

2017/10/30

풍산(103140)

철강/비철금속 김윤상

(2122-9205) yoonsang.kim@hi-ib.com

일시적 충격, 그러나 향후 안정성 제고가 필요

Buy (Maintain)

■ 17.3Q 실적 시장 기대치 하회. 4분기 개선은 분명하나..

동사의 17.3Q 연결 영업이익은 502억원 [-16.0% q-q]으로 시장 기대치 [670억원]을 하회했다. <표1> 실적 부진 이유는 『1) 시장 기대치 대비 미진했던 Metal gain 효과, 2) 방산 부문 수출 매출 지연 [약 300~400억원] 및 마진을 하락』의 두 가지로 요약된다.

1)은 9월 일시적으로 Metal gain이 축소되었기 때문이다. 금액도 크지 않고, 4분기에 반영될 것이므로 우려할 사안이 아니다. 7~9월 전기동 급등 구간에서 판매가격은 8월 LME 가격 [6,486달러]까지만 반영되었으나, 투입 원가에는 9월 LME 가격 [6,577달러]이 상당 재고 [Codelco 등 칠레산 원료 8월 입고분 및 미도착 재고]에 적용되었기 때문에 발생하였다.

문제는 2)다. 방산 부문 수출 지연에 따른 영업이익 감소 효과는 100억원을 상회한 것으로 추정된다. 물론 3분기 방산 수출 매출 지연 분은 4분기에 인식될 예정이므로, 단기 실적에 미치는 영향은 없다. 여기에 전술한 Metal gain 추가 인식 효과를 감안하면 동사의 4분기 연결 영업이익은 769억원 [53.5% q-q]으로 큰 폭으로 개선될 것이다.

■ 방산 수출, 일정 안정성 제고가 필요한 시기.

오랫동안 동사의 주력 방산 수출 시장였던 미국의 탄약류 수요는 16년의 과다한 재고 비축으로 매우 부진하다. 17년 7월 누계기준 미국의 탄약류 수입액은 전년비 21% 감소했다. 동기간 한국산 탄약 수입액 전년비 감소폭은 무려 61.8%에 달한다. <그림1> 단기에 회복하기는 쉽지 않다.

그러나 동사는 17년 상반기 미국 외 지역으로의 수출 확대로 미국向 수출 부진을 상쇄하고도 남는 실적 개선을 이끌었다. <그림2> 17년 9월 누계 기준 한국의 미국 기타 지역으로의 탄약류 수출은 전년비 34.6% 증가했다. <그림2>

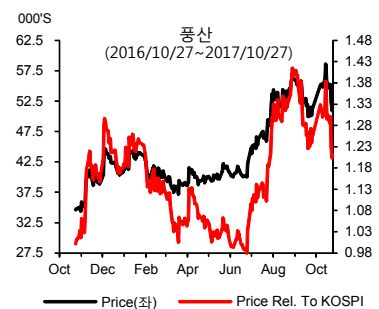
최근 정세 불안 [터키 테러 등]으로 터키, 사우디아라비아 등 일부 지역의 탄약류 수입량이 급증하고 있어, 아직은 동사의 방산 수출에 대해 크게 우려할 상황은 아니다. 다만 Spot성 판매 비중이 높은 만큼 매출 안정성을 확보할 필요는 있다. 실적에 미치는 영향이 크기 때문이다.

