



## Outperform(Maintain)

목표주가: 34,000원

주가(4/30): 27,800원

시가총액: 7,791억원

철강/유틸리티

Analyst 이종형

02) 3787-5023

leejh@kiwoom.com

## Stock Data

KOSPI (4/30)		2,203.59pt
52 주 주가동향	최고가	최저가
최고/최저가 대비	41,950원	23,550원
등락률	-33.7%	18.0%
수익률	절대	상대
1W	-3.8%	-6.6%
1M	18.0%	7.9%
1Y	-27.1%	-16.8%

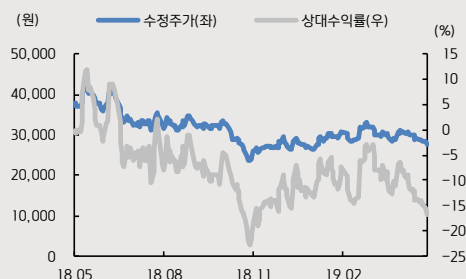
## Company Data

발행주식수	28,024 천주
일평균 거래량(3M)	123천주
외국인 지분율	11.9%
배당수익률(12E)	2.1%
BPS(12E)	52,367원
주요 주주	풍산홀딩스 외 3인 37.0%

## 투자지표

(십억원, IFRS **)	2017	2018	2019E	2020E
매출액	2,945	2,774	2,725	2,751
영업이익	241	108	119	128
EBITDA	330	200	207	215
세전이익	205	87	100	109
순이익	151	62	73	80
지배주주지분순이익	151	62	73	80
EPS(원)	5,372	2,212	2,603	2,849
증감률(%YoY)	9.4	-58.8	17.7	9.5
PER(배)	8.8	12.4	11.0	10.0
PBR(배)	1.02	0.56	0.55	0.51
EV/EBITDA(배)	6.7	8.2	7.4	6.7
영업이익률(%)	8.2	3.9	4.4	4.7
ROE(%)	11.9	4.6	5.1	5.3
순부채비율(%)	65.8	62.4	49.7	40.9

## Price Trend



## 1Q19 실적리뷰

## 풍산 (103140)

## 방산부진 심화로 예상치 하회



1분기 영업이익은 158억원으로 키움증권 추정치 282억원과 컨센서스 255억원을 크게 하회했습니다. 방산 매출액이 1,005억원(-30%YoY)으로 4년래 최저치를 기록하며 5개분기 연속 YoY 감소해 수익성이 예상보다 부진했습니다. 동사 주가의 동행 지표인 구리가격의 상승압력이 향후 높아질 것으로 판단하지만 방산부진이 주가상승 폭을 제한하고 있어 투자조건 Outperform을 유지합니다.

## &gt;&gt;&gt; 1Q19 실적은 방산부진 심화로 예상치 하회

연결 영업이익은 158억원(-18%QoQ, -65%YoY)으로 키움증권 추정치 282억원과 컨센서스 255억원대비 매우 부진했다. 방산 매출액이 1,005억원(-30%YoY)으로 4년래 최저치에 그치면서 예상보다 수익성이 부진했기 때문이다. 신동사업대비 고마진의 방산사업은 매출액이 5개분기 연속 YoY 감소하고 있는데, 수출은 여전히 부진한데다 그동안 상대적으로 견조했던 내수까지도 4Q18부터 주춤하고 있어 우려가 커지고 있다. 본사 신동부문은 경기부진의 영향으로 출하량이 4.7만톤(-6%QoQ, -5%YoY)으로 4Q15이후 최저를 기록했지만 구리가격이 1월을 바닥으로 상승해 재고이익이 발생하며 수익성은 견조했고, 미국 신동 자회사 PMX도 소폭의 흑자를 기록한 것으로 추정된다.

