



철강/유통

노현주

02)739-5941

hr2320@heungkuksec.co.kr

(103140)

풍산

BUY(유지)

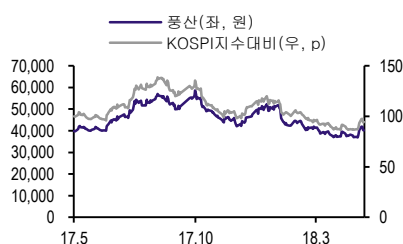
낮아진 눈높이. 부담없는 밸류에이션

목표주가	53,000원(하향)
현재주가(05/17)	40,100원
상승여력	32.2%
시가총액	1,124십억원
발행주식수	28,024천주
52주 최고가 / 최저가	58,600 / 36,950원
3개월 일평균거래대금	5십억원
외국인 지분율	16.1%
주요주주	
풍산홀딩스 외 2인	36.8%
국민연금공단	13.5%
한화자산운용 외 3인	5.0%
주가수익률(%)	1개월 3개월 6개월 12개월
절대수익률	7.2 -5.2 -12.3 1.1
상대수익률(KOSPI)	7.4 -6.3 -8.9 -5.6

(단위: 십억원, 원, %, 배)

재무정보	2016	2017	2018E	2019E
매출액	2,832	2,945	2,995	3,089
영업이익	218	241	214	226
EBITDA	302	330	303	315
지배주주순이익	138	151	151	160
EPS	4,910	5,372	5,377	5,702
순차입금	937	861	813	713
PER	8.2	8.8	7.5	7.0
PBR	0.9	1.0	0.8	0.7
EV/EBITDA	6.9	6.7	6.4	5.8
배당수익률	1.7	1.7	2.0	2.0
ROE	11.8	11.9	11.0	10.6
컨센서스 영업이익	218	241	217	239
컨센서스 EPS	4,910	5,372	5,442	5,620

주가추이



현재 풍산의 주가는 고점 대비 31.6% 하락한 수준에서 거래되고 있습니다. 펀더멘탈 측면에서 보면 신동과 방산 부문의 불확실성이 큰 상황이며 이익 모멘텀은 크지 않습니다. 하지만 현재 주가는 12개월 선행 P/B 기준 0.76배로 올해 예상 ROE는 11% 대비 저평가를 받고 있습니다. 이에 밸류에이션 관점에서 접근하는 것을 추천합니다.

현재 주가는 모든 불확실성을 반영한 상황

현재 풍산의 주가는 고점 대비 31.6% 하락한 수준에서 거래되고 있다. 3분기 연속 시장 기대치를 하회하는 실적이 발표되며 실적 둔화에 대한 우려가 반영된 결과이다. 1분기 실적에서 방산과 신동 부문의 매출액이 기대치에 미치지 못했지만 2분기 연속 실적 부진의 원인이었던 방산 부문의 수익성이 회복된 모습이 보여졌다. 즉, 긍정적인 요인과 부정적인 요인이 혼재된 상황이다.

신동과 방산 모두 시간을 두고 지켜봐야 한다

현 시점에서 주가가 의미있는 수준으로 반등하기 위해서는 방산 부문의 미국향 수출 물량 회복이 필수이다. 방산이 직면한 문제는 미국향 수출 물량 감소이다. 이를 극복하기 위해 중동향 수출 물량을 확대하고 있지만 지속 가능성 측면에서 불확실성이 존재한다. 결국 미국향 수출 물량 회복이 중요하지만, 4월 누적 기준 미국향 탄약 수출 물량은 크게 증가하고 있지 않다.

또한 구리 가격의 반등도 동행되어야 한다. 하지만 현재 구리 수급은 균형 상태이다. 그렇기 때문에 에스콘디다 광산의 공급 차질이 없을 시 추가 상승여력은 제한적일 수 밖에 없다.

