

풍산 (103140)

금속

이현수



02 3770 5718

hyunsoo.yi@yuantakorea.com

투자 의견	BUY (M)
목표주가	45,000원 (M)
현재주가 (11/25)	32,200원
상승여력	40%

시가총액	9,024억원
총발행주식수	28,024,278주
60일 평균 거래대금	51억원
60일 평균 거래량	148,758주
52주 고	47,300원
52주 저	26,800원
외인지분율	13.42%
주요주주	풍산홀딩스 외 3인 38.01%

주가수익률(%)	1개월	3개월	12개월
절대	(5.6)	(6.8)	19.9
상대	(4.3)	(1.6)	4.7
절대(달러환산)	(7.3)	(8.5)	11.7

약화된 모멘텀 감안해도 낮은 Valuation

2022년 구리 가격 약세 전망

당사는 2022년 구리 가격을 8,500~9,000달러/톤으로 예상. 이는 2021년 예상 평균가격 9,320달러/톤 대비 -3~-9% 낮은 수준. 2022년 구리 수급 및 가격 전망은 산업자료 참고. 별도 기준 2021년 신동 판매량은 yoy +9% 증가한 19.1만톤으로 추정하며 2022년 역시 전년대비 +1% 증가한 19.3만톤으로 전망. 2021년 방산부문(별도)은 내수 부진, 수출 호조로 요약 가능. 방산 매출액은 yoy +2% 증가가 예상되며 2022년은 내수 회복, 수출 호조세 지속으로 yoy +9% 증가할 것으로 추정. 2021년 예상 연 평균 구리 가격은 9,320달러/톤으로 yoy +51% 증가하며 별도 및 연결 신동부문 실적 개선에 기여. 구리 가격 상승에 따른 영업이익 개선 폭(메탈게인)은 2021년 연결 기준 800억원 수준에 이르는 것으로 추정. 2022년 구리 가격은 약보합세가 예상되는 만큼 구리 가격 상승에 따른 영업이익 증가 기대는 어려워. 2022년 연결 영업이익은 2,340억원으로 yoy -24% 감소 전망.

방산부문이 영업이익의 방어하는 역할 할 것

2020년 미국 대선이 마무리 됨과 동시에 동사의 미국향 탄약 수출이 2021년 감소할 수 있다는 우려 대두. 이는 2016년 미국 대선 이후 2017년 수출이 급감한데 따른 경험에서 발생. 그러나 우려와 다르게 2021년 미국향 탄약 수출은 2020년에 이어 견조하게 유지. 2021년 1~10월 한국 탄약 수출액은 yoy +35% 증가했으며 미국향은 +42% 증가. 미국 외 지역 역시 yoy +31% 증가. 미국 외 지역에 대한 수출 증가는 동사가 2017~2019년 미국향 수출이 부진하며 판로를 다각화한 노력에 따른 것으로 평가. 2022년 신동부문이 구리 가격 상승 효과를 기대하기 어려운 상황에서 방산부문이 영업이익을 방어하는 역할을 할 것으로 기대.

이익 하락을 감안하더라도 낮은 Valuation

2022년 영업이익 감소 예상을 감안하더라도 현 주가는 저평가 되어있다고 판단. 2022년 ROE는 9%로 전망되며 현 주가는 2021년 예상 BPS 기준 PBR 0.53x, 2022년 예상 BPS 기준 PBR 0.48x에 불과하며 구리 가격의 추가 상승에 대한 의구심과 2022년 영업이익 감소에 대한 우려를 선반영한 수준이라고 판단. 2022년 예상 BPS 기준 Target PBR 0.70x를 적용하여 목표주가 45,000원 유지.

Quarterly earning Forecasts

(억원, %)

	4Q21E	전년동기대비	전분기대비	컨센서스	컨센서스대비
매출액	10,392	30.1	17.4	9,981	4.1
영업이익	587	9.8	-27.3	748	-21.5
세전계속사업이익	525	20.4	-38.9	703	-25.3
지배순이익	394	17.0	-35.9	516	-23.7
영업이익률 (%)	5.7	-1.0 %pt	-3.4 %pt	7.5	-1.8 %pt
지배순이익률 (%)	3.8	-0.4 %pt	-3.1 %pt	5.2	-1.4 %pt

자료: 유안타증권

Forecasts and valuations (K-IFRS 연결)

