

풍산 (103140)

1분기 방산 이익률은 정상화, but 매출둔화 우려!

1분기 방산매출 둔화로 영업이익 컨센서스 하회

2018년 1분기 풍산의 별도기준 매출액과 영업이익은 각각 5,173억원(YoY -2.0%, QoQ -23.0%)과 355억원(YoY -44.7%, QoQ -4.0%)을 기록했다. 1) 전기동가격 상승(4분기 6,816불/톤 → 1분기 6,963불/톤)에 따른 80억원 규모의 메탈관련 이익과 2) 방산 이익률 정상화(4분기 7% → 1분기 11%)에도 불구하고, 3) 방산매출 감소(YoY -19.7%, QoQ -53.6%)의 영향으로 영업이익이 시장컨센서스 370억원을 하회했다.

자회사 PMX의 경우 전기동가격 상승에도 불구하고, 판매량 감소가 이익감소(영업이익: 4분기 80억 → 1분기 60억)로 이어져 연결 영업이익도 컨센서스 504억원을 하회하는 452억원(YoY -44.7%, QoQ -8.5%)을 기록하는데 그쳤다.

2분기 전기동가격 하락 vs. 방산매출 증가

지난 2월 중순 7,158불/톤까지 상승했던 전기동가격이 3월 미중무역전쟁 우려로 하락세로 전환해 4월말 현재 6,797불/톤을 기록 중이다. 중국의 양호한 경제지표와 동 스크랩 수입규제가 전기동가격을 지지하겠지만 6월에 예정된 미국 FOMC의 높은 금리인상 가능성을 감안하면 전기동가격이 단기적으로 급격한 강세로 전환하기는 어려울 전망이다. 따라서 2분기 평균 전기동가격은 현재와 유사한 6,800불/톤을 기록할 것으로 예상된다. 2분기 전기동가격 전망과 방산매출 전망 1,740억원(YoY -7.3%, QoQ +21.2%)을 감안하면 풍산의 2분기 별도 영업이익은 401억원(YoY -19.7%, QoQ +12.9%)이 예상된다.

투자 의견 'BUY' 유지, 목표주가는 52,000원으로 하향

풍산에 대해 투자 의견 BUY를 유지하나 2018년 실적추정치 하향으로 목표주가는 기존 61,000원에서 52,000원으로 하향한다. 1분기 방산 이익률 정상화는 긍정적이거나 방산매출 회복의 확인이 필요한 시점이다. 다만 현재 주가는 PBR 0.7 배 수준으로 2018년 예상 ROE 10.5%를 감안하면 저평가되었다고 판단된다.

Earnings Review

BUY

| TP(12M): 52,000원(하향) | CP(4월 30일): 38,150원

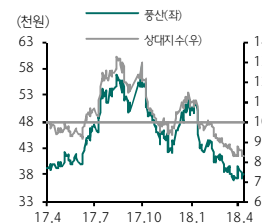
Key Data

KOSPI 지수 (pt)	2,515.38
52주 최고/최저(원)	58,600/37,000
시가총액(십억원)	1,069.1
시가총액비중(%)	0.09
발행주식수(천주)	28,024.3
60일 평균 거래량(천주)	143.5
60일 평균 거래대금(십억원)	5.9
18년 배당금(예상, 원)	800
18년 배당수익률(예상, %)	2.10
외국인지분율(%)	15.66
주요주주 지분율(%)	
풍산홀딩스 외 2인	36.83
국민연금	13.50
주가상승률	1M 6M 12M
절대	(2.8) (23.5) (2.3)
상대	(5.5) (24.0) (14.3)

Consensus Data

	2018	2019
매출액(십억원)	3,109.2	3,209.7
영업이익(십억원)	236.3	246.5
순이익(십억원)	155.1	163.0
EPS(원)	5,528	5,808
BPS(원)	51,962	56,894