## &gt;&gt;&gt; 구리가격 상승에도 방산부진이 주가상승을 제한

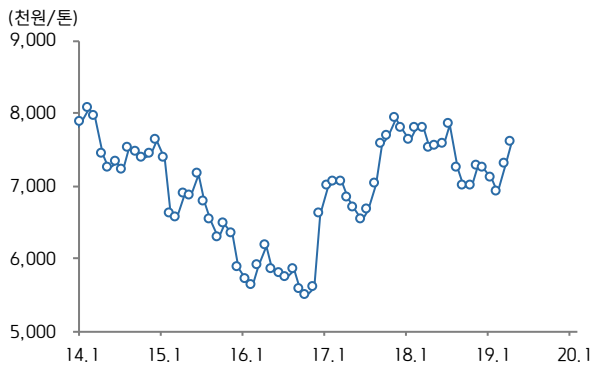
연초 \$6,000대가 붕괴되며 부진했던 구리가격은 이후 미-중 무역분쟁 완화와 중국의 경기지표 호조에 따른 수요회복 기대감으로 완만한 상승세가 유지되고 있다. 4월들어 달러강세가 단기적으로 구리가격의 상승을 제한하고 있지만 미-중 무역협상이 타결점을 찾아가고 있고, 3월이후 중국의 경기지표가 안정을 찾고 있어 하반기로 갈수록 구리가격의 상승압력은 강화될 것으로 전망한다. 신동사업 수익성은 구리가격에 후행하기 때문에 동사의 주가는 향후 구리가격과 함께 상승압력이 강화될 것으로 판단하지만 방산사업의 부진이 지속된다면 주가 상승폭은 제한될 가능성이 있다. 1Q19 실적을 반영해 2019E 및 2020E 지배주주순이익 전망치를 기존대비 각각 6%, 5%씩 하향하지만 현주가가 12mf PBR 0.52X로 PBR밴드 최하단에 위치하고 있음을 감안해 투자조건 Outperform과 목표주가 34,000원(12mf PBR 0.65X)을 유지한다.

## 풍산 1Q19 잠정실적

(단위: 십억원)	1Q19P	키움 추정	%차이	컨센서스	%차이	4Q18	%QoQ	1Q18	%YoY
매출액	580	634	-8.5	633	-8.3	738	-21.3	670	-13.4
별도	433	495	-12.5	482	-10.1	598		517	
별도 외	147	139	5.4	151	-2.7	139		152	
영업이익	15.8	28.2	-44.1	25.5	-38.2	19.3	-18.4	45.2	-65.1
별도	12.8	27.2	-52.9	23.3	-45.0	23.2	-44.8	35.5	-64.0
별도 외	3.0	1.0		2.2		-3.9	흑전	9.6	-69.4
영업이익률	2.7	4.4		4.0		2.6		6.7	
별도	3.0	5.5		4.8		3.9		6.9	
별도 외	2.0	0.7		1.4		-2.8		6.3	
세전이익	11.4	21.8	-47.5	19.1	-40.2	7.7	49.1	47.0	-75.7
순이익	9.1	15.9	-42.7	15.2	-40.2	3.2	188.4	37.2	-75.5
지배순이익	9.1	15.9	-42.7	14.9	-38.8	3.1	192.3	37.2	-75.5
본사 신동판매량(천톤)	46.7	49.6	-5.9			49.6	-5.8	48.9	-4.5
본사 방산매출액	101	149	-32.6			243	-58.6	144	-30.1
적용 구리가격(USD)	6,101	6,000	1.7			6,143	-0.7	6,961	-12.3
원달러환율	1,125	1,120	0.5			1,128	-0.2	1,072	4.9

