



BUY(Maintain)

목표주가: 26,000원
주가(4/16): 18,650원
시가총액: 5,227억원

철강금속/유틸리티

Analyst 이종형

02) 3787-5023

leejh@kiwoom.com

Stock Data

KOSPI (4/16)		1,857.07pt
52 주 주가동향	최고가	최저가
최고/최저가 대비	29,950원	13,800원
등락률	-37.7%	35.1%
수익률	절대	상대
1M	10.7%	2.2%
6M	-16.4%	-6.2%
1Y	-37.6%	-24.5%

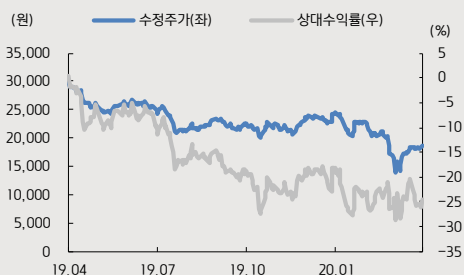
Company Data

발행주식수	28,024 천주
일평균 거래량(3M)	159천주
외국인 지분율	7.6%
배당수익률(20E)	2.7%
BPS(20E)	50,594원
주요 주주	풍산홀딩스 외 3인 38.0%

투자지표

(십억원, IFRS **)	2018	2019	2020E	2021E
매출액	2,774	2,451	2,404	2,420
영업이익	108	41	78	98
EBITDA	200	141	182	199
세전이익	87	26	64	84
순이익	62	18	46	61
지배주주지분순이익	62	18	46	61
EPS(원)	2,212	629	1,654	2,183
증감률(%YoY)	-58.8	-71.6	163.1	32.0
PER(배)	12.4	37.9	11.0	8.4
PBR(배)	0.56	0.48	0.36	0.35
EV/EBITDA(배)	8.2	10.0	6.5	5.8
영업이익률(%)	3.9	1.7	3.2	4.0
ROE(%)	4.6	1.3	3.3	4.3
순부채비율(%)	62.6	53.7	46.9	43.3

Price Trend



풍산 (103140)

방산부진의 끝이 보인다!



어제 957억원 규모의 중동향 탄약 수출계약 체결을 공시했습니다. 계약액은 작년 연간 방산수출액 1,350억원의 71%에 달하는 큰 규모로 2Q부터 본격적인 수출확대가 예상됩니다. 1분기 실적은 부진이 예상되지만 최근 \$5,000대를 회복한 구리 가격은 다시 전저점을 깨고 내려갈 가능성이 크지 않고 그동안 부진했던 방산도 올해부터 턴어라운드가 확실시되어 최근 급락한 주가는 매수기회로 판단합니다.

>>> 1Q20 실적은 구리가격 하락으로 예상보다 부진전망

연결 영업이익은 65억원(-61%QoQ, -59%YoY)으로 기존 추정치 135억원과 컨센서스 100억원을 하회할 것으로 예상된다. 코로나19 확산이후 구리가격 급락에 따른 재고관련손실로 PMX 등 해외 신동자회사들의 실적이 당초 예상보다는 부진할 전망이다. 구리가격 하락이 해외 자회사들보다는 늦게 반영되는 본사는 영업이익이 115억원(-11%QoQ, -11%YoY)으로 기존 추정치에 부합하지만 2Q부터 메탈로스가 본격적으로 반영되면서 수익성악화가 예상된다. 통제 불가능한 구리가격 하락에 따른 실적부진에도 1Q 본사 신동제품 출하량과 방산매출이 각각 4.3만톤, 1,000억원으로 기존 전망치를 크게 벗어나지 않았을 것으로 추정한다.

