

풍산 (103140)

‘20년 동가격 반등과 방산 내수 기저효과 기대

스몰딜 타결 시, 중국 전기동 수요 회복의 긍정적 영향 예상
미·중 무역분쟁과 중국의 경기둔화 우려로 전기동가격이 2분기부터 약세로 전환되었는데 지난 4월 중순 6,500불/톤에 근접했다가 12월초 현재 5,812불/톤을 기록 중이다.
하지만 연내 미·중 무역협상 스몰딜 타결 가능성이 높다고 예상되는 가운데 내년 상반기부터 기저 효과와 재고 및 설비투자 사이클의 저점 형성에 힘입어 중국의 수출 및 설비투자의 회복세가 예상된다. 이는 중국의 전기동 수요 회복과 전기동가격 상승으로 이어질 전망으로 풍산의 신동 수출 회복과 메탈게인에 긍정적으로 작용할 전망이다.

2020년에도 전기동 공급 부담은 제한적

1) 칠레 북부 폭우에 따른 생산차질, 2) 대형광산의 노후화, 3) 칠레 대형 광산들의 노천에서 갱내채굴로의 전환 및 4) 최근 칠레 대형 광산들의 파업으로 2019년 전세계 동 광산 생산은 0.4% 감소할 것으로 예상된다. 이렇게 타이트한 동 광산 수급은 Spot 제련수수료(T/C) 하락(중국 Spot T/C: 연초 92.5불/톤 → 12월초 60불/톤)으로 이어졌다.

결국 Freeport-McMoRan사와 중국 대형 제련소와의 2020년 동정광 BM T/C가 올해 대비 23% 하락한 62불/톤에 최근 타결되었다. 중국 주요 제련소들의 BEP가 70불/톤을 상회한다는 점을 감안하면 중국의 전기동 생산능력 확대에도 불구하고, 낮은 수준의 제련수수료가 최종적으로 제련소 가동률 하락으로 이어지면서 2020년에도 전기동 공급부담은 제한적일 전망이다. 동시에 올해 8월을 기점으로 LME 전기동 재고도 지속적으로 감소하고 있다는 점도 긍정적이다.

투자의견 ‘BUY’ 및 목표주가 30,000원 유지

풍산에 대해 투자의견 BUY와 목표주가 30,000원을 유지한다. 올해 3분기까지 영업실적이 급격히 악화되었지만 2020년은 전기동가격 상승에 따른 메탈게인, 신동 수출 회복 및 방산 내수의 기저효과(2019년 한화 대전 방산사업장 폭발사고에 따른 판매 차질)에 따른 영업실적 회복이 기대된다. 또한 현재 주가는 PBR 밴드 최저점인 0.4배에 불과하기 때문에 밸류에이션 측면에서도 부담스럽지 않다고 판단된다.

Update

BUY

| TP(12M): 30,000원 | CP(12월 4일): 20,750원

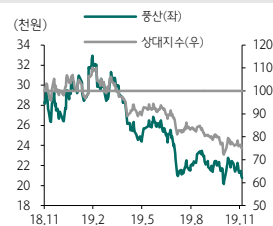
Key Data

KOSPI 지수 (pt)	2,068.89
52주 최고/최저(원)	32,950/20,150
시가총액(십억원)	581.5
시가총액비중(%)	0.05
발행주식수(천주)	28,024.3
60일 평균 거래량(천주)	77.8
60일 평균 거래대금(십억원)	1.7
19년 배당금(예상, 원)	600
19년 배당수익률(예상, %)	2.89
외국인지분율(%)	8.64
주요주주 지분율(%)	
풍산홀딩스 외 3인	38.01
국민연금공단	13.90
주가상승률	1M 6M 12M
절대	(2.1) (19.1) (28.6)
상대	0.8 (19.2) (27.0)

Consensus Data

	2019	2020
매출액(십억원)	2,413.8	2,503.0
영업이익(십억원)	46.9	90.0
순이익(십억원)	21.7	51.1
EPS(원)	800	1,849
BPS(원)	49,610	51,009

