



## BUY(Upgrade)

목표주가: 26,000원

주가(2/5): 21,200원

시가총액: 5,941억원

철강/유틸리티

Analyst 이종형

02) 3787-5023

leejh@kiwoom.com

## Stock Data

KOSPI (2/5)	최고가	최저가
52 주 주가동향		
최고/최저가 대비	32,950원	20,150원
등락률	-100.0%	5.2%
수익률	절대	상대
1M	-10.7%	-10.3%
6M	0.5%	-9.7%
1Y	-31.5%	-30.3%

## Company Data

발행주식수	28,024 천주
일평균 거래량(3M)	110천주
외국인 지분율	8.4%
배당수익률(19E)	1.7%
BPS(19E)	50,594원
주요 주주	풍산홀딩스 외 3인
	38.0%

## 투자지표

(십억원, IFRS **)	2017	2018	2019E	2020E
매출액	2,945	2,774	2,451	2,531
영업이익	241	108	41	78
EBITDA	330	200	129	165
세전이익	205	87	26	59
순이익	151	62	18	44
자체주주지분순이익	151	62	18	45
EPS(원)	5,372	2,212	630	1,589
증감률(%YoY)	9.4	-58.8	-71.5	152.1
PER(배)	8.8	12.4	37.8	13.2
PBR(배)	1.02	0.56	0.47	0.40
EV/EBITDA(배)	6.7	8.2	10.4	7.4
영업이익률(%)	8.2	3.9	1.7	3.1
ROE(%)	11.9	4.6	1.3	3.1
순부채비율(%)	65.8	62.4	47.9	43.2

## Price Trend



## ☑ 4Q19 실적리뷰

## 풍산 (103140)

## 투자의견 BUY로 상향



4분기 영업이익은 167억원으로 컨센서스 140억원을 상회했는데 연말 구리가격 반등으로 해외 신동사업 자회사들의 수익성이 개선되었기 때문입니다. 주목할 대목은 기대했던 방산 내수가 드디어 정상화되기 시작했다는 점입니다. 한편, 작년 말부터 반등세를 보이다 우한폐렴에 놀라 1월중순이후 급락한 구리가격도 향후 반등이 기대됨에 따라 최근 주가 급락을 매수기회로 활용할 필요가 있습니다.

## &gt;&gt;&gt; 4Q19 실적은 자회사 호조로 컨센서스 상회

연결 영업이익은 167억원(+8,174%QoQ, -14%YoY)으로 키움증권 추정치 182억원은 하회했지만 컨센서스 140억원은 20% 상회했다. 별도 영업이익은 128억원(+106%QoQ, -45%YoY)로 컨센서스 138억원에 부합했지만 연결 영업이익 중 별도를 차감한 자회사 영업이익 합계가 39억원으로 3Q19 -60억 원에서 흑자전환에 성공했는데 구리가격이 11월부터 반등하면서 해외 신동사업자들의 수익성이 개선된 것으로 추정된다. 주목할 대목은 방산 매출액이 2,534억원(+4%YoY)으로 8개분기만에 YoY 증가세를 기록한 점이다. 방산 수출은 560억원(-27%YoY)으로 부진이 지속되었지만 방산 내수가 1,974억원(+19%YoY)으로 개선되었는데 연초 사고가 있었던 한화 대전공장이 3Q19 말부터 재가동되면서 중대구경용 탄약조달이 정상화되었기 때문이다. 올해 방산 수출의 회복여부는 불투명하지만 방산 내수는 정상화될 것으로 기대된다.

## &gt;&gt;&gt; 구리가격은 올해 2월 초를 바닥으로 중장기 반등 전망

구리가격은 작년 하반기 미-중 무역전쟁 우려가 극에 달했던 시기 \$5,600대 까지 후퇴한 후 이후 1단계 무역협상 타결과 중국 경기회복 기대감으로 1월 초 \$6,300대까지 반등했지만 우한폐렴 확산에 따른 글로벌 경기둔화 우려로 2월 초 \$5,500대로 주저 앓으며 2017년 5월이후 최저치를 기록했다. 향후 구리가격은 완만한 반등을 예상하는데, 금융시장의 우한폐렴 공포는 1~2월 peak로 이후 완화가 예상되고 2월이후 유동성확대를 필두로 중국의 경기부양강화로 경기지표도 2Q20에는 안정을 찾을 가능성이 높기 때문이다. 따라서 국내 및 해외 신동사업 수익성도 늦어도 2Q20부터는 개선이 확실시된다.

