



Buy(Maintain)

목표주가: 32,000원

주가(7/30): 24,100원

시가총액: 6,754억원



철강/유틸리티

Analyst 이종형

02) 3787-5023

leejh@kiwoom.com

Stock Data

KOSPI (7/30)	2,038.68pt	
52 주 주가동향	최고가	최저가
최고/최저가 대비	35,250원	23,550원
등락률	-31.6%	2.3%
수익률	절대	상대
1W	-6.9%	-2.8%
1M	-19.3%	-12.6%
1Y	-27.8%	-18.8%

Company Data

발행주식수	28,024 천주
일평균 거래량(3M)	80천주
외국인 지분율	10.2%
배당수익률(12E)	2.5%
BPS(12E)	51,393원
주요 주주	풍산홀딩스 외 3인
	38.0%

투자지표

(십억원 IFRS **)	2017	2018	2019E	2020E
매출액	2,945	2,774	2,559	2,612
영업이익	241	108	78	106
EBITDA	330	200	166	193
세전이익	205	87	63	88
순이익	151	62	46	64
지배주주지분순이익	151	62	46	64
EPS(원)	5,372	2,212	1,629	2,283
증감률(%YoY)	9.4	-58.8	-26.4	40.1
PER(배)	8.8	12.4	14.7	10.5
PBR(배)	1.02	0.56	0.47	0.44
EV/EBITDA(배)	6.7	8.2	8.2	6.7
영업이익률(%)	8.2	3.9	3.0	4.1
ROE(%)	11.9	4.6	3.2	4.3
순부채비율(%)	65.8	62.4	47.8	41.2

Price Trend



✓ 2Q19 실적리뷰

풍산 (103140)

신동과 방산 모두 수익성 부진



2분기 영업이익은 85억원으로 키움증권 추정치 242억원을 하회했습니다. 1) 본사 신동 출하량이 부진했고 2) 방산도 생산차질로 수익성이 예상보다 저조했으며 3) PMX도 적자전환 했습니다. 어디하나 좋아지는 모습이 아직 안보이지만 3분기 이후 구리가격 반등과 방산매출 정상화가 기대되면 PBR밴드 저점에 위치한 현 주가는 중장기 관점에서 매수접근이 가능한 시점으로 판단합니다.

>> 2Q19 실적은 신동/방산 모두 예상보다 부진

연결 영업이익은 85억원(-46%QoQ, -73%YoY)으로 1Q19 43억원 이후 최저치를 기록하며 키움증권 추정치 242억원과 컨센서스 310억원을 하회했다. 별도 영업이익은 168억원(+31%QoQ, -25%YoY)로 키움증권 추정치 232억원을 하회했는데 1) 신동제품 출하량이 4.4만톤(-5%QoQ, -13%YoY)로 4Q11 4.2만톤 이후 최악의 부진을 기록했고, 2) 방산부문도 매출액은 1,370억원(+36% QoQ, -18%YoY)으로 예상치에 부합했지만 생산차질에 따른 고정비 부담으로 수익성이 예상보다 저조했던 것으로 추정된다. 한편, 연결 영업이익이 별도 영업이익보다 부진했는데 미국 PMX가 신동제품 출하부진과 구리재 고관련 손실로 영업적자를 기록하는 등 해외 신동 자회사들이 부진했다.

>> 하반기 구리가격 반등기대, 방산도 3Q 회복 전망

6월이후 \$5,800~6,000 수준에서 바닥을 다지고 있는 구리가격은 7월말 미국의 금리인하 이후 중국의 유동성 및 인프라투자 확대를 통한 경기부양 본격화로 향후 상승압력이 높아질 전망이며 이에 따라 하반기 신동부문 수익성은 점진적 회복이 기대된다. 방산부문도 2Q 생산차질의 원인이었던 한화 대전공장이 5월말부터 가동을 재개해 화약조달이 가능해지면서 3Q부터 내수를 중심으로 매출이 정상화될 전망이다. 단, PMX는 신동제품 출하부진이 여전히 진행되고 있어 수익성에 대한 기대치는 낮출 필요가 있다. 이를 감안시 하반기 영업이익은 3Q19 217억원, 4Q19 321억원으로 전망하며 2019E 및 2020E 지배주주EPS 전망치를 각각 -35%, -18% 하향한다.

