



BUY(Maintain)

목표주가: 30,000원(하향)

주가(10/23): 24,850원

시가총액: 6,964억원

철강금속/유틸리티

Analyst 이종형

02) 3787-5023

leejh@kiwoom.com

Stock Data

KOSPI (10/26)		2,027.15pt
52 주 주가동향	최고가	최저가
최고/최저가 대비	52,200원	24,850원
등락률	-52.39%	0.00%
수익률	절대	상대
1M	-23.1%	-11.2%
6M	-34.2%	-19.6%
1Y	-51.2%	-40.3%

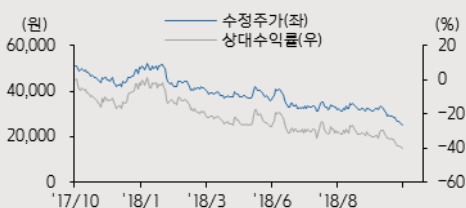
Company Data

발행주식수	28,024천주
일평균 거래량(3M)	167천주
외국인 지분율	12.06%
배당수익률(18E)	1.47%
BPS(18E)	48,648원
주요 주주	풍산홀딩스 외
	국민연금
	37.01%
	13.50%

투자지표

(억원, IFRS **)	2016	2017	2018E	2019E
매출액	28,318	29,50	28,275	28,500
보고영업이익	2,178	2,411	1,226	1,523
핵심영업이익	2,178	2,411	1,226	1,523
EBITDA	3,019	3,295	2,127	2,424
세전이익	1,822	2,048	1,069	1,289
순이익	1,377	1,507	788	941
지배주주지분순이익	1,376	1,506	787	939
EPS(원)	4,910	5,372	2,807	3,351
증감률(%YoY)	166.8	9.4	-4.8	19.4
PER(배)	8.2	8.8	8.9	7.4
PBR(배)	0.9	1.0	0.5	0.5
EV/EBITDA(배)	6.8	6.6	9.7	8.1
보고영업이익률(%)	7.7	8.2	4.3	5.3
핵심영업이익률(%)	7.7	8.2	4.3	5.3
ROE(%)	11.8	11.8	5.9	6.7
순부채비율(%)	75.1	65.4	53.7	44.2

Price Trend



3Q 18 실적리뷰

풍산 (103140)

자회사 재고손실로 예상보다 부진



연결 영업이익은 115억원으로 키움증권 추정치 246억원과 컨센서스 299억원을 하회해 부진했습니다. 본사실적은 예상치에 부합했는데 구리가격 하락에 따른 자회사 PMX의 재고 손실규모가 예상보다 훨씬 컸기 때문입니다. 최근 구리가격이 안정되고 있는 만큼 4분기 이후 재고관련 손실은 대폭 축소될 것으로 예상됩니다. 과거 수익성이 우수했던 방산수출이 여전히 부진한 상황이지만 2년간의 재고조정을 거친 미국시장의 회복 시그널을 조금만 더 인내심을 갖고 지켜볼 시점으로 판단합니다.

>>> 3Q 18실적은 구리 재고관련 손실로 예상보다 부진

연결 영업이익은 115억원(-64%QoQ, -77%YoY)으로 키움증권 추정치 246억원과 컨센서스 299억원을 하회했다. 별도 영업이익은 219억원으로 키움증권 추정치에 부합했지만 구리가격 하락에 따라 재고손실을 반영한 PMX가 영업적자 전환되는 등 신동사업과 관련된 자회사들의 실적이 예상보다 더 부진했다. 본사와 미국 PMX의 구리재고관련 손실규모는 각각 -60억원, -120억원 수준으로 추정된다. 본사 방산 매출액은 1,467억원(-12%QoQ, -8%YoY)으로 여전히 수출을 중심으로 판매부진이 이어졌지만 비용절감 노력에 따라 수익성이 2Q 18보다 개선된 점은 긍정적이다(영업이익률 10% 수준 추정).