(억원, 원, %, 배)

결산 (12월)	2019A	2020A	2021F	2022F
매출액	24,513	25,936	35,726	37,504
영업이익	411	1,212	3,085	2,345
지배순이익	176	719	2,270	1,593
PER	40.5	9.0	4.0	5.7
PBR	0.5	0.4	0.5	0.5
EV/EBITDA	10.4	5.9	4.4	4.7
ROE	1.3	5.1	14.5	9.0

자료: 유안타증권

[표-1] 풍산 연결기준

(단위: 십억원)

		2020	2021E	2022E	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21E	QoQ	YoY	1Q22E	2Q22E	3Q22E	4Q22E
환율 (원/달러)	분기평균	1,180	1,144	1,180	1,115	1,121	1,158	1,181	1.9%	5.8%	1,180	1,180	1,180	1,180
	1개월래깅	1,187	1,137	1,180	1,102	1,124	1,143	1,177	3.0%	2.8%	1,180	1,180	1,180	1,180
전기동가액 (달러/톤)	분기평균	6,175	9,320	8,910	8,501	9,696	9,382	9,700	3.4%	35.1%	9,455	9,092	8,728	8,364
	1개월래깅	6,033	9,156	9,031	8,072	9,492	9,484	9,576	1.0%	40.2%	9,576	9,213	8,849	8,485
매출액		2,594	3,573	3,750	725	923	885	1,039	17.4%	30.1%	920	946	900	984
	별도	1,944	2,573	2,768	474	670	637	793	24.4%	26.4%	669	700	660	738
	기타	649	999	983	252	253	247	247	-0.3%	43.6%	251	246	240	246
영업이익		121	308	234	62	106	81	59	-27.3%	9.8%	43	63	63	65
	이익률	4.7%	8.6%	6.3%	8.6%	11.5%	9.1%	5.7%	-3.5%p	-1.0%p	4.7%	6.7%	7.0%	6.6%
	별도	96	222	170	34	81	66	42	-35.6%	20.3%	27	47	47	49
	기타	25	86	64	29	26	15	16	8.5%	-10.1%	16	16	16	16
세전이익		99	301	213	58	104	86	53	-38.9%	20.4%	37	58	58	59
	이익률	3.8%	8.4%	5.7%	8.0%	11.3%	9.7%	5.1%	-4.7%p	-0.4%p	4.0%	6.2%	6.5%	6.0%
지배순이익		72	227	159	45	81	61	39	-35.9%	17.0%	27	44	44	45
	이익률	2.8%	6.4%	4.2%	6.3%	8.7%	6.9%	3.8%	-3.2%p	-0.4%p	3.0%	4.6%	4.8%	4.5%

자료: 유안타증권

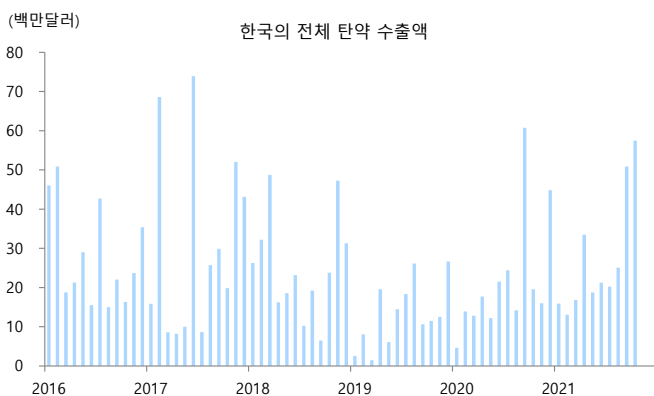
[표-2] 풍산 실적 추정치 변경내역

(단위: 십억원)

		변경 전			변경 후			변경 전 대비		
		4Q21E	2021E	2022E	4Q21E	2021E	2022E	4Q21E	2021E	2022E
별도 매출액		734	2,500	2,663	793	2,573	2,768	8.0%	2.9%	3.9%
	영업이익	40	194	164	42	222	170	5.9%	14.9%	3.8%
	OPM	5.4%	7.7%	6.1%	5.3%	8.6%	6.1%	-0.1%p	0.9%p	0.0%p
연결 매출액		946	3,434	3,564	1,039	3,573	3,750	9.8%	4.0%	5.2%
	영업이익	51	275	207	59	308	234	15.3%	12.1%	13.1%
	OPM	5.4%	8.0%	5.8%	5.7%	8.6%	6.3%	0.3%p	0.6%p	0.4%p
	지배순이익	32	194	132	39	227	159	21.5%	16.7%	20.8%

