



# 풍산 (103140)

높아진 눈높이에 부합하는 실적

▶ Analyst 김유혁 yuhyuk.kim@hanwha.com 3772-7638

**Buy** (유지)

목표주가(상향): 38,000원

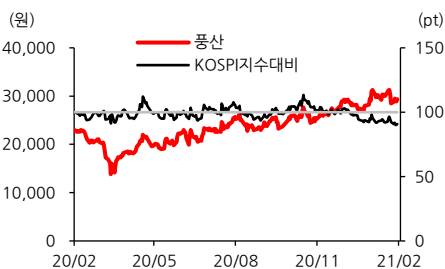
현재 주가(2/8)	29,700원
상승여력	▲27.9%
시가총액	8,323억원
발행주식수	28,024천주
52 주 최고가 / 최저가	31,250 / 13,800원
90 일 일평균 거래대금	107.99억원
외국인 지분율	13.6%
주주 구성	
풍산홀딩스 (외 4 인)	38.0%
국민연금공단 (외 1 인)	11.5%
자사주 (외 1 인)	0.0%

주가수익률(%)	1개월	3개월	6개월	12개월
절대수익률	-5.0	17.4	17.6	29.4
상대수익률(KOSPI)	-3.0	-10.5	-13.8	-10.3

(단위: 십억 원, 원, %, 배)

재무정보	2019	2020P	2021E	2022E
매출액	2,451	2,594	3,132	3,196
영업이익	41	121	158	171
EBITDA	141	221	248	255
지배주주순이익	18	72	112	128
EPS	629	2,570	3,989	4,565
순차입금	744	722	666	582
PER	37.9	10.9	7.4	6.5
PBR	0.5	0.5	0.5	0.5
EV/EBITDA	10.0	6.8	6.0	5.5
배당수익률	n/a	2.1	2.0	2.0
ROE	1.3	5.1	7.5	8.0

주가 추이



동사의 4분기 연결실적은 전 사업부 실적이 개선되며 높아진 시장기대치에 부합했습니다. 2021 년에도 신동과 방산부문 모두 양호한 실적개선행세가 이어질 것으로 전망합니다. 목표주가를 기존 31,000 원에서 38,000 원으로 22.4% 상향 조정합니다.

4Q20 Review: 컨센서스 부합

동사의 2020년 4분기 연결 영업이익은 535억원(+10.5% QoQ, OPM 6.7%)으로 시장기대치(537억원)에 부합했다. 전 사업부 실적이 개선된 점이 양호한 실적의 주 요인이다. 신동부문은 판매량(+14.1% QoQ) 회복과 전기동 가격(7,192달러/톤, +10.6% QoQ) 상승이 맞물리며 3% 수준의 이익률을 기록했다. 4분기 Metal gain은 본사 75억원, PMX 40억원 정도가 반영된 것으로 추정된다. 방산부문은 실적은 탄약수출 호조에 힘입어 매출액 2,693억원(+72.4% QoQ), 이익률은 high-single 수준(수출 15%, 내수 4%)을 시현한 것으로 추정된다.

2021년 실적개선세 지속 전망

동사의 2021년 연결 영업이익은 1,584억원(+30.7% YoY, OPM 5.1%)으로 전망한다. 올해 1) 신동부문은 글로벌 경기 회복에 따른 견조한 수요에 힘입어 판매량 회복과 가격 상승세가 지속될 것으로 예상되고, 2) 방산부문은 미주지역 수출 호조세 지속 외에도, 중동지역 수주에 주력하며 전년대비 증가할 것으로 예상되기 때문이다.

투자의견 Buy 유지, 목표주가 38,000원으로 상향

풍산에 대해 투자의견 Buy를 유지하고, 목표주가를 기존 31,000원에서 38,000원으로 22.6% 상향 조정한다. 목표주가는 2021년 BPS 54,921에 Target P/B 0.7배를 적용해 산출했다. 동사 주가는 현재 12M Fwd P/B 0.54배 수준에서 거래 중인데, 올해 실적호조로 개선되는 ROE 수준을 고려하면 현재 주가 수준은 저평가 국면이라고 판단된다.