>>> 4Q 18 재고손실 축소로 신동부문 수익성 개선전망

4Q 18 연결 영업이익은 345억원(+201%QoQ, -30%YoY)으로 전망한다. 4월 \$7,300대를 고점으로 6월말 이후 급락했던 구리가격이 최근 \$6,200 수준에서 안정을 찾고 있어 구리재고관련 손실 축소로 신동사업 수익성은 3Q 18대비 개선될 전망이다. 또한 방산사업도 성수기에 진입하는 내수를 중심으로 QoQ 매출증가가 기대된다. 단, 방산수출과 매년 4분기와 1분기에 반영되는 성과급의 규모가 실적의 변수가 될 전망이다. 3Q 18 잠정실적과 최근 업황을 반영해 2018년 및 2019년 지배주주EPS 전망치를 기존대비 각각 21%, 19% 하향하고 목표주가를 기존 36,000원(12mf PBR 0.7X)에서 30,000원(12mf PBR 0.6X)로 하향한다.

>>> 인내심을 갖고 방산수출 회복을 기다려보자!

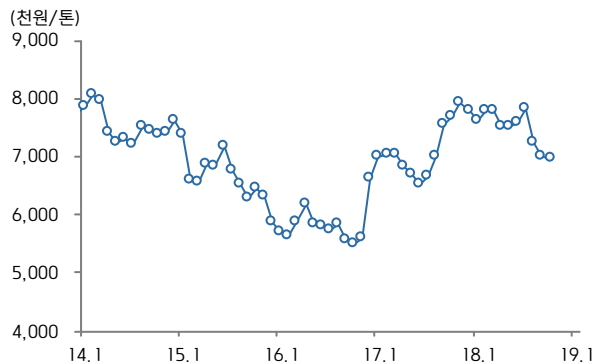
중동향을 중심으로 2017년 상반기까지 호조를 보였던 방산수출은 2017년 하반기부터 급격히 부진해졌고, 2년이상 상승기조가 유지되었던 구리가격도 2018년 2분기이후 약세로 돌아서자 동사의 주가는 2017년 10/17 58,900원을 고점으로 2018년 10/26 현재 24,850원으로 급락했다. 중동향 방산수출의 회복 시그널이 아직 미미한 가운데 지난 2년간의 재고조정을 거친 미국시장의 회복을 기다려봐야 할 시점이다. 현 주가는 12mf PBR 0.5X로 2010년 이후 강력한 지지선이었던 0.6X가 깨어진만큼 방산수출 회복시그널이 확인될 경우 빠른 주가반등이 예상된다.

풍산 3Q18 잠정실적

(단위: 십억원)	3Q18P	키움 추정	%차이	컨센서스	%차이	2Q18	%QoQ	3Q17	%YoY
매출액	658.1	678.1	-3.0	698.6	-5.8	709.3	-7.2	695.8	-5.4
별도	491.2	524.8	-6.4	539.2	-8.9	556.0	-11.6	520.2	-5.6
별도 외	166.9	153.4	8.8	159.4	4.7	153.4	8.8	175.6	-5.0
영업이익	11.5	24.6	-53.4	29.9	-61.7	31.5	-63.7	50.2	-77.2
별도	21.9	21.6	1.6	25.5	-13.9	26.0	-15.6	36.3	-39.7
별도 외	-10.5	3.0	적전	4.5	적전	5.6	적전	13.9	적전
영업이익률	1.7	3.6		4.3		4.4		7.2	
별도	4.5	4.1		4.7		4.7		7.0	
별도 외	-6.3	2.0		2.8		3.6		7.9	
세전이익	5.8	16.9	-65.9	24.2	-76.2	26.9	-78.6	39.9	-85.5
순이익	1.2	12.3	-90.6	18.1	-93.6	20.6	-94.4	12.8	-91.0
지배순이익	1.2	12.3	-90.6	17.8	-93.5	20.6	-94.4	12.8	-91.0
본사 신동판매량(천톤)	47,213	48,842	-3.3			51,050	-7.5	50,343	-6.2
본사 방산매출액	147	159	-7.6			166	-11.8	160	-8.0
적용 구리가격(USD)	6,414	6,414	0.0			6,819	-5.9	6,052	6.0
원달러환율	1,122	1,122	0.0			1,079	4.0	1,132	-0.9