Stock Price



Financial Data

투자지표	단위	2016	2017	2018F	2019F	2020F
매출액	십억원	2,831.8	2,945.0	3,003.4	3,168.8	3,264.3
영업이익	십억원	217.8	241.1	227.0	247.1	267.6
세전이익	십억원	182.2	204.8	201.6	219.5	243.7
순이익	십억원	137.6	150.6	143.6	161.2	177.2
EPS	원	4,910	5,372	5,124	5,752	6,324
증감률	%	166.7	9.4	(4.6)	12.3	9.9
PER	배	8.25	8.84	7.45	6.63	6.03
PBR	배	0.92	1.02	0.75	0.68	0.62
EV/EBITDA	배	6.87	6.66	5.82	5.26	4.68
ROE	%	11.84	11.86	10.50	10.76	10.78
BPS	원	43,995	46,646	50,969	55,922	61,446
DPS	원	700	800	800	800	800



Analyst 박성봉
02-3771-7774
sbpark@hanafn.com

RA 박가빈
02-3771-8094
kb.park@hanafn.com

1분기 방산매출 둔화로 영업이익 컨센서스 하회

1Q18 별도 영업이익 355억원
(YoY -44.7%, QoQ -4.0%)으로
컨센서스 하회

2018년 1분기 풍산의 별도기준 매출액과 영업이익은 각각 5,173억원(YoY -2.0%, QoQ -23.0%)과 355억원(YoY -44.7%, QoQ -4.0%)을 기록했다. 1) 전기동가격 상승(4분기 6,816불/톤 → 1분기 6,963불/톤)에 따른 80억원 규모의 메탈관련 이익과 2) 방산 이익을 정상화(4분기 7% → 1분기 11%)에도 불구하고, 3) 방산매출 감소(YoY -19.7%, QoQ -53.6%)의 영향으로 영업이익이 시장컨센서스 370억원을 하회했다.

자회사 PMX의 경우 전기동가격 상승에도 불구하고, 판매량 감소가 이익감소(영업이익: 4분기 80억 → 1분기 60억)로 이어져 연결 영업이익도 컨센서스 504억원을 하회하는 452억원(YoY -44.7%, QoQ -8.5%)을 기록하는데 그쳤다.

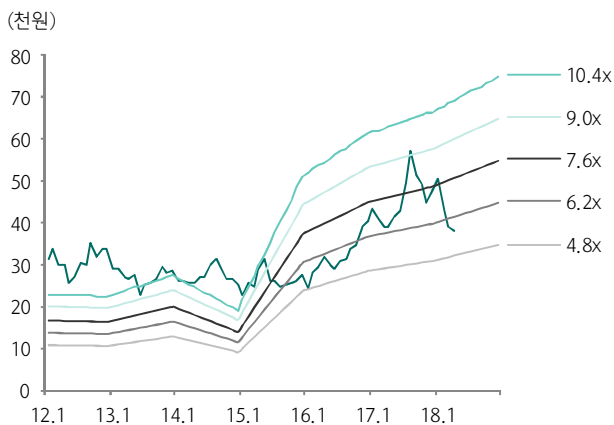
표 1. 풍산 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원, %)

	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18P	2Q18F	3Q18F	4Q18F	2017	2018F	2019F
매출	707.3	699.1	695.8	842.7	669.6	716.6	741.4	875.8	2,945.0	3,003.4	3,168.8
YoY(%)	15.2	(1.6)	(0.2)	3.9	(5.3)	2.5	6.6	3.9	4.0	2.0	5.5
신동	528.3	511.1	536.2	532.7	525.8	542.3	565.0	550.3	2,108.3	2,183.4	2,316.0
방산	179.1	188.0	159.6	310.0	143.8	174.2	176.4	325.5	836.7	820.0	852.8
영업이익	81.7	59.8	50.2	49.4	45.2	50.5	57.4	74.0	241.1	227.0	247.1
YoY(%)	107.6	0.0	(14.3)	(17.8)	(44.7)	(15.5)	14.2	49.7	10.7	(5.8)	8.9
세전사업이익	71.2	57.2	39.9	36.5	47.0	42.8	52.5	59.3	204.8	201.6	219.5
지배순이익	56.4	52.2	12.8	29.2	37.2	25.9	35.1	45.5	150.6	143.6	161.2
영업이익률(%)	11.5	8.5	7.2	5.9	6.7	7.0	7.7	8.4	8.2	7.6	7.8
세전이익률(%)	10.1	8.2	5.7	4.3	7.0	6.0	7.1	6.8	7.0	6.7	6.9
순이익률(%)	8.0	7.5	1.8	3.5	5.5	3.6	4.7	5.2	5.1	4.8	5.1