[표1] 풍산 2020년 4분기 실적

(단위: 십억 원, %, %p)

	4Q19	3Q20	4Q20P			증감(%)		차이(%p)	
			발표치	당사 추정치	컨센서스	YoY	QoQ	당사 추정치	컨센서스
매출액	706	634	798.8	835	805	13.1	26.1	-4.3	-0.8
영업이익	17	48	53.5	57	53.7	219.9	10.5	-5.7	-0.4
당기순이익	8	33	33.7	34	36	흑전	0.8	0.4	-7.0
영업이익률(%)	2.4	7.6	6.7	6.8	6.7	4.3	-0.9	-0.1	0.0
순이익률(%)	1.1	5.3	4.2	4.0	4.5	3.1	-1.1	0.2	-0.3

자료: 전자공시, 한화투자증권 리서치센터

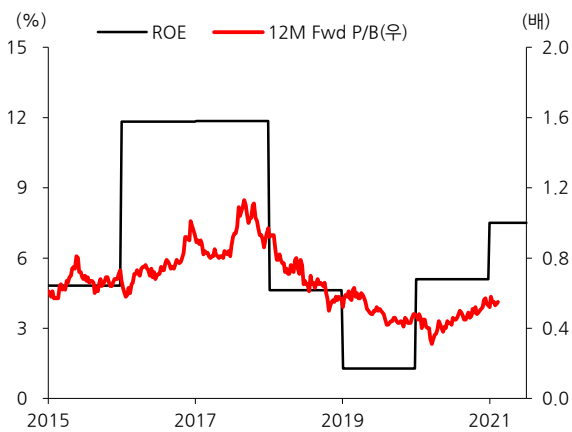
[표2] 풍산 연결 실적 추이

(단위: 십억 원)

구분	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20P	1Q21E	2Q21E	3Q21E	4Q21E	2019	2020P	2021E
매출액	581	580	634	799	709	723	747	954	2,451	2,593	3,132
본사	406	456	454	627	527	527	548	683	1,881	1,943	2,285
본사 외	175	124	179	172	182	196	199	271	571	650	848
영업이익	-2	21	48	53	35	40	42	42	41	121	158
영업이익률(%)	-0.3	3.6	7.6	6.7	4.9	5.5	5.6	4.4	1.7	4.7	5.1
순이익	-3	8	33	34	25	28	29	30	18	72	112
순이익률(%)	-0.6	1.4	5.3	4.2	3.5	3.8	3.9	3.1	0.7	2.8	3.6
YoY(%)											
매출액	0.1	-3.5	12.4	13.1	22.1	24.6	17.8	19.4	-11.6	5.8	20.8
본사	-6.3	-0.1	6.5	11.0	29.8	15.5	20.5	9.0	-13.0	3.3	17.6
본사 외	18.8	-14.3	30.5	21.4	4.1	58.3	11.0	57.2	-6.8	13.9	30.4
영업이익	적전	148.0	23853.5	219.9	-2204.2	89.2	-13.5	-21.1	-61.7	194.6	30.7
순이익	적전	119.8	흑전	330.5	-868.9	245.2	적전	-11.4	-71.6	308.0	55.4