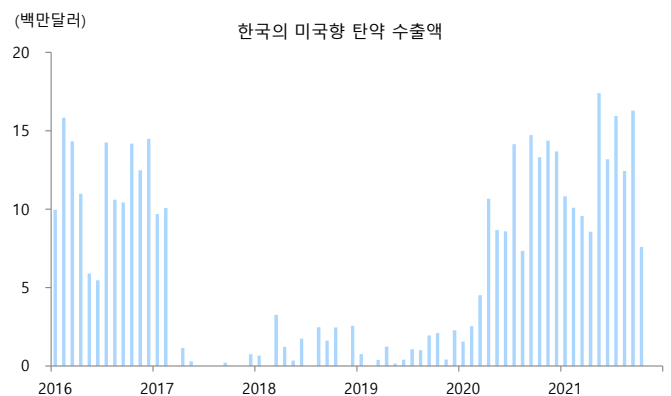
자료: 유안타증권

[그림-1] 한국의 전체 탄약 수출액



자료: 유안타증권, 주: 수리일 기준

[그림-2] 한국의 미국향 탄약 수출액



자료: 유안타증권, 주: 수리일 기준

풍산 (103140) 추정재무제표 (K-IFRS 연결)

손익계산서				(단위: 억원)	
결산 (12월)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
매출액	24,513	25,936	35,726	37,504	36,531
매출원가	22,637	23,226	30,887	33,301	32,549
매출총이익	1,876	2,711	4,839	4,202	3,982
판매비	1,465	1,499	1,755	1,858	1,810
영업이익	411	1,212	3,085	2,345	2,172
EBITDA	1,407	2,219	4,069	3,357	3,291
영업외손익	-148	-222	-79	-219	-216
외환관련손익	43	-54	168	0	0
이자손익	-287	-203	-188	-197	-194
관계기업관련손익	-4	0	0	0	0
기타	101	35	-58	-23	-23
법인세비용차감전순손익	263	990	3,006	2,125	1,956
법인세비용	87	271	735	531	489
계속사업순손익	176	719	2,271	1,594	1,467
중단사업순손익	0	0	0	0	0
당기순이익	176	719	2,271	1,594	1,467
지배지분순이익	176	719	2,270	1,593	1,466
포괄순이익	214	718	2,522	1,983	1,856
지배지분포괄이익	214	718	2,521	1,982	1,855

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

현금흐름표	(단위: 억원)				
결산 (12월)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
영업활동 현금흐름	2,017	1,145	-971	3,654	3,681
당기순이익	0	0	394	1,594	1,467
감가상각비	969	979	958	990	1,102
외환손익	-9	32	-19	0	0
중속, 관계기업관련손익	0	0	0	0	0
자산부채의 증감	897	-1,025	-4,820	630	677
기타현금흐름	159	1,159	2,516	440	435
투자활동 현금흐름	-568	-538	-1,211	-1,410	-1,410
투자자산	0	-2	6	0	0
유형자산 증가 (CAPEX)	-612	-500	-972	-1,200	-1,200
유형자산 감소	5	2	5	0	0
기타현금흐름	40	-38	-250	-210	-210
재무활동 현금흐름	-1,359	-464	1,777	32	32
단기차입금	-1,096	424	1,714	0	0
사채 및 장기차입금	-234	-867	-26	0	0
자본	0	0	0	0	0
현금배당	0	0	112	56	56
기타현금흐름	-29	-21	-23	-24	-24
연결범위변동 등 기타	58	-55	-25	-204	-595
현금의 증감	148	89	-430	2,072	1,708
기초 현금	557	705	794	364	2,436
기말 현금	705	794	364	2,436	4,144
NOPLAT	411	1,212	3,085	2,345	2,172
FCF	1,404	645	-1,943	2,454	2,481