>>> 중동향 방산수출 계약으로 방산은 올해부터 턴어라운드

동사는 어제(4/16) 957억원 규모의 중동향 소구경탄약 수출계약 체결을 공시했다. 계약액은 작년 연간 방산수출액 1,350억원(수출비중 22%)의 71%에 달하는 큰 규모로 2Q부터 본격적인 수출확대가 예상된다(공급기간은 1년 추정). 동사의 방산수출은 주력시장인 미국과 중동이 동반부진해지면서 수출액이 2017년 3,190억원을 정점(수출비중 38%)으로 2년연속 급감했는데 이번 계약건으로 향후 중동시장 회복에 대한 기대감이 높아질 전망이다. 한편, 미국시장은 4Q19까지 뚜렷한 회복세는 없었지만 코로나19 확산에 따른 미국내 사재기 현상을 감안시 지난 3년간의 destocking이 끝나고 Restocking이 재개될 가능성도 주목해 볼 필요가 있다. 작년 한화 대전공장 생산차질에 따른 탄약조달문제로 부진했던 내수방산은 이미 4Q19부터 정상화되어 동사의 방산사업은 올해부터 확실한 턴어라운드가 예상된다. 방산수출 계약을 반영해 20E 및 21E 지배주주EPS 전망치를 각각 4%, 13% 상향한다.

>>> 더 나빠지기 어려운 상황, 이제는 다시 봐야 될 주가

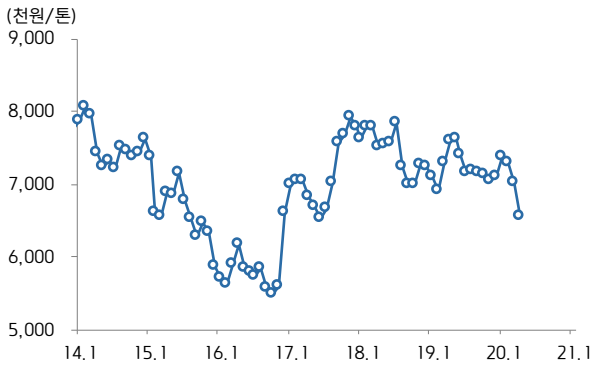
코로나19 확산이후 \$6,300대에서 \$4,700대까지 급락했던 구리가격은 최근 \$5,000대를 회복하며 최악의 시기를 벗어나고 있다. 1) 구리가격이 다시 전저점을 깨고 내려갈 가능성이 제한적이고, 2) 올해 방산은 턴어라운드가 확실시되며, 3) 현 주가가 PBR밴드 최저점에 위치하고 있어 동사에 대한 BUY의견을 다시한번 강조하며, 목표주가 2.6만원(12mf PBR 0.5X)을 유지한다.

풍산 1Q20 실적프리뷰

(단위: 십억원)	1Q20E	기존 추정	%차이	컨센서스	%차이	4Q19	%QoQ	1Q19	%YoY
매출액	559	560	-0.1	555	0.8	706	-20.8	580	-3.6
별도	418	418	-0.2	416	0.4	565	-26.1	433	-3.6
별도 외	142	142	0.0	139	2.1	142	0.0	147	-3.6
영업이익	6.5	13.5	-52.1	10.0	-35.5	16.7	-61.4	15.8	-59.1
별도	11.5	11.5	-0.2	8.7	32.1	12.8	-10.9	12.8	-10.6
별도 외	-5.0	2.0		1.3		3.9	적전	3.0	적전
영업이익률	1.2	2.4		1.8		2.4		2.7	
별도	2.7	2.7		2.1		2.3		3.0	
별도 외	-3.5	1.4		1.0		2.7		2.0	
세전이익	3.0	9.3	-68.0	5.7	-47.8	8.2	-63.7	11.4	-74.0
순이익	2.2	7.0	-68.9	8.6	-74.6	7.8	-72.3	9.1	-76.2
지배순이익	2.2	7.0	-69.0	3.9	-44.3	7.8	-72.2	9.1	-76.2
본사 신동판매량(천톤)	43.4	44.5	-2.4			44.2	-2.0	46.7	-7.1
본사 방산매출액	101	100	0.5			253	-60.2	101	0.3
적용 구리가격(USD)	5,933	5,900	0.6			5,783	2.6	6,101	-2.8
원달러환율	1,194	1,175	1.6			1,176	1.5	1,125	6.1