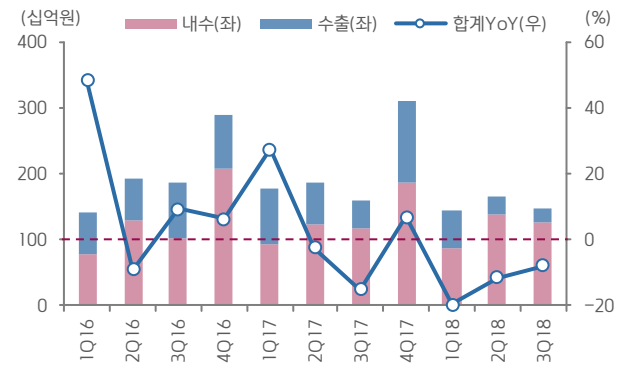
자료: 풍산, 키움증권

국내 전기동 고시가격



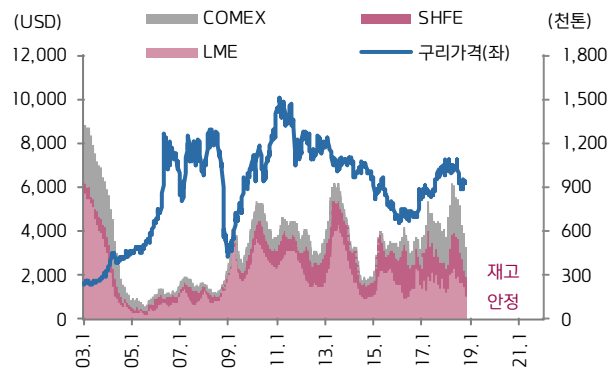
자료: 한국비철금속협회, 키움증권

분기별 방산매출액 추이



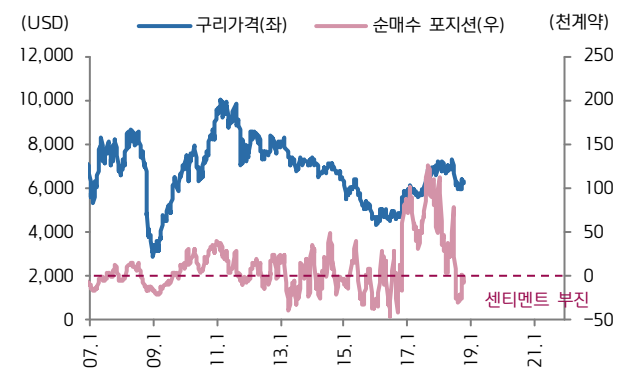
자료: 풍산, 키움증권

구리가격과 거래소 재고



자료: Bloomberg, 키움증권

구리가격과 CFTC 비상업적(투기적) 순매수



자료: Bloomberg, 키움증권

풍산 분기실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18E
매출액	707	699	696	843	670	709	658	790
별도	528	538	520	672	517	556	491	624
별도 외	180	162	176	171	152	153	167	167
영업이익	82	60	50	49	45	32	11	34
별도	64	50	36	37	36	26	22	29
별도 외	17	10	14	12	10	6	-10	5
영업이익률	11.5	8.5	7.2	5.9	6.7	4.4	1.7	4.4
별도	12.2	9.3	7.0	5.5	6.9	4.7	4.5	4.7
별도 외	9.7	6.1	7.9	7.2	6.3	3.6	-6.3	3.0
세전이익	71	57	40	37	47	27	6	27
순이익	56	52	13	29	37	21	1	20
지배순이익	56	52	13	29	37	21	1	20
본사 신동판매량(천톤)	50,719	51,404	50,343	48,053	48,903	51,050	47,213	47,735
본사 방산매출액	179	188	160	310	144	166	147	284
적용 구리가격(USD)	5,782	5,704	6,052	6,735	6,961	6,819	6,414	6,200
원달러환율	1,154	1,129	1,132	1,106	1,072	1,079	1,122	1,130

