



2018/05/02

# 풍산(103140)

## 단기 모멘텀 보다는 긴 호흡으로...

### ■ 1분기 실적 부진, 그러나 2분기 실적은 개선

동사의 18.1Q 연결기준 영업이익은 451억원 [-8.5%, q-q]으로 시장 예상치 [504억원]를 하회했다. <표1> 이는 『1) 자회사 PMX 영업이익 전분기 대비 약 25억원 감소: 판매량 둔화 및 Metal gain 감소, 2) 미국 탄약 판매 법인 실적 부진: 소폭 적자 전환』 등 해외 자회사 실적 부진 때문이다. 풍산 별도 영업이익은 355억원 [-4.0% q-q]로 시장 예상치[355억원]에 대체로 부합했다. 동사의 별도 영업이익은 전분기 대비 약 100억원의 1회성 비용 소멸 효과가 있었음에도, 『1) 약 20억원의 Metal gain 감소, 2) 방산 매출 감소: 17.4Q 3,100억원 → 18.1Q 1,440억원』로 전분기와 유사한 수준에 그쳤다.

동사의 18.2Q 연결 영업이익은 530억원 [+17.1%, q-q]으로 전분기 대비 개선 될 것이다. <표2,3> 2월 이후 동가격 약세 여파로 18.2Q Metal gain은 1분기 대비 약 50~60억원 감소한다. 그러나 『1) 약 120억원의 상여금 인식 종료, 2) 방산 매출 증가에 따른 약 30억원의 이익 증가, 3) 신동 부문 판매량 증가: 18.1Q 4.9만톤 → 18.2Q 5.1만톤』의 긍정적 효과가 전술한 부정적 요인을 상쇄할 것이다. 다만, 18.2Q 해외 자회사 실적은 동가격 약세 여파로 소폭 둔화 될 것이다.

### ■ 단기 상승 모멘텀 보다는 긴 호흡으로....

동사 주가가 단기에 의미있게 상승하기 위해서는 1) 전기동 가격이 의미있게 상승하거나, 2) 부진한 미국向 탄약류 수출이 회복해야 한다. 그러나 두 가지 요인 모두 단기에 개선되기는 쉽지 않다.

단기적으로 타 비철금속 대비 전기동 가격이 Outperform 하기는 만만치 않다. 2월 매크로 불확실성으로 촉발된 차익 실현을 위한 전기동의 거래소 유입에 따른 재고 증가는 일단락되었다. <그림1> 투기적 수요 이탈이 마무리 되었다는 의미이다. 그러나 타 비철금속 대비 '가파른' 생산량 증가는 부담스럽다. <그림1> 이는 투기적 수요 유입 측면에서도 부정적이다. 최근 감소세에도 LME/SHFE 등 주요 거래소의 전기동 재고는 타 비철금속 대비 많다. <그림2>

철강/비철금속 김윤상

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

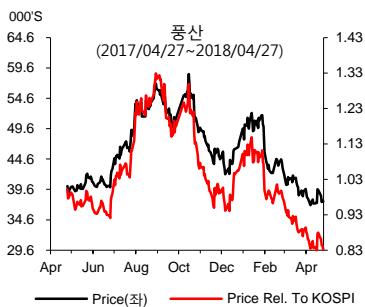
**Buy**(Maintain)

목표주가(12M)	51,000원
종가(2018/04/30)	38,150원

### Stock Indicator

자본금	140십억원
발행주식수	2,802만주
시가총액	1,054십억원
외국인지분율	15.7%
배당금(2017)	800원
EPS(2018E)	5,267원
BPS(2018E)	49,083원
ROE(2018E)	11.0%
52주 주가	37,000~58,600원
60일평균거래량	144,683주
60일평균거래대금	6.0십억원