자료: 풍산, 한화투자증권 리서치센터

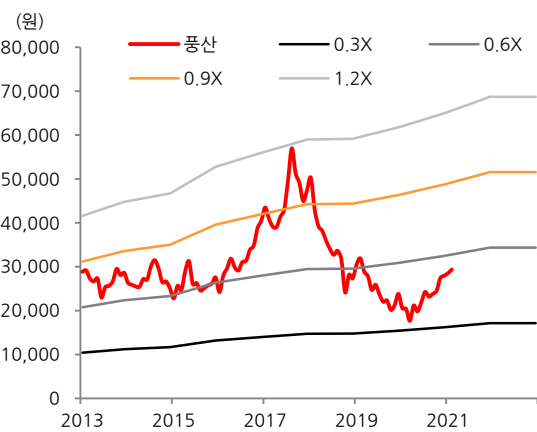
[그림1] 풍산 ROE vs P/B 추이



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	
	2020P	2021E	2020P	2021E	2020P	2021E	2020P	2021E
매출액	2,593	3,132	2,629	3,016	-1.4	3.9	2,600	2,899
영업이익	121	158	124	156	-2.6	1.3	121	151
순이익	72	112	72	109	0.2	2.9	74	96
이익률(%)								
영업이익	4.7	5.1	4.7	5.2	-0.1	-0.1	4.7	5.2
순이익	2.8	3.6	2.7	3.6	0.0	-0.0	2.8	3.3

자료: 풍산, 한화투자증권 리서치센터

[표4] 풍산 별도 실적 추이

(단위: 십억 원)

구분	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20P	1Q21E	2Q21E	3Q21E	4Q21E	2019	2020P	2021E
매출액	406	456	454	627	527	527	548	683	1,881	1,943	2,285
신동	305	275	298	357	366	349	381	402	1,276	1,236	1,498
수출	203	173	185	231	234	222	242	257	821	791	955
내수	102	103	113	126	132	127	139	145	454	444	543
방산	101	180.7	156	269.3	161	178	167	281	605	707	787
수출	14	67	42.7	115.2	60	66	53	108	135	240	286
내수	87	113	114	154.1	102	112	114	172	470	468	500
영업이익	12	18	31	35	29	30	31	32.0	49	96	122
영업이익률(%)	3.1	3.9	6.8	5.6	5.4	5.7	5.7	4.7	2.6	4.9	5.3
YoY(%)											
매출액	-6.3	-0.1	6.5	11.0	29.8	15.5	20.5	9.0	-13.0	3.3	17.6
신동	-8.3	-13.8	-4.5	14.8	20.0	26.8	27.7	12.6	-12.8	-3.1	21.2
수출	-2.7	-17.5	-8.6	15.0	15.2	28.6	30.9	11.5	-16.7	-3.6	20.7
내수	-17.7	-6.6	3.0	14.4	29.4	23.8	22.5	14.7	-4.7	-2.2	22.2
방산	0.6	31.9	36.7	6.3	59.4	-1.8	6.9	4.3	-13.6	16.9	11.2
수출	-56.1	102.3	224.2	105.8	319.4	-2.6	23.7	-6.0	-26.1	77.6	19.5
내수	27.5	9.3	12.3	-21.9	17.0	-1.2	0.5	11.9	-9.1	-0.5	6.9
영업이익	-3.0	5.3	393.2	173.5	130.2	69.8	2.1	-9.0	-54.4	97.1	27.1

자료: 풍산, 한화투자증권 리서치센터

[ 재무제표 ]

손익계산서

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2018	2019	2020P	2021E	2022E
매출액	2,774	2,451	2,594	3,132	3,196
매출총이익	267	188	268	344	364
영업이익	108	41	121	158	171
EBITDA	200	141	221	248	255
순이자손익	-28	-29	-22	-23	-23
외화관련손익	2	4	-4	6	2
지분법손익	0	0	0	0	0
세전계속사업손익	87	26	99	154	176
당기순이익	62	18	72	112	128
지배주주순이익	62	18	72	112	128
<b>증가율(%)</b>					
매출액	-5.8	-11.6	5.8	20.8	2.0
영업이익	-55.4	-61.7	194.6	30.1	8.2
EBITDA	-39.4	-29.5	57.1	12.3	2.8
순이익	-58.8	-71.6	308.0	55.1	14.5
<b>이익률(%)</b>					
매출총이익률	9.6	7.7	10.4	11.0	11.4
영업이익률	3.9	1.7	4.7	5.0	5.3
EBITDA 이익률	7.2	5.7	8.5	7.9	8.0
세전이익률	3.1	1.1	3.8	4.9	5.5
순이익률	2.2	0.7	2.8	3.6	4.0

