



Buy(Upgrade)

목표주가: 32,000원
주가(7/9): 25,400원
시가총액: 7,118억원

철강/유틸리티

Analyst 이종형
02) 3787-5023
leejh@kiwoom.com

Stock Data

KOSPI (7/9)		2,052.03pt
52 주 주가동향	최고가	최저가
최고/최저가 대비	35,500 원	23,550원
등락률	-28.5%	7.9%
수익률	절대	상대
1W	-1.4%	-0.4%
1M	-13.0%	-12.5%
1Y	-21.0%	-12.0%

Company Data

발행주식수	28,024 전주
일평균 거래량(3M)	93전주
외국인 지분율	10.4%
배당수익률(12E)	2.3%
BPS(12E)	52,258원
주요 주주	풍산홀딩스 외 3인 37.9%

투자지표

(십억원, IFRS **)	2017	2018	2019E	2020E
매출액	2,945	2,774	2,669	2,658
영업이익	241	108	111	125
EBITDA	330	200	200	212
세전이익	205	87	96	107
순이익	151	62	70	78
지배주주지분순이익	151	62	70	78
EPS(원)	5,372	2,212	2,494	2,780
증감률(%YoY)	9.4	-58.8	12.8	11.5
PER(배)	8.8	12.4	10.2	9.2
PBR(배)	1.02	0.56	0.49	0.46
EV/EBITDA(배)	6.7	8.2	7.2	6.3
영업이익률(%)	8.2	3.9	4.2	4.7
ROE(%)	11.9	4.6	4.9	5.2
순부채비율(%)	65.8	62.4	48.5	38.9

Price Trend



풍산 (103140)

부진하지만 하반기 개선 기대



2분기 영업이익은 242억원으로 키움증권 기존 추정치 303억원과 컨센서스 333억원을 하회할 것으로 예상됩니다. 신동제품 출하량이 부진했고, 한화 대전공장 폭발사고 이후 일부 방산 제품생산에도 차질이 있었던 것으로 추정됩니다. 단, 구리가격은 향후 추가하락보다 상승반전 가능성이 높고, 한화 대전공장도 재가동을 시작해 하반기 실적은 상반기보다 개선될 전망입니다. 이에 투자 의견을 Buy로 상향합니다.

>>> 2Q19 실적은 신동/방산 모두 예상보다 부진 전망

연결 영업이익은 242억원(+53%QoQ, -23%YoY)으로 키움증권 기존 추정치 303억원과 컨센서스 333억원을 하회할 전망이다. 별도 영업이익은 232억원(+81%QoQ, -11%YoY)으로 기존 추정치 283억원보다 부진할 것으로 예상하는데, 1) 성수기에도 불구하고 신동제품 출하량이 4.8만톤(-7%YoY)에 그쳤고, 2) 방산 매출액도 1,350억원(-19%YoY)으로 당초 예상보다 -10% 이상 부진할 전망이다. 방산매출 부진은 2월에 있었던 한화 대전공장 폭발사고이후 화약조달에 차질이 발생하면서 일부 제품생산이 부족했던 것으로 추정한다. 5월초 미-중 무역협상이 불발된 이후 구리가격이 하락반전 하면서 연결 신동자회사들의 실적도 부진이 예상된다.

>>> 하반기 구리가격 반등기대, 방산도 3Q 회복 전망

현재 \$5,800~5,900 수준에서 바닥을 다지고 있는 구리가격은 중국의 유동성 및 인프라투자 확대를 통한 경기부양으로 향후 상승압력이 높아질 전망이다. 이에 따라 하반기 신동부문 수익성은 점진적 회복이 기대된다. 방산부문도 한화 대전공장이 5월말부터 가동을 재개해 화약조달이 가능해지면서 제품생산 차질 해소와 함께 3Q부터 매출이 정상화될 전망이다. 이를 감안시 하반기 영업이익은 3Q19 329억원, 4Q 386억원으로 전망한다.

