%*	*6.5%*

자료: 유안타증권

[표-2] 풍산 연결기준 (단위: 십억원)

		2019	2020P	2021E	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20P	QoQ	YoY	1Q21E	2Q21E	3Q21E	4Q21E
매출액		2,451	2,594	2,980	581	580	634	799	26.1%	13.1%	682	738	731	829
	별도	1,881	1,944	2,340	407	456	454	627	38.0%	11.0%	514	583	561	681
	1)기타	1,046	1,228	1,313	293	255	340	341	0.2%	25.8%	319	323	337	333
	(연결조정)	476	579	674	118	132	161	169	-	-	152	169	167	185
영업이익		41	121	180	-2	21	48	54	10.6%	220.3%	39	48	42	50
	이익률	*1.7%*	*4.7%*	*6.0%*	*-0.3%*	*3.6%*	*7.6%*	*6.7%*	*-0.9%p*	*4.3%p*	*5.7%*	*6.6%*	*5.8%*	*6.1%*
	별도	49	96	150	12	18	31	35	14.3%	173.4%	27	42	36	44
	1)기타	-4	29	30	-12	5	18	18	0.0%	298.2%	12	6	6	6
	(연결조정)	3	4	0	2	1	0	0	-	-	0	0	0	0
세전이익		26	99	160	1	12	42	43	3.9%	430.0%	34	43	37	45
이익률		*1.1%*	*3.8%*	*5.4%*	*0.2%*	*2.1%*	*6.6%*	*5.4%*	*-1.2%p*	*4.3%p*	*5.0%*	*5.8%*	*5.1%*	*5.5%*
지배순이익		18	72	120	-3	8	33	33	0.2%	329.4%	26	32	28	34
이익률		*0.7%*	*2.8%*	*4.0%*	*-0.6%*	*1.4%*	*5.3%*	*4.2%*	*-1.1%p*	*3.1%p*	*3.8%*	*4.4%*	*3.8%*	*4.1%*

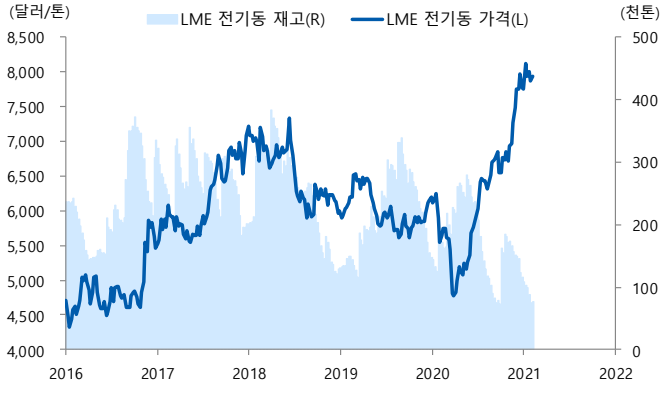
자료: 유안타증권

[표-3] 풍산 실적 추정치 변경내역 (단위: 십억원)

		변경 전			변경 후			변경 전 대비		
		1Q21E	2021E	2022E	1Q21E	2021E	2022E	1Q21E	2021E	2022E
별도	매출액	521	2,302	2,362	514	2,340	2,410	-1.2%	1.7%	2.0%
	영업이익	25	141	154	27	150	163	8.0%	6.4%	5.8%
	OPM	*4.7%*	*6.1%*	*6.5%*	*5.2%*	*6.4%*	*6.8%*	*0.4%p*	*0.3%p*	*0.2%p*
연결	매출액	672	2,882	2,932	682	2,980	3,037	1.4%	3.4%	3.6%
	영업이익	32	168	184	39	180	194	21.8%	6.7%	5.2%
	OPM	*4.7%*	*5.8%*	*6.3%*	*5.7%*	*6.0%*	*6.4%*	*0.9%p*	*0.2%p*	*0.1%p*
	지배순이익	21	112	125	26	120	132	24.4%	6.9%	5.4%