## &gt;&gt;&gt; 단기적 급락한 주가는 매수기회, 투자의견 Buy로 상향

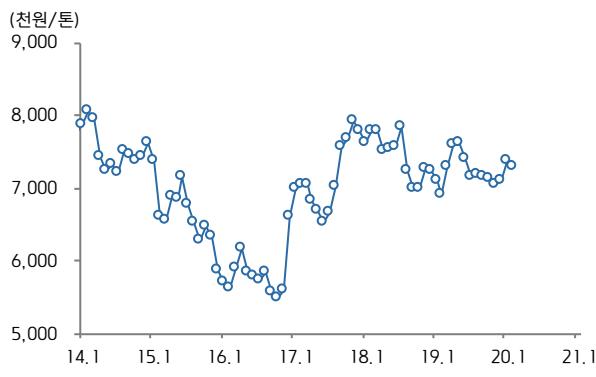
작년말부터 완만한 상승세를 보이던 풍산 주가는 우한폐렴 이슈로 인한 구리가격 급락과 함께 PBR밴드 최저점으로 다시 급락했는데 1) 2020년 방산 내수 정상화, 2) 향후 구리가격 상승가능성, 3) PBR 밴드 최저점의 valuation 매력을 감안시 최근 주가급락을 매수기회로 활용할 필요가 있다. 2020년 실적전망치와 목표주가 26,000원(12mf PBR 0.5X)을 유지하지만 단기 주가 급락으로 목표주가와의 괴리가 확대됨에 따라 투자의견을 Outperform에서 Buy로 상향한다.

## 풍산 4Q19 잠정실적

(단위: 십억원)	4Q19P	기준 추정	%차이	컨센서스	%차이	3Q19	%QoQ	4Q18	%YoY
매출액	706	694	1.8	670	5.5	564	25.3	738	-4.2
별도	565	557	1.4	530	6.5	426		598	
별도 외	142	137	3.2	140	1.4	137		139	
영업이익	16.7	18.2	-8.3	14.0	19.7	0.2	8,158.1	19.3	-13.5
별도	12.8	18.2	-29.5	13.8	-6.9	6.2	106.2	23.2	-44.7
별도 외	3.9	0.0		0.2		-6.0	흑자전환	-3.9	흑자전환
영업이익률	2.4	2.6		2.1		0.0		2.6	
별도	2.3	3.3		2.6		1.5		3.9	
별도 외	2.7	0.0		0.1		-4.4		-2.8	
세전이익	8.2	11.7	-29.9	8.0	2.4	-0.4	흑자전환	7.7	6.8
순이익	7.8	12.0	-34.7	7.1	11.0	-3.0	흑자전환	3.2	147.7
지배순이익	7.8	12.0	-34.7	7.3	7.1	-2.9	흑자전환	3.1	151.7
본사 신판판매량(천톤)	44.2	44.8	-1.2			43.3	2.2	49.6	-10.8
본사 방산매출액	253	238	6.5			114	121.7	243	4.2
적용 구리가격(USD)	5,783	5,800	-0.3			5,839	-1.0	6,143	-5.9
원달러환율	1,176	1,170	0.5			1,193	-1.5	1,128	4.3