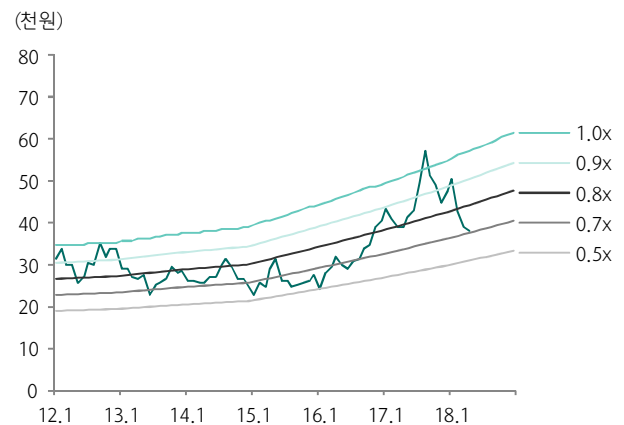
주: IFRS 연결 기준
자료: 하나금융투자

그림 1. 풍산 PER Band



자료: 하나금융투자

그림 2. 풍산 PBR Band



자료: 하나금융투자

주정 재무제표

손익계산서	(단위: 십억원)				
	2016	2017	2018F	2019F	2020F
매출액	2,831.8	2,945.0	3,003.4	3,168.8	3,264.3
매출원가	2,460.7	2,536.5	2,605.5	2,742.6	2,812.3
매출총이익	371.1	408.5	397.9	426.2	452.0
판매비	153.3	167.4	170.9	179.0	184.4
영업이익	217.8	241.1	227.0	247.1	267.6
금융손익	(31.9)	(29.0)	(27.2)	(25.8)	(24.5)
중속/관계기업손익	0.0	0.1	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	(3.8)	(7.4)	1.8	(1.8)	0.6
세전이익	182.2	204.8	201.6	219.5	243.7
법인세	44.5	54.1	57.8	58.2	66.3
계속사업이익	137.7	150.7	143.7	161.3	177.4
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	137.7	150.7	143.7	161.3	177.4
비배주주지분 순이익	0.1	0.1	0.1	0.1	0.2
지배주주순이익	137.6	150.6	143.6	161.2	177.2
지배주주지분포괄이익	155.8	93.9	143.6	161.2	177.2
NOPAT	164.6	177.4	161.8	181.6	194.8
EBITDA	301.9	329.5	318.8	344.1	370.2
성장성(%)					
매출액증가율	0.4	4.0	2.0	5.5	3.0
NOPAT증가율	128.9	7.8	(8.8)	12.2	7.3
EBITDA증가율	57.2	9.1	(3.2)	7.9	7.6
영업이익증가율	96.0	10.7	(5.8)	8.9	8.3
(지배주주)순이익증가율	166.7	9.4	(4.6)	12.3	9.9
EPS증가율	166.7	9.4	(4.6)	12.3	9.9
수익성(%)					
매출총이익률	13.1	13.9	13.2	13.4	13.8
EBITDA이익률	10.7	11.2	10.6	10.9	11.3
영업이익률	7.7	8.2	7.6	7.8	8.2
계속사업이익률	4.9	5.1	4.8	5.1	5.4
투자지표					
	2016	2017	2018F	2019F	2020F
주당지표(원)					
EPS	4,910	5,372	5,124	5,752	6,324
BPS	43,995	46,646	50,969	55,922	61,446
CFPS	9,475	10,786	11,476	12,229	13,230
EBITDAPS	10,773	11,758	11,376	12,277	13,209
SPS	101,047	105,086	107,171	113,072	116,480
DPS	700	800	800	800	800
주가지표(배)					
PER	8.2	8.8	7.4	6.6	6.0
PBR	0.9	1.0	0.7	0.7	0.6
PCFR	4.3	4.4	3.3	3.1	2.9
EV/EBITDA	6.9	6.7	5.8	5.3	4.7
PSR	0.4	0.5	0.4	0.3	0.3
재무비율(%)					
ROE	11.8	11.9	10.5	10.8	10.8
ROA	5.2	5.5	5.2	5.6	5.9
ROIC	7.6	8.2	7.3	8.0	8.2
부채비율	119.9	108.5	95.6	86.3	77.1
순부채비율	75.9	65.8	54.9	47.1	38.4
이자보상배율(배)	6.8	8.7	8.9	10.3	11.7

