글로벌 투자 파트너 – MIRAE ASSET 미래에셋대우

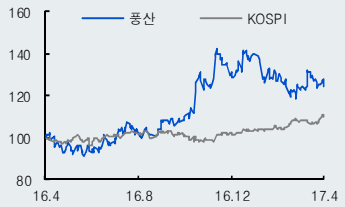
비철금속

Results Comment
2017.5.2

(Maintain)	매수
목표주가(원,12M)	48,000
현재주가(17/04/28,원)	39,050
상승여력	23%

영업이익(17F,십억원)	253
Consensus 영업이익(17F,십억원)	249
EPS 성장률(17F,%)	23.2
MKT EPS 성장률(17F,%)	36.3
P/E(17F,x)	6.5
MKT P/E(17F,x)	9.4
KOSPI	2,205.44
시가총액(십억원)	1,094
발행주식수(백만주)	28
유동주식비율(%)	64.0
외국인 보유비중(%)	22.3
베타(12M) 일간수익률	1.00
52주 최저가(원)	28,650
52주 최고가(원)	44,600

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	1.2	12.4	24.4
상대주가	-0.8	2.9	12.8



[철강/비철금속]

이재광
02-3774-6022
jkrhee@miraeasset.com

풍산 (103140)

일회성 요인으로 어닝 서프라이즈

1Q17 review: 구리 가격 상승 및 방산 수출 증가로 어닝 서프라이즈

풍산 1분기 연결기준 잠정 실적은 매출액 7,070억원 (+15.2% YoY, -12.8% QoQ), 영업이익 820억원 (+107.6% YoY, +36.0% QoQ)을 기록하였다. **영업이익은 우리 추정치 490억원, 컨센서스 560억원을 큰 폭으로 상회하는 어닝 서프라이즈를 기록**하였다. 이는 1) 11월부터 상승한 구리 가격이 1분기 중 온기로 반영되면서 metal gain 발생, 신동 부문의 수익성이 대폭 개선되었고, 2) 중동(터키) 향 수출 증가로 방산 부문 실적이 예상을 상회했기 때문으로 판단된다.

2분기 실적은 1분기 대비 감소할 것이나 주가 하락으로 이어지지 않을 것

1분기 어닝 서프라이즈 원인이 일회성 요인임을 감안하면 2분기부터는 정상 실적으로 회귀할 가능성이 높다고 판단한다. 신동부문 실적 개선을 이끌었던 구리가격 상승에 의한 metal gain은 현재 구리가격의 횡보세를 감안하면 2분기 중에는 발생하지 않을 것으로 보인다. 또 방산 수출의 경우, 1분기 터키 향 수출 계약이 가장 큰 영향이었음을 감안하면, 2분기에도 비슷한 규모의 수출이 지속되는 것으로 보는 것에는 무리가 있다. **단, 이 같은 분기 이익 감소는 1분기 이익이 높아서 발생하는 기고효과이기 때문에 주가 하락의 원동력으로 작용하지는 않을 것으로 판단한다.**

구리 가격 급락 리스크는 제한적일 것

분기 실적 보다는 구리 가격의 급락 리스크가 주가 하락 리스크로 작용할 것이다. 하지만 **올해 구리 가격은 5,500~6,000달러에서 횡보할 가능성이 높다고 본다.** 수요 둔화에 대한 우려가 구리 가격 상승을 제한할 것으로 전망되나, 1분기에 발생한 공급 차질(칠레 광산 파업 및 인도네시아 수출 중단)로 연간 공급량이 감소 전망이 가격을 지지할 것으로 예상되기 때문이다. 2016년 4,500~5,000달러에서 횡보하던 구리 가격은 트럼프 미국 대통령 당선 이후 인플레이션 기대감으로 5,500~6,000달러로 상승하였다. **구리가격이 5,500달러 이하로 하락하지 않는 한 신동부문의 수익성을 악화시키지는 않을 것으로 전망한다.**