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

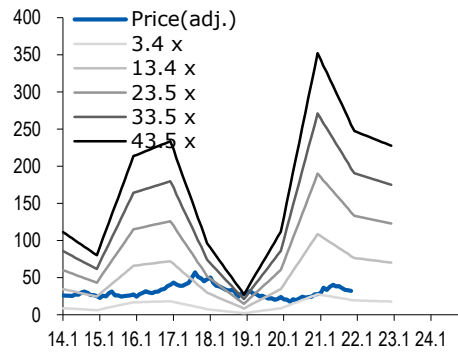
재무상태표		(단위: 억원)				
결산 (12월)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F	
유동자산	12,452	13,020	18,246	19,737	21,008	
현금및현금성자산	705	794	364	2,436	4,144	
매출채권 및 기타채권	3,510	4,033	5,659	5,406	5,270	
재고자산	7,896	7,903	11,956	11,628	11,326	
비유동자산	13,173	12,500	12,501	12,688	12,769	
유형자산	11,362	10,752	10,775	10,985	11,083	
관계기업등 지분관련자산	0	0	0	0	0	
기타투자자산	255	297	293	293	293	
자산총계	25,625	25,520	30,747	32,425	33,777	
유동부채	7,633	7,473	9,913	9,830	9,940	
매입채무 및 기타채무	1,662	2,004	2,199	2,117	2,226	
단기차입금	2,934	3,286	5,092	5,092	5,092	
유동성장기부채	2,072	1,515	1,289	1,289	1,289	
비유동부채	4,153	3,584	4,015	4,015	4,015	
장기차입금	1,066	844	1,131	1,131	1,131	
사채	1,995	1,835	1,835	1,835	1,835	
부채총계	11,787	11,056	13,927	13,845	13,955	
자배지분	13,818	14,444	16,797	18,555	19,797	
자본금	1,401	1,401	1,401	1,401	1,401	
자본잉여금	4,945	4,945	4,945	4,945	4,945	
이익잉여금	7,326	8,104	10,215	11,585	12,827	
비지배지분	20	21	23	25	25	
자본총계	13,838	14,464	16,820	18,580	19,822	
순차입금	7,418	6,638	8,922	6,849	5,142	
총차입금	8,200	7,537	9,399	9,399	9,399	

Valuation 지표		(단위: 원, 배, %)				
결산 (12월)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F	
EPS	629	2,565	8,099	5,685	5,232	
BPS	49,327	51,561	59,962	66,238	70,672	
EBITDAPS	5,020	7,919	14,519	11,981	11,745	
SPS	87,471	92,550	127,483	133,826	130,356	
DPS	400	600	800	800	800	
PER	40.5	9.0	4.0	5.7	6.2	
PBR	0.5	0.4	0.5	0.5	0.5	
EV/EBITDA	10.4	5.9	4.4	4.7	4.3	
PSR	0.3	0.2	0.3	0.2	0.2	

재무비율		(단위: 배, %)				
결산 (12월)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F	
매출액 증가율 (%)	-11.6	5.8	37.7	5.0	-2.6	
영업이익 증가율 (%)	-61.7	194.6	154.5	-24.0	-7.4	
지배순이익 증가율 (%)	-71.6	308.1	215.7	-29.8	-8.0	
매출총이익률 (%)	7.7	10.5	13.5	11.2	10.9	
영업이익률 (%)	1.7	4.7	8.6	6.3	5.9	
지배순이익률 (%)	0.7	2.8	6.4	4.2	4.0	
EBITDA 마진 (%)	5.7	8.6	11.4	9.0	9.0	
ROIC	1.3	4.3	10.2	7.0	6.6	
ROA	0.7	2.8	8.1	5.0	4.4	
ROE	1.3	5.1	14.5	9.0	7.6	
부채비율 (%)	85.2	76.4	82.8	74.5	70.4	
순차입금/자기자본 (%)	53.7	46.0	53.1	36.9	26.0	
영업이익/금융비용 (배)	1.4	5.8	16.2	11.6	10.8	

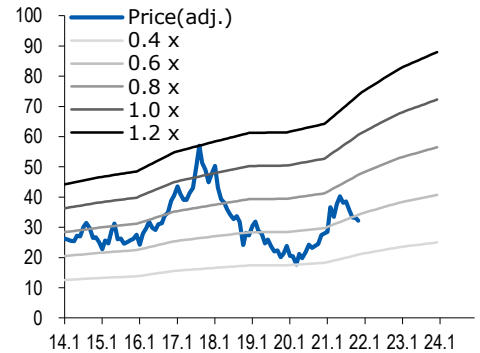
P/E band chart

(천원)