목표주가(12M)	60,000원
종가(2017/10/27)	51,400원

Stock Indicator

자본금	140십억원
발행주식수	2,802만주
시가총액	1,440십억원
외국인지분율	24.0%
배당금(2016)	700원
EPS(2017E)	6,060원
BPS(2017E)	49,999원
ROE(2017E)	12.9%
52주 주가	34,350~58,600원
60일평균거래량	177,074주
60일평균거래대금	9.5십억원

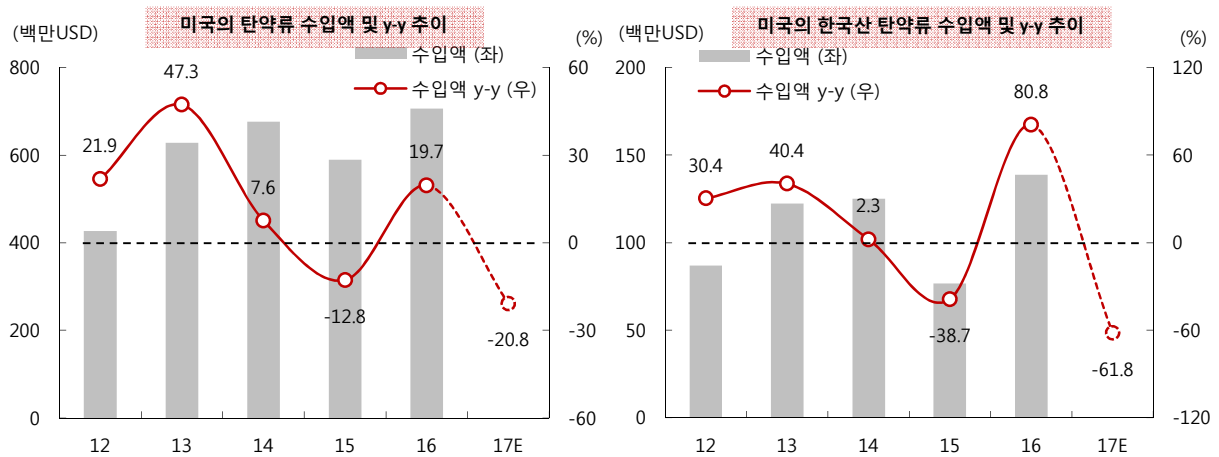
Price Trend



■ 투자 의견 Buy, 목표주가 6.0만원

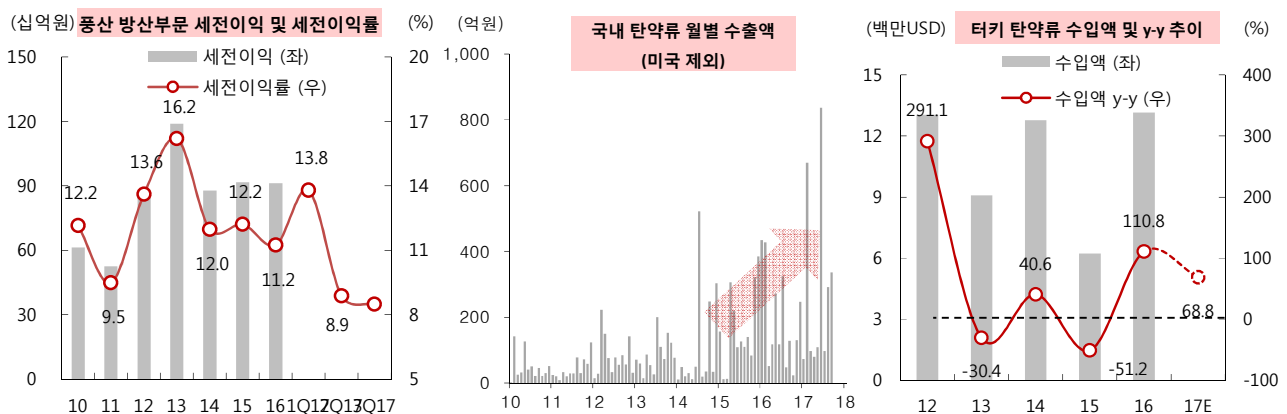
동사에 대한 투자 의견 Buy를 유지하고, 전기동 가격 상향 조정 [6,000달러 → 6,800달러]에 따른 수익 예상 조정<표4> 및 BPS 상향을 반영하여, 목표주가를 기존 5.6만원에서 6.0만원으로 상향 조정한다. 목표주가는 12개월 Forward 예상 BPS 54,019원에 Target PBR 1.11x [12개월 Forward ROE 10.9%, COE 9.8%]를 적용하여 산출했다.