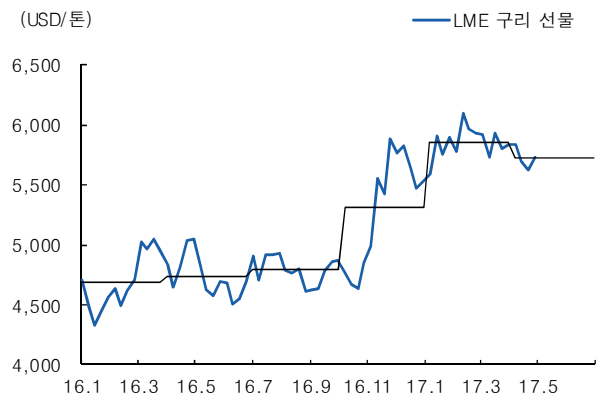
투자의견 및 목표주가 유지

구리 가격 하락에 따른 실적 악화로 P/B 0.6배에서 거래되던 주가는 고부가제품 비중 증가에 따른 신동부문 수익성 개선 및 구리 가격 상승에 따른 실적 개선으로 P/B 0.8배 수준까지 리레이팅 되었다. **향후 예상 실적을 감안했을 때, P/B 1.0배 수준의 주가 재평가는 정당하다고 판단한다.**

결산기 (12월)	12/14	12/15	12/16	12/17F	12/18F	12/19F
매출액 (십억원)	3,000	2,820	2,832	3,024	3,094	3,166
영업이익 (십억원)	128	111	218	253	234	240
영업이익률 (%)	4.3	3.9	7.7	8.4	7.6	7.6
순이익 (십억원)	74	52	138	169	155	159
EPS (원)	2,626	1,841	4,910	6,048	5,533	5,683
ROE (%)	7.2	4.8	11.8	12.9	10.7	10.0
P/E (배)	9.5	15.0	8.2	6.5	7.1	6.9
P/B (배)	0.7	0.7	0.9	0.8	0.7	0.7
배당수익률 (%)	2.4	1.8	1.7	1.8	1.8	1.8

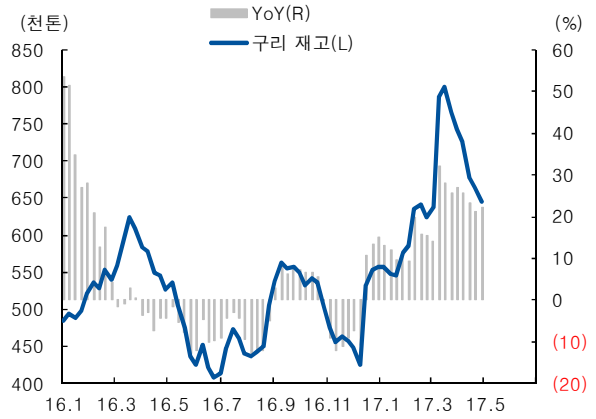
주: K-IFRS 연결 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익
자료: 풍산, 미래에셋대우 리서치센터