현금흐름표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2018	2019	2020P	2021E	2022E
영업현금흐름	81	202	60	110	138
당기순이익	87	26	89	112	128
자산상각비	92	100	100	91	84
운전자본증감	-83	90	-91	-92	-74
매출채권 감소(증가)	89	47	-70	31	-31
재고자산 감소(증가)	-28	98	-126	-163	-49
매입채무 증가(감소)	-69	-57	66	16	-1
투자현금흐름	-75	-57	-44	-37	-37
유형자산처분(취득)	-72	-61	-38	-36	-37
무형자산 감소(증가)	0	0	0	0	0
투자자산 감소(증가)	-2	0	0	0	0
재무현금흐름	-8	-136	3	-67	-87
차입금의 증가(감소)	-8	-136	3	-50	-70
자본의 증가(감소)	0	0	-22	-17	-17
배당금의 지급	0	0	-22	-17	-17
총현금흐름	251	176	175	202	212
(-)운전자본증가(감소)	42	-115	146	92	74
(-)설비투자	74	61	38	36	37
(+)자산매각	2	0	0	0	0
Free Cash Flow	137	230	-9	73	100
(-)기타투자	42	21	-50	0	0
잉여현금	95	208	41	73	100
NOPLAT	76	28	88	115	124
(+) Dep	92	100	100	91	84
(-)운전자본투자	42	-115	146	92	74
(-)Capex	74	61	38	36	37
OpFCF	52	180	4	76	97

주: IFRS 연결 기준

재무상태표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2018	2019	2020P	2021E	2022E
유동자산	1,362	1,245	1,484	1,629	1,723
현금성자산	66	78	98	105	118
매출채권	406	351	436	405	436
재고자산	871	790	918	1,081	1,130
비유동자산	1,307	1,317	1,226	1,172	1,125
투자자산	140	162	145	145	145
유형자산	1,145	1,136	1,062	1,009	962
무형자산	22	19	18	18	18
<b>자산총계</b>	<b>2,668</b>	<b>2,563</b>	<b>2,710</b>	<b>2,801</b>	<b>2,848</b>
유동부채	840	763	870	866	803
매입채무	169	114	180	196	195
유동성이자부채	565	503	537	487	417
비유동부채	449	415	395	395	395
비유동이자부채	362	319	284	284	284
<b>부채총계</b>	<b>1,289</b>	<b>1,179</b>	<b>1,265</b>	<b>1,261</b>	<b>1,197</b>
자본금	140	140	140	140	140
자본잉여금	495	495	495	495	495
이익잉여금	743	733	795	889	1,000
자본조정	0	15	14	14	14
자기주식	0	0	0	0	0
<b>자본총계</b>	<b>1,379</b>	<b>1,384</b>	<b>1,445</b>	<b>1,540</b>	<b>1,651</b>

주요지표

(단위: 원, 배)

12 월 결산	2018	2019	2020P	2021E	2022E
<b>주당지표</b>					
EPS	2,212	629	2,570	3,989	4,565
BPS	49,144	49,306	51,506	54,885	58,839
DPS	600	400	600	600	600
CFPS	8,962	6,272	6,253	7,209	7,567
ROA(%)	2.3	0.7	2.7	4.1	4.5
ROE(%)	4.6	1.3	5.1	7.5	8.0
ROIC(%)	3.5	1.3	4.1	5.2	5.6
<b>Multiples(x, %)</b>					
PER	12.4	37.9	10.9	7.4	6.5
PBR	0.6	0.5	0.5	0.5	0.5
PSR	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3
PCR	3.1	3.8	4.5	4.1	3.9
EV/EBITDA	8.2	10.0	6.8	6.0	5.5
배당수익률	2.2	1.7	2.1	2.0	2.0
<b>안정성(%)</b>					
부채비율	93.4	85.2	87.5	81.9	72.5
Net debt/Equity	62.5	53.8	50.0	43.2	35.3
Net debt/EBITDA	431.7	529.1	326.8	268.3	228.3
유동비율	162.1	163.1	170.6	188.1	214.7
이자보상배율(배)	3.8	1.4	5.5	7.3	8.4
<b>자산구조(%)</b>					
투하자본	91.6	89.8	89.9	89.8	89.4
현금+투자자산	8.4	10.2	10.1	10.2	10.6
<b>자본구조(%)</b>					
차입금	40.2	37.3	36.2	33.4	29.8
자기자본	59.8	62.7	63.8	66.6	70.2