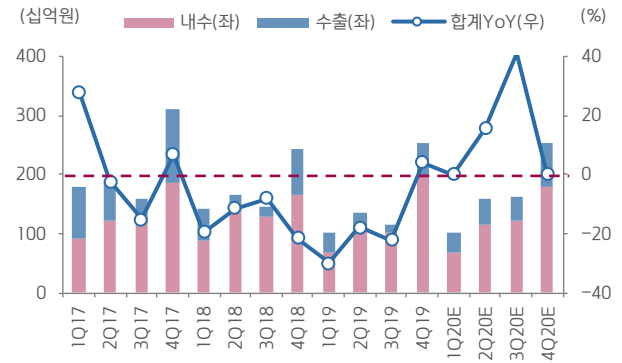
자료: 풍산, 키움증권

국내 전기동 고시가격



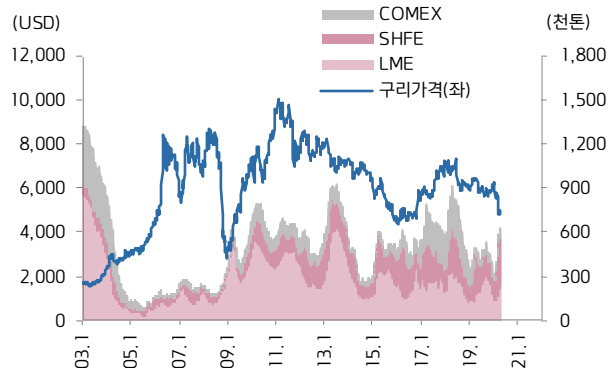
자료: 한국철강신문, 키움증권

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	4Q19	1Q20E	2Q20E	3Q20E	4Q20E
매출액	580.2	600.8	563.9	706.4	559.3	566.0	584.4	693.9
별도	433.2	456.4	426.5	564.7	417.5	424.3	442.6	552.2
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	6.5	15.8	29.1	27.1
별도	12.8	16.8	6.2	12.8	11.5	15.8	24.1	24.1
별도 외	3.0	-8.3	-6.0	3.9	-5.0	0.0	5.0	3.0
영업이익률	2.7	1.4	0.0	2.4	1.2	2.8	5.0	3.9
별도	3.0	3.7	1.5	2.3	2.7	3.7	5.4	4.4
별도 외	2.0	-5.8	-4.4	2.7	-3.5	0.0	3.5	2.1
세전이익	11.4	7.1	-0.4	8.2	3.0	12.0	25.2	23.3
순이익	9.1	3.7	-3.0	7.8	2.2	8.8	18.4	17.0
지배순이익	9.1	3.7	-2.9	7.8	2.2	8.8	18.4	17.0
본사 신동판매량(천톤)	46.7	44.5	43.3	44.2	43.4	42.3	44.9	47.1
본사 방산매출액	101	137	114	253	101	159	161	255
적용 구리가격(USD)	6,101	6,308	5,839	5,783	5,933	5,100	5,100	5,100
원달러환율	1,125	1,166	1,193	1,176	1,194	1,200	1,200	1,200

자료: 풍산, 키움증권

풍산 연간실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)	2016	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
매출액	2,832	2,945	2,774	2,451	2,404	2,420	2,480
별도	2,034	2,257	2,163	1,881	1,837	1,853	1,913
별도 외	797	688	612	571	567	567	567
영업이익	218	241	108	41	78	98	109
별도	170	188	107	49	75	86	97
별도 외	48	53	1	-8	3	12	12
영업이익률	7.7	8.2	3.9	1.7	3.3	4.1	4.4
별도	8.3	8.3	4.9	2.6	4.1	4.7	5.1
별도 외	6.1	7.8	0.1	-1.3	0.5	2.1	2.1
세전이익	182	205	87	26	64	84	95
순이익	138	151	62	18	46	61	69
지배순이익	138	151	62	18	46	61	69
지배주주 EPS(원)	4,910	5,372	2,212	629	1,654	2,183	2,463
지배주주 BPS(원)	43,990	46,640	49,144	49,306	50,594	52,111	53,907
지배주주 ROE(%)	11.8	11.9	4.6	1.3	3.3	4.3	4.6
본사 신동판매량(천톤)	196	201	197	179	178	182	182
본사 방산매출액	811	837	700	605	675	709	745
적용 구리가격(USD)	4,777	6,068	6,584	6,008	5,308	5,100	5,100
원달러환율	1,161	1,130	1,100	1,165	1,198	1,200	1,200