그림 1. 구리 가격



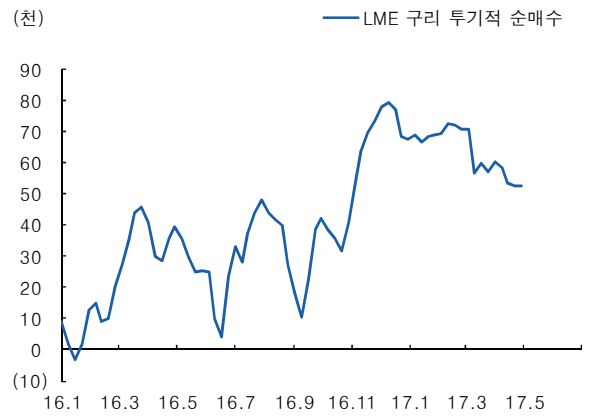
자료: Bloomberg, 미래에셋대우 리서치센터

그림 2. 구리 재고



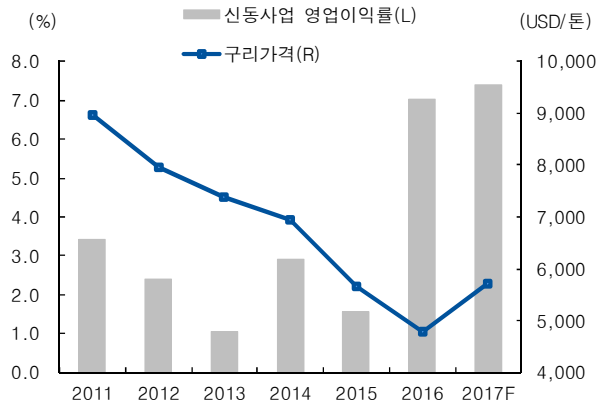
자료: Bloomberg, 미래에셋대우 리서치센터

그림 3. 구리 투기적 순매수



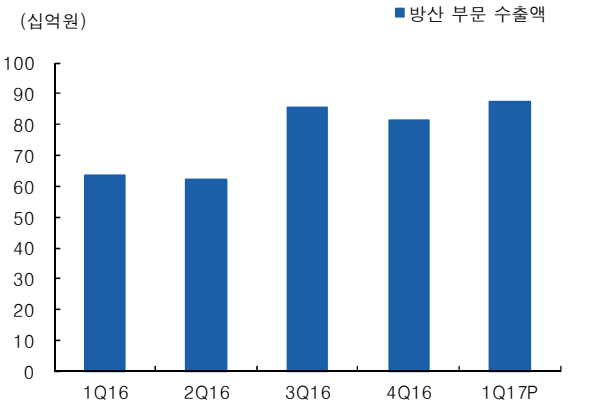
자료: Bloomberg, 미래에셋대우 리서치센터

그림 4. 신동 부문 영업이익률과 구리 가격



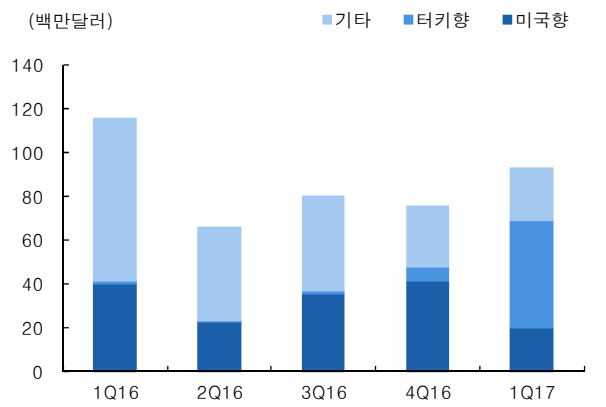
자료: Bloomberg, 미래에셋대우 리서치센터

그림 5. 방산 부문 수출액



자료: 풍산, 미래에셋대우 리서치센터

그림 6. 한국의 지역별 총포탄 수출액



자료: Bloomberg, 미래에셋대우 리서치센터

표 1. 실적 추정 (십억원,%)

	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17P	2Q17F	3Q17F	4Q17F	2016	2017F	2018F
매출액	**614**	**710**	**697**	**811**	**707**	**736**	**736**	**844**	**2,832**	**3,024**	**3,094**
풍산(별도)	431	511	485	607	528	536	536	644	2,034	2,244	2,306
자회사	183	199	212	204	180	200	200	200	797	780	787
영업이익	**39**	**60**	**59**	**60**	**82**	**54**	**53**	**64**	**218**	**253**	**234**
풍산(별도)	31	51	41	47	64	42	41	52	170	200	180
자회사	9	9	17	13	17	12	12	12	48	53	54
세전이익	**31**	**54**	**48**	**48**	**71**	**46**	**46**	**57**	**182**	**220**	**204**
순이익	**23**	**41**	**37**	**37**	**56**	**35**	**35**	**43**	**138**	**170**	**155**
수익성(%)											
영업이익률	6.4	8.4	8.4	7.4	11.5	7.3	7.2	7.6	7.7	8.4	7.6
풍산(별도)	7.1	9.9	8.5	7.7	12.2	7.8	7.7	8.1	8.3	8.9	7.8
종속회사	4.8	4.6	8.1	6.4	9.7	6.0	6.0	6.0	6.1	6.8	6.8
세전이익률	5.1	7.7	6.9	6.0	10.1	6.3	6.2	6.7	6.4	7.3	6.6
순이익률	3.7	5.7	5.4	4.6	8.0	4.8	4.7	5.1	4.9	5.6	5.0