자료: 풍산, 키움증권

풍산 연간실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)	2014	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	3,000	2,820	2,832	2,945	2,827	2,850	2,884
별도	2,243	2,041	2,034	2,257	2,188	2,183	2,217
별도 외	757	779	797	688	639	668	668
영업이익	128	111	218	241	123	152	162
별도	130	114	170	188	113	132	142
별도 외	-2	-3	48	53	10	20	20
영업이익률	4.3	3.9	7.7	8.2	4.3	5.3	5.6
별도	5.8	5.6	8.3	8.3	5.2	6.1	6.4
별도 외	-0.3	-0.4	6.1	7.8	1.5	3.0	3.0
세전이익	103	80	182	205	107	129	138
순이익	74	52	138	151	79	94	101
지배순이익	74	52	138	151	79	94	101
지배주주 EPS(원)	2,626	1,841	4,910	5,372	2,807	3,351	3,600
지배주주 BPS(원)	37,339	38,930	43,990	46,640	48,648	51,301	54,203
지배주주 ROE(%)	7.2	4.8	11.8	11.9	5.9	6.7	6.8
본사 신동판매량(천톤)	199	186	196	201	195	198	201
본사 방산매출액	733	751	811	837	741	755	766
적용 구리가격(USD)	6,925	5,652	4,777	6,068	6,599	6,200	6,200
원달러환율	1,053	1,131	1,161	1,130	1,101	1,130	1,130

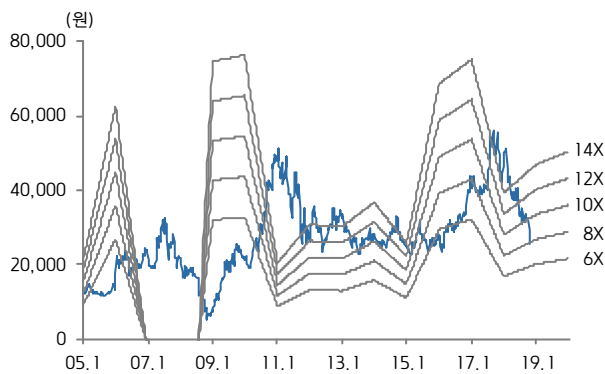
자료: 풍산, 키움증권

풍산 실적전망 변경

(단위: 십억원)	변경전		변경후		%차이	
	2018E	2019E	2018E	2019E	2018E	2019E
매출액	2,883	2,869	2,827	2,850	-1.9	-0.7
별도	2,271	2,256	2,188	2,183	-3.6	-3.2
별도 외	612	613	639	668	4.4	8.8
영업이익	154	185	123	152	-20.3	-17.9
별도	126	145	113	132	-10.1	-9.0
별도 외	28	40	10	20	-65.5	-50.0
영업이익률	5.3	6.5	4.3	5.3		
별도	5.5	6.4	5.2	6.1		
별도 외	4.6	6.5	1.5	3.0		
세전이익	132	159	107	129	-18.8	-18.9
순이익	100	116	79	94	-21.1	-18.9
지배순이익	100	116	79	94	-21.1	-18.9
지배주주 EPS(원)	3,559	4,132	2,807	3,351	-21.1	-18.9
지배주주 BPS(원)	49,400	52,834	48,648	51,301	-1.5	-2.9
지배주주 ROE(%)	7.4	8.1	5.9	6.7		
본사 신동판매량(천톤)	198	201	195	198	-1.7	-1.7
본사 방산매출액	784	799	741	755	-5.5	-5.5
적용 구리가격(USD)	6,599	6,200	6,599	6,200	0.0	0.0
원달러환율	1,098	1,120	1,101	1,130	0.2	0.9