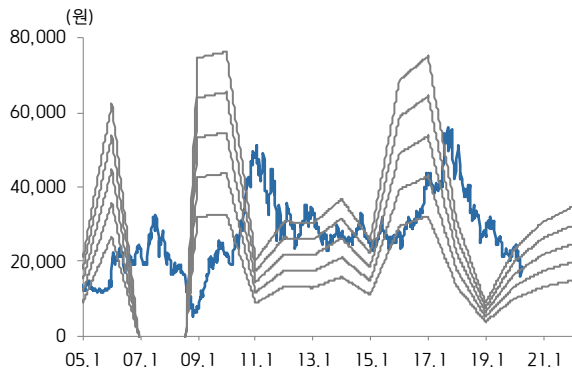
자료: 풍산, 키움증권

풍산 실적전망 변경

(단위: 십억원)	변경전		변경후		%차이	
	2020E	2021E	2020E	2021E	2020E	2021E
매출액	2,531	2,601	2,404	2,420	-5.0	-7.0
별도	1,964	2,034	1,837	1,853	-6.5	-8.9
별도 외	567	567	567	567	0.0	0.0
영업이익	78	91	78	98	0.4	8.7
별도	70	83	75	86	7.5	4.7
별도 외	8	8	3	12	-62.5	50.0
영업이익률	3.1	3.5	3.3	4.1		
별도	3.6	4.1	4.1	4.7		
별도 외	1.4	1.4	0.5	2.1		
세전이익	59	72	64	84	7.1	16.1
순이익	44	54	46	61	4.5	12.9
지배순이익	45	54	46	61	4.2	12.7
지배주주 EPS(원)	1,589	1,936	1,654	2,183	4.1	12.8
지배주주 BPS(원)	52,903	55,459	50,594	52,111	-4.4	-6.0
지배주주 ROE(%)	3.1	3.6	3.3	4.3		
본사 신동판매량(천톤)	184	188	178	182	-3.3	-3.4
본사 방산매출액	621	649	675	709	8.8	9.3
적용 구리가격(USD)	6,125	6,200	5,308	5,100	-13.3	-17.7
원달러환율	1,164	1,160	1,198	1,200	3.0	3.4