투자의견 매수 유지, 목표주가 5.6만원->5.3만원으로 하향

두 가지 요소들을 점검 시 펀더멘탈이 개선될 가능성이 존재하지만 불확실성이 더 큰 상황이다. 숫자로 뒷받침 되기 전까지는 밸류에이션 관점에서 접근하는 것이 유효하다 판단한다. 현재 주가는 12개월 선행 P/B 기준 0.76배로 올해 예상 ROE 11% 대비 저평가를 받고 있다. 또한 방산과 신동 부문의 불확실성 해소는 하반기로 갈수록 가시화 될 점을 고려 시 상승 여력은 충분하다. 이를 고려해 투자의견 매수 유지한다. 목표주가는 실적 추정치 하향하며 기존 56,000원에서 53,000원으로 조정한다.

I. 투자포인트

현재 풍산의 주가는 고점 대비 31.6% 하락한 수준에서 거래되고 있다. 3분기 연속 시장 기대치를 하회하는 실적이 발표되며 실적 둔화에 대한 우려가 반영된 결과이다. 1분기 실적에서 방산과 신동 부문의 매출액이 기대치에 미치지 못했지만 2분기 연속 실적 부진의 원인이었던 방산 부문의 수익성이 회복된 모습이 보여졌다. 즉, 긍정적인 요인과 부정적인 요인이 혼재된 상황이다.

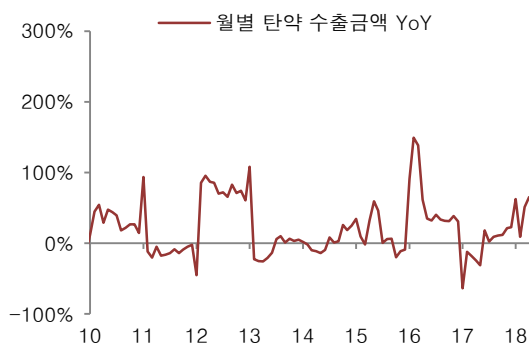
현 시점에서 주가가 의미있는 수준으로 반등하기 위해서는 1) 방산 부문의 미국향 수출 물량 회복 2) 구리 가격의 상승이 동행되어야 한다. 두 가지 요소들을 점진 시 펀더멘털이 개선될 가능성이 존재하지만 불확실성이 더 큰 상황이다. 숫자로 뒷받침 되기 전까지는 밸류에이션 관점에서 접근하는 것이 유효하다 판단한다.

1. 방산: 미국향 수출 물량 회복이 관건

작년 방산 부문의 가장 큰 이슈는 16년도에 일시적으로 증가했던 미국향 수출 물량 감소를 어떻게 극복하느냐였다. 이에 중동을 포함한 국가로의 수출 확대 여부가 중요할 수 밖에 없었다. 17년 방산 수출 금액은 중동향 수출 확대에 힘입어 전년 대비 9.1% 상승한 3,194억원을 기록했지만 이에 따른 비용도 동시에 증가했다.

올해도 중동향 수출 물량 확대가 관건인 만큼 작년에 증가한 비용을 일회성으로 보기 어렵다. 또한 지속 가능성 측면에서도 불확실성이 존재한다. 그렇기 때문에 주가가 반등하기 위해서는 수요처 다각화, 즉, 미국향 탄약 수출 물량 회복 여부가 중요하다. 하지만 3월 누적 기준 미국향 탄약 수출 물량은 여전히 크게 증가하고 있지 않다. 이를 고려 시 미국향 수출 물량 회복 여부에 대해서 보수적으로 접근하는 것이 옳다고 판단한다.

그림 1 탄약 수출 추이



자료: 한국무역협회, 홍콩증권 리서치센터

그림 2 풍산 주가 및 영업이익 컨센서스 추이



자료: Dataguide, 홍콩증권 리서치센터

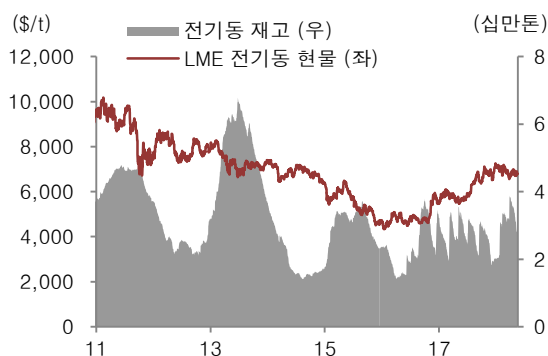
2. 구리: 단기보다는 장기 모멘텀 유효

풍산의 주가에 있어서 가장 중요한 것은 구리의 방향성일 수 밖에 없다. 올해 예상 별도 기준 신동의 매출액 및 영업이익 비중은 각각 66%와 56%로 실적에 큰 영향을 미치기 때문이다. 가격의 상승 여력을 공급과 수요 측면에서 가늠해보았을 때 단기 보다는 중장기 모멘텀이 더 크다고 판단한다.