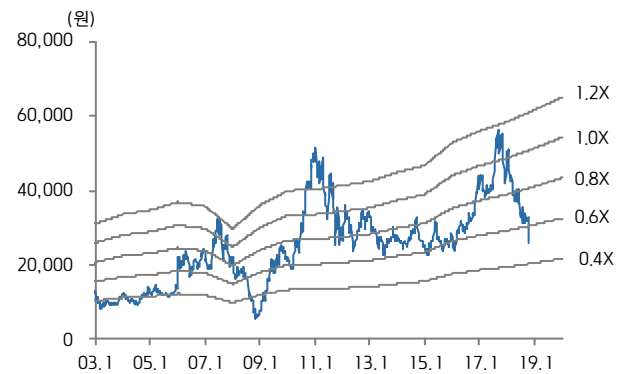
자료: 풍산, 키움증권

풍산 12mf PER 밴드



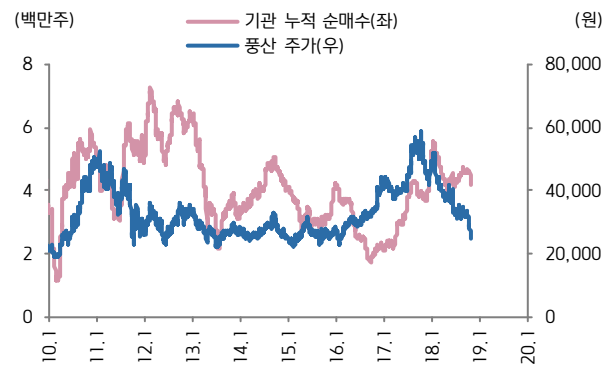
자료: 풍산, 키움증권

풍산 12mf PBR 밴드



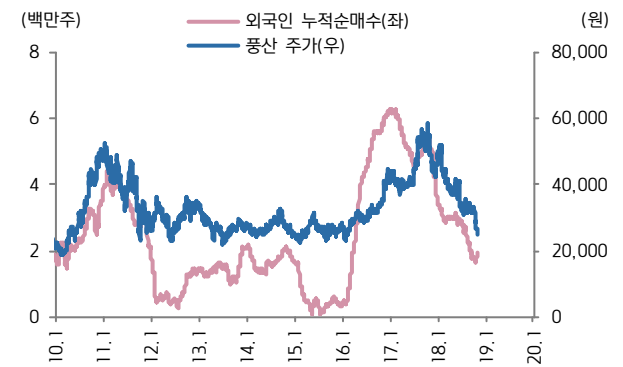
자료: 풍산, 키움증권

풍산 기관 수급



자료: Fn가이드, 키움증권

풍산 외국인 수급



자료: Fn가이드, 키움증권

포괄손익계산서

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2016	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	28,318	29,450	28,275	28,500	28,844
매출원가	24,607	25,365	25,552	25,461	25,669
매출총이익	3,711	4,084	2,723	3,040	3,176
판매비및일반관리비	1,533	1,674	1,496	1,516	1,557
영업이익(보고)	2,178	2,411	1,226	1,523	1,619
영업이익(핵심)	2,178	2,411	1,226	1,523	1,619
영업외손익	-356	-363	-158	-234	-234
이자수익	2	2	3	2	2
배당금수익	0	0	0	0	0
외환이익	541	460	293	0	0
이자비용	319	276	288	276	276
외환손실	508	541	258	0	0
관계기업지분손익	0	1	1	1	1
투자및기타자산처분손익	1	2	5	0	0
금융상품평가및기타금융이익	-108	-20	14	0	0
기타	35	9	72	39	39
법인세차감전이익	1,822	2,048	1,069	1,289	1,385
법인세비용	445	541	281	348	374
유효법인세율 (%)	24.4%	26.4%	26.3%	27.0%	27.0%
당기순이익	1,377	1,507	788	941	1,011
지배주주지분순이익(억원)	1,376	1,506	787	939	1,009
EBITDA	3,019	3,295	2,127	2,424	2,519
현금순이익(Cash Earnings)	2,218	2,391	1,689	1,842	1,910
수정당기순이익	1,458	1,520	774	941	1,011
증감율(% YoY)					
매출액	0.4	4.0	-4.0	0.8	1.2
영업이익(보고)	96.1	10.7	-49.1	24.2	6.3
영업이익(핵심)	96.1	10.7	-49.1	24.2	6.3
EBITDA	57.3	9.1	-35.4	14.0	3.9
지배주주지분 당기순이익	166.8	9.4	-47.8	19.4	7.4
EPS	166.8	9.4	-47.8	19.4	7.4
수정순이익	203.4	4.3	-49.1	21.5	7.4