### Price Trend



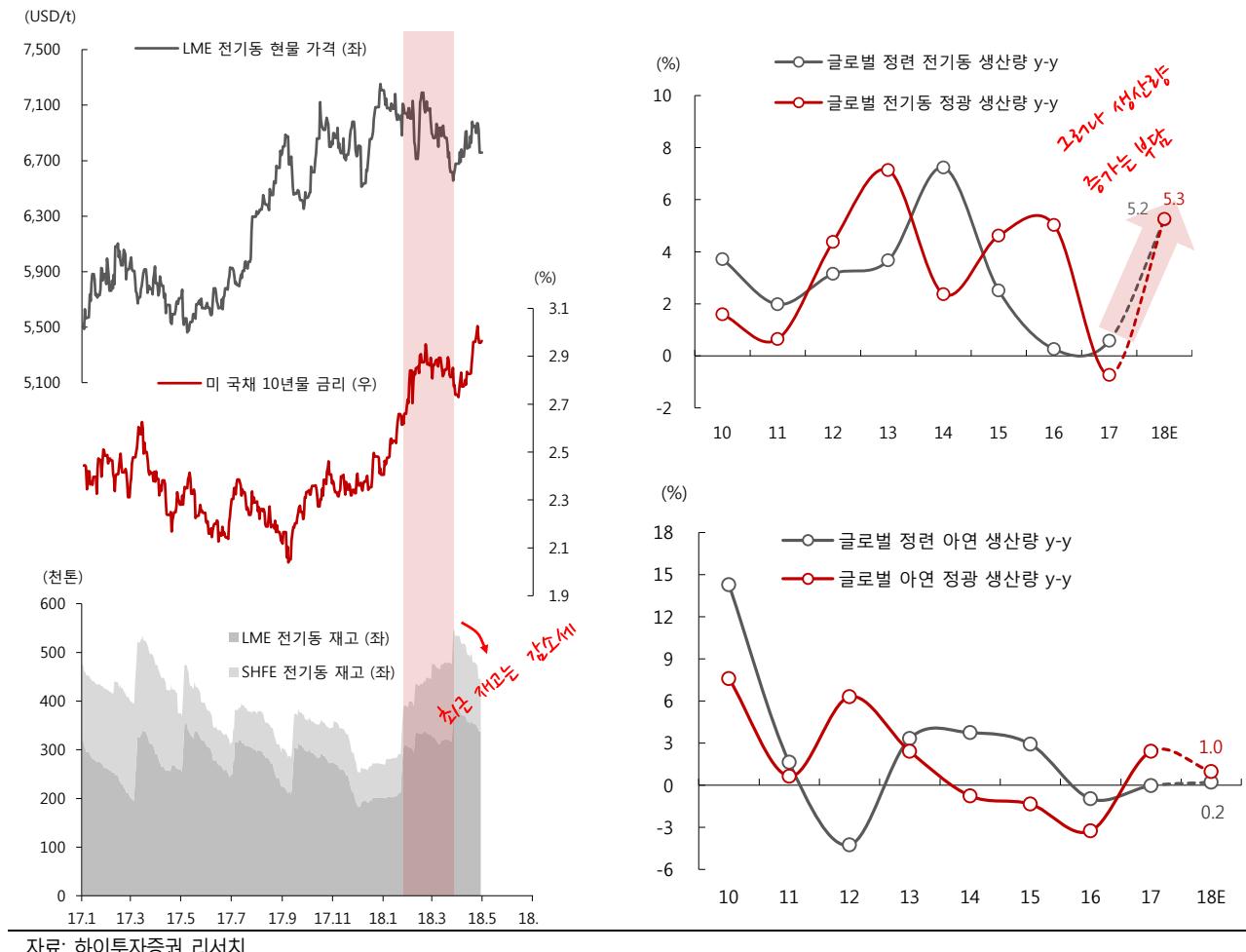
둘째, 미국 향 탄약류 수출 회복도 확신할 단계가 아니다. 물론 동사는 미국 향 수출 감소분을 중동 등 타 지역 수출 증가로 충분히 상쇄하고 있다. <그림3> 그러나 방산 수출 계속된 성장을 확신하기에는 부족하다.