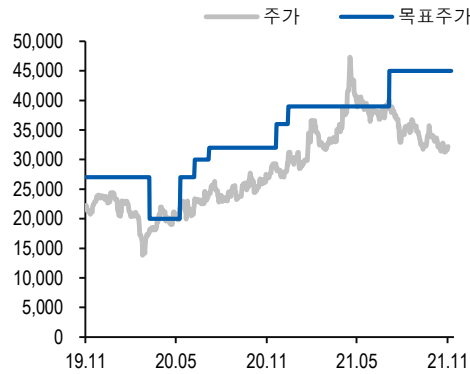
P/B band chart

(천원)



풍산 (103140) 투자등급 및 목표주가 추이

(원)



일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
2021-11-26	BUY	45,000	1년		
2021-07-30	BUY	45,000	1년		
2021-01-07	BUY	39,000	1년	-8.33	21.28
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	-

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)	0.0
Buy(매수)	91.7
Hold(중립)	8.3
Sell(비중축소)	0.0
합계	100.0

주: 기준일 2021-11-23

※해외 계열회사 등이 작성하거나 공표한 리포트는 투자등급 비율 산정시 제외

유안타 ESG Tearsheet



산업재/소재/자동차 산업내 순위	37위(73개 기업 중)
Total ESG 점수	+0점
E (Environment)	-1점
S (Social)	-2점
G (Governance)	+1점
Qualitative	+2점

ESG 평가 기업	풍산
ESG 평가 날짜	2021 / 11 / 08
Bloomberg Ticker	103140 KS
Industry	철강/금속
Analyst	이현수
Analyst Contact	hyunsoo.yi@yuantakorea.com

ESG Quantitative 평가

평가 기업 및 Peer	E	S	G	합계
풍산	-1	-2	1	-2
POSCO	-3	3	3	3
현대제철	-3	1	1	-1
동국제강	-3	-1	1	-3
세아베스틸	-2	3	3	4
고려아연	2	-1	1	2
평균	2	2	1	4

자료: 유안타증권 리서치센터, 주: 평균치는 풍산 포함 73개 동종 업종 ESG 점수 반영

ESG Qualitative 평가 점수

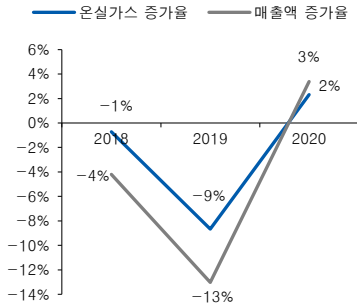
+2	ESG 외부평가기관 수상 내역
+1	서스틴베스트: 2021 상반기 ESG 전체 등급 A
+1	환경부: 풍산 울산사업장 녹색기업 지정('21.7월 현황)
-	최근 이슈 관련 애널리스트 Comments
	풍산 및 풍산홀딩스 등 풍산그룹 계열사가 투자자들에게 제공하는 ESG 관련 데이터 및 보고서가 부족하다고 판단

유안타 ESG Scoring 기준

분류	항목	기준	점수			
E	온실가스 전년대비 증가율	매출액 증가율 대비	낮다 : +1	높다 : -1	2년 연속 낮다 : +2	2년 연속 높다 : -2
	신재생 에너지 사용	사용여부/ 전년대비	사용 : +1	무사용 : 0	전년대비 증가 : +2	2년 연속 증가 : +3
	물 사용 증가율	매출액 증가율 대비	낮다 : +1	높다 : -1	2년 연속 낮다 : +2	2년 연속 높다 : -2
S	여성임원비율	업종 평균 대비	높다 : +1	낮다 : -1	-	-
	계약직 직원 비율	업종 평균 대비	높다 : -1	낮다 : +1	-	-
	사회기부금/당기순이익	업종 평균 대비	높다 : +1	낮다 : -1	-	-
G	사외이사비율	업종 평균 대비	높다 : +1	낮다 : -1	-	-
	배당성향	업종 평균 대비	높다 : +1	낮다 : -1	-	-
	대표이사 이사회외장 겸직	겸직 여부	겸직 : -1	별도 : +1	-	-
Qualitative	ESG 관련 외부평가기관 수상	KCGS 최우수기업 선정 등	+1	-	-	-
	담당 애널리스트 정성평가	오염물질 유출, 대주주 횡령, 직장내 갑질 등 최근 이슈 반영	-2 ~ +2	-	-	-