현금흐름표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2016	2017	2018E	2019E	2020E
영업활동현금흐름	2,463	1,375	2,069	1,767	1,797
당기순이익	1,822	2,048	788	941	1,011
감가상각비	827	864	882	883	883
무형자산상각비	14	21	19	18	16
외환손익	-74	77	-35	0	0
자산처분손익	234	229	-5	0	0
지분법손익	0	-1	-1	-1	-1
영업활동자산부채 증감	108	-1,234	386	-74	-113
기타	-467	-628	35	0	0
투자활동현금흐름	-1,008	-877	-799	-814	-815
투자자산의 처분	-8	-16	8	-2	-2
유형자산의 처분	18	25	35	53	44
유형자산의 취득	-987	-818	-813	-813	-813
무형자산의 처분	4	10	0	0	0
기타	-36	-78	6	0	0
재무활동현금흐름	-1,287	-565	-30	7	-1
단기차입금의 증가	-3,310	-1,835	0	0	0
장기차입금의 증가	2,023	1,270	0	0	0
자본의 증가	0	0	0	0	0
배당금지급	0	0	-224	-196	-196
기타	0	0	194	203	195
현금및현금성자산의순증가	197	-164	1,240	960	980
기초현금및현금성자산	536	733	568	1,809	2,769
기말현금및현금성자산	733	568	1,809	2,769	3,749
Gross Cash Flow	2,355	2,609	1,683	1,841	1,910
Op Free Cash Flow	1,612	616	1,378	1,126	1,156

재무상태표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2016	2017	2018E	2019E	2020E
유동자산	13,807	14,224	14,920	15,984	17,124
현금및현금성자산	733	568	1,809	2,769	3,749
유동금융자산	83	111	107	108	109
매출채권및유동채권	5,530	5,100	4,897	4,936	4,995
채고자산	7,410	8,385	8,051	8,115	8,213
기타유동비금융자산	52	59	57	57	58
비유동자산	13,342	13,071	12,977	12,890	12,806
장기매출채권및기타비유동채권	30	23	22	23	23
투자자산	1,229	1,218	1,215	1,217	1,218
유형자산	11,856	11,559	11,490	11,419	11,348
무형자산	194	248	229	211	195
기타비유동자산	34	22	21	21	22
자산총계	27,149	27,295	27,897	28,875	29,930
유동부채	9,635	9,864	9,713	9,742	9,786
매입채무및기타유동채무	3,402	3,497	3,357	3,384	3,425
단기차입금	3,925	3,548	3,548	3,548	3,548
유동성장기차입금	1,977	2,517	2,517	2,517	2,517
기타유동부채	332	303	290	293	296
비유동부채	5,166	4,339	4,529	4,733	4,929
장기매입채무및비유동채무	57	97	93	94	95
사채및장기차입금	4,187	3,178	3,178	3,178	3,178
기타비유동부채	921	1,064	1,258	1,461	1,656
부채총계	14,801	14,204	14,242	14,475	14,716
자본금	1,401	1,401	1,401	1,401	1,401
주식발행초과금	5,134	5,134	5,134	5,134	5,134
이익잉여금	5,851	6,829	7,391	8,135	8,948
기타자본	-59	-293	-293	-293	-293
지배주주지분자본총계	12,328	13,071	13,633	14,377	15,190
비지배주주지분자본총계	21	21	22	23	24
자본총계	12,348	13,091	13,655	14,400	15,215
순차입금	9,273	8,564	7,328	6,367	5,385
총차입금	10,089	9,243	9,243	9,243	9,243

투자지표

(단위: 원, 배, %)