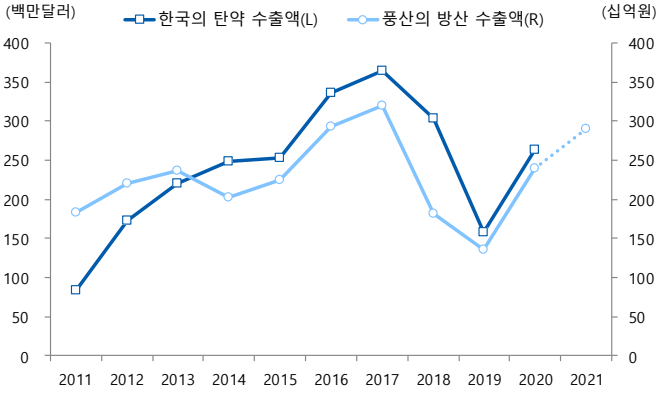
자료: 유안타증권

[그림-1] LME 전기동 가격 및 재고



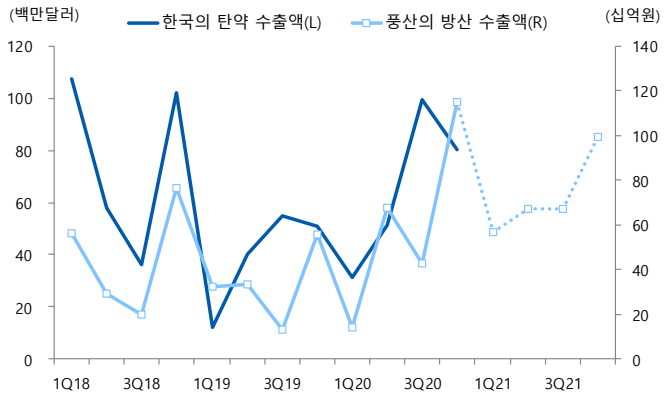
자료: Bloomberg

[그림-2] 한국 탄약 수출액과 풍산 방산 수출액 (연간)



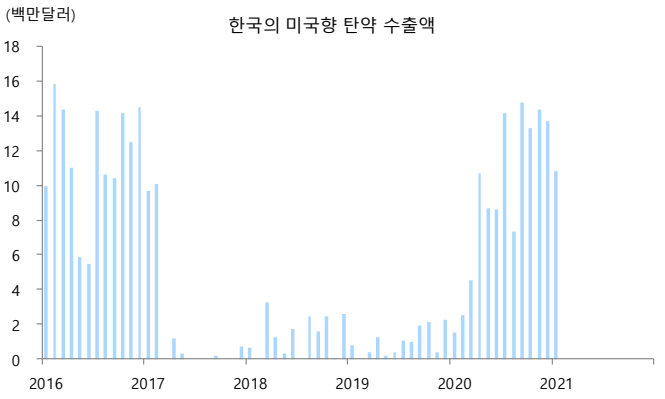
자료: 유안타증권, 주: 2021 년 풍산 방산 수출액은 당사 추정치

[그림-3] 한국 탄약 수출액과 풍산 방산 수출액 (분기)



자료: 유안타증권, 주: 1Q21 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**	**25,936**	**29,796**	**30,368**
매출원가	25,073	22,637	23,262	26,322	26,724
매출총이익	2,672	1,876	2,674	3,474	3,644
판관비	1,597	1,465	1,462	1,677	1,709
영업이익	**1,075**	**411**	**1,213**	**1,797**	**1,935**
EBITDA	1,995	1,407	2,218	2,725	2,773
영업외손익	-201	-148	-225	-195	-180
외환관련손익	23	43	-47	0	-20
이자손익	-280	-287	-218	-210	-175
관계기업관련손익	0	-4	0	0	0
기타	56	101	40	16	16
법인세비용차감전순손익	874	263	988	1,602	1,756
법인세비용	253	87	270	401	439
계속사업순손익	621	176	718	1,202	1,317
중단사업순손익	0	0	0	0	0
당기순이익	621	176	718	1,202	1,317
지배지분순이익	**620**	**176**	**717**	**1,202**	**1,317**
포괄순이익	963	214	668	959	1,074
지배지분포괄이익	962	214	668	959	1,074