공급 측면에서 중요한 이슈는 두 가지이다. 첫 번째로는 공급 차질 이슈가 가격 상승을 견인한 만큼 올해도 임금 협상을 앞둔 광산에 초점을 맞출 수 밖에 없다. 이 중 전 세계 생산량의 5%를 차지하고 있는 에스콘디다 광산의 임금 협상 타결 여부가 가장 중요하다. 언론에 따르면 6월말까지 연장된 임금 협상은 의미 있는 진전은 없는 것으로 보인다. 이에 따른 불확실성이 가격의 하단을 지지할 것으로 예상된다. 하지만 올해 주요 광산들의 임금협상이 예상했던 것보다 완만하게 진행된 점을 고려 시 구체적인 안이 나오기 전까지 추가 상승에 대한 기대감은 크지 않다. 두 번째로는 중국의 동 스크랩 수입 금지이다. 이는 중국의 구리 수요 증가로 이어지며 수급은 타이트해 질 전망이다.

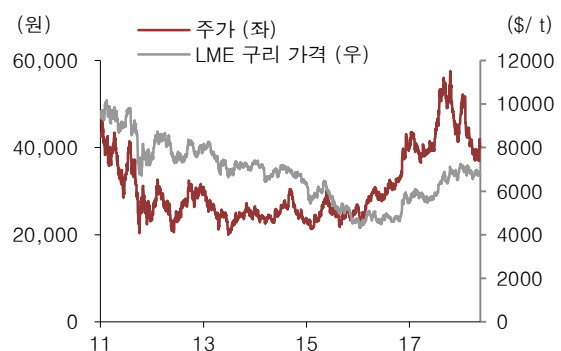
현재 구리 수급은 균형 상태이다. 그렇기 때문에 에스콘디다 광산의 공급 차질이 없을 시 추가 상승 여력은 제한적일 수 밖에 없다. 하지만 장기적으로 구리 수급은 수요 우위로 전환될 전망이다. 주요 광산들이 구리 가격이 하락하며 채산성 악화로 인해 신규 광산 투자 규모를 큰 폭으로 축소했기 때문이다. 또한 수요 측면에서도 글로벌 경기 회복 및 G2의 인프라 투자 모멘텀과 전기차 대중화에 따른 구리 수요는 확대될 전망이다. 이에 구리 가격은 중장기적으로 우상향이 가능하다고 판단한다.

그림 3 LME 구리 가격 및 재고 추이



자료: 홍콩증권 리서치센터

그림 4 LME 구리 가격 및 풍산 주가 추이



자료: 홍콩증권 리서치센터

II. 밸류에이션

목표주가
5.6만원->5.3만원으로
하향

풍산에 대해 투자의견 매수 유지하며 목표주가는 기존 56,000원에서 53,000원으로 5.4% 하향한다. 1분기 실적 반영에 따른 실적 추정치 하향을 반영했으며, 기존 목표 P/B 1배는 유지했다. 현재 주가는 12개월 선행 P/B 기준 0.76배로 올해 예상 ROE는 11% 대비 저평가를 받고 있다. 또한 방산과 신동 부문의 불확실성 해소는 하반기로 갈수록 가시화 될 점을 고려 시 상승 여력은 충분하다.