자료: 미래에셋대우 리서치센터

표 2. 주요 영업 지표 (십억원,%,톤,천원/톤,USD/톤)

(별도기준)	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17P	2Q17F	3Q17F	4Q17F	2016	2017F	2018F
매출액											
신동	287	311	287	302	338	332	332	332	1,187	1,335	1,375
방산	140	193	188	290	179	197	193	296	811	865	887
기타	4	7	10	16	10	7	10	16	37	44	44
합계	431	511	485	607	528	536	536	644	2,034	2,244	2,306
영업이익											
신동	15	24	19	26	39	20	20	20	84	99	83
방산	16	27	22	21	25	22	21	33	86	101	98
합계	31	51	41	47	64	42	41	52	170	200	180
영업이익률											
신동	5.1	7.6	6.7	8.7	11.5	6.0	6.0	6.0	7.0	7.4	6.0
방산	11.3	14.0	11.9	7.2	14.2	11.0	11.0	11.0	10.6	11.7	11.0
신동부문											
판매량(톤)	46,747	51,229	49,092	49,240	50,101	49,750	49,750	49,750	196,308	199,351	201,344
ASP(천원/톤)	6,133	6,080	5,844	6,125	6,748	6,681	6,681	6,681	6,045	6,698	6,829
방산부문											
내수 매출액	77	131	102	208	92	132	103	210	518	537	542
수출 매출액	64	62	86	81	88	65	90	86	293	328	345
LME 구리 가격(USD/톤)	**4,699**	**4,743**	**4,780**	**5,296**	**5,839**	**5,700**	**5,700**	**5,700**	**4,879**	**5,735**	**5,849**

자료: 미래에셋대우 리서치센터

표 3. 1Q17 review (십억원,%)

	1Q16	4Q16	1Q17P			성장률	
			잠정치	미래에셋대우	컨센서스	YoY	QoQ
매출액	614	811	707	678	700	15.2	-12.8
영업이익	39	60	82	49	56	107.6	36.0
영업이익률 (%)	6.4	7.4	11.5	7.2	7.9	80.2	55.9
세전이익	31	48	71	42	48	126.5	47.0
지배주주순이익	23	37	56	32	36	148.2	52.9

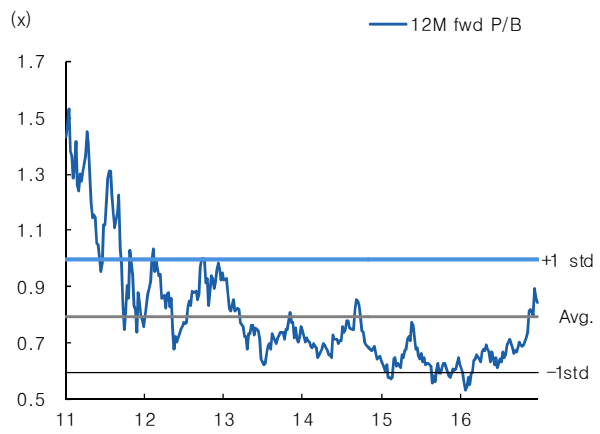
자료: 미래에셋대우 리서치센터

표 4. 실적 추정 변경 (십억원,%)

	변경전		변경후		변경률		변경 이유
	17F	18F	17F	18F	17F	18F	
매출액	2,987	3,056	3,024	3,094	1.2	1.2	
영업이익	227	232	253	234	11.5	0.9	
세전이익	197	203	220	204	11.7	0.5	
지배주주순이익	149	153	169	155	13.7	1.3	

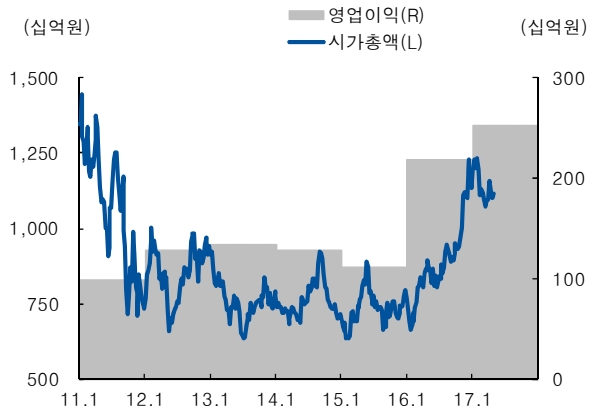
자료: 미래에셋대우 리서치센터

그림 7. P/B



자료: 미래에셋대우 리서치센터

그림 8. 시가총액과 영업이익



자료: 미래에셋대우 리서치센터

풍산 (103140)