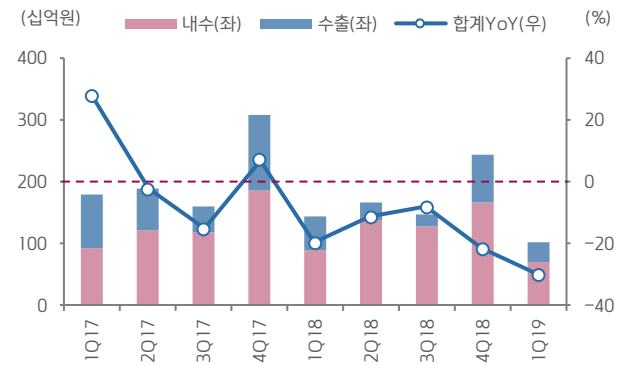
자료: 풍산, 키움증권

## 국내 전기동 고시가격



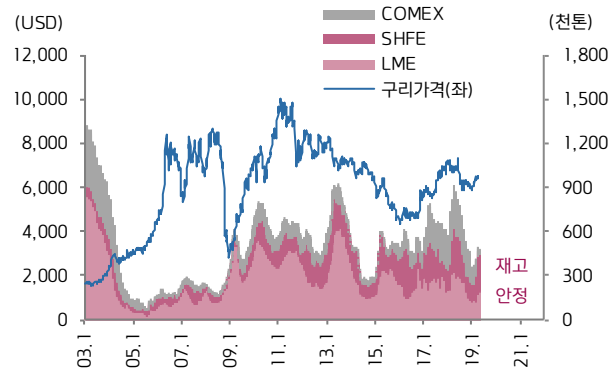
자료: 한국비철금속협회, 키움증권

## 분기별 방산매출액 추이



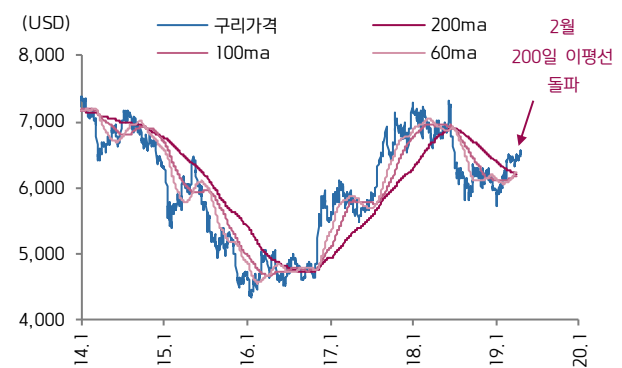
자료: 풍산, 키움증권

## 구리가격과 거래소 재고



자료: Bloomberg, 키움증권

## 구리가격과 이동평균선



자료: Bloomberg, 키움증권

## 풍산 분기실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19E	3Q19E	4Q19E
매출액	670	709	658	738	580	684	670	791
별도	517	556	491	598	433	537	522	644
별도 외	152	153	167	139	147	147	147	147
영업이익	45	32	11	19	16	30	33	41
별도	36	26	22	23	13	28	31	39
별도 외	10	6	-10	-4	3	2	2	2
영업이익률	6.7	4.4	1.7	2.6	2.7	4.4	4.9	5.1
별도	6.9	4.7	4.5	3.9	3.0	5.3	5.9	6.0
별도 외	6.3	3.6	-6.3	-2.8	2.0	1.4	1.4	1.4
세전이익	47	27	6	8	11	25	28	36
순이익	37	21	1	3	9	18	20	25
지배순이익	37	21	1	3	9	18	20	25
본사 신동판매량(천톤)	48.9	51.0	47.2	49.6	46.7	49.6	47.9	50.4
본사 방산매출액	144	166	147	243	101	155	153	257
적용 구리가격(USD)	6,961	6,819	6,414	6,143	6,101	6,400	6,400	6,400
원달러환율	1,072	1,079	1,122	1,128	1,125	1,150	1,150	1,150

자료: 풍산, 키움증권

## 풍산 연간실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)	2015	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
매출액	2,820	2,832	2,945	2,774	2,725	2,751	2,750
별도	2,041	2,034	2,257	2,163	2,137	2,163	2,162
별도 외	779	797	688	612	588	588	588
영업이익	111	218	241	108	119	128	135
별도	114	170	188	107	110	120	127
별도 외	-3	48	53	1	9	8	8
영업이익률	3.9	7.7	8.2	3.9	4.4	4.6	4.9
별도	5.6	8.3	8.3	4.9	5.2	5.5	5.9
별도 외	-0.4	6.1	7.8	0.1	1.5	1.4	1.4
세전이익	80	182	205	87	100	109	118
순이익	52	138	151	62	73	80	86
지배순이익	52	138	151	62	73	80	86
지배주주 EPS(원)	1,841	4,910	5,372	2,212	2,603	2,849	3,069
지배주주 BPS(원)	38,930	43,990	46,640	49,144	52,367	55,737	59,326
지배주주 ROE(%)	4.8	11.8	11.9	4.6	5.1	5.3	5.3
본사 신동판매량(천톤)	186	196	201	197	195	192	190
본사 방산매출액	751	811	837	700	666	680	694
적용 구리가격(USD)	5,652	4,777	6,068	6,584	6,325	6,400	6,400
원달러환율	1,131	1,161	1,130	1,100	1,144	1,150	1,150