표 1 풍산 밸류에이션

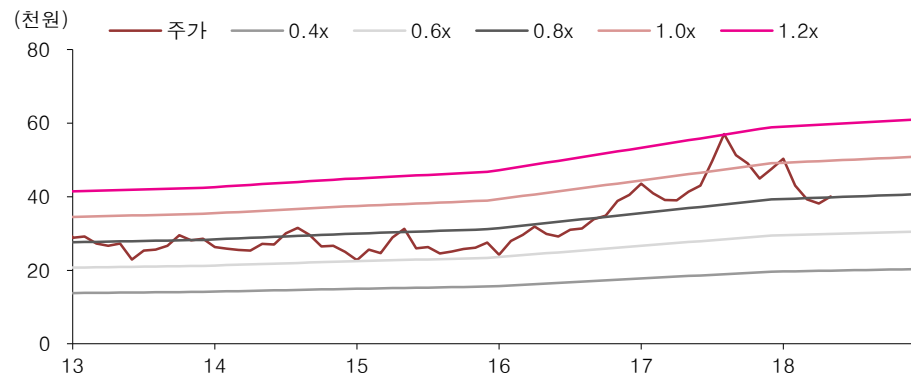
(단위: 원, %)

32.2% 상승여력 보유

항목	값	비고
목표 PBR (배)	1.0	
12 개월 선행 BPS	53,056	
목표주가	53,000	
현재주가	40,100	2018년 5월 17일 종가
상승여력	32.2	

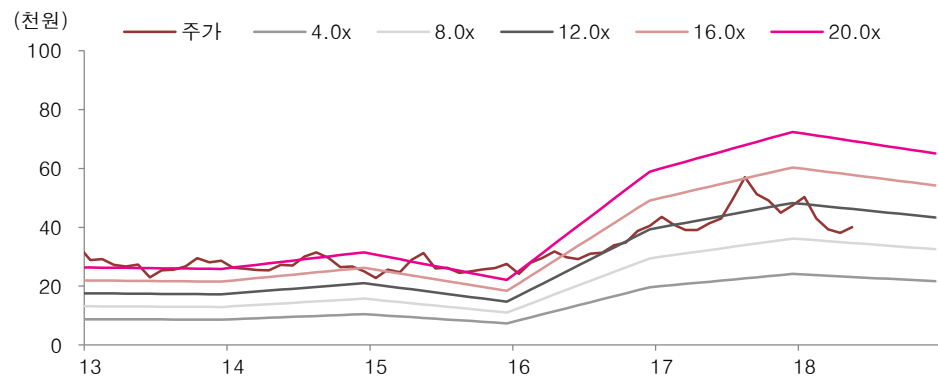
자료: 흥국증권 리서치센터

그림 5 풍산 P/B 밴드



자료: 흥국증권 리서치센터

그림 6 풍산 P/E 밴드



자료: 흥국증권 리서치센터

III. 실적전망

풍산의 2분기 매출액 7,113억원(+1.7% YoY, +6.2% QoQ), 영업이익 520억원(-13.1% YoY, +15.2% QoQ, OPM 7.3%)을 예상한다. 2분기는 신동 부문의 판매량 회복에도 불구하고 구리 가격 상승폭이 1분기에 미치지 못하기 때문에 메탈 계인은 감소할 수 밖에 없다. 하지만 방산 부문의 판매량 회복이 동반되며 1분기 실적을 저점으로 실적은 개선될 전망이다.

2018년도 매출액 2조 9,952억원(+1.7% YoY), 영업이익 2,140억원(-11.2% YoY, OPM 7.1%)을 예상한다. 1분기 실적 반영 및 신동과 방산 부문의 불확실성을 고려해 보수적으로 추정한 것에 기인한다. 이를 고려 시 전년 대비 영업이익은 감익이 불가피하다.

표 2 풍산 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원, %)

	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18E	3Q18E	4Q18E	17	18E	19E
매출액	707	699	696	843	670	711	746	868	2,945	2,995	3,089
풍산	528	538	520	672	517	549	568	695	2,257	2,329	2,390
신동	343	348	358	360	371	380	389	394	1,408	1,535	1,585
방산	184	190	162	312	146	169	178	301	849	793	805
자회사	180	162	176	171	152	162	179	173	688	667	699
영업이익	82	60	50	49	45	52	58	59	241	214	226
풍산	64	50	36	37	36	42	46	47	188	170	178
자회사	17	10	14	12	10	10	12	12	54	44	48
순이익	56	52	13	29	37	35	36	42	151	150	159
성장률											
매출액	15.2	-1.6	-0.2	3.9	-5.3	1.7	7.2	3.0	4.0	1.7	3.1
영업이익	107.6	0.0	-14.3	-17.8	-44.8	-13.1	15.5	19.4	10.6	-11.2	5.6
순이익	148.2	28.5	-65.8	-20.8	-34.1	-12.3	176.2	53.8	9.2	8.4	-100.0
수익성											
영업이익률	11.5	8.5	7.2	5.9	6.7	7.3	7.8	6.8	8.2	7.1	7.3
순이익률	8.0	7.5	1.8	3.5	5.6	4.9	4.9	4.8	5.1	5.0	5.1