자료: 하나금융투자

Country Aggregates

	PER(x)			EPS증가율(%)	
	FY1	FY2	12M Fwd	FY1	FY2
Korea					
Emerging Market					
World					

자료: MSCI I/B/E/S Aggregates

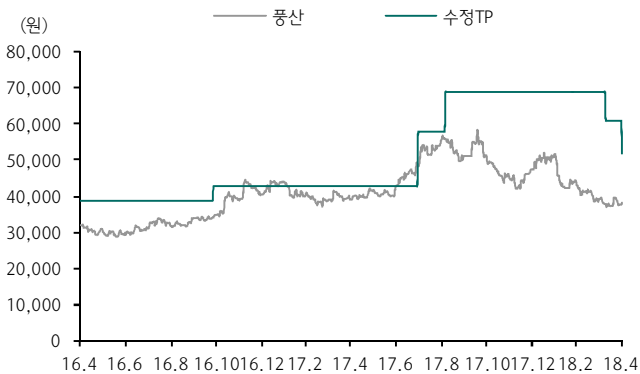
대차대조표	(단위: 십억원)				
	2016	2017	2018F	2019F	2020F
유동자산	1,380.7	1,422.4	1,462.9	1,544.6	1,627.0
금융자산	81.6	68.0	81.7	87.8	126.5
현금성자산	73.3	56.8	70.4	75.8	114.2
매출채권 등	545.0	499.2	509.1	537.1	553.3
재고자산	741.0	838.5	855.2	902.3	929.5
기타비유동자산	13.1	16.7	16.9	17.4	17.7
비유동자산	1,334.2	1,307.1	1,335.4	1,379.1	1,426.8
투자자산	9.7	10.2	10.4	11.0	11.3
금융자산	9.3	9.7	9.9	10.5	10.8
유형자산	1,185.6	1,155.9	1,186.0	1,230.8	1,279.8
무형자산	19.4	24.8	22.9	21.1	19.5
기타비유동자산	119.5	116.2	116.1	116.2	116.2
자산총계	2,714.9	2,729.5	2,798.3	2,923.7	3,053.8
유동부채	963.5	986.4	941.8	961.7	973.2
금융부채	599.5	611.1	559.5	559.8	559.9
매입채무 등	274.7	288.5	294.2	310.4	319.8
기타유동부채	89.3	86.8	88.1	91.5	93.5
비유동부채	516.6	433.9	426.2	392.7	356.5
금융부채	418.7	317.8	307.8	267.8	227.8
기타비유동부채	97.9	116.1	118.4	124.9	128.7
부채총계	1,480.1	1,420.4	1,368.0	1,354.4	1,329.7
지배주주지분	1,232.7	1,307.0	1,428.3	1,567.0	1,721.8
자본금	140.1	140.1	140.1	140.1	140.1
자본잉여금	494.5	494.5	494.5	494.5	494.5
자본조정	(0.2)	(0.2)	(0.2)	(0.2)	(0.2)
기타포괄이익누계액	13.2	(10.3)	(10.3)	(10.3)	(10.3)
이익잉여금	585.1	682.9	804.0	942.8	1,097.6
비지배주주지분	2.1	2.1	2.1	2.2	2.3
자본총계	1,234.8	1,309.1	1,430.4	1,569.2	1,724.1
순금융부채	936.7	861.0	785.6	739.8	661.2
현금흐름표					
	2016	2017	2018F	2019F	2020F
영업활동 현금흐름	246.3	137.5	198.6	188.9	230.9
당기순이익	137.7	150.7	143.7	161.3	177.4
조정	97.8	110.2	72.4	77.1	82.1
감가상각비	84.1	88.4	91.8	97.0	102.6
외환거래손익	(7.4)	7.7	1.9	2.2	1.5
지분법손익	(0.0)	(0.1)	0.0	0.0	0.0
기타	21.1	14.2	(21.3)	(22.1)	(22.0)
영업활동 자산부채 변동	10.8	(123.4)	(17.5)	(49.5)	(28.6)
투자활동 현금흐름	(100.8)	(87.7)	(122.4)	(143.5)	(152.3)
투자자산감소(증가)	(1.2)	(0.4)	(0.3)	(0.6)	(0.4)
유형자산감소(증가)	(96.9)	(79.4)	(120.0)	(140.0)	(150.0)
기타	(2.7)	(7.9)	(2.1)	(2.9)	(1.9)
재무활동 현금흐름	(128.7)	(56.5)	(61.6)	(39.7)	(39.8)
금융부채증가(감소)	(111.5)	(89.3)	(61.6)	(39.7)	(39.8)
자본증가(감소)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타재무활동	(17.2)	32.8	0.0	0.0	0.0
배당지급	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의 증감	19.7	(16.4)	13.5	5.4	38.4
Unlevered CFO	265.5	302.3	321.6	342.7	370.8
Free Cash Flow	147.5	55.6	78.6	48.9	80.9