>>> 목표주가 하향하지만 투자 의견은 상향

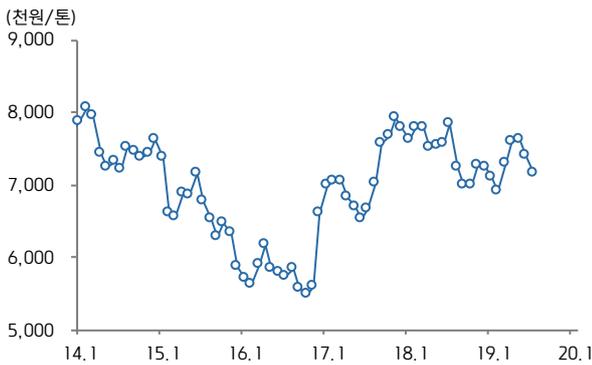
2Q19 실적전망과 낮아진 구리가격을 감안해 2019E 및 2020E 지배주주EPS 전망치를 기존대비 각각 4%, 2% 하향하고 목표주가를 기존 34,000원에서 32,000원(12mf PBR 0.6X)으로 하향한다. 하지만, 최근 주가 하락으로 높아진 Valuation매력과 하반기 방산매출 회복전망을 감안해 투자 의견은 기존 Outperform에서 Buy로 상향한다. 현 주가는 12mf PBR 0.47X로 역사적 PBR밴드 저점수준에 위치해 추가하락이 제한될 것으로 판단한다.

풍산 2Q19 실적 프리뷰

(단위: 십억원)	2Q19E	기존 추정	%차이	컨센서스	%차이	1Q19	%QoQ	2Q18	%YoY
매출액	649	684	-5.1	664	-2.3	580	11.8	709	-8.5
별도	502	537	-6.6	521	-3.7	433		556	
별도 외	147	147	0.0	143	2.9	147		153	
영업이익	24.2	30.3	-20.3	33.3	-27.4	15.8	53.3	31.5	-23.4
별도	23.2	28.3	-18.2	29.4	-21.1	12.8	80.8	26.0	-10.9
별도 외	1.0	2.0		3.9		3.0	-66.1	5.6	-82.0
영업이익률	3.7	4.4		5.0		2.7		4.4	
별도	4.6	5.3		5.6		3.0		4.7	
별도 외	0.7	1.4		2.8		2.0		3.6	
세전이익	20.3	25.3	-19.7	25.6	-20.6	11.4	77.7	26.9	-24.5
순이익	14.8	18.5	-19.7	17.1	-13.4	9.1	62.9	20.6	-27.9
지배순이익	14.8	18.5	-19.7	19.5	-24.1	9.1	62.9	20.6	-27.8
본사 신동판매량(천톤)	47.7	49.6	-3.7			46.7	2.2	51.0	-6.5
본사 방산매출액	135	155	-13.0			101	34.3	166	-18.9
적용 구리가격(USD)	6,308	6,400	-1.4			6,101	3.4	6,819	-7.5
원달러환율	1,166	1,150	1.4			1,125	3.6	1,079	8.1