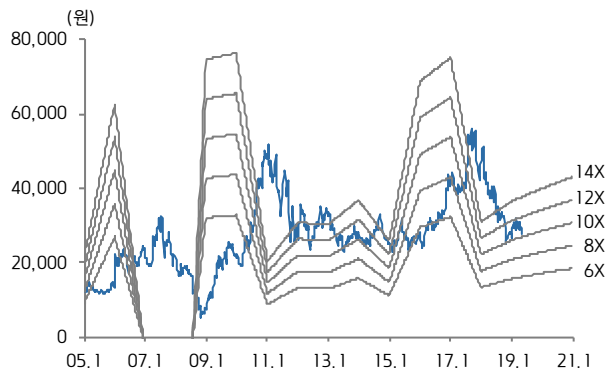
자료: 풍산, 키움증권

## 풍산 실적전망 변경

(단위: 십억원)	변경전		변경후		%차이	
	2019E	2020E	2019E	2020E	2019E	2020E
매출액	2,662	2,695	2,725	2,751	2.4	2.1
별도	2,104	2,138	2,137	2,163	1.6	1.2
별도 외	558	558	588	588	5.4	5.4
영업이익	131	140	119	128	-9.1	-8.9
별도	127	136	110	120	-13.3	-12.1
별도 외	4	4	9	8	123.8	100.0
영업이익률	4.9	5.2	4.4	4.6		
별도	6.0	6.4	5.2	5.5		
별도 외	0.7	0.7	1.5	1.4		
세전이익	106	115	100	109	-5.6	-4.8
순이익	77	84	73	80	-5.6	-4.8
지배순이익	77	84	73	80	-5.5	-4.6
지배주주 EPS(원)	2,755	2,988	2,603	2,849	-5.5	-4.6
지배주주 BPS(원)	50,210	52,599	52,367	55,737	4.3	6.0
지배주주 ROE(%)	5.6	5.8	5.1	5.3		
본사 신동판매량(천톤)	200	202	195	192	-2.5	-4.9
본사 방산매출액	713	722	666	680	-6.5	-5.8
적용 구리가격(USD)	6,000	6,000	6,325	6,400	5.4	6.7
원달러환율	1,120	1,120	1,144	1,150	2.1	2.7