Sector Aggregates

	PER(x)			EPS증가율(%)	
	FY1	FY2	12M Fwd	FY1	FY2
Korea					
Emerging Market					
World					

투자이전 변동 내역 및 목표주가 괴리율

풍산



날짜	투자이전	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
18.5.2	BUY	52,000		
18.4.9	BUY	61,000		
17.9.5	BUY	69,000	-31.70%	-15.07%
17.7.30	BUY	58,000	-7.66%	-1.72%
17.2.10	Neutral	43,000	-4.60%	14.88%
16.10.27	BUY	43,000	-5.07%	3.72%
16.5.15	BUY	39,000	-19.29%	-12.05%
16.4.24	BUY	35,000	-11.27%	-8.57%

투자등급 관련사항 및 투자이전 비율공시

- 투자이전의 유효기간은 추천일 이후 12개월을 기준으로 적용

기업의 분류

BUY(매수)_목표주가가 현재가 대비 15% 이상 상승 여력
Neutral(중립)_목표주가가 현재가 대비 -15%~15% 등락
Reduce(매도)_목표주가가 현재가 대비 -15% 이상 하락 가능

산업의 분류

Overweight(비중확대)_업종지수가 현재지수 대비 15% 이상 상승 여력
Neutral(중립)_업종지수가 현재지수 대비 -15%~15% 등락
Underweight(비중축소)_업종지수가 현재지수 대비 -15% 이상 하락 가능

투자등급	BUY(매수)	Neutral(중립)	Reduce(매도)	합계
금융투자상품의 비율	91.4%	7.9%	0.7%	100.0%

* 기준일: 2018년 5월 2일

Compliance Notice

- 본 자료를 작성한 애널리스트(박성봉)는 자료의 작성과 관련하여 외부의 압력이나 부당한 간섭을 받지 않았으며, 본인의 의견을 정확하게 반영하여 신의성실 하게 작성하였습니다
- 본 자료는 기관투자자 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 당사는 2018년 5월 2일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유 하고 있지 않습니다
- 본 자료를 작성한 애널리스트(박성봉)는 2018년 5월 2일 현재 해당 회사의 유가증권을 보유하고 있지 않습니다.

본 조사항목은 고객의 투자에 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 어떠한 경우에도 무단 복제 및 배포 될 수 없습니다. 또한 본 자료에 수록된 내용은 당사가 신뢰할 만한 자료 및 정보로 얻어진 것이나, 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.