Environment

온실가스 증가율 vs. 매출액 증가율

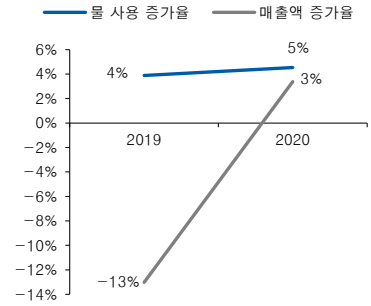


주: 국내 Scope 1(직접배출) 및 Scope 2(간접배출) 합산치 기준
 ▶ 온실가스 증가율 < 매출액 증가율 = +1점

신재생 에너지 사용량 & 증가율

데이터 미공시

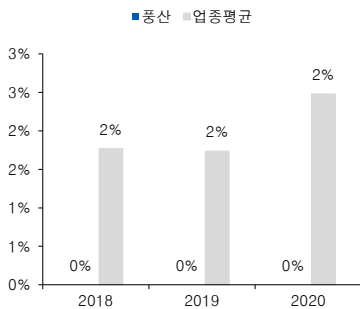
물 사용량 vs. 매출액 증가율



주: 국내 취수량 기준
 ▶ 2년 연속 물 사용 증가율 > 매출액 증가율 = -2점

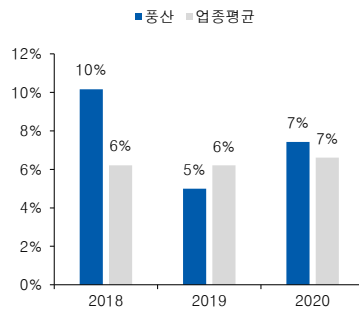
Social

여성임원비율 vs. 업종 평균



주: 업종평균에는 동종업종 73 개 기업 수치 반영
 ▶ 여성임원비율 업종평균 대비 하위 = -1점

계약직 비율 vs. 업종 평균



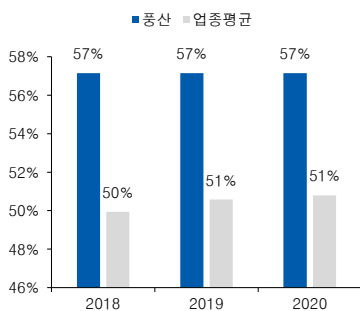
주: 업종평균에는 동종업종 73 개 기업 수치 반영
 ▶ 계약직 직원 비율 업종평균 대비 상위 = -1점

사회기부금/당기순이익 비율 vs. 업종 평균

데이터 미공시

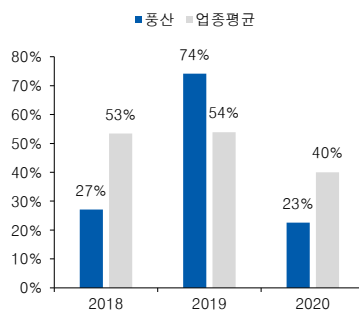
Governance

사외이사 비율 vs. 업종 평균



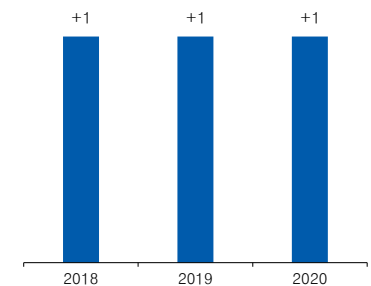
주: 업종평균에는 동종업종 73 개 기업 수치 반영
 ▶ 사외이사비율 업종평균 대비 상위 = +1점

배당성향 vs. 업종 평균



주: 업종평균에는 동종업종 73 개 기업 수치 반영
 ▶ 배당성향 업종평균 대비 하위 = -1점

대표이사의 이사회 의장 겸직 여부



주: 대표이사의 이사회 의장 겸직 않을 시 +1, 겸직하는 경우 -1
 ▶ 대표이사와 이사회 의장 분리 = +1점

자료: Dart, 국가온실가스 종합관리시스템, 유안타증권 리서치센터

- 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 투자결정은 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.