미국의 탄약류 수입액은 여전히 전년 대비 부진하다. <그림4> 미국 내 탄약 재고가 충분하다는 의미이다. 최근 FBI의 총기 구매 신원 조회 건수가 증가하고 있음은 긍정적이나, 최근 미국 주요 총기업체 주가는 부진한 흐름을 보이고 있다. <그림5> 아직은 좀 더 확인이 필요하다.

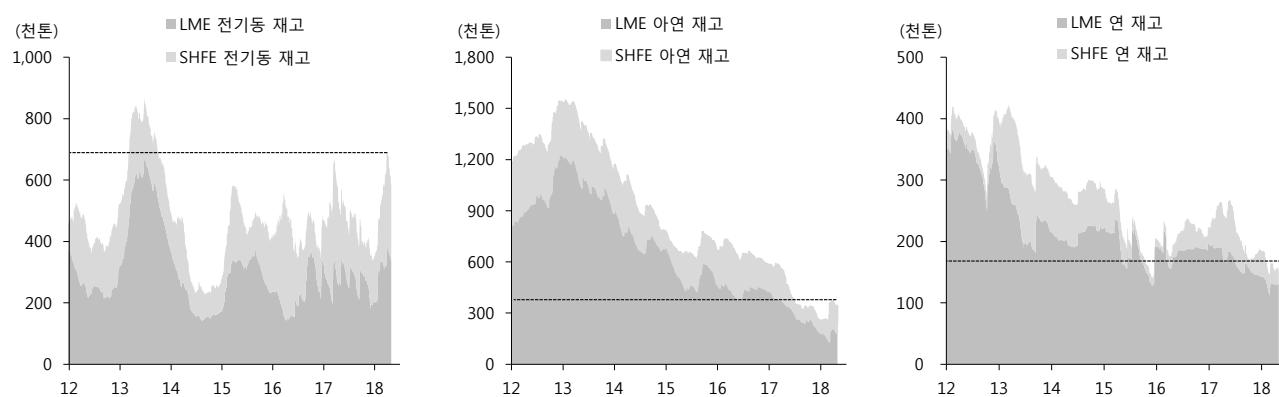
### ■ 투자의견 Buy, 목표주가 5.1만원

동사에 대해 투자의견 Buy를 유지하나, 수익 예상 조정을 반영 <표4> 목표 주가는 기존 6만원에서 5.1만원으로 하향 조정한다. 수익 예상 조정은 전기동 가격 전망치 하향 [기준 7,200달러 → 6,950달러] 때문이다. 목표주가는 12개 월 Forward 예상 BPS 49,717원에 Target PBR 1.04x [12개월 Forward ROE 10.4%, COE 10%]를 적용하여 산출했다.

<그림 1> 2월 촉발된 미 금리 상승 및 무역 전쟁 우려에서 촉발된 매크로 불확실성으로 전기동 가격은 하락했다. 이 시기 역시 차익 실현을 위한 물량이 거래소로 집중, 재고가 급증하면서 투자 심리는 더욱 악화되었다. 최근 매크로 불확실성 완화로 재고는 감소세로 돌아섰고, 가격은 안정화 국면에 접어들었다. 다만 타 비철금속 대비 가파른 생산량 증가는 부담스럽다.