>> 부진한 업황이지만 더 나빠지기 어려운건 분명

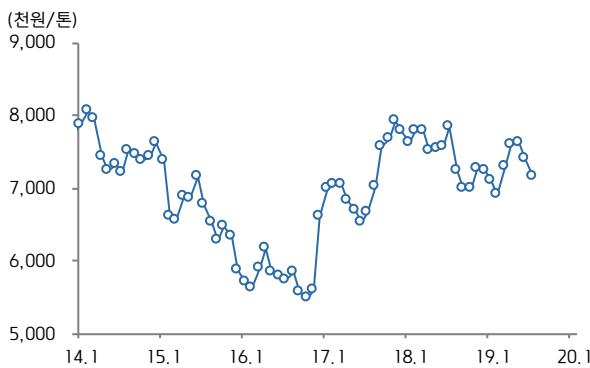
신동과 방산 모두 부진이 지속되고 있지만 더 나빠지기도 어려운 상황임은 분명하다. 모멘텀 부재로 주가는 단기적으로 부진이 지속될 수 있지만 실적측면에서 2Q19가 바닥일 가능성성이 높고 현 주가는 12mf PBR 0.46X로 역사적 PBR밴드 최저점수준에 위치해 있다는 점을 감안하면 중장기 관점에서 저점 매수 접근이 가능한 시점으로 판단한다. 투자의견 Buy와 목표주가 32,000원 (12mf PBR 0.6X)을 유지한다.

풍산 2Q19 잠정실적

(단위: 십억원)	2Q19P	기준 추정	%차이	컨센서스	%차이	1Q19	%QoQ	2Q18	%YoY
매출액	601	649	-7.4	658	-8.7	580	3.6	709	-15.3
별도	456	502	-9.0	529	-13.7	433		556	
별도 외	144	147	-1.8	129	11.9	147		153	
영업이익	8.5	24.2	-64.9	31.0	-72.7	15.8	-46.3	31.5	-73.2
별도	16.8	23.2	-27.5	27.7	-39.4	12.8	31.1	26.0	-35.4
별도 외	-8.3	1.0	적전	3.3	적전	3.0	적전	5.6	적전
영업이익률	1.4	3.7		4.7		2.7		4.4	
별도	3.7	4.6		5.2		3.0		4.7	
별도 외	-5.8	0.7		2.6		2.0		3.6	
세전이익	7.1	20.3	-65.0	23.2	-69.3	11.4	-37.8	26.9	-73.6
순이익	3.7	14.8	-75.3	14.5	-74.8	9.1	-59.8	20.6	-82.2
지배순이익	3.7	14.8	-75.4	17.8	-79.4	9.1	-59.9	20.6	-82.2
본사 신동판매량(천톤)	44.5	47.7	-6.8			46.7	-4.8	51.0	-12.9
본사 방산매출액	137	135	1.5			101	36.3	166	-17.7
적용 구리가격(USD)	6,308	6,308	0.0			6,101	3.4	6,819	-7.5
원달러환율	1,166	1,166	0.0			1,125	3.6	1,079	8.1