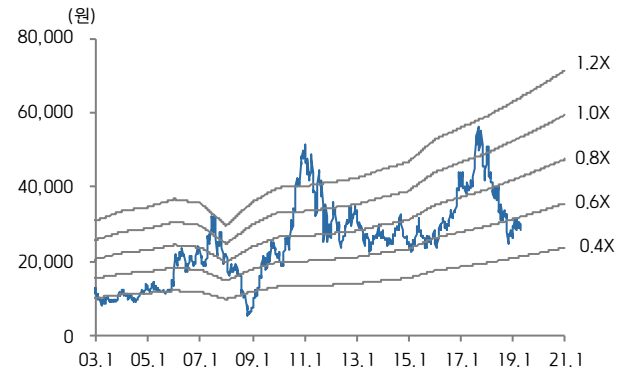
자료: 풍산, 키움증권

## 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: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
<b>매출액</b>	2,945	2,774	2,725	2,751	2,750
매출원가	2,537	2,507	2,444	2,458	2,447
매출총이익	408	267	281	293	303
판매비	167	160	161	165	168
<b>영업이익</b>	241	108	119	128	135
<b>EBITDA</b>	330	200	207	215	221
영업외손익	-36	-20	-19	-18	-17
이자수익	0	1	1	2	3
이자비용	28	29	26	26	26
외환관련이익	46	43	0	0	0
외환관련손실	54	41	0	0	0
중속 및 관계기업손익	0	0	0	0	0
기타	0	6	6	6	6
<b>법인세차감전이익</b>	205	87	100	109	118
법인세비용	54	25	27	30	32
계속사업순이익	151	62	73	80	86
<b>당기순이익</b>	151	62	73	80	86
<b>지배주주순이익</b>	151	62	73	80	86
<b>증감율 및 수익성 (%)</b>					
매출액 증감율	4.0	-5.8	-1.8	1.0	0.0
영업이익 증감율	10.7	-55.2	10.2	7.6	5.5
EBITDA 증감율	9.3	-39.4	3.5	3.9	2.8
지배주주순이익 증감율	9.7	-58.9	17.7	9.6	7.5
EPS 증감율	9.4	-58.8	17.7	9.5	7.7
매출총이익율(%)	13.9	9.6	10.3	10.7	11.0
영업이익률(%)	8.2	3.9	4.4	4.7	4.9
EBITDA Margin(%)	11.2	7.2	7.6	7.8	8.0
지배주주순이익률(%)	5.1	2.2	2.7	2.9	3.1

## 재무상태표

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
<b>유동자산</b>	1,422	1,362	1,369	1,472	1,579
현금 및 현금성자산	57	56	86	177	284
단기금융자산	11	10	10	10	10
매출채권 및 기타채권	499	406	399	402	402
재고자산	839	871	856	864	864
기타유동자산	27	29	28	29	29
<b>비유동자산</b>	1,307	1,307	1,287	1,280	1,274
투자자산	10	15	4	4	4
유형자산	1,156	1,145	1,140	1,135	1,131
무형자산	25	22	19	16	14
기타비유동자산	116	125	124	125	125
<b>자산총계</b>	2,729	2,668	2,656	2,752	2,852
<b>유동부채</b>	986	840	738	739	739
매입채무 및 기타채무	289	221	219	220	220
단기금융부채	611	565	465	465	465
기타유동부채	86	54	54	54	54
<b>비유동부채</b>	434	449	449	449	449
장기금융부채	318	362	362	362	362
기타비유동부채	116	87	87	87	87
<b>부채총계</b>	1,420	1,289	1,187	1,188	1,188
<b>지배지분</b>	1,307	1,377	1,468	1,562	1,663
자본금	140	140	140	140	140
자본잉여금	495	495	495	495	495
기타자본	0	0	0	0	0
기타포괄손익누계액	-10	0	34	68	103
이익잉여금	683	743	799	859	925
비지배지분	2	2	2	2	2
<b>자본총계</b>	1,309	1,379	1,470	1,564	1,665

## 현금흐름표

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
<b>영업활동 현금흐름</b>	137	81	203	174	194
당기순이익	0	0	73	80	86
비현금항목의 가감	152	164	183	184	184
유형자산감가상각비	86	89	85	84	84
무형자산감가상각비	2	3	3	3	2
지분법평가손익	0	0	0	0	0
기타	64	72	95	97	98
영업활동자산부채증감	-123	-83	21	-14	0
매출채권및기타채권의감소	15	91	7	-4	0
재고자산의감소	-123	-28	16	-8	0
매입채무및기타채무의증가	34	-74	-2	1	0
기타	-49	-72	0	-3	0
기타현금흐름	108	0	-74	-76	-76
<b>투자활동 현금흐름</b>	-88	-75	-68	-80	-80
유형자산의 취득	-82	-74	-80	-80	-80
유형자산의 처분	2	2	0	0	0
무형자산의 순취득	1	0	0	0	0
투자자산의감소(증가)	-1	-5	11	0	0
단기금융자산의감소(증가)	-3	1	0	0	0
기타	-5	1	1	0	0
<b>재무활동 현금흐름</b>	-57	-8	-117	-17	-20
차입금의 증가(감소)	-57	-8	-100	0	0
자본금, 자본잉여금의 증감	0	0	0	0	0
자기주식처분(취득)	0	0	0	0	0
배당금지급	0	0	-17	-17	-20
기타	0	0	0	0	0
기타현금흐름	-10	1	13	13	13
<b>현금 및 현금성자산의 순증가</b>	-16	-1	30	91	107
기초현금 및 현금성자산	73	57	56	86	177
기말현금 및 현금성자산	57	56	86	177	284