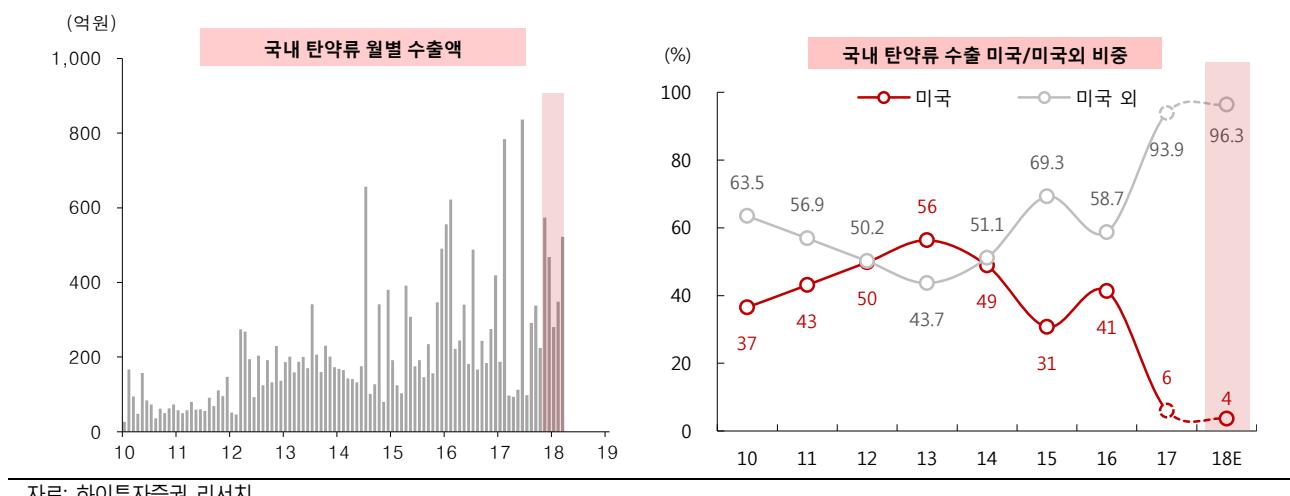


<그림 2> 전기동 거래소 재고는 5년 내 최고치 수준으로 급증했다. 타 비철금속 대비 불안한 수급으로 투기적 수요의 차익 실현 물량이 집중했기 때문이다.



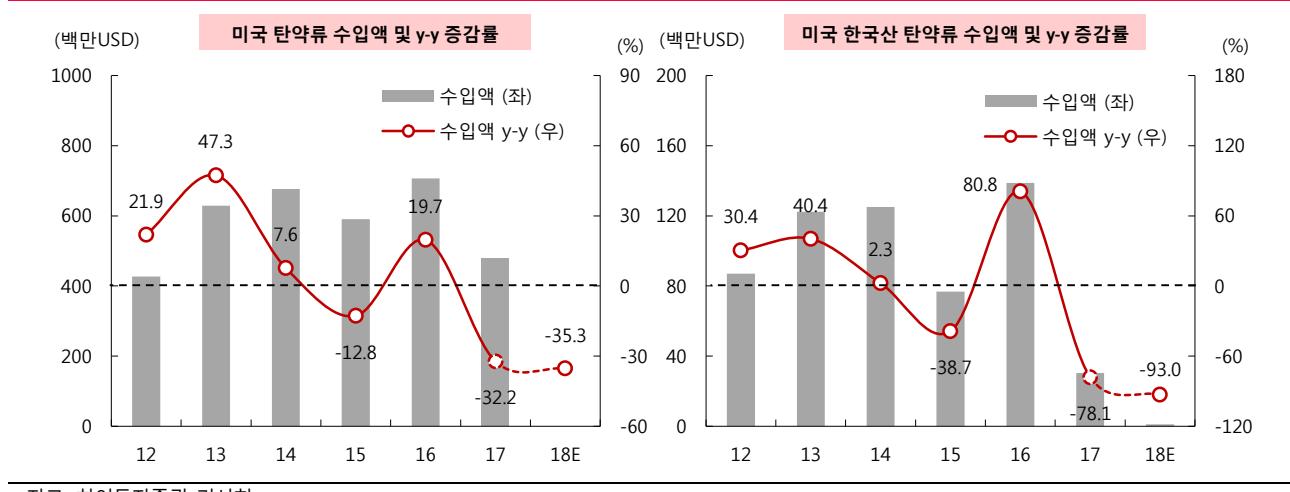
자료: 하이투자증권 라서치

<그림 3> 국내 탄약 수출액은 견조하다. 이는 미국향 수출량 감소를 중동향 매출 증가로 충분히 상쇄하고 있기 때문이다.