<그림 1> 17년 미국의 탄약류 수입액은 급감하고 있다. 15~16년 막대한 재고 비축이 이루어졌기 때문이다.



자료: 하이투자증권 라서치

<그림 2> 미국으로의 소구경탄 수출 부진에도 유럽 및 중동향 수출 확대로 17년 동사의 방산 부문 실적은 전년비 오히려 좋아졌다. 터키 등 일부 지역의 정세 불안으로 탄약류 수요가 증가한 것 역시 수출 확대의 주요 이유이다.



자료: 하이투자증권 라서치

〈표 1〉 풍산 17.3Q Review

(단위: 십억원)

	3Q16	4Q16	1Q17	2Q17	3Q17(a)	y-y	q-q	하이(b)	컨센서스	차이(a-b)
매출액	697	811	707	699	696	-0.2%	-0.5%	712	723	-2.3%
영업이익	59	60	82	60	50	-14.6%	-16.2%	67	67	-25.4%
세전이익	48	49	71	57	40	-16.5%	-30.0%	58	60	-30.9%
지배주주순이익	37	37	56	52	13	-64.4%	-74.5%	43	45	-69.1%
영업이익률	8.4%	7.5%	11.5%	8.5%	7.2%			9.4%	9.3%	-2.2%p
세전이익률	6.9%	6.0%	10.1%	8.2%	5.8%			8.1%	8.3%	-2.4%p
지배주주순이익률	5.4%	4.5%	8.0%	7.5%	1.9%			6.1%	6.2%	-4.1%p

자료: 풍산 하이투자증권 리서치

〈표 2〉 풍산 분기별 실적 요약 및 전망 (K-IFRS 별도 기준)

(단위: 십억원)

	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	2016	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17E	2017E
매출액	431	511	485	607	2,034	528	538	520	677	2,262
영업이익	31	51	41	47	170	64	50	36	60	210
영업이익률	7.1%	9.9%	8.5%	7.7%	8.3%	12.2%	9.3%	6.9%	8.9%	9.3%

자료: 풍산 하이투자증권 리서치

〈표 3〉 풍산 분기별 실적 요약 및 전망 (K-IFRS 연결 기준)

(단위: 십억원)

	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	2016	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17E	2017E
매출액	614	710	697	811	2,832	707	699	696	857	2,959
영업이익	39	60	59	60	218	82	60	50	77	268
세전이익	31	54	48	49	182	71	57	40	68	237
지배주주순이익	23	41	37	37	138	56	52	13	48	170
영업이익률	6.4%	8.4%	8.4%	7.5%	7.7%	11.5%	8.5%	7.2%	9.0%	9.1%
세전이익률	5.1%	7.7%	6.9%	6.0%	6.4%	10.1%	8.2%	5.8%	8.0%	8.0%
지배주주순이익률	3.7%	5.7%	5.4%	4.5%	4.9%	8.0%	7.5%	1.9%	5.6%	5.7%

자료: 풍산 하이투자증권 리서치

〈표 4〉 풍산 수익추정 변경 요약 (K-IFRS 연결 기준)

(단위: 십억원)

항목	신규추정(a)		기존추정(b)		GAP(a/b-1)	
	2017E	2018E	2017E	2018E	2017E	2018E
매출액	2,959	3,113	2,919	2,974	1.4%	4.7%
영업이익	268	231	265	228	1.4%	1.4%
세전이익	237	208	233	205	1.6%	1.1%
지배주주순이익	170	152	187	156	-9.1%	-2.9%
영업이익률	9.1%	7.4%	9.1%	7.7%	0.0%p	-0.2%p
세전이익률	8.0%	6.7%	8.0%	6.9%	0.0%p	-0.2%p
지배주주순이익률	5.7%	4.9%	6.4%	5.3%	-0.7%p	-0.4%p