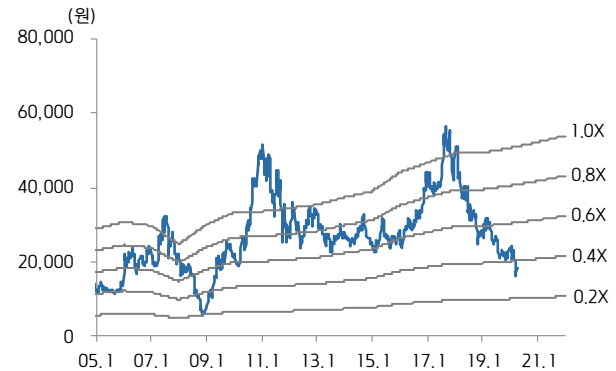
자료: 풍산, 키움증권

풍산 12mf PER 밴드



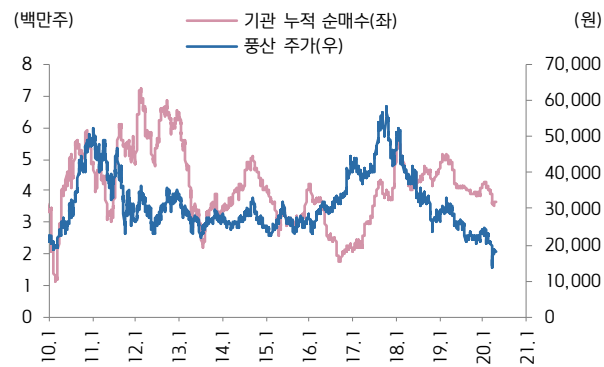
자료: Fn가이드, 키움증권

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	2018A	2019A	2020E	2021E	2020E
매출액	2,774	2,451	2,404	2,420	2,480
매출원가	2,507	2,264	2,179	2,172	2,216
매출총이익	267	188	225	248	264
판관비	160	146	146	150	155
영업이익	108	41	78	98	109
EBITDA	200	141	182	199	210
영업외손익	-20	-15	-15	-15	-14
이자수익	1	1	2	2	2
이자비용	29	30	30	30	30
외환관련이익	43	40	0	0	0
외환관련손실	41	35	0	0	0
종속 및 관계기업손익	0	0	0	0	0
기타	6	9	13	13	14
법인세차감전이익	87	26	64	84	95
법인세비용	25	9	17	23	26
계속사업순손익	62	18	46	61	69
당기순이익	62	18	46	61	69
지배주주순이익	62	18	46	61	69
증감율 및 수익성 (%)					
매출액 증감율	-5.8	-11.6	-1.9	0.7	2.5
영업이익 증감율	-55.2	-62.0	90.2	25.6	11.2
EBITDA 증감율	-39.3	-29.5	29.1	9.3	5.5
지배주주순이익 증감율	-58.8	-71.0	155.6	32.6	13.1
EPS 증감율	-58.8	-71.6	163.1	32.0	12.8
매출총이익율(%)	9.6	7.7	9.4	10.2	10.6
영업이익률(%)	3.9	1.7	3.2	4.0	4.4
EBITDA Margin(%)	7.2	5.8	7.6	8.2	8.5
지배주주순이익률(%)	2.2	0.7	1.9	2.5	2.8

재무상태표

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2018A	2019A	2020E	2021E	2020E
유동자산	1,362	1,245	1,300	1,341	1,391
현금 및 현금성자산	56	70	148	181	203
단기금융자산	7	6	6	6	6
매출채권 및 기타채권	406	351	344	346	355
재고자산	871	790	774	780	799
기타유동자산	22.0	28.0	28.0	28.0	28.0
비유동자산	1,307	1,317	1,297	1,299	1,301
투자자산	15	22	22	22	22
유형자산	1,145	1,136	1,115	1,118	1,120
무형자산	22	19	20	20	20
기타비유동자산	125	140	140	139	139
자산총계	2,668	2,563	2,597	2,640	2,692
유동부채	840	763	762	762	764
매입채무 및 기타채무	221	166	165	165	167
단기금융부채	563.4	500.5	500.5	500.5	500.5
기타유동부채	56	97	97	97	97
비유동부채	449	415	415	415	415
장기금융부채	361.9	319.4	319.4	319.4	319.4
기타비유동부채	87	96	96	96	96
부채총계	1,289	1,179	1,177	1,178	1,180
지배지분	1,377	1,382	1,418	1,460	1,511
자본금	140	140	140	140	140
자본잉여금	495	495	495	495	495
기타자본	0	0	0	0	0
기타포괄손익누계액	0	15	18	22	26
이익잉여금	743	733	765	804	850
비지배지분	2	2	2	2	2
자본총계	1,379	1,384	1,420	1,462	1,513

현금흐름표

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2018A	2019A	2020E	2021E	2020E
영업활동 현금흐름	81	202	197	175	172
당기순이익	0	0	46	61	69
비현금항목의 가감	164	149	168	170	173
유형자산감가상각비	89	97	101	98	98
무형자산감가상각비	3	3	2	2	2
지분법평가손익	0	0	0	0	0
기타	72	49	65	70	73
영업활동자산부채증감	-83	90	18	-16	-26
매출채권및기타채권의감소	91	44	7	-2	-9
재고자산의감소	-28	98	15	-5	-19
매입채무및기타채무의증가	-74	-58	-1	0	2
기타	-72	6	-3	-9	0
기타현금흐름	0	-37	-35	-40	-44
투자활동 현금흐름	-75	-57	-72	-92	-92
유형자산의 취득	-74	-61	-80	-100	-100
유형자산의 처분	2	0	0	0	0
무형자산의 순취득	0	0	-3	-3	-3
투자자산의감소(증가)	-5	-7	0	0	0
단기금융자산의감소(증가)	-1	0	0	0	0
기타	3	11	11	11	11
재무활동 현금흐름	-8	-136	-14	-17	-25
차입금의 증가(감소)	-8	-133	0	0	0
자본금, 자본잉여금의 증감	0	0	0	0	0
자기주식처분(취득)	0	0	0	0	0
배당금지급	0	0	-11	-14	-22
기타	0	-3	-3	-3	-3
기타현금흐름	1	6	-33	-33	-33
현금 및 현금성자산의 순증가	-1	15	77	33	22
기초현금 및 현금성자산	57	56	70	148	181
기말현금 및 현금성자산	56	70	148	181	203