12월 결산, IFRS 연결	2016	2017	2018E	2019E	2020E
주당지표(원)					
EPS	4,910	5,372	2,807	3,351	3,600
BPS	43,990	46,640	48,648	51,301	54,203
주당EBITDA	10,773	11,758	7,591	8,650	8,987
CFPS	7,915	8,533	6,027	6,572	6,817
DPS	700	800	700	700	700
주당배수(배)					
PER	8.2	8.8	8.9	7.4	6.9
PBR	0.9	1.0	0.5	0.5	0.5
EV/EBITDA	6.8	6.6	9.7	8.1	7.4
PCFR	5.1	5.6	4.1	3.8	3.6
수익성(%)					
영업이익률(보고)	7.7	8.2	4.3	5.3	5.6
영업이익률(핵심)	7.7	8.2	4.3	5.3	5.6
EBITDA margin	10.7	11.2	7.5	8.5	8.7
순이익률	4.9	5.1	2.8	3.3	3.5
자기자본이익률(ROE)	11.8	11.8	5.9	6.7	6.8
투자자본이익률(ROIC)	7.7	8.3	4.3	5.3	5.6
안정성(%)					
부채비율	119.9	108.5	104.3	100.5	96.7
순차입금비율	75.1	65.4	53.7	44.2	35.4
이자보상배율(배)	6.8	8.7	4.3	5.5	5.9
활동성(배)					
매출채권회전율	5.5	5.5	5.7	5.8	5.8
재고자산회전율	3.8	3.7	3.4	3.5	3.5
매입채무회전율	9.7	8.5	8.3	8.5	8.5

Compliance Notice

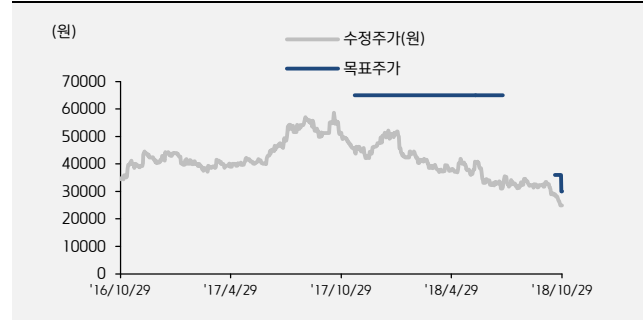
- 당사는 10월 26일 현재 '풍산' 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사는 자료 작성일 현재 동 자료상에 언급된 기업들의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.

투자자의견변동내역(2개년)

종목명	일자	투자의견	목표주가	목표 가격 대상 시점	과리율(%)	
					평균 주가대비	최고 주가대비
풍산 (103140)	2017/11/20	Buy(Initiate)	65,000 원	6개월	-28.05	-19.69
	2018/01/23	Buy(Maintain)	65,000 원	6개월	-33.52	-19.69
담당자변경	2018/10/17	Buy(Re-Initiate)	36,000 원	6개월	-24.06	-19.58
	2018/10/29	Buy(Maintain)	30,000 원	6개월		

*주가는 수정주가를 기준으로 과리율을 산출하였음.

목표주가추이(2개년)



투자의견 및 적용기준

기업	적용기준(6개월)
Buy(매수)	시장대비 +20% 이상 주가 상승 예상
Outperform(시장수익률 상회)	시장대비 +10~+20% 주가 상승 예상
Marketperform(시장수익률)	시장대비 +10~-10% 주가 변동 예상
Underperform(시장수익률 하회)	시장대비 -10~-20% 주가 하락 예상
Sell(매도)	시장대비 -20% 이하 주가 하락 예상

업종	적용기준(6개월)
Overweight (비중확대)	시장대비 +10% 이상 초과수익 예상
Neutral (중립)	시장대비 +10~-10% 변동 예상
Underweight (비중축소)	시장대비 -10% 이상 초과하락 예상

투자등급 비율 통계 (2017/10/1~2018/9/30)

투자등급	건수	비율(%)
매수	164	95.91%
중립	5	2.92%
매도	2	1.17%