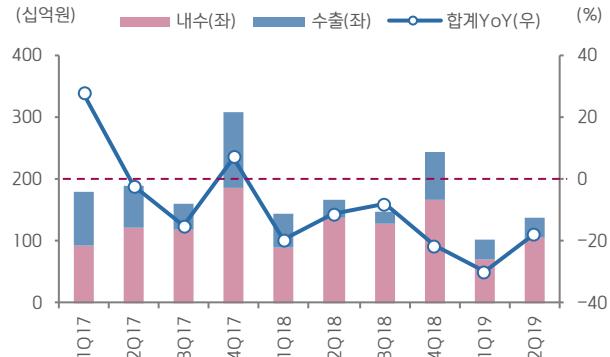
자료: 풍산, 키움증권

국내 전기동 고시가격



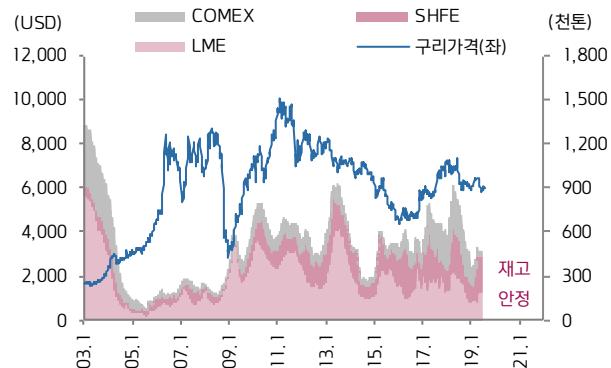
자료: 한국비철금속협회, 키움증권

분기별 방산매출액 추이



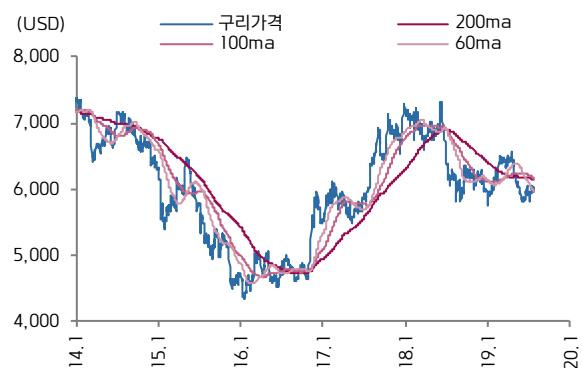
자료: 풍산, 키움증권

구리가격과 거래소 재고



자료: Bloomberg, 키움증권

구리가격과 이동평균선



풍산 분기실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19P	3Q19E	4Q19E
매출액	669.6	709.3	658.1	737.5	580.2	600.8	626.5	751.3
별도	517.3	556.0	491.2	598.1	433.2	456.4	482.1	606.9
별도 외	152.3	153.4	166.9	139.4	147.0	144.4	144.4	144.4
영업이익	45.2	31.5	11.5	19.3	15.8	8.5	21.7	32.1
별도	35.5	26.0	21.9	23.2	12.8	16.8	20.7	31.1
별도 외	9.6	5.6	-10.5	-3.9	3.0	-8.3	1.0	1.0
영업이익률	6.7	4.4	1.7	2.6	2.7	1.4	3.5	4.3
별도	6.9	4.7	4.5	3.9	3.0	3.7	4.3	5.1
별도 외	6.3	3.6	-6.3	-2.8	2.0	-5.8	0.7	0.7
세전이익	47.0	26.9	5.8	7.7	11.4	7.1	16.7	27.3
순이익	37.2	20.6	1.2	3.2	9.1	3.7	12.5	20.4
지배순이익	37.2	20.6	1.2	3.1	9.1	3.7	12.5	20.4
본사 신동판매량(천톤)	48.9	51.0	47.2	49.6	46.7	44.5	46.8	49.5
본사 방산매출액	144	166	147	243	101	137	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	2,559	2,612	2,666
별도	2,041	2,034	2,257	2,163	1,979	2,034	2,088
별도 외	779	797	688	612	580	578	578
영업이익	111	218	241	108	78	106	116
별도	114	170	188	107	81	102	112
별도 외	-3	48	53	1	-3	4	4
영업이익률	3.9	7.7	8.2	3.9	3.0	4.1	4.4
별도	5.6	8.3	8.3	4.9	4.1	5.0	5.4
별도 외	-0.4	6.1	7.8	0.1	-0.6	0.7	0.7
세전이익	80	182	205	87	63	88	99
순이익	52	138	151	62	46	64	72
지배순이익	52	138	151	62	46	64	72
지배주주 EPS(원)	1,841	4,910	5,372	2,212	1,629	2,283	2,565
지배주주 BPS(원)	38,930	43,990	46,640	49,144	51,393	54,196	57,182
지배주주 ROE(%)	4.8	11.8	11.9	4.6	3.2	4.3	4.6
본사 신동판매량(천톤)	186	196	201	197	187	190	193
본사 방산매출액	751	811	837	700	651	685	720
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