주: 영업이익 산출 기준은 기존 k-GAAP과 동일. 즉, 매출액에서 매출원가와 판관비만 차감

현금흐름표 (단위: 억원)

결산 (12월)	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
영업활동 현금흐름	**812**	**2,017**	**-120**	**1,366**	**1,548**
당기순이익	0	0	336	1,202	1,317
감가상각비	886	969	980	905	819
외환손익	-11	-9	68	0	20
종속,관계기업관련손익	0	0	0	0	0
자산부채의 증감	-833	897	-2,270	-992	-856
기타현금흐름	769	159	768	251	248
투자활동 현금흐름	**-751**	**-568**	**-549**	**-473**	**-473**
투자자산	-11	0	-2	0	0
유형자산 증가 (CAPEX)	-738	-612	-484	-400	-400
유형자산 감소	22	5	2	0	0
기타현금흐름	-24	40	-65	-73	-73
재무활동 현금흐름	**-85**	**-1,359**	**487**	**-320**	**-1,120**
단기차입금	353	-1,096	1,174	-400	-1,200
사채 및 장기차입금	-438	-234	-826	0	0
자본	0	0	0	0	0
현금배당	0	0	168	112	112
기타현금흐름	0	-29	-29	-32	-32
연결범위변동 등 기타	12	58	-162	-465	360
현금의 증감	**-12**	**148**	**-344**	**109**	**316**
기초 현금	568	557	705	361	470
기말 현금	557	705	361	470	785
NOPLAT	**1,075**	**411**	**1,213**	**1,797**	**1,935**
FCF	**113**	**1,556**	**-868**	**883**	**1,034**

재무상태표 (단위: 억원)

결산 (12월)	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
유동자산	**13,616**	**12,452**	**14,374**	**14,832**	**15,415**
현금및현금성자산	557	705	361	470	785
매출채권 및 기타채권	4,058	3,510	4,369	4,617	4,704
재고자산	8,712	7,896	9,287	9,389	9,569
비유동자산	13,065	13,173	12,355	11,827	11,389
유형자산	11,448	11,362	10,725	10,220	9,800
관계기업등 지분관련자산	5	0	0	0	0
기타투자자산	143	218	267	267	267
자산총계	**26,681**	**25,625**	**26,729**	**26,660**	**26,804**
유동부채	8,398	7,633	8,389	8,132	7,128
매입채무 및 기타채무	2,207	1,662	2,080	2,223	2,418
단기차입금	3,953	2,934	4,119	3,719	2,519
유동성장기부채	1,681	2,072	1,537	1,537	1,537
비유동부채	4,490	4,153	3,945	3,945	3,945
장기차입금	1,624	1,066	938	938	938
사채	1,995	1,995	1,835	1,835	1,835
부채총계	**12,888**	**11,787**	**12,335**	**12,077**	**11,073**
지배지분	13,772	13,818	14,373	14,561	15,709
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	7,946	8,376	9,524
비지배지분	21	20	21	21	21
자본총계	**13,793**	**13,838**	**14,394**	**14,582**	**15,731**
순차입금	**8,595**	**7,418**	**8,022**	**7,514**	**5,998**
총차입금	9,253	8,200	8,491	8,091	6,891

Valuation 지표 (단위: 원, 배, %)

결산 (12월)	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
EPS	2,212	629	2,560	4,288	4,698
BPS	49,164	49,327	51,310	51,980	56,080
EBITDAPS	7,120	5,020	7,913	9,722	9,897
SPS	99,003	87,471	92,550	106,323	108,362
DPS	600	400	600	600	600
PER	**16.2**	**40.5**	**10.9**	**6.9**	**6.3**
PBR	**0.7**	**0.5**	**0.5**	**0.6**	**0.5**
EV/EBITDA	**9.3**	**10.4**	**7.2**	**5.8**	**5.2**
PSR	**0.4**	**0.3**	**0.3**	**0.3**	**0.3**