예상 포괄손익계산서 (요약)

(십억원)	12/16	12/17F	12/18F	12/19F
매출액	**2,832**	**3,024**	**3,094**	**3,166**
매출원가	**2,461**	**2,586**	**2,670**	**2,733**
매출총이익	**371**	**438**	**424**	**433**
판매비와관리비	**153**	**185**	**189**	**194**
조정영업이익	**218**	**253**	**234**	**240**
영업이익	**218**	**253**	**234**	**240**
비영업손익	**-36**	**-33**	**-30**	**-30**
금융손익	-32	-30	-30	-30
관계기업등 투자손익	0	0	0	0
세전계속사업손익	182	220	204	210
계속사업법인세비용	44	50	49	50
계속사업이익	138	170	155	159
중단사업이익	0	0	0	0
당기순이익	**138**	**170**	**155**	**159**
지배주주	138	169	155	159
비지배주주	0	0	0	0
총포괄이익	**156**	**170**	**155**	**159**
지배주주	156	169	155	159
비지배주주	0	0	0	0
EBITDA	302	339	321	327
FCF	148	114	153	130
EBITDA 마진율 (%)	10.7	11.2	10.4	10.3
영업이익률 (%)	7.7	8.4	7.6	7.6
지배주주귀속 순이익률 (%)	4.9	5.6	5.0	5.0

예상 재무상태표 (요약)

(십억원)	12/16	12/17F	12/18F	12/19F
유동자산	**1,381**	**1,504**	**1,655**	**1,797**
현금 및 현금성자산	73	173	306	417
매출채권 및 기타채권	545	526	548	561
재고자산	741	783	780	798
기타유동자산	22	22	21	21
비유동자산	**1,334**	**1,338**	**1,341**	**1,344**
관계기업투자등	0	0	0	0
유형자산	1,186	1,191	1,196	1,200
무형자산	19	18	16	15
자산총계	**2,715**	**2,842**	**2,997**	**3,141**
유동부채	**964**	**935**	**954**	**959**
매입채무 및 기타채무	225	196	215	220
단기금융부채	600	600	600	600
기타유동부채	139	139	139	139
비유동부채	**517**	**517**	**517**	**517**
장기금융부채	419	419	419	419
기타비유동부채	98	98	98	98
부채총계	**1,480**	**1,452**	**1,471**	**1,476**
지배주주지분	**1,233**	**1,388**	**1,524**	**1,664**
자본금	140	140	140	140
자본잉여금	495	495	495	495
이익잉여금	585	741	876	1,016
비지배주주지분	**2**	**2**	**2**	**2**
자본총계	**1,235**	**1,390**	**1,526**	**1,666**

예상 현금흐름표 (요약)

(십억원)	12/16	12/17F	12/18F	12/19F
영업활동으로 인한 현금흐름	246	204	243	220
당기순이익	138	170	155	159
비현금수익비용가감	128	167	166	167
유형자산감가상각비	83	85	85	86
무형자산상각비	1	2	1	1
기타	44	80	80	80
영업활동으로인한자산및부채의변동	11	-52	1	-26
매출채권 및 기타채권의 감소(증가)	-67	21	-23	-12
재고자산 감소(증가)	30	-42	4	-18
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	63	-19	13	4
법인세납부	-29	-50	-49	-50
투자활동으로 인한 현금흐름	-101	-90	-90	-90
유형자산처분(취득)	-97	-90	-90	-90
무형자산감소(증가)	0	0	0	0
장단기금융자산의 감소(증가)	0	0	0	0
기타투자활동	-4	0	0	0
재무활동으로 인한 현금흐름	-129	-14	-20	-20
장단기금융부채의 증가(감소)	-111	0	0	0
자본의 증가(감소)	0	0	0	0
배당금의 지급	0	-14	-20	-20
기타재무활동	-18	0	0	0
현금의 증가	20	100	133	111
기초현금	54	73	173	306
기말현금	73	173	306	417