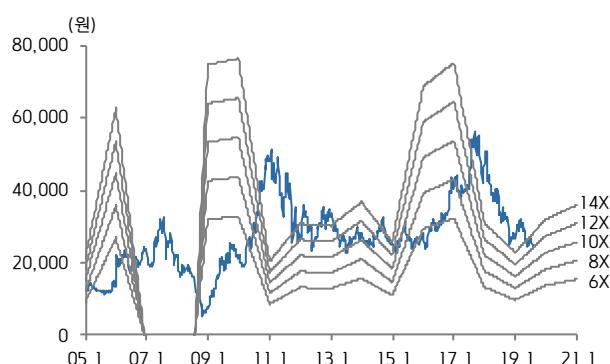
자료: 풍산, 키움증권

풍산 실적전망 변경

(단위: 십억원)	변경전		변경후		%차이	
	2019E	2020E	2019E	2020E	2019E	2020E
매출액	2,669	2,658	2,559	2,612	-4.1	-1.8
별도	2,081	2,070	1,979	2,034	-4.9	-1.7
별도 외	588	588	580	578	-1.3	-1.8
영업이익	111	125	78	106	-30.0	-15.2
별도	101	113	81	102	-19.8	-9.7
별도 외	10	12	-3	4	-133.9	-66.7
영업이익률	4.2	4.7	3.0	4.1		
별도	4.9	5.4	4.1	5.0		
별도 외	1.7	2.0	-0.6	0.7		
세전이익	96	107	63	88	-34.7	-17.9
순이익	70	78	46	64	-34.7	-17.9
지배순이익	70	78	46	64	-34.7	-17.9
지배주주 EPS(원)	2,494	2,780	1,629	2,283	-34.7	-17.9
지배주주 BPS(원)	52,258	55,559	51,393	54,196	-1.7	-2.5
지배주주 ROE(%)	4.9	5.2	3.2	4.3		
본사 신동판매량(천톤)	193	190	187	190	-3.0	0.2
본사 방산매출액	649	664	651	685	0.3	3.2
적용 구리가격(USD)	6,102	6,000	6,102	6,000	0.0	0.0
원달러환율	1,163	1,180	1,163	1,180	0.0	0.0

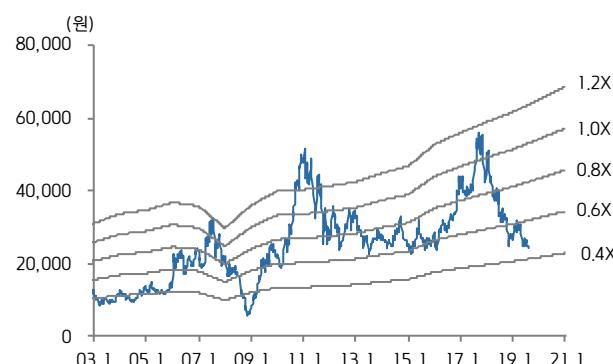
자료: 풍산, 키움증권

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	2,559	2,612	2,666
매출원가	2,537	2,507	2,329	2,349	2,387
매출총이익	408	267	230	263	279
판관비	167	160	152	157	162
영업이익	241	108	78	106	116
EBITDA	330	200	166	193	202
영업외손익	-36	-20	-15	-18	-18
이자수익	0	1	1	2	3
이자비용	28	29	26	26	26
외환관련이익	46	43	10	0	0
외환관련손실	54	41	6	0	0
증속 및 관계기업손익	0	0	0	0	0
기타	0	6	6	6	5
법인세차감전이익	205	87	63	88	99
법인세비용	54	25	17	24	27
계속사업순손익	151	62	46	64	72
당기순이익	151	62	46	64	72
지배주주순이익	151	62	46	64	72
증감율 및 수익성 (%)					
매출액 증감율	4.0	-5.8	-7.8	2.1	2.1
영업이익 증감율	10.7	-55.2	-27.8	35.9	9.4
EBITDA 증감율	9.3	-39.4	-17.0	16.3	4.7
지배주주순이익 증감율	9.7	-58.9	-25.8	39.1	12.5
EPS 증감율	9.4	-58.8	-26.4	40.1	12.4
매출총이익율(%)	13.9	9.6	9.0	10.1	10.5
영업이익률(%)	8.2	3.9	3.0	4.1	4.4
EBITDA Margin(%)	11.2	7.2	6.5	7.4	7.6
지배주주순이익률(%)	5.1	2.2	1.8	2.5	2.7

현금흐름표

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
영업활동 현금흐름	137	81	244	147	154
당기순이익	0	0	46	64	72
비현금항목의 가감	152	164	173	178	179
유형자산감가상각비	86	89	85	84	84
무형자산감가상각비	2	3	3	3	2
지분법평가손익	0	0	0	0	0
기타	64	72	85	91	93
영업활동자산부채증감	-123	-83	90	-25	-25
매출채권및기타채권의감소	15	91	32	-8	-8
재고자산의감소	-123	-28	68	-17	-17
매입채무및기타채무의증가	34	-74	-10	2	2
기타	-49	-72	0	-2	-2
기타현금흐름	108	0	-65	-70	-72
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	72	64	67
기초현금 및 현금성자산	73	57	56	128	191
기말현금 및 현금성자산	57	56	128	191	259