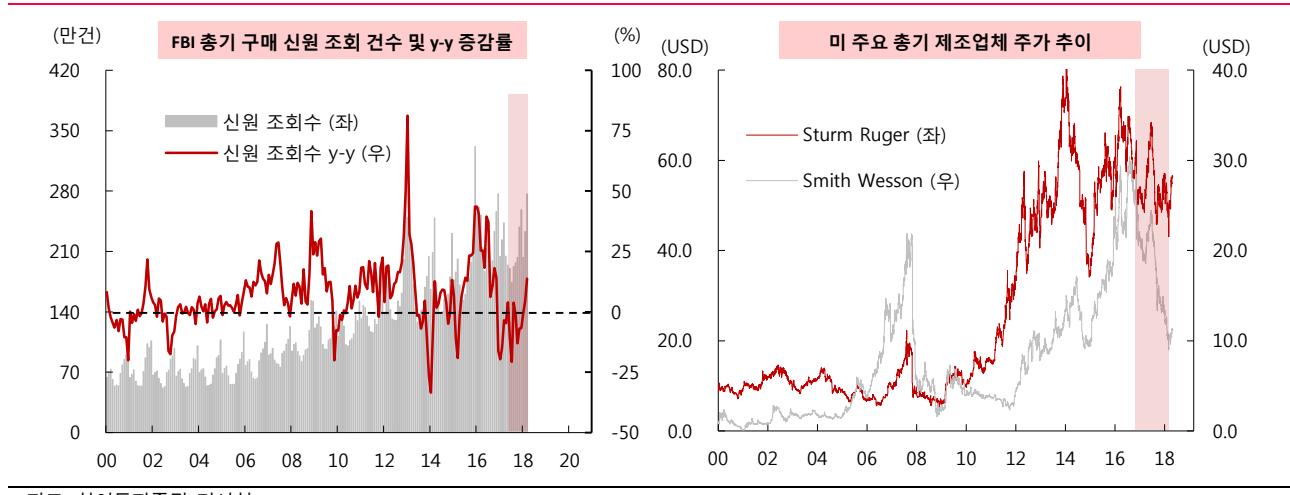
자료: 하이투자증권 리서치

<그림 4> 미국의 탄약류 수입액은 여전히 전년 동기 대비 감소 추세이다. 특히 한국산 탄약류 수입액 감소폭이 더 크다. 이는 시중 탄약류 재고 부담이 여전하다는 것을 의미한다.



자료: 하이투자증권 리서치

<그림 5> 미국 FBI 총기 구매 관련 신원 조회 건수는 최근 전년비 반등했다. 그러나 미국 주요 총기 업체 주가는 좋지 않다. 아직은 좀 더 지켜볼 필요가 있다.



자료: 하이투자증권 리서치

〈표 1〉 풍산 17.4Q Review

(단위: 십억원)

	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18(a)	y-y	q-q	컨센서스(b)	차이(a-b)
매출액	707	699	696	843	670	-5.3%	-20.5%	708	-5.4%
영업이익	82	60	50	49	45	-44.7%	-8.5%	50	-10.4%
세전이익	71	57	40	36	47	-34.0%	29.2%	43	10.0%
지배주주순이익	56	52	13	29	37	-34.2%	26.0%	29	28.9%
영업이익률	11.5%	8.5%	7.2%	5.9%	6.7%			7.1%	-0.4%p
세전이익률	10.1%	8.2%	5.7%	4.3%	7.0%			6.0%	1.0%p
지배주주순이익률	8.0%	7.5%	1.8%	3.5%	5.5%			4.1%	1.5%p

자료: 풍산, 하이투자증권 리서치

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

(단위: 십억원)