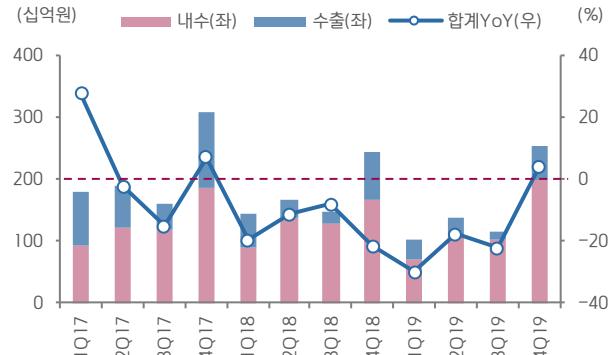
자료: 풍산, 키움증권

## 국내 전기동 고시가격



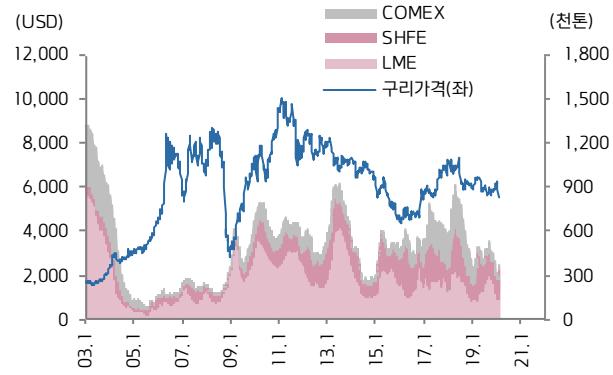
자료: 한국비철금속협회, 키움증권

## 분기별 방산매출액 추이



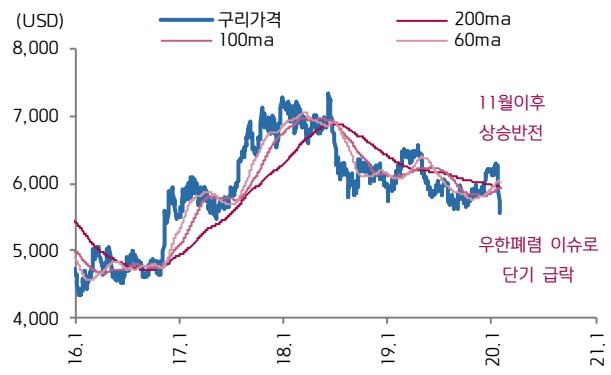
자료: 풍산, 키움증권

## 구리가격과 거래소 재고



자료: Bloomberg, 키움증권

## 구리가격과 이동평균선



자료: Bloomberg, 키움증권

## 풍산 분기실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19P	1Q20E	2Q20E	3Q20E	4Q20E
매출액	580.2	600.8	563.9	706.4	559.9	636.3	606.3	728.1
별도	433.2	456.4	426.5	564.7	418.1	494.5	464.6	586.3
별도 외	147.0	144.4	137.4	141.7	141.7	141.7	141.7	141.7
영업이익	15.8	8.5	0.2	16.7	13.5	22.9	19.7	22.0
별도	12.8	16.8	6.2	12.8	11.5	20.9	17.7	20.0
별도 외	3.0	-8.3	-6.0	3.9	2.0	2.0	2.0	2.0
영업이익률	2.7	1.4	0.0	2.4	2.4	3.6	3.3	3.0
별도	3.0	3.7	1.5	2.3	2.7	4.2	3.8	3.4
별도 외	2.0	-5.8	-4.4	2.7	1.4	1.4	1.4	1.4
세전이익	11.4	7.1	-0.4	8.2	9.3	18.0	14.8	17.1
순이익	9.1	3.7	-3.0	7.8	7.0	13.5	11.1	12.8
지배순이익	9.1	3.7	-2.9	7.8	7.0	13.5	11.1	12.9
<b>본사 신동판매량(천톤)</b>	<b>46.7</b>	<b>44.5</b>	<b>43.3</b>	<b>44.2</b>	<b>44.5</b>	<b>47.2</b>	<b>44.9</b>	<b>47.2</b>
<b>본사 방산매출액</b>	<b>101</b>	<b>137</b>	<b>114</b>	<b>253</b>	<b>100</b>	<b>147</b>	<b>135</b>	<b>238</b>
적용 구리가격(USD)	6,101	6,308	5,839	5,783	5,900	6,200	6,200	6,200
원달러환율	1,125	1,166	1,193	1,176	1,175	1,160	1,160	1,160