자료: 흥국증권 리서치센터

표 3 풍산 실적 추정치 변경

(단위: 십억원, %)

		2017	2018E	2019E
매출액	수정 후	2,945	2,995	3,089
	수정 전	2,945	3,164	3,229
	변동률		-5.3	-4.3
영업이익	수정 후	241	214	227
	수정 전	241	249	261
	변동률		-14.0	-13.1
순이익	수정 후		150	159
	수정 전		165	174
	변동률		-9.0	-8.7
BPS	수정 후	48,681	51,217	56,119
	수정 전	48,681	53,760	59,173
	변동률		-4.7	-5.2
EPS	수정 후	5,372	5,377.0	5,702.0
	수정 전	5,372	5,878	6,214
	변동률		-8.5	-8.2

자료: 흥국증권 리서치센터

포괄손익계산서

(단위:십억원)

결산기	2016	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	2,831.8	2,945.0	2,995.2	3,088.8	3,133.1
증가율 (Y-Y, %)	0.4	4.0	1.7	3.1	1.4
영업이익	217.8	241.1	214.3	226.5	235.8
증가율 (Y-Y, %)	96.1	10.7	(11.1)	5.7	4.1
EBITDA	301.9	329.5	303.0	315.2	324.5
영업외손익	(35.6)	(36.3)	(10.6)	(10.4)	(10.2)
순이자수익	(31.7)	(27.4)	(26.1)	(26.1)	(26.1)
외화관련손익	3.3	(8.1)	0.0	0.0	0.0
지분법손익	0.0	0.1	0.9	0.9	0.9
세전계속사업손익	182.2	204.8	203.7	216.1	225.5
당기순이익	137.7	150.7	149.9	159.0	166.0
지배기업당기순이익	137.6	150.6	150.7	159.8	166.8
증가율 (Y-Y, %)	166.8	9.4	0.1	6.1	4.4
3 Yr CAGR & Margins					
매출액증가율(3Yr)	(2.1)	(0.6)	2.0	2.9	2.1
영업이익증가율(3Yr)	17.8	23.6	24.5	1.3	(0.7)
EBITDA증가율(3Yr)	15.5	17.7	16.4	1.4	(0.5)
순이익증가율(3Yr)	31.5	26.9	42.6	4.9	3.3
영업이익률(%)	7.7	8.2	7.2	7.3	7.5
EBITDA마진(%)	10.7	11.2	10.1	10.2	10.4
순이익률 (%)	4.9	5.1	5.0	5.1	5.3
NOPLAT	164.6	177.4	157.7	166.7	173.5
(+) Dep	84.1	88.4	88.7	88.7	88.8
(-) 운전자본투자	(24.6)	44.0	82.6	36.5	15.6
(-) Capex	98.7	81.8	83.2	85.8	87.1
OpFCF	174.6	140.0	80.6	133.0	159.6

재무상태표

(단위:십억원)