자료: 풍산 하이투자증권 리서치

K-IFRS 연결 요약 재무제표

재무상태표	(단위:십억원)			
	2016	2017E	2018E	2019E
유동자산	1,381	1,422	1,478	1,514
현금 및 현금성자산	73	40	56	72
단기금융자산	8	8	8	8
매출채권	548	491	517	524
재고자산	741	873	887	900
비유동자산	1,334	1,316	1,300	1,283
유형자산	1,186	1,169	1,154	1,138
무형자산	19	18	17	15
자산총계	2,715	2,738	2,778	2,797
유동부채	964	849	867	761
매입채무	178	186	195	198
단기차입금	393	293	293	273
유동성장기부채	198	166	165	66
비유동부채	517	487	358	328
사채	199	199	100	100
장기차입금	219	189	159	129
부채총계	1,480	1,335	1,224	1,088
지배주주지분	1,233	1,401	1,551	1,707
자본금	140	140	140	140
자본잉여금	495	495	495	495
이익잉여금	585	735	867	1,004
기타자본항목	13	31	49	68
비지배주주지분	2	2	2	2
자본총계	1,235	1,403	1,553	1,708

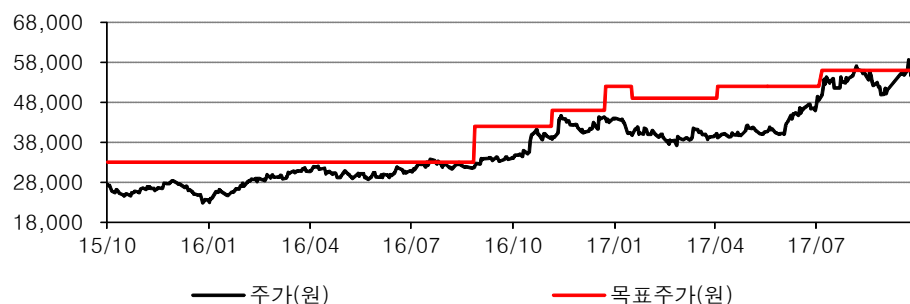
포괄손익계산서	(단위:십억원%)			
	2016	2017E	2018E	2019E
매출액	2,832	2,959	3,113	3,157
증가율(%)	0.4	4.5	5.2	1.4
매출원가	2,461	2,527	2,699	2,737
매출총이익	371	433	414	420
판매비와관리비	153	164	183	186
연구개발비	13	14	15	15
기타영업수익	-	-	-	-
기타영업비용	-	-	-	-
영업이익	218	268	231	234
증가율(%)	96.1	23.2	-13.8	0.9
영업이익률(%)	7.7	9.1	7.4	7.4
이자수익	0	0	0	0
이자비용	32	27	23	18
지분법이익(손실)	0	0	0	0
기타영업외손익	-4	-3	1	1
세전계속사업이익	182	237	208	214
법인세비용	44	67	56	58
세전계속이익률(%)	6.4	8.0	6.7	6.8
당기순이익	138	170	152	157
순이익률(%)	4.9	5.7	4.9	5.0
지배주주귀속 순이익	138	170	152	157
기타포괄이익	18	18	18	18
총포괄이익	156	188	170	175
지배주주귀속총포괄이익	-	-	-	-

현금흐름표	(단위:십억원)			
	2016	2017E	2018E	2019E
영업활동 현금흐름	246	198	416	419
당기순이익	138	170	152	157
유형자산감가상각비	83	87	85	86
무형자산상각비	1	1	1	1
지분법관련손실(이익)	0	0	0	0
투자활동 현금흐름	-101	-74	-74	-74
유형자산의 처분(취득)	-97	-70	-70	-70
무형자산의 처분(취득)	0	-	-	-
금융상품의 증감	-1	-	-	-
재무활동 현금흐름	-129	-181	-150	-169
단기금융부채의증감	-331	-131	-1	-119
장기금융부채의증감	202	-30	-129	-30
자본의증감	-	-	-	-
배당금지급	-14	-14	-14	-14
현금및현금성자산의증감	20	-34	16	17
기초현금및현금성자산	54	73	40	56
기말현금및현금성자산	73	40	56	72