	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	2017	1Q18	2Q18E	3Q18E	4Q18E	2018E
매출액	528	538	520	672	2,257	517	559	573	707	2,356
영업이익	64	50	36	37	188	36	46	44	45	171
영업이익률	12.2%	9.3%	7.0%	5.5%	8.3%	6.9%	8.2%	7.8%	6.4%	7.3%

자료: 풍산, 하이투자증권 리서치

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

(단위: 십억원)

	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	2017	1Q18	2Q18E	3Q18E	4Q18E	2018E
매출액	707	699	696	843	2,945	670	726	766	887	3,049
영업이익	82	60	50	49	241	45	53	52	55	204
세전이익	71	57	40	37	205	47	46	45	48	187
지배주주순이익	56	52	13	29	151	37	37	36	38	148
영업이익률	11.5%	8.5%	7.2%	5.8%	8.2%	6.7%	7.3%	6.7%	6.2%	6.7%
세전이익률	10.1%	8.2%	5.7%	4.3%	7.0%	7.0%	6.4%	5.9%	5.4%	6.1%
지배주주순이익률	8.0%	7.5%	1.8%	3.5%	5.1%	5.5%	5.1%	4.7%	4.3%	4.8%

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)	
	2018E	2019E	2018E	2019E	2018E	2019E
매출액	3,049	3,082	3,074	3,108	-0.8%	-0.9%
영업이익	204	209	228	235	-10.4%	-11.2%
세전이익	187	188	200	211	-6.4%	-10.9%
지배주주순이익	148	137	146	154	1.2%	-11.0%
영업이익률	6.7%	6.8%	7.4%	7.6%	-0.7%p	-0.8%p
세전이익률	6.1%	6.1%	6.5%	6.8%	-0.4%p	-0.7%p
지배주주순이익률	4.8%	4.5%	4.7%	5.0%	0.1%p	-0.5%p

자료: 풍산, 하이투자증권 리서치

## K-IFRS 연결 요약 재무제표

재무상태표		(단위:십억원)			
		2017	2018E	2019E	2020E
유동자산	1,422	1,451	1,468	1,509	
현금 및 현금성자산	57	66	69	96	
단기금융자산	11	11	11	11	
매출채권	501	505	511	516	
재고자산	839	854	863	872	
비유동자산	1,307	1,289	1,271	1,250	
유형자산	1,156	1,141	1,124	1,106	
무형자산	25	22	20	18	
자산총계	2,729	2,740	2,739	2,760	
유동부채	986	799	706	734	
매입채무	187	193	195	198	
단기차입금	355	355	255	175	
유동성장기부채	252	52	52	152	
비유동부채	434	564	584	504	
사채	199	349	389	329	
장기차입금	118	98	78	58	
부채총계	1,420	1,362	1,290	1,238	
지배주주지분	1,307	1,376	1,447	1,520	
자본금	140	140	140	140	
자본잉여금	495	495	495	495	
이익잉여금	683	808	936	1,066	
기타자본항목	-10	-67	-124	-181	
비지배주주지분	2	2	2	2	
자본총계	1,309	1,378	1,449	1,522	