자료: 풍산, 키움증권

## 풍산 연간실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)	2016	2017	2018	2019P	2020E	2021E	2022E
매출액	2,832	2,945	2,774	2,451	2,531	2,601	2,663
별도	2,034	2,257	2,163	1,881	1,964	2,034	2,096
별도 외	797	688	612	571	567	567	567
영업이익	218	241	108	41	78	91	100
별도	170	188	107	49	70	83	92
별도 외	48	53	1	-8	8	8	8
영업이익률	7.7	8.2	3.9	1.7	3.1	3.5	3.8
별도	8.3	8.3	4.9	2.6	3.6	4.1	4.4
별도 외	6.1	7.8	0.1	-1.3	1.4	1.4	1.4
세전이익	182	205	87	26	59	72	82
순이익	138	151	62	18	44	54	62
지배순이익	138	151	62	18	45	54	62
지배주주 EPS(원)	4,910	5,372	2,212	630	1,589	1,936	2,203
지배주주 BPS(원)	43,990	46,640	49,144	50,594	52,903	55,459	58,282
지배주주 ROE(%)	11.8	11.9	4.6	1.3	3.1	3.6	3.9
<b>본사 신동판매량(천톤)</b>	<b>196</b>	<b>201</b>	<b>197</b>	<b>2,451</b>	<b>2,531</b>	<b>2,601</b>	<b>2,663</b>
<b>본사 방산매출액</b>	<b>811</b>	<b>837</b>	<b>700</b>	<b>1,881</b>	<b>1,964</b>	<b>2,034</b>	<b>2,096</b>
적용 구리가격(USD)	4,777	6,068	6,584	571	567	567	567
원달러환율	1,161	1,130	1,100	41	78	91	100

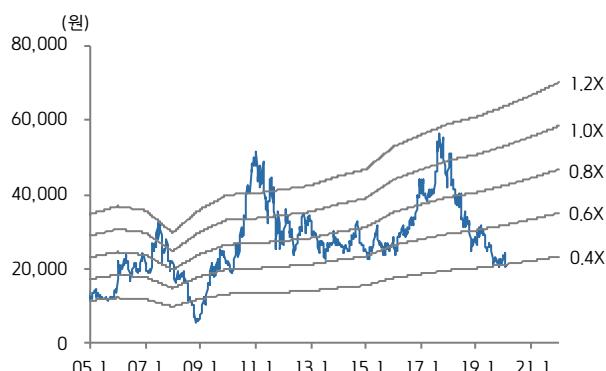
자료: 풍산, 키움증권

## 풍산 실적전망 변경

(단위: 십억원)	변경전		변경후		%차이	
	2019E	2020E	2019E	2020E	2019E	2020E
매출액	2,439	2,474	2,451	2,531	0.5	2.3
별도	1,873	1,924	1,881	1,964	0.4	2.0
별도 외	566	550	571	567	0.8	3.2
영업이익	43	77	41	78	-3.5	1.1
별도	54	73	49	70	-9.9	-4.3
별도 외	-11	4	-8	8	적자축소	
영업이익률	1.7	3.1	1.7	3.1		
별도	2.9	3.8	2.6	3.6		
별도 외	-2.0	0.7	-1.3	1.4		
세전이익	30	60	26	59	-11.7	-1.7
순이익	22	44	18	44	-19.1	1.0
지배순이익	22	44	18	45	-19.1	1.0
지배주주 EPS(원)	779	1,572	630	1,589	-19.1	1.0
지배주주 BPS(원)	50,543	52,635	50,594	52,903	0.1	0.5
지배주주 ROE(%)	1.6	3.0	1.3	3.1		
본사 신동판매량(천톤)	179	182	179	184	-0.3	1.0
본사 방산매출액	590	653	605	621	2.6	-4.9
적용 구리가격(USD)	6,012	5,800	6,008	6,125	-0.1	5.6
원달러환율	1,164	1,170	1,165	1,164	0.1	-0.5