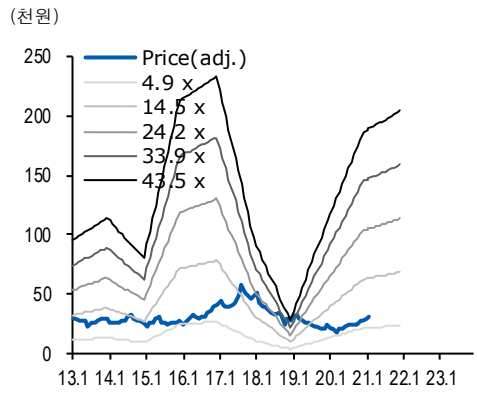
재무비율 (단위: 배, %)

결산 (12월)	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
매출액 증가율 (%)	**-5.8**	**-11.6**	**5.8**	**14.9**	**1.9**
영업이익 증가율 (%)	**-55.4**	**-61.7**	**194.8**	**48.2**	**7.7**
지배순이익 증가율 (%)	**-58.8**	**-71.6**	**307.2**	**67.5**	**9.6**
매출총이익률 (%)	9.6	7.7	10.3	11.7	12.0
영업이익률 (%)	**3.9**	**1.7**	**4.7**	**6.0**	**6.4**
지배순이익률 (%)	2.2	0.7	2.8	4.0	4.3
EBITDA 마진 (%)	7.2	5.7	8.5	9.1	9.1
ROIC	3.5	1.3	4.1	6.1	6.7
ROA	2.3	0.7	2.7	4.5	4.9
ROE	**4.6**	**1.3**	**5.1**	**8.3**	**8.7**
부채비율 (%)	93.4	85.2	85.7	82.8	70.4
순차입금/자기자본 (%)	62.4	53.7	55.8	51.6	38.2
영업이익/금융비용 (배)	3.8	1.4	5.4	8.3	10.5

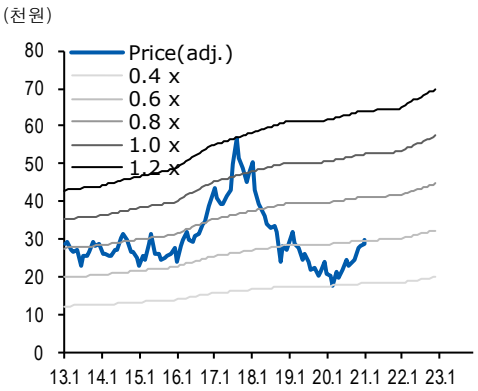
자료: 유안타증권

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

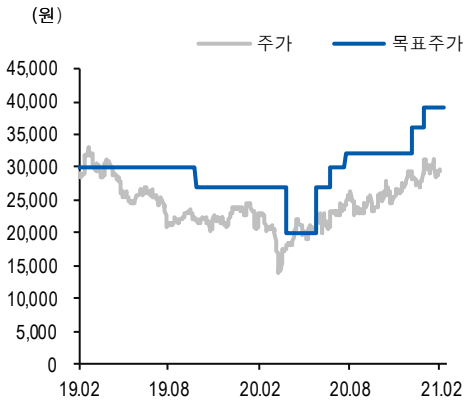
P/E band chart



P/B band chart



풍산 (103140) 투자등급 및 목표주가 추이



일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점	괴리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
2021-02-09	BUY	39,000	1년		
2021-01-07	BUY	39,000	1년		
2020-12-14	BUY	36,000	1년	-22.25	-18.19
2020-07-31	BUY	32,000	1년	-20.30	-8.44
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	-11.58	-

자료: 유안타증권

주: 괴리율 = (실제주가* - 목표주가) / 목표주가 X 100

* 1) 목표주가 제시 대상시점까지의 "평균주가"
2) 목표주가 제시 대상시점까지의 "최고(또는 최저) 주가"

구분	투자의견 비율(%)
Strong Buy(매수)	1.1
Buy(매수)	92.0
Hold(중립)	6.9
Sell(비중축소)	0.0
합계	100.0

주: 기준일 2021-02-06

※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.