주요투자지표	2016	2017E	2018E	2019E
주당지표(원)				
EPS	4,910	6,060	5,410	5,589
BPS	43,990	49,999	55,359	60,898
CFPS	7,911	9,201	8,498	8,703
DPS	700	700	700	700
Valuation(배)				
PER	8.2	8.5	9.5	9.2
PBR	0.9	1.0	0.9	0.8
PCR	5.1	5.6	6.0	5.9
EV/EBITDA	6.8	6.3	6.6	6.0
Key Financial Ratio(%)				
ROE	11.8	12.9	10.3	9.6
EBITDA 이익률	10.7	12.0	10.2	10.2
부채비율	119.9	95.2	78.8	63.7
순부채비율	75.1	57.0	42.1	28.6
매출채권회전율(x)	5.6	5.7	6.2	6.1
재고자산회전율(x)	3.8	3.7	3.5	3.5

자료 : 풍산, 하이투자증권 리서치센터

최근 2년간 투자의견 변동 내역 및 목표주가 추이(풍산)



일자	투자의견	목표주가(원)	목표주가 대상시점	괴리율	
				평균주가대비	최고(최저)주가대비
2016-09-21(담당자변경)	Buy	42,000	6개월	-14.9%	-2.0%
2016-11-30	Buy	46,000	6개월	-8.2%	-3.0%
2017-01-17	Buy	52,000	6개월	-18.1%	-15.4%
2017-02-10	Buy	49,000	6개월	-19.1%	-14.7%
2017-04-28	Buy	52,000	6개월	-18.2%	-5.0%
2017-07-31	Buy	56,000	1년	-4.1%	4.6%
2017-10-30	Buy	60,000	1년		

Compliance notice

당 보고서 공표일 기준으로 해당 기업과 관련하여,

- ▶ 회사는 해당 종목을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- ▶ 금융투자분석사와 그 배우자는 해당 기업의 주식을 보유하고 있지 않습니다.
- ▶ 당 보고서는 기관투자자 및 제 3자에게 E-mail등을 통하여 사전에 배포된 사실이 없습니다.
- ▶ 회사는 6개월간 해당 기업의 유가증권 발행과 관련 주관사로 참여하지 않았습니다.
- ▶ 당 보고서에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다. [\(작성자 : 김윤상\)](#)

본 분석자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위한 참고자료이며, 따라서, 본 자료에 의한 투자자의 투자결과에 대해 어떠한 목적의 증빙자료로도 사용될 수 없으며, 어떠한 경우에도 작성자 및 당사의 허가 없이 전재, 복사 또는 대여될 수 없습니다. 무단전재 등으로 인한 분쟁발생시 법적 책임이 있음을 주지하시기 바랍니다.

1. 종목추천 투자등급 (추천일 기준 증가대비 3등급) 종목투자의견은 향후 12개월간 추천일 증가대비 해당종목의 예상 목표수익률을 의미함(2017년 7월 1일부터 적용)

- Buy(매 수): 추천일 증가대비 +15%이상
- Hold(보유): 추천일 증가대비 -15% ~ 15% 내외 등락
- Sell(매도): 추천일 증가대비 -15%이상

2. 산업추천 투자등급 (시가총액기준 산업별 시장비중대비 보유비중의 변화를 추천하는 것임)

- Overweight(비중확대), - Neutral (중립), - Underweight (비중축소)

하이투자증권 투자비용 등급 공시 2017-09-30 기준

구분	매수	중립(보유)	매도
투자의견 비율(%)	88.3 %	11.7 %	-