결산기	2016	2017	2018E	2019E	2020E
유동자산	1,380.7	1,422.4	1,543.6	1,693.8	1,846.2
현금성자산	81.6	68.0	115.6	215.8	342.6
매출채권	545.0	499.2	501.9	519.5	528.3
재고자산	741.0	838.5	908.6	940.4	956.4
비유동자산	1,334.2	1,307.1	1,309.9	1,315.5	1,322.5
투자자산	129.3	126.4	131.5	136.9	142.4
유형자산	1,185.6	1,155.9	1,152.6	1,152.0	1,152.6
무형자산	19.4	24.8	25.8	26.7	27.5
자산총계	2,714.9	2,729.5	2,853.4	3,009.3	3,168.7
유동부채	963.5	986.4	977.4	991.0	1,001.0
매입채무	224.5	238.7	224.0	231.9	235.8
유동성이자부채	599.5	611.1	611.1	611.1	611.1
비유동부채	516.6	433.9	438.6	443.5	448.6
비유동이자부채	418.7	317.8	317.8	317.8	317.8
부채총계	1,480.1	1,420.4	1,416.0	1,434.5	1,449.6
자본금	140.1	140.1	140.1	140.1	140.1
자본잉여금	494.5	494.5	494.5	494.5	494.5
이익잉여금	585.1	682.9	811.1	948.5	1,092.9
자본조정	13.0	(10.4)	(10.4)	(10.4)	(10.4)
자기주식	(0.2)	(0.2)	(0.2)	(0.2)	(0.2)
자본총계	1,234.8	1,309.1	1,437.4	1,574.8	1,719.2
투하자본	2,162.8	2,161.2	2,241.5	2,278.3	2,295.4
순차입금	936.7	861.0	813.4	713.2	586.4
ROA	5.2	5.5	5.4	5.5	5.4
ROE	11.8	11.9	11.0	10.6	10.1
ROIC	7.6	8.2	7.2	7.4	7.6

주요투자지표

(단위:십억원, 원)

결산기	2016	2017	2018E	2019E	2020E
Per share Data					
EPS	4,910	5,372	5,377	5,702	5,952
BPS	43,990	46,640	51,217	56,119	61,271
DPS	700	800	800	800	800
Multiples(x, %)					
PER	8.2	8.8	7.5	7.0	6.7
PBR	0.9	1.0	0.8	0.7	0.7
EV/ EBITDA	6.9	6.7	6.4	5.8	5.3
배당수익률	1.7	1.7	2.0	2.0	2.0
PCR	3.7	3.7	4.6	4.5	4.3
PSR	0.4	0.5	0.4	0.4	0.4
재무건전성 (%)					
부채비율	119.9	108.5	98.5	91.1	84.3
Net debt/Equity	75.9	65.8	56.6	45.3	34.1
Net debt/EBITDA	310.3	261.3	268.4	226.3	180.7
유동비율	143.3	144.2	157.9	170.9	184.4
이자보상배율	6.9	8.8	8.2	8.7	9.0
이자비용/매출액	1.1	0.9	0.9	0.9	0.8
자산구조					
투하자본(%)	91.1	91.7	90.1	86.6	82.6
현금+투자자산(%)	8.9	8.3	9.9	13.4	17.4
자본구조					
차입금(%)	45.2	41.5	39.3	37.1	35.1
자기자본(%)	54.8	58.5	60.7	62.9	64.9

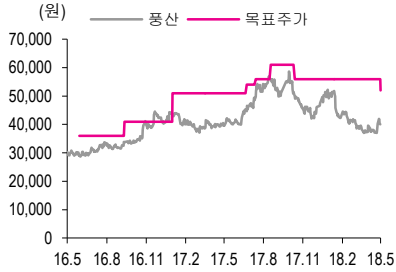
주) 재무제표는 연결기준

현금흐름표

(단위:십억원)