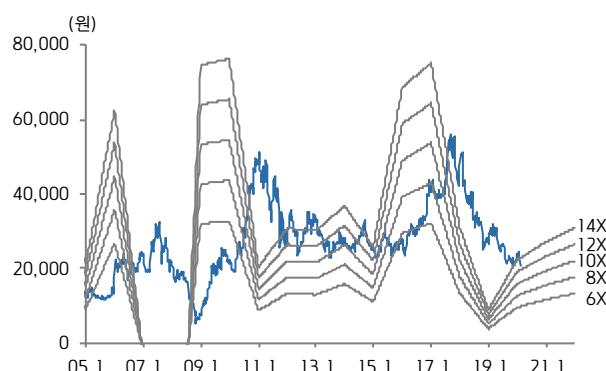
자료: 풍산, 키움증권

## 풍산 12mf PER 밴드



자료: Fn가이드, 키움증권

## 풍산 12mf PBR 밴드



자료: Fn가이드, 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	2,451	2,531	2,601
매출원가	2,537	2,507	2,258	2,293	2,345
매출총이익	408	267	194	238	256
판관비	167	160	152	159	166
<b>영업이익</b>	241	108	41	78	91
<b>EBITDA</b>	330	200	129	165	177
<b>영업외손익</b>	-36	-20	-15	-19	-18
이자수익	0	1	2	2	2
이자비용	28	29	31	31	31
외환관련이익	46	43	34	0	0
외환관련손실	54	41	25	0	0
증속 및 관계기업손익	0	0	0	0	0
기타	0	6	5	10	11
<b>법인세차감전이익</b>	205	87	26	59	72
법인세비용	54	25	9	15	18
<b>계속사업순손익</b>	151	62	18	44	54
<b>당기순이익</b>	151	62	18	44	54
<b>지배주주순이익</b>	151	62	18	45	54
<b>증감율 및 수익성 (%)</b>					
매출액 증감율	4.0	-5.8	-11.6	3.3	2.8
영업이익 증감율	10.7	-55.2	-62.0	90.2	16.7
EBITDA 증감율	9.3	-39.4	-35.5	27.9	7.3
지배주주순이익 증감율	9.7	-58.9	-71.0	150.0	20.0
EPS 증감율	9.4	-58.8	-71.5	152.1	21.9
매출총이익율(%)	13.9	9.6	7.9	9.4	9.8
영업이익률(%)	8.2	3.9	1.7	3.1	3.5
EBITDA Margin(%)	11.2	7.2	5.3	6.5	6.8
지배주주순이익률(%)	5.1	2.2	0.7	1.8	2.1

## 재무상태표

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
<b>유동자산</b>	1,422	1,362	1,296	1,371	1,452
현금 및 현금성자산	57	56	139	177	226
단기금융자산	11	10	7	7	7
매출채권 및 기타채권	499	406	358	370	380
재고자산	839	871	770	795	817
기타유동자산	27	29	22.0	22.0	22.0
<b>비유동자산</b>	1,307	1,307	1,298	1,291	1,285
투자자산	10	15	15	15	15
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	2,594	2,662	2,737
<b>유동부채</b>	986	840	725	729	732
매입채무 및 기타채무	289	221	206	210	213
단기금융부채	611	565	463.4	463.4	463.4
기타유동부채	86	54	56	56	56
<b>비유동부채</b>	434	449	449	449	449
장기금융부채	318	362	361.9	361.9	361.9
기타비유동부채	116	87	87	87	87
<b>부채총계</b>	1,420	1,289	1,174	1,178	1,181
<b>자자지분</b>	1,307	1,377	1,418	1,483	1,554
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	749	780	817
<b>비지배지분</b>	2	2	2	2	2
<b>자본총계</b>	1,309	1,379	1,420	1,485	1,556

## 현금흐름표

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
<b>영업활동 현금흐름</b>	137	81	267	117	129
당기순이익	0	0	18	44	54
비현금항목의 가감	152	164	169	174	176
유형자산감가상각비	86	89	85	84	84
무형자산감가상각비	2	3	3	3	2
지분법평가손익	0	0	0	0	0
기타	64	72	81	87	90
영업활동자산부채증감	-123	-83	140	-36	-32
매출채권및기타채권의감소	15	91	47	-12	-10
재고자산의감소	-123	-28	101	-25	-22
매입채무및기타채무의증가	34	-74	-15	4	3
기타	-49	-72	7	-3	-3
<b>기타현금흐름</b>	108	0	-60	-65	-69
<b>투자활동 현금흐름</b>	-88	-75	-78	-78	-78
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	0	0	0
단기금융자산의감소(증가)	-3	1	0	0	0
기타	-5	1	2	2	2
<b>재무활동 현금흐름</b>	-57	-8	-117	-11	-14
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	-11	-14
기타	0	0	0	0	0
<b>기타현금흐름</b>	-10	1	11	11	11
<b>현금 및 현금성자산의 순증가</b>	-16	-1	83	39	48
기초현금 및 현금성자산	73	57	56	139	177
기말현금 및 현금성자산	57	56	139	177	226