재무상태표

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
유동자산	1,422	1,362	1,334	1,422	1,515
현금 및 현금성자산	57	56	128	191	259
단기금융자산	11	10	10	10	10
매출채권 및 기타채권	499	406	374	382	390
재고자산	839	871	804	820	837
기타유동자산	27	29	28	29	29
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	2,621	2,702	2,789
유동부채	986	840	730	732	735
매입채무 및 기타채무	289	221	211	213	216
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	1,179	1,181	1,184
자자지분	1,307	1,377	1,440	1,519	1,602
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	772	816	865
비지배지분	2	2	2	2	2
자본총계	1,309	1,379	1,442	1,521	1,605

투자지표

(단위: 원 십억원, 배, %)

12월 결산, IFRS 연결	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
주당지표(원)					
EPS	5,372	2,212	1,629	2,283	2,565
BPS	46,640	49,144	51,393	54,196	57,182
CFPS	10,786	8,061	7,792	8,629	8,961
DPS	800	600	600	700	800
주가배수(배)					
PER	8.8	12.4	14.7	10.5	9.3
PER(최고)	11.0	23.9	20.4		
PER(최저)	6.9	10.2	14.7		
PBR	1.02	0.56	0.47	0.44	0.42
PBR(최고)	1.26	1.08	0.65		
PBR(최저)	0.79	0.46	0.47		
PSR	0.45	0.28	0.26	0.26	0.25
PCFR	4.4	3.4	3.1	2.8	2.7
EV/EBITDA	6.7	8.2	8.2	6.7	6.1
주요비율(%)					
배당성향(%),보통주,현금)	14.9	27.1	36.8	30.6	31.2
배당수익률(%),보통주,현금)	1.7	2.2	2.5	2.9	3.3
ROA	5.5	2.3	1.7	2.4	2.6
ROE	11.9	4.6	3.2	4.3	4.6
ROIC	7.9	3.9	2.6	3.7	4.0
매출채권회전율	5.6	6.1	6.6	6.9	6.9
재고자산회전율	3.7	3.2	3.1	3.2	3.2
부채비율	108.5	93.4	81.7	77.7	73.8
순차입금비율	65.8	62.4	47.8	41.2	34.8
이자보상배율	8.7	3.8	3.0	4.1	4.5
총차입금	929	927	827	827	827
순차입금	861	861	689	626	558
NOPLAT	330	200	166	193	202
FCF	56	22	155	60	66

Compliance Notice

- 당사는 7월 30일 현재 '풍산(103140)' 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료를 기관투자가 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.

고지사항

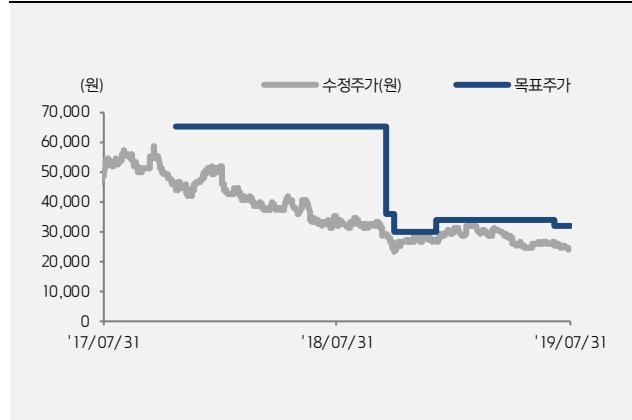
동 자료에 수록된 내용은 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사는 그 정확성이나 안전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서, 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용할 수 없습니다. 동 자료의 지적재산권은 당사에 있으므로 당사의 허락 없이 어떠한 경우에도 복제, 배포, 전송, 변형, 대여할 수 없습니다.

투자의견변동내역(2개년)

종목명	일자	투자의견	목표주가	목표가격 대상 시점		괴리율(%)	
				평균 주가대비	최고 주가대비	평균 주가대비	최고 주가대비
풍산 (103140) 담당자변경	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	
	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	-12.47	-3.09	
	2019/05/02	Outperform (Maintain)	34,000 원	6 개월	-16.55	-3.09	
	2019/07/10	Buy(Upgrade)	32,000 원	6 개월	-21.72	-19.69	
	2019/07/31	Buy(Maintain)	32,000 원	6 개월			

*주가는 수정주가를 기준으로 괴리율을 산출하였습니다.

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%