Stock Price



Financial Data

투자지표	단위	2017	2018	2019F	2020F	2021F
매출액	십억원	2,945.0	2,774.5	2,415.2	2,619.0	2,706.7
영업이익	십억원	241.1	107.5	39.6	97.0	125.9
세전이익	십억원	204.8	87.4	22.4	82.8	110.9
순이익	십억원	150.6	62.0	16.4	60.1	80.2
EPS	원	5,372	2,212	585	2,144	2,861
증감률	%	9.4	(58.8)	(73.6)	266.5	33.4
PER	배	8.84	12.36	35.45	9.68	7.25
PBR	배	1.02	0.56	0.42	0.41	0.39
EV/EBITDA	배	6.66	8.17	9.98	7.15	6.07
ROE	%	11.86	4.62	1.19	4.30	5.52
BPS	원	46,646	49,149	49,135	50,680	52,940
DPS	원	800	600	600	600	600



Analyst 박성봉
02-3771-7774
sbpark@hanafn.com

RA 김도현
02-3771-3674
dohkim@hanafn.com

4분기 동가격 상승과 방산 매출 회복으로 수익성 개선 예상

4Q19 별도 영업이익 173억원
(YoY -11.8%, QoQ +82.2%) 예상

미·중 무역분쟁과 중국의 경기둔화 우려로 지난 10월초 5,599불/톤까지 하락했던 LME 전기동가격이 12월초 현재 5,812불/톤을 기록 중이다. 단기적으로는 미·중 무역협상의 불확실성으로 전기동가격의 변동성이 확대되겠지만 연내 무역협상 스몰딜 가정 시, 강세로 전환될 가능성이 높다. 따라서 3분기 평균 5,801불/톤을 기록했던 전기동가격이 4분기에는 5,870불/톤을 기록할 것으로 예상되기 때문에 풍산의 신동부문 메탈게인에 긍정적으로 작용할 전망이다.

또한 방산의 경우 지난 2월 한화의 대전 방산공장 폭발사고로 판매중단 되었으나 최근 일부 재개되었고 4분기 매출 확대의 계절성을 감안하면 방산매출은 2,083억원(YoY -11.8%, QoQ +82.2%)가 예상된다. 이를 감안한 풍산의 4분기 별도 영업이익은 173억원(YoY -25.3%, QoQ +177.9%)를 기록할 전망이다.

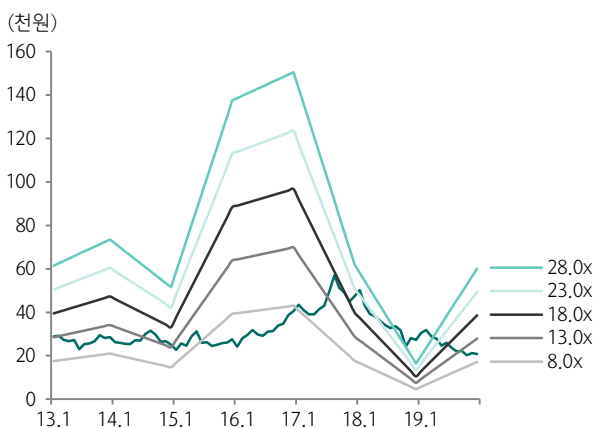
표 1. 풍산 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원, %)

	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19F	1Q20F	2Q20F	3Q20F	4Q20F	2018	2019F	2020F
매출	580.2	600.8	563.9	670.3	592.3	653.1	629.1	744.5	2,774.5	2,415.2	2,619.0
YoY(%)	(13.4)	(15.3)	(14.3)	(9.1)	(1.4)	15.8	(6.1)	25.7	368.5	(13.0)	8.4
신동	478.2	463.8	449.6	463.1	471.6	488.6	492.0	486.2	2,074.2	1,855.0	1,946.8
방산	100.5	137.0	114.3	208.3	120.7	164.4	137.2	250.0	700.2	560.2	672.2
영업이익	15.8	8.5	0.2	15.1	19.5	25.4	24.4	27.7	107.5	39.6	97.0
YoY(%)	(65.1)	(73.2)	(98.2)	(21.7)	129.9	12,467.4	61.6	42.3	452.2	(63.2)	145.4
세전사업이익	11.4	7.1	(0.4)	4.2	16.0	25.8	25.1	15.9	87.4	22.4	82.8
지배순이익	9.1	3.7	(2.9)	6.6	7.1	12.7	15.3	25.0	62.0	16.4	60.1
영업이익률(%)	2.7	1.4	0.0	2.3	3.3	3.9	3.9	3.7	3.9	1.6	3.7
세전이익률(%)	2.0	1.2	(0.1)	0.6	2.7	4.0	4.0	2.1	3.1	0.9	3.2
순이익률(%)	1.6	0.6	(0.5)	1.0	1.2	1.9	2.4	3.4	2.2	0.7	2.3