## 투자지표

(단위: 원 십억원, 배, %)

12월 결산, IFRS 연결	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
<b>주당지표(원)</b>					
EPS	5,372	2,212	2,603	2,849	3,069
BPS	46,640	49,144	52,367	55,737	59,326
CFPS	10,786	8,061	9,142	9,411	9,642
DPS	800	600	600	700	700
<b>주가배수(배)</b>					
PER	8.8	12.4	11.0	10.0	9.3
PER(최고)	11.0	23.9	12.8		
PER(최저)	6.9	10.2	10.1		
PBR	1.02	0.56	0.55	0.51	0.48
PBR(최고)	1.26	1.08	0.63		
PBR(최저)	0.79	0.46	0.50		
PSR	0.45	0.28	0.29	0.29	0.29
PCFR	4.4	3.4	3.1	3.0	3.0
EV/EBITDA	6.7	8.2	7.4	6.7	6.0
<b>주요비율(%)</b>					
배당성향(% , 보통주, 현금)	14.9	27.1	23.0	24.5	22.8
배당수익률(% , 보통주, 현금)	1.7	2.2	2.1	2.4	2.4
ROA	5.5	2.3	2.7	3.0	3.1
ROE	11.9	4.6	5.1	5.3	5.3
ROIC	7.9	3.9	4.0	4.3	4.5
매출채권회전율	5.6	6.1	6.8	6.9	6.8
재고자산회전율	3.7	3.2	3.2	3.2	3.2
부채비율	108.5	93.4	80.7	75.9	71.3
순차입금비용	65.8	62.4	49.7	40.9	32.0
이자보상배율	8.7	3.8	4.7	5.0	5.3
<b>총차입금</b>	929	927	827	827	827
순차입금	861	861	731	640	533
NOPLAT	330	200	207	215	221
FCF	56	22	116	87	105

## Compliance Notice

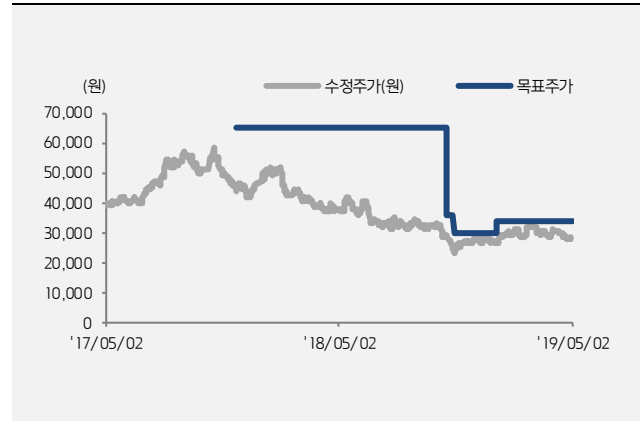
- 당사는 5월 1일 현재 '풍산(103140)' 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사는 자료 작성일 현재 동 자료상에 언급된 기업들의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.

## 투자자의견변동내역(2개년)

종목명	일자	투자의견	목표주가	목표 가격 대상 사점	과리율(%)	
					평균 주가대비	최고 주가대비
풍산 (103140)	2017/11/20	Buy(Initiate)	65,000 원	6 개월	-28.05	-19.69
	2018/01/23	Buy(Maintain)	65,000 원	6 개월	-33.52	-19.69
담당자변경	2018/10/17	Buy(Re-Initiate)	36,000 원	6 개월	-25.21	-19.58
	2018/10/29	Buy(Maintain)	30,000 원	6 개월	-9.68	-1.83
	2019/01/03	Buy(Maintain)	34,000 원	6 개월	-14.61	-10.29
	2019/02/01	Outperform (Downgrade)	34,000 원	6 개월	-12.37	-3.09
	2019/05/02	Outperform (Maintain)	34,000 원	6 개월		

\*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 (2018/4/1~2019/3/31)

투자등급	건수	비율(%)
매수	176	96.70%
중립	6	3.30%
매도	0	0.00%