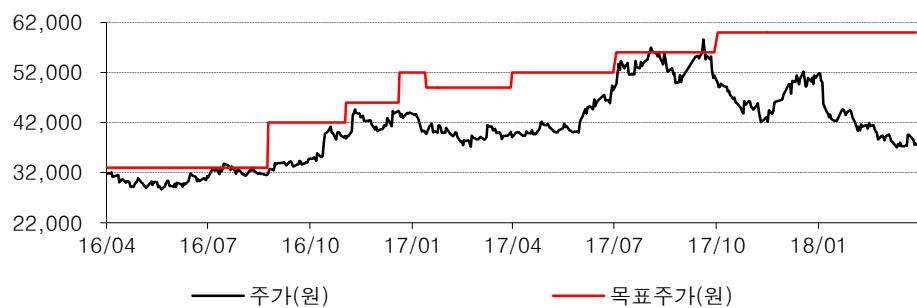
포괄손익계산서		(단위:십억원%)			
		2017	2018E	2019E	2020E
매출액		2,945	3,049	3,082	3,115
증가율(%)		4.0	3.5	1.1	1.1
매출원가		2,537	2,671	2,696	2,725
매출총이익		408	378	385	390
판매비와관리비		167	174	177	180
연구개발비		9	10	10	10
기타영업수익		-	-	-	-
기타영업비용		-	-	-	-
영업이익		241	204	209	210
증가율(%)		10.7	-15.2	2.1	0.4
영업이익률(%)		8.2	6.7	6.8	6.7
이자수익		0	0	0	0
이자비용		28	26	23	21
지분법이익(손실)		0	0	0	0
기타영업외손익		-7	8	15	15
세전계속사업이익		205	187	200	203
법인세비용		54	39	50	51
세전계속이익률(%)		7.0	6.1	6.5	6.5
당기순이익		151	148	150	152
순이익률(%)		5.1	4.8	4.9	4.9
지배주주귀속 순이익		151	148	150	152
기타포괄이익		-57	-57	-57	-57
총포괄이익		94	91	94	96
지배주주귀속총포괄이익		-	-	-	-

현금흐름표		(단위:십억원)			
		2017	2018E	2019E	2020E
영업활동 현금흐름	137	441	444	449	
당기순이익	151	148	150	152	
유형자산감가상각비	86	85	86	88	
무형자산상각비	2	3	2	2	
지분법관련손실(이익)	0	0	0	0	
투자활동 현금흐름	-88	-76	-76	-76	
유형자산의 처분(취득)	-79	-70	-70	-70	
무형자산의 처분(취득)	1	-	-	-	
금융상품의 증감	0	-	-	-	
재무활동 현금흐름	-57	-92	-102	-82	
단기금융부채의증감	-183	-200	-100	20	
장기금융부채의증감	127	130	20	-80	
자본의증감	-	-	-	-	
배당금지급	-20	-20	-20	-20	
현금및현금성자산의증감	-16	10	2	27	
기초현금및현금성자산	73	57	66	69	
기말현금및현금성자산	57	66	69	96	

주요투자지표		(단위:원)			
		2017	2018E	2019E	2020E
주당지표(원)					
EPS		5,372	5,267	5,357	5,431
BPS		46,640	49,083	51,617	54,224
CFPS		8,528	8,409	8,519	8,659
DPS		800	800	800	800
Valuation(배)					
PER		8.8	7.1	7.0	6.9
PBR		1.0	0.8	0.7	0.7
PCR		5.6	4.5	4.4	4.3
EV/EBITDA		6.6	6.3	5.9	5.5
Key Financial Ratio(%)					
ROE		11.9	11.0	10.6	10.3
EBITDA 이익률		11.2	9.6	9.6	9.6
부채비율		108.5	98.9	89.0	81.3
순부채비율		65.4	56.4	47.9	40.0
매출채권회전율(x)		5.6	6.1	6.1	6.1
재고자산회전율(x)		3.7	3.6	3.6	3.6

자료 : 풍산, 하이투자증권 리서치센터

## 최근 2년간 투자의견 변동 내역 및 목표주가 추이(풍산)



일자	투자의견	목표주가(원)	목표주가 대상시점	고리율	
				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	-26.3%	-13.0%
2018-05-02	Buy	51,000	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 기관투자가 및 제 3자에게 E-mail 등을 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 돋기 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 종가대비 3등급) 종목투자의견은 향후 12개월간 추천일 종가대비 해당종목의 예상 목표수익률을 의미함.(2017년 7월 1일부터 적용)

- Buy(매수): 추천일 종가대비 +15%이상
- Hold(보유): 추천일 종가대비 -15% ~ 15% 내외 등락
- Sell(매도): 추천일 종가대비 -15%이상

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

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

**하이투자증권 투자비율 등급 공시 2018-03-31 기준**

구분	매수	중립(보유)	매도
투자의견 비율(%)	93.6 %	6.4 %	-