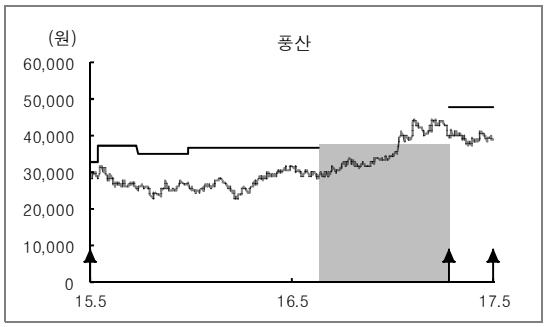
자료: 풍산, 미래에셋대우 리서치센터

예상 주당가치 및 valuation (요약)

	12/16	12/17F	12/18F	12/19F
P/E (x)	8.2	6.5	7.1	6.9
P/CF (x)	4.3	3.3	3.4	3.4
P/B (x)	0.9	0.8	0.7	0.7
EV/EBITDA (x)	6.9	5.7	5.6	5.2
EPS (원)	4,910	6,048	5,533	5,683
CFPS (원)	9,475	11,993	11,443	11,653
BPS (원)	43,995	49,543	54,377	59,360
DPS (원)	700	700	700	700
배당성향 (%)	14.2	11.6	12.6	12.3
배당수익률 (%)	1.7	1.8	1.8	1.8
매출액증가율 (%)	0.4	6.8	2.3	2.3
EBITDA증가율 (%)	57.3	12.3	-5.3	1.9
조정영업이익증가율 (%)	96.4	16.1	-7.5	2.6
EPS증가율 (%)	166.7	23.2	-8.5	2.7
매출채권 회전율 (회)	5.8	5.8	5.9	5.9
재고자산 회전율 (회)	3.8	4.0	4.0	4.0
매입채무 회전율 (회)	16.6	15.4	16.1	15.7
ROA (%)	5.2	6.1	5.3	5.2
ROE (%)	11.8	12.9	10.7	10.0
ROIC (%)	7.6	9.0	8.1	8.2
부채비율 (%)	119.9	104.4	96.4	88.6
유동비율 (%)	143.3	160.9	173.5	187.3
순차입금/자기자본 (%)	75.9	60.2	46.1	35.6
조정영업이익/금융비용 (x)	6.8	8.4	7.8	8.0

투자의견 및 목표주가 변동추이

종목명(코드번호)	제시일자	투자의견	목표주가(원)
풍산(103140)	2017.02.11	매수	48,000원
		분석 대상 제외	
	2015.10.28	매수	37,000원
	2015.07.28	매수	35,000원
	2015.05.18	매수	37,500원
	2015.03.19	매수	33,000원



투자의견 분류 및 적용기준

기업		산업	
매수	: 향후 12개월 기준 절대수익률 20% 이상의 초과수익 예상	비중확대	: 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 대비 높거나 상승
Trading Buy	: 향후 12개월 기준 절대수익률 10% 이상의 초과수익 예상	중립	: 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 수준
중립	: 향후 12개월 기준 절대수익률 -10~10% 이내의 등락이 예상	비중축소	: 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 대비 낮거나 악화
비중축소	: 향후 12개월 절대수익률 -10% 이상의 주가하락이 예상		

매수(▲), Trading Buy(■), 중립(●), 비중축소(◆), 주가(—), 목표주가(━), Not covered(■)

투자의견 비율

매수(매수)	Trading Buy(매수)	중립(중립)	비중축소(매도)
72.86%	15.58%	11.56%	0.00%

* 2017년 3월 31일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

Compliance Notice

- 당사는 자료 작성일 현재 조사분석 대상법인과 관련하여 특별한 이해관계가 없음을 확인합니다.
- 당사는 본 자료를 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 조사분석 대상법인의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 본 자료는 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 애널리스트의 의견이 정확하게 반영되었음을 확인합니다.

본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 종목 선택이나 투자시기에 대한 최종 결정을 하시기 바랍니다. 따라서 본 조사분석자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료의 지적재산권은 당사에 있으므로 당사의 허락 없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.