[ Compliance Notice ]

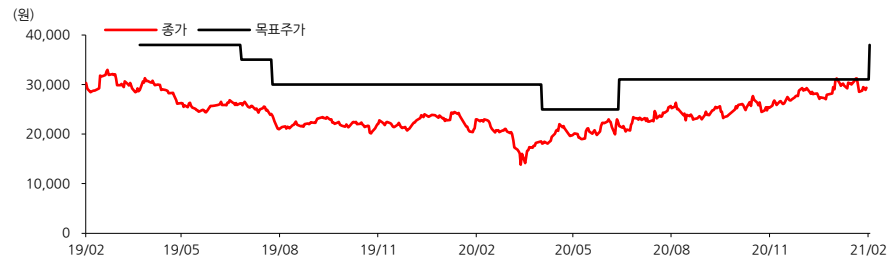
(공표일: 2021년 2월 9일)

이 자료는 조사분석 담당자가 객관적 사실에 근거해 작성하였으며, 타인의 부당한 압력이나 간섭없이 본인의 의견을 정확하게 반영했습니다. 본인은 이 자료에서 다른 종목과 관련해 공표일 현재 관련 법규상 알려야 할 재산적 이해관계가 없습니다. 본인은 이 자료를 기관투자자 또는 제 3자에게 사전에 제공한 사실이 없습니다. (김유혁)

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

이 자료는 투자자의 증권투자를 돕기 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 책임소지에 대한 증빙으로 사용될 수 없습니다.

[ 풍산 주가 및 목표주가 추이 ]



[ 투자의견 변동 내역 ]

일 시	2016.08.12	2019.03.29	2019.03.29	2019.05.02	2019.07.02	2019.07.31
투자의견	투자등급변경	담당자변경	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격		김유혁	38,000	38,000	35,000	30,000
일 시	2019.11.13	2019.12.16	2020.01.20	2020.01.28	2020.02.06	2020.04.08
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	30,000	30,000	30,000	30,000	30,000	25,000
일 시	2020.04.20	2020.04.29	2020.05.18	2020.06.08	2020.06.15	2020.06.19
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	25,000	25,000	25,000	25,000	25,000	31,000
일 시	2020.06.22	2020.06.29	2020.07.06	2020.07.13	2020.07.20	2020.07.31
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	31,000	31,000	31,000	31,000	31,000	31,000
일 시	2020.08.24	2020.08.31	2020.09.07	2020.09.14	2020.09.21	2020.10.05
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	31,000	31,000	31,000	31,000	31,000	31,000
일 시	2020.10.12	2020.10.19	2020.11.02	2020.11.09	2020.11.23	2020.12.07
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	31,000	31,000	31,000	31,000	31,000	31,000
일 시	2021.01.11	2021.01.25	2021.02.09			
투자의견	Buy	Buy	Buy			
목표가격	31,000	31,000	38,000			

[ 목표주가 변동 내역별 괴리율 ]

\*괴리율 산정: 수정주가 적용

일자	투자의견	목표주가(원)	괴리율(%)	
			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	-16.70	0.81
2021.02.09	Buy	38,000		

**[ 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. 밸류에이션 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 12월 31일)

투자등급	매수	중립	매도	합계
금융투자상품의 비중	95.2%	4.8%	0.0%	100.0%