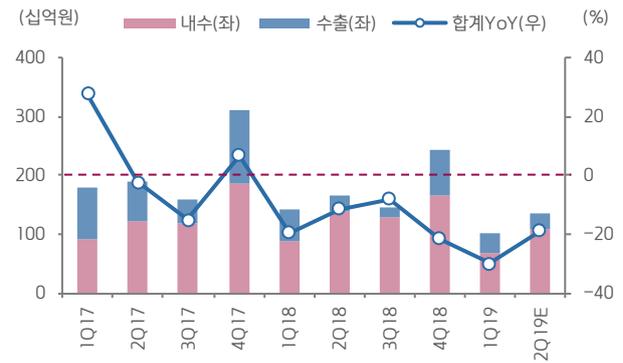
자료: 풍산, 키움증권

국내 전기동 고시가격



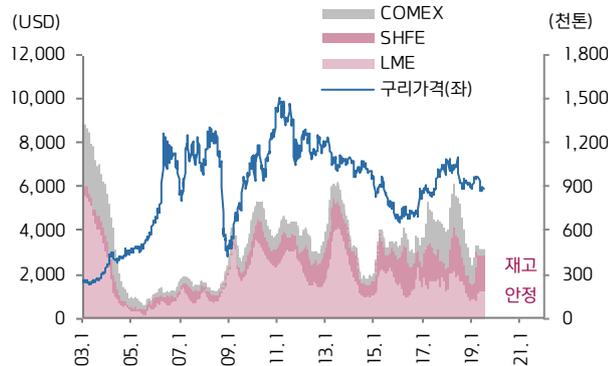
자료: 한국비철금속협회, 키움증권

분기별 방산매출액 추이



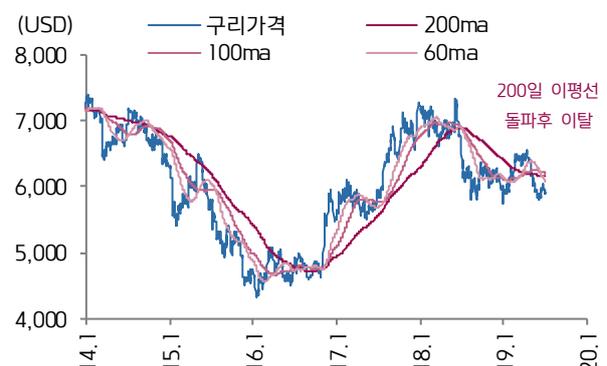
자료: 풍산, 키움증권

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	649	659	781
별도	517	556	491	598	433	502	512	634
별도 외	152	153	167	139	147	147	147	147
영업이익	45	32	11	19	16	24	33	39
별도	36	26	22	23	13	23	30	36
별도 외	10	6	-10	-4	3	1	3	3
영업이익률	6.7	4.4	1.7	2.6	2.7	3.7	5.0	4.9
별도	6.9	4.7	4.5	3.9	3.0	4.6	5.8	5.6
별도 외	6.3	3.6	-6.3	-2.8	2.0	0.7	2.0	2.0
세전이익	47	27	6	8	11	20	29	35
순이익	37	21	1	3	9	15	21	25
지배순이익	37	21	1	3	9	15	21	25
본사 신동판매량(천톤)	48.9	51.0	47.2	49.6	46.7	47.7	48.2	50.7
본사 방산매출액	144	166	147	243	101	135	154	259
적용 구리가격(USD)	6,961	6,819	6,414	6,143	6,101	6,308	6,000	6,000
원달러환율	1,072	1,079	1,122	1,128	1,125	1,166	1,180	1,180

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	2,669	2,658	2,647
별도	2,041	2,034	2,257	2,163	2,081	2,070	2,059
별도 외	779	797	688	612	588	588	588
영업이익	111	218	241	108	111	125	131
별도	114	170	188	107	101	113	119
별도 외	-3	48	53	1	10	12	12
영업이익률	3.9	7.7	8.2	3.9	4.2	4.7	5.0
별도	5.6	8.3	8.3	4.9	4.9	5.4	5.8
별도 외	-0.4	6.1	7.8	0.1	1.7	2.0	2.0
세전이익	80	182	205	87	96	107	115
순이익	52	138	151	62	70	78	84
지배순이익	52	138	151	62	70	78	84
지배주주 EPS(원)	1,841	4,910	5,372	2,212	2,494	2,780	2,982
지배주주 BPS(원)	38,930	43,990	46,640	49,144	52,258	55,559	59,061
지배주주 ROE(%)	4.8	11.8	11.9	4.6	4.9	5.2	5.2
본사 신동판매량(천톤)	186	196	201	197	193	190	187
본사 방산매출액	751	811	837	700	649	664	678
적용 구리가격(USD)	5,652	4,777	6,068	6,584	6,102	6,000	6,000
원달러환율	1,131	1,161	1,130	1,100	1,163	1,180	1,180