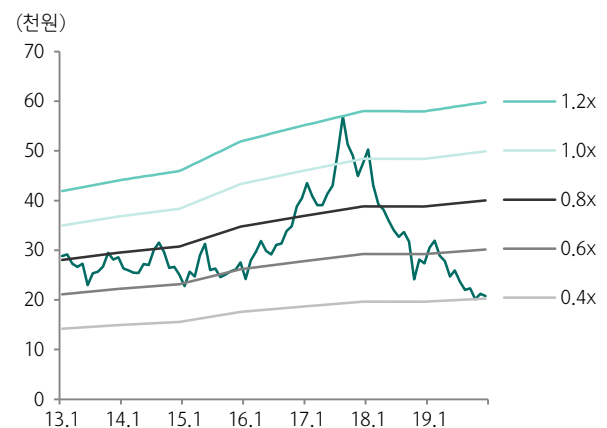
주: IFRS 연결 기준
자료: 하나금융투자

그림 1. 풍산 PER Band



자료: 하나금융투자

그림 2. 풍산 PBR Band



자료: 하나금융투자

추정 재무제표

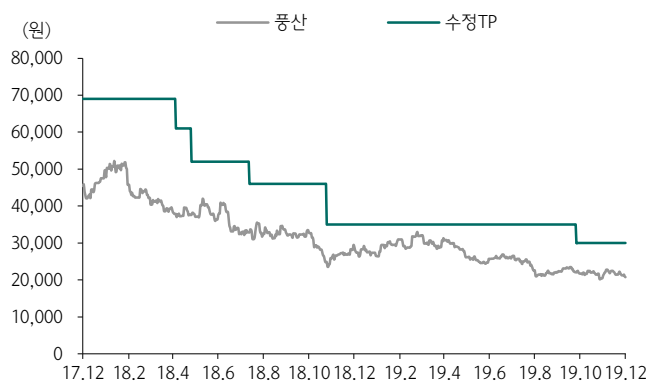
손익계산서	(단위: 십억원)				
	2017	2018	2019F	2020F	2021F
매출액	2,945.0	2,774.5	2,415.2	2,619.0	2,706.7
매출원가	2,536.5	2,507.3	2,222.0	2,355.8	2,410.3
매출총이익	408.5	267.2	193.2	263.2	296.4
판매비	167.4	159.7	153.6	166.1	170.5
영업이익	241.1	107.5	39.6	97.0	125.9
금융손익	(29.0)	(28.7)	(28.0)	(26.9)	(26.5)
중속/관계기업손익	0.1	0.0	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	(7.4)	8.6	10.8	12.6	11.5
세전이익	204.8	87.4	22.4	82.8	110.9
법인세	54.1	25.3	5.9	22.6	30.6
계속사업이익	150.7	62.1	16.4	60.2	80.3
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	150.7	62.1	16.4	60.2	80.3
비지배주주지분	0.1	0.1	0.0	0.1	0.1
순이익	150.6	62.0	16.4	60.1	80.2
지배주주순이익	150.6	62.0	16.4	60.1	80.2
지배주주지분포괄이익	93.9	96.2	16.4	60.1	80.2
NOPAT	177.4	76.4	29.0	70.5	91.2
EBITDA	329.5	199.5	136.9	191.3	220.7
성장성(%)					
매출액증가율	4.0	(5.8)	(13.0)	8.4	3.3
NOPAT증가율	7.8	(56.9)	(62.0)	143.1	29.4
EBITDA증가율	9.1	(39.5)	(31.4)	39.7	15.4
영업이익증가율	10.7	(55.4)	(63.2)	144.9	29.8
(지배주주)순이익증가율	9.4	(58.8)	(73.5)	266.5	33.4
EPS증가율	9.4	(58.8)	(73.6)	266.5	33.4
수익성(%)					
매출총이익률	13.9	9.6	8.0	10.0	11.0
EBITDA이익률	11.2	7.2	5.7	7.3	8.2
영업이익률	8.2	3.9	1.6	3.7	4.7
계속사업이익률	5.1	2.2	0.7	2.3	3.0
투자지표					
	2017	2018	2019F	2020F	2021F
주당지표(원)					
EPS	5,372	2,212	585	2,144	2,861
BPS	46,646	49,149	49,135	50,680	52,940
CFPS	10,786	8,061	5,267	7,241	8,249
EBITDAPS	11,758	7,120	4,884	6,825	7,876
SPS	105,086	99,003	86,181	93,455	96,583
DPS	800	600	600	600	600
주가지표(배)					
PER	8.8	12.4	35.5	9.7	7.3
PBR	1.0	0.6	0.4	0.4	0.4
PCFR	4.4	3.4	3.9	2.9	2.5
EV/EBITDA	6.7	8.2	10.0	7.2	6.1
PSR	0.5	0.3	0.2	0.2	0.2
재무비율(%)					
ROE	11.9	4.6	1.2	4.3	5.5
ROA	5.5	2.3	0.6	2.3	3.0
ROIC	8.2	3.5	1.3	3.3	4.2
부채비율	108.5	93.4	86.0	85.5	81.0
순부채비율	65.8	62.5	56.7	55.1	50.9
이자보상배율(배)	8.7	3.8	1.4	3.6	4.7