결산기	2016	2017	2018E	2019E	2020E
영업현금	246.3	137.5	160.6	216.0	244.2
당기순이익	182.2	204.8	149.9	159.0	166.0
자산상각비	84.1	88.4	88.7	88.7	88.8
운전자본증감	10.8	(123.4)	(82.6)	(36.5)	(15.6)
매출채권감소(증가)	(66.9)	15.5	(2.7)	(17.6)	(8.8)
재고자산감소(증가)	30.4	(123.5)	(70.1)	(31.8)	(16.0)
매입채무증가(감소)	63.0	33.9	(14.6)	7.8	3.9
투자현금	(100.8)	(87.7)	(91.1)	(93.9)	(95.4)
단기투자자산감소	0.9	(1.2)	(0.5)	(0.5)	(0.5)
장기투자증권감소	(1.1)	(0.0)	0.5	0.5	0.5
설비투자	(98.7)	(81.8)	(83.2)	(85.8)	(87.1)
유무형자산감소	2.2	3.5	(3.2)	(3.2)	(3.2)
재무현금	(128.7)	(56.5)	(22.4)	(22.4)	(22.4)
차입금증가	(128.7)	(56.5)	0.0	0.0	0.0
자본증가	0.0	0.0	(22.4)	(22.4)	(22.4)
배당금지급	0.0	0.0	22.4	22.4	22.4
현금 증감	19.7	(16.4)	47.2	99.7	126.4
총현금흐름(Gross CF)	310.0	356.4	243.2	252.5	259.8
(-) 운전자본증가(감소)	(24.6)	44.0	82.6	36.5	15.6
(-) 설비투자	98.7	81.8	83.2	85.8	87.1
(+) 자산매각	2.2	3.5	(3.2)	(3.2)	(3.2)
Free Cash Flow	238.0	234.0	74.3	127.0	153.9
(-) 기타투자	1.1	0.0	(0.5)	(0.5)	(0.5)
잉여현금	236.9	234.0	74.8	127.6	154.4

풍산 - 주가 및 당사 목표주가 변경



최근 2년간 당사 투자 의견 및 목표주가 변경

날짜	투자 의견	적정가(₩)	평균주가 괴리율(%)	최고(최저)주가 괴리율(%)
2016-06-15	담당자 변경			
2016-06-15	Buy	36,000	(13.0)	(6.0)
2016-09-28	Buy	41,000	(5.7)	8.8
2017-01-18	Buy	51,000	(20.4)	(11.2)
2017-07-10	Buy	54,000	(13.3)	(8.5)
2017-07-31	Buy	56,000	(4.4)	1.8
2017-09-04	Hold	61,000	(11.9)	(3.9)
2017-10-30	Hold	56,000	(16.1)	(6.8)
2018-02-20	Buy	56,000	(29.0)	(20.5)
2018-05-18	Buy	53,000		

투자 의견(향후 12개월 기준)

기업	Buy(매수): 15% 이상 Hold(중립): -15% ~15% Sell(매도): -15% 이하	산업	OVERWEIGHT (비중확대): 향후 12개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 5% 이상 상승 예상 NEUTRAL (중립): 향후 12개월간 업종지수상승률이 시장수익률과 유사한 수준(± 5%) 예상 UNDERWEIGHT (비중축소): 향후 12개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 5% 이상 하락 예상
----	---	----	---

최근 1년간 조사분석자료의 투자등급 비율

Buy (89.9%)	Hold (10.1%)	Sell (00.0%)
-------------	--------------	--------------

Compliance Notice

- 당사는 보고서 제공시점 현재 상기 종목을 1% 이상 보유하고 있지 않으며, 동 보고서를 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 조사분석 담당자 및 그 배우자 등 관련자는 상기 종목의 유가증권을 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 보고서 제공시점 기준으로 지난 6개월간 상기 종목의 유가증권 발행에 중간사로 참여한 사실이 없습니다.
- 본 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.

본 보고서는 당사 고객들의 투자에 관한 정보를 제공할 목적으로 당사 고객에 한하여 배포되는 자료입니다. 본 보고서의 내용은 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사가 그 신뢰성이나 완전성을 보증하는 것이 아닙니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 보고서가 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 또한 본 보고서의 지적재산권은 당사에 있으므로 당사의 허락없이 무단 복제 및 배포될 수 없습니다.

흥국씨앗체

흥국씨앗체는 흥국의 기업철학 모티브를 반영한 글씨체로서, 세계 3대 디자인상인 독일 '2015 if 디자인 어워드'에서 커뮤니케이션 분야 브랜드 아이덴티티 부문 본상을 수상하였습니다. 친근하고 희망적인 느낌의 흥국씨앗체는 고객존중과 으뜸을 지향하는 흥국의 아이덴티티를 부각시킵니다.



<http://www.heungkuksec.co.kr>

□ 주소 서울시 종로구 새문안로 68 (신문로 1가, 흥국생명빌딩 19층)
□ 전화번호 영업부 대표 02)6742-3630, 3699
□ 팩스 영업부 대표 02)6742-3649