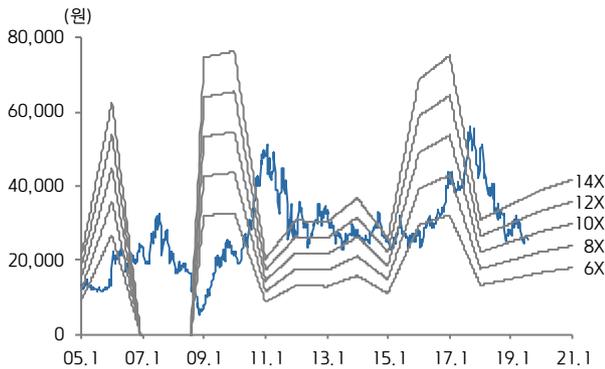
자료: 풍산, 키움증권

풍산 실적전망 변경

(단위: 십억원)	변경전		변경후		%차이	
	2019E	2020E	2019E	2020E	2019E	2020E
매출액	2,725	2,751	2,669	2,658	-2.1	-3.4
별도	2,137	2,163	2,081	2,070	-2.6	-4.3
별도 외	588	588	588	588	0.0	0.0
영업이익	119	128	111	125	-6.5	-2.3
별도	110	120	101	113	-8.0	-5.8
별도 외	9	8	10	12	11.2	50.0
영업이익률	4.4	4.6	4.2	4.7		
별도	5.2	5.5	4.9	5.4		
별도 외	1.5	1.4	1.7	2.0		
세전이익	100	109	96	107	-4.2	-2.4
순이익	73	80	70	78	-4.2	-2.4
지배순이익	73	80	70	78	-4.2	-2.4
지배주주 EPS(원)	2,603	2,849	2,494	2,780	-4.2	-2.4
지배주주 BPS(원)	52,367	55,737	52,258	55,559	-0.2	-0.3
지배주주 ROE(%)	5.1	5.3	4.9	5.2		
본사 신동판매량(천톤)	195	192	193	190	-0.7	-1.3
본사 방산매출액	666	680	649	664	-2.6	-2.4
적용 구리가격(USD)	6,325	6,400	6,102	6,000	-3.5	-6.3
원달러환율	1,144	1,150	1,163	1,180	1.7	2.6

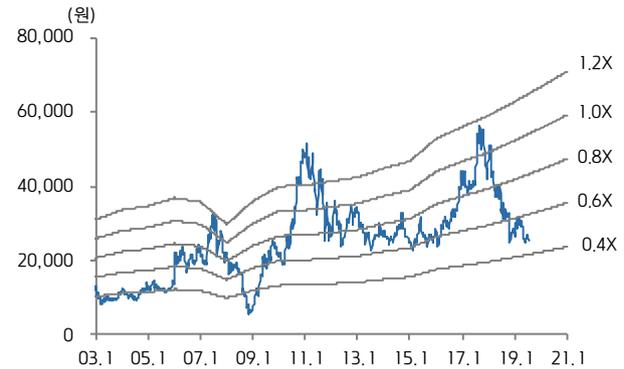
자료: 풍산, 키움증권

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
매출액	2,945	2,774	2,669	2,658	2,647
매출원가	2,537	2,507	2,400	2,375	2,355
매출총이익	408	267	268	284	292
판매비	167	160	157	159	161
영업이익	241	108	111	125	131
EBITDA	330	200	200	212	218
영업외손익	-36	-20	-16	-18	-17
이자수익	0	1	1	2	3
이자비용	28	29	26	26	26
외환관련이익	46	43	10	0	0
외환관련손실	54	41	6	0	0
종속 및 관계기업손익	0	0	0	0	0
기타	0	6	5	6	6
법인세차감전이익	205	87	96	107	115
법인세비용	54	25	26	29	31
계속사업순손익	151	62	70	78	84
당기순이익	151	62	70	78	84
지배주주순이익	151	62	70	78	84
증감율 및 수익성 (%)					
매출액 증감율	4.0	-5.8	-3.8	-0.4	-0.4
영업이익 증감율	10.7	-55.2	2.8	12.6	4.8
EBITDA 증감율	9.3	-39.4	0.0	6.0	2.8
지배주주순이익 증감율	9.7	-58.9	12.9	11.4	7.7
EPS 증감율	9.4	-58.8	12.8	11.5	7.3
매출총이익율(%)	13.9	9.6	10.0	10.7	11.0
영업이익률(%)	8.2	3.9	4.2	4.7	4.9
EBITDA Margin(%)	11.2	7.2	7.5	8.0	8.2
지배주주순이익률(%)	5.1	2.2	2.6	2.9	3.2

재무상태표

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
유동자산	1,422	1,362	1,363	1,463	1,567
현금 및 현금성자산	57	56	106	210	319
단기금융자산	11	10	10	10	10
매출채권 및 기타채권	499	406	390	389	387
재고자산	839	871	838	835	831
기타유동자산	27	29	29	29	30
비유동자산	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
자산총계	2,729	2,668	2,651	2,743	2,840
유동부채	986	840	735	735	734
매입채무 및 기타채무	289	221	216	216	215
단기금융부채	611	565	465	465	465
기타유동부채	86	54	54	54	54
비유동부채	434	449	449	449	449
장기금융부채	318	362	362	362	362
기타비유동부채	116	87	87	87	87
부채총계	1,420	1,289	1,184	1,184	1,183
지배지분	1,307	1,377	1,465	1,557	1,655
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	796	854	918
비지배지분	2	2	2	2	2
자본총계	1,309	1,379	1,467	1,559	1,657