## 투자지표

(단위: 원 십억원, 배, %)

12월 결산, IFRS 연결	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
<b>주당지표(원)</b>					
EPS	5,372	2,212	630	1,589	1,936
BPS	46,640	49,144	50,594	52,903	55,459
CFPS	10,786	8,061	6,671	7,794	8,206
DPS	800	600	400	500	600
<b>주가배수(배)</b>					
PER	8.8	12.4	37.8	13.2	10.8
PER(최고)	11.0	23.9	52.7		
PER(최저)	6.9	10.2	31.7		
PBR	1.02	0.56	0.47	0.40	0.38
PBR(최고)	1.26	1.08	0.66		
PBR(최저)	0.79	0.46	0.40		
PSR	0.45	0.28	0.27	0.23	0.23
PCFR	4.4	3.4	3.6	2.7	2.5
EV/EBITDA	6.7	8.2	10.4	7.4	6.7
<b>주요비율(%)</b>					
배당성향(%),보통주,현금)	14.9	27.1	63.6	31.5	31.0
배당수익률(%),보통주,현금)	1.7	2.2	1.7	2.4	2.9
ROA	5.5	2.3	0.7	1.7	2.0
ROE	11.9	4.6	1.3	3.1	3.6
ROIC	7.9	3.9	1.3	2.8	3.2
매출채권회전율	5.6	6.1	6.4	6.9	6.9
재고자산회전율	3.7	3.2	3.0	3.2	3.2
부채비율	108.5	93.4	82.7	79.3	75.9
순차입금비율	65.8	62.4	47.9	43.2	38.1
이자보상배율	8.7	3.8	1.3	2.6	3.0
총차입금	929	927	825	825	825
순차입금	861	861	680	641	593
NOPLAT	330	200	129	165	177
FCF	56	22	175	30	42

자료: 키움증권

## Compliance Notice

- 당사는 2월 5일 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

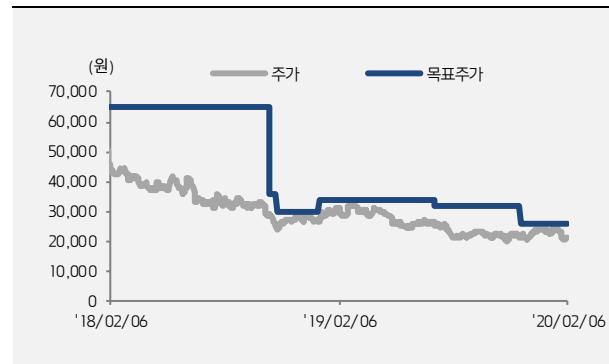
- 본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없고, 통지 없이 의견이 변경될 수 있습니다.
- 본 조사분석자료는 유가증권 투자를 위한 정보제공을 목적으로 당사 고객에게 배포되는 참고자료로서, 유가증권의 종류, 종목, 매매의 구분과 방법 등에 관한 의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일제의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않으며 법적 분쟁에서 증거로 사용 될 수 없습니다.
- 본 조사 분석자료를 무단으로 인용, 복제, 전시, 배포, 전송, 편집, 번역, 출판하는 등의 방법으로 저작권을 침해하는 경우에는 관련법에 의하여 민·형사상 책임을 지게 됩니다.

## 투자의견변동내역(2개년)

종목명	일자	투자의견	목표주가	목표가격대상시점		괴리율(%)	
				평균	최고	주가대비	주가대비
<b>(103140)</b>	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(Dowgrade)	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	-29.76	-19.69	
	2019/11/26	Outperform(Dowgrade)	26,000 원	6 개월	-12.45	-5.96	
	2020/02/06	Buy(Upgrade)	26,000 원	6 개월			

\*주가는 수정주가를 기준으로 괴리율을 산출하였음.

## 목표주가추이(2개년)



## 투자의견 및 적용기준

기입	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 (2019/01/01~2019/12/31)

매수	중립	매도
97.33%	2.00%	0.67%