자료: 키움증권

투자지표

(단위: 원 십억원, %, 배)

12월 결산, IFRS 연결	2018A	2019A	2020E	2021E	2020E
주당지표(원)					
EPS	2,212	629	1,654	2,183	2,463
BPS	49,144	49,306	50,594	52,111	53,907
CFPS	8,061	5,961	7,650	8,264	8,650
DPS	600	400	500	800	800
주가배수(배)					
PER	12.4	37.9	11.0	8.4	7.4
PER(최고)	23.9	52.8	15.0		
PER(최저)	10.2	31.8	8.2		
PBR	0.56	0.48	0.36	0.35	0.34
PBR(최고)	1.08	0.67	0.49		
PBR(최저)	0.46	0.41	0.27		
PSR	0.28	0.27	0.21	0.21	0.21
PCFR	3.4	4.0	2.4	2.2	2.1
EV/EBITDA	8.2	10.0	6.5	5.8	5.4
주요비율(%)					
배당성향(% , 보통주, 현금)	27.1	63.6	30.2	36.6	32.5
배당수익률(% , 보통주, 현금)	2.2	1.7	2.7	4.4	4.4
ROA	2.3	0.7	1.8	2.3	2.6
ROE	4.6	1.3	3.3	4.3	4.6
ROIC	3.9	1.2	2.8	3.5	3.8
매출채권회전율	6.1	6.5	6.9	7.0	7.1
재고자산회전율	3.2	3.0	3.1	3.1	3.1
부채비율	93.4	85.2	82.9	80.5	78.0
순차입금비용	62.6	53.7	46.9	43.3	40.4
이자보상배율	3.8	1.4	2.6	3.3	3.7
총차입금	925	820	820	820	820
순차입금	863	743	666	633	611
NOPLAT	200	141	182	199	210
FCF	22	155	96	54	51

Compliance Notice

- 당사는 4월 16일 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.

고지사항

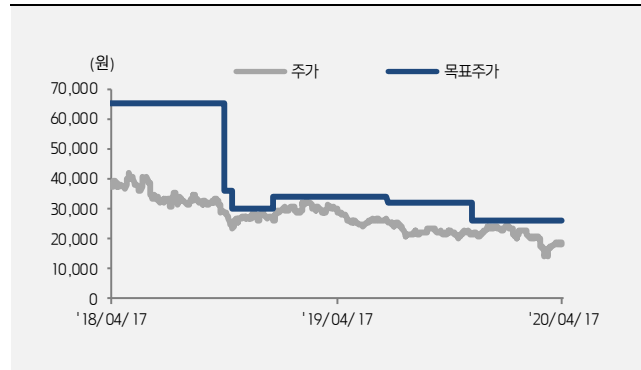
- 본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없고, 통지 없이 의견이 변경될 수 있습니다.
- 본 조사분석자료는 유가증권 투자를 위한 정보제공을 목적으로 당사 고객에게 배포되는 참고자료로서, 유가증권의 종류, 종목, 매매의 구분과 방법 등에 관한 의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않으며 법적 분쟁에서 증거로 사용 될 수 없습니다.
- 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	목표주 가	목표 가격 대상 시점	과리율(%)	
					평균 주가대비	최고 주가대비
풍산 (103140)	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	-21.72	-19.69
	2019/07/31	Buy(Maintain)	32,000 원	6개월	-29.76	-19.69
	2019/11/26	Outperform(Downgrade)	26,000 원	6개월	-12.45	-5.96
	2020/02/06	Buy(Upgrade)	26,000 원	6개월	-18.87	-5.96
	2020/04/17	Buy(Maintain)	26,000 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 (2019/04/01~2020/03/31)

매수	중립	매도
96.58%	2.74%	0.68%