현금흐름표

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
영업활동 현금흐름	137	81	223	188	195
당기순이익	0	0	70	78	84
비현금항목의 가감	152	164	182	183	183
유형자산감가상각비	86	89	85	84	84
무형자산감가상각비	2	3	3	3	2
지분법평가손익	0	0	0	0	0
기타	64	72	94	96	97
영업활동자산부채증감	-123	-83	44	2	5
매출채권및기타채권의감소	15	91	15	2	2
재고자산의감소	-123	-28	33	3	3
매입채무및기타채무의증가	34	-74	-5	0	0
기타	-49	-72	1	-3	0
기타현금흐름	108	0	-73	-75	-77
투자활동 현금흐름	-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
재무활동 현금흐름	-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
현금 및 현금성자산의 순증가	-16	-1	51	104	109
기초현금 및 현금성자산	73	57	56	106	210
기말현금 및 현금성자산	57	56	106	210	319

투자지표

(단위: 원 십억원, %, 배)

12월 결산, IFRS 연결	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
주당지표(원)					
EPS	5,372	2,212	2,494	2,780	2,982
BPS	46,640	49,144	52,258	55,559	59,061
CFPS	10,786	8,061	8,986	9,304	9,510
DPS	800	600	600	700	700
주가배수(배)					
PER	8.8	12.4	10.2	9.2	8.6
PER(최고)	11.0	23.9	13.3		
PER(최저)	6.9	10.2	9.6		
PBR	1.02	0.56	0.49	0.46	0.43
PBR(최고)	1.26	1.08	0.64		
PBR(최저)	0.79	0.46	0.46		
PSR	0.45	0.28	0.27	0.27	0.27
PCFR	4.4	3.4	2.8	2.7	2.7
EV/EBITDA	6.7	8.2	7.2	6.3	5.6
주요비율(%)					
배당성향(%(보통주, 현금))	14.9	27.1	24.0	25.2	23.4
배당수익률(%(보통주, 현금))	1.7	2.2	2.3	2.7	2.7
ROA	5.5	2.3	2.6	2.9	3.0
ROE	11.9	4.6	4.9	5.2	5.2
ROIC	7.9	3.9	3.7	4.3	4.5
매출채권회전율	5.6	6.1	6.7	6.8	6.8
재고자산회전율	3.7	3.2	3.1	3.2	3.2
부채비율	108.5	93.4	80.7	75.9	71.4
순차입금비율	65.8	62.4	48.5	38.9	30.1
이자보상배율	8.7	3.8	4.4	4.9	5.1
총차입금	929	927	827	827	827
순차입금	861	861	711	607	498
NOPLAT	330	200	200	212	218
FCF	56	22	133	100	107

Compliance Notice

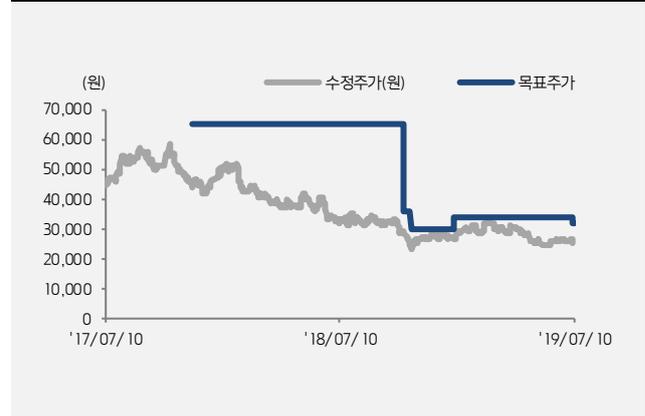
- 당사는 7월 9일 현재 '풍산(103140)' 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사는 자료 작성일 현재 동 자료상에 언급된 기업들의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.

투자의견변동내역(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	-25.21	-19.58
	2018/10/29	Buy(Maintain)	30,000 원	6개월	-9.68	-1.83
	2019/01/03	Buy(Maintain)	34,000 원	6개월	-14.61	-10.29
	2019/02/01	Outperform (Downgrade)	34,000 원	6개월	-12.47	-3.09
	2019/05/02	Outperform (Maintain)	34,000 원	6개월	-16.55	-3.09
	2019/07/10	Buy(Upgrade)	32,000 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 (2018/7/1~2019/6/30)

투자등급	건수	비율(%)
매수	161	95.83%
중립	7	4.17%
매도	0	0.00%