자료: 하나금융투자

대차대조표	(단위: 십억원)				
	2017	2018	2019F	2020F	2021F
유동자산	1,422.4	1,361.6	1,215.3	1,313.4	1,359.1
금융자산	68.0	65.8	86.9	90.0	94.9
현금성자산	56.8	55.7	78.1	80.5	85.0
매출채권 등	499.2	405.8	353.2	383.0	395.8
재고자산	838.5	871.2	758.4	822.4	850.0
기타유동자산	16.7	18.8	16.8	18.0	18.4
비유동자산	1,307.1	1,306.5	1,348.7	1,324.8	1,330.1
투자자산	10.2	14.8	14.4	14.6	14.7
금융자산	9.7	3.1	2.7	2.9	3.0
유형자산	1,155.9	1,144.8	1,190.4	1,168.8	1,176.2
무형자산	24.8	22.0	19.0	16.5	14.3
기타비유동자산	116.2	124.9	124.9	124.9	124.9
자산총계	2,729.5	2,668.1	2,564.0	2,638.2	2,689.2
유동부채	986.4	839.8	787.4	851.9	876.7
금융부채	611.1	565.3	547.0	592.1	608.7
매입채무 등	288.5	220.7	192.1	208.4	215.3
기타유동부채	86.8	53.8	48.3	51.4	52.7
비유동부채	433.9	449.0	397.7	364.1	326.9
금융부채	317.8	361.9	321.9	281.9	241.9
기타비유동부채	116.1	87.1	75.8	82.2	85.0
부채총계	1,420.4	1,288.8	1,185.2	1,216.0	1,203.6
지배주주지분	1,307.0	1,377.2	1,376.9	1,420.1	1,483.5
자본금	140.1	140.1	140.1	140.1	140.1
자본잉여금	494.5	494.5	494.5	494.5	494.5
자본조정	(0.2)	(0.2)	(0.2)	(0.2)	(0.2)
기타포괄이익누계액	(10.3)	0.0	0.0	0.0	0.0
이익잉여금	682.9	742.7	742.3	785.6	848.9
비지배주주지분	2.1	2.1	2.0	2.1	2.1
자본총계	1,309.1	1,379.3	1,378.9	1,422.2	1,485.6
순금융부채	861.0	861.4	782.0	784.0	755.7
현금흐름표	(단위: 십억원)				
	2017	2018	2019F	2020F	2021F
영업활동 현금흐름	137.5	81.2	220.0	68.2	128.2
당기순이익	150.7	62.1	16.4	60.2	80.3
조정	110.2	102.4	81.5	77.3	77.7
감가상각비	88.4	92.0	97.3	94.2	94.8
외환거래손익	7.7	(1.1)	1.1	0.0	(0.1)
지분법손익	(0.1)	(0.0)	0.0	0.0	0.0
기타	14.2	11.5	(16.9)	(16.9)	(17.0)
영업활동 현금흐름	(123.4)	(83.3)	122.1	(69.3)	(29.8)
투자활동 현금흐름	(87.7)	(75.1)	(139.4)	(71.1)	(100.4)
투자자산감소(증가)	(0.5)	(4.6)	0.4	(0.3)	(0.2)
유형자산감소(증가)	(79.4)	(71.6)	(140.0)	(70.0)	(100.0)
기타	(7.8)	1.1	0.2	(0.8)	(0.2)
재무활동 현금흐름	(56.5)	(8.5)	(58.3)	5.1	(23.4)
금융부채증가(감소)	(89.3)	(1.8)	(58.3)	5.1	(23.4)
자본증가(감소)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타재무활동	32.8	(6.7)	0.0	0.0	0.0
배당지급	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의 증감	(16.4)	(1.2)	22.4	2.4	4.6
Unlevered CFO	302.3	225.9	147.6	202.9	231.2
Free Cash Flow	55.6	7.4	80.0	(1.8)	28.2

투자의견 변동 내역 및 목표주가 괴리율

풍산



날짜	투자의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
19.9.30	BUY	30,000		
18.10.29	BUY	35,000	-23.64%	-5.86%
18.7.17	BUY	46,000	-30.81%	-22.83%
18.4.30	BUY	52,000	-29.56%	-19.33%
18.4.9	BUY	61,000	-37.86%	-35.08%
18.1.10	BUY	69,000	-36.08%	-24.35%
17.7.30	BUY	58,000	-13.22%	1.03%

투자등급 관련사항 및 투자의견 비율공시

- 투자의견의 유효기간은 추천일 이후 12개월을 기준으로 적용

기업의 분류

BUY(매수)_목표주가가 현주가 대비 15% 이상 상승 여력
Neutral(중립)_목표주가가 현주가 대비 -15%~15% 등락
Reduce(매도)_목표주가가 현주가 대비 -15% 이상 하락 가능

산업의 분류

Overweight(비중확대)_업종지수가 현재지수 대비 15% 이상 상승 여력
Neutral(중립)_업종지수가 현재지수 대비 -15%~15% 등락
Underweight(비중축소)_업종지수가 현재지수 대비 -15% 이상 하락 가능

투자등급	BUY(매수)	Neutral(중립)	Reduce(매도)	합계
금융투자상품의 비율	92.1%	7.0%	0.9%	100.0%

* 기준일: 2019년 12월 4일

Compliance Notice

- 본 자료를 작성한 애널리스트(박성봉)는 자료의 작성과 관련하여 외부의 압력이나 부당한 간섭을 받지 않았으며, 본인의 의견을 정확하게 반영하여 신의성실 하게 작성하였습니다
- 본 자료는 기관투자자 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다
- 당사는 2019년 12월 5일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유 하고 있지 않습니다
- 본 자료를 작성한 애널리스트(박성봉)는 2019년 12월 5일 현재 해당 회사의 유가증권을 보유하고 있지 않습니다

본 조사항목은 고객의 투자에 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 어떠한 경우에도 무단 복제 및 배포 될 수 없습니다. 또한 본 자료에 수록된 내용은 당사가 신뢰할 만한 자료 및 정보로 얻어진 것이나, 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임 소재의 증명자료로 사용될 수 없습니다.