

풍산(103140)

2Q18 Preview: 낮아진 눈높이 더 낮아진 주가

영업이익 컨센서스 9.3% 하회 예상

2분기 연결 영업이익이 465억원으로 컨센서스 512억원을 9.3% 하회할 것으로 예상된다<표 1>. 우리는 당초 2분기 연결 영업이익으로 515억원을 예상했다. 그런데 2분기말 동 가격 급락에 의한 재고손실금액이 늘었고, 내수 방산 이익률을 낮추면서 전망치를 9.8% 하향한다. 방산 부분은 해외 부진이 이어지고 있으며 내수도 지난해 정권 교체 이후 이익률이 소폭 하락한 것으로 추정된다. 2017년 3분기 이후 컨센서스를 하회하는 실적이 이어지고 있다. 다만 이번에는 하회폭이 과거보다는 적을 전망이다.

예상과 달리 약한 동 가격 반영, 실적 전망 하향

우리는 2018년에 동 가격이 강세를 보일 것으로 예상했다. 공급이 제한적인 가운데 경기 회복과 전기차 인프라 신설에 따른 수요 증가를 예상했기 때문이다. 그런데 아직은 전기차 인프라 신설에 의한 수요 증가가 가시적이지 않다. 여기에 미국과 중국의 무역 분쟁이 확대되면서 최근 한 달간 동 가격이 15% 가까이 하락했다. 하반기에 동 가격이 낮은 가격에서 시작하는 만큼 2018년 동 가격 전망을 톤당 7,100달러에서 6,800달러로 하향한다. 이에 따라 2018년 예상 EPS는 12.9%, ROE는 1.4%p 하향 조정되었다<표 2>. 다만 하반기에 상승 기조가 펼쳐진다는 방향성에 대해서는 변함없다.

목표주가 45,000원으로 18% 하향, '매수'는 유지

ROE 전망을 하향함에 따라 목표 PBR을 1.1배에서 0.9배로 낮춘다. 이에 따라 목표주가를 55,000원에서 45,000원으로 18% 하향한다. 다만 낮아진 실적 기대감과 동 가격을 감안해도 주가는 한 단계 더 낮은 수준까지 조정 받았다고 판단한다. 예를 들어 최근 1개월 간 동 가격은 14% 하락한 반면 주가는 20% 넘게 하락했다. 비록 동 가격 전망을 하향했지만 가격 하락 요인인 무역 분쟁이 완화되고 전기차 인프라 수요가 발생하며 하반기에 동 가격이 상승 반전할 수 있다. 주가의 추가 하락 가능성은 낮다고 판단해 투자의견 '매수'를 유지한다.

매수(유지)

목표주가: 45,000원(하향)

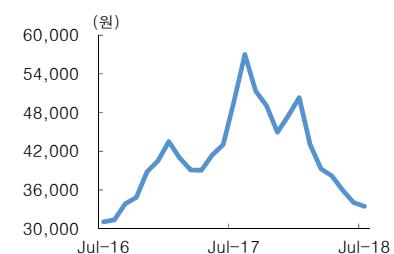
Stock Data

KOSPI(7/12)	2,285
주가(7/12)	33,450
시가총액(십억원)	937
발행주식수(백만)	28
52주 최고/최저가(원)	58,600/32,150
일평균거래대금(6개월, 백만원)	6,496
유동주식비율/외국인지분율(%)	63.1/14.7
주요주주(%)	풍산홀딩스 외 2 인
	36.8
	국민연금
	13.5

주가상승률

	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	(17.3)	(34.0)	(26.1)
KOSPI 대비(%p)	(9.9)	(25.6)	(21.6)

주가추이



자료: WISEfn

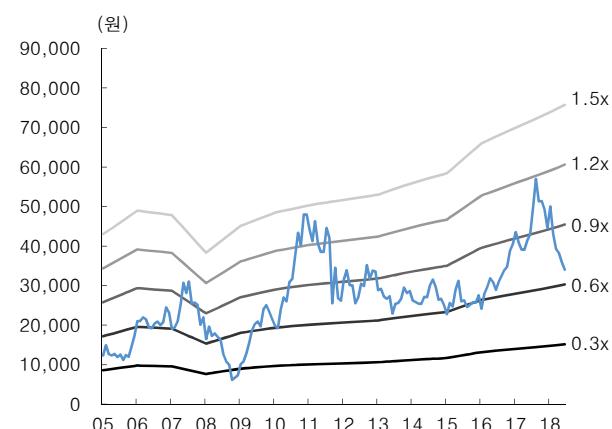
최문선

moonsun@truefriend.com

	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EPS (원)	증감률 (%)	EBITDA (십억원)	PER (x)	EV/EBITDA (x)	PBR (x)	ROE (%)	DY (%)
2016A	2,832	218	138	4,912	166.8	302	8.2	6.9	0.9	11.8	1.7
2017A	2,945	241	151	5,375	9.4	330	8.8	6.6	1.0	11.9	1.7
2018F	3,061	192	137	4,892	(9.0)	280	6.8	5.9	0.7	10.3	3.0
2019F	3,312	239	158	5,634	15.2	328	5.9	4.8	0.7	11.3	3.6
2020F	3,477	306	211	7,533	33.7	396	4.4	3.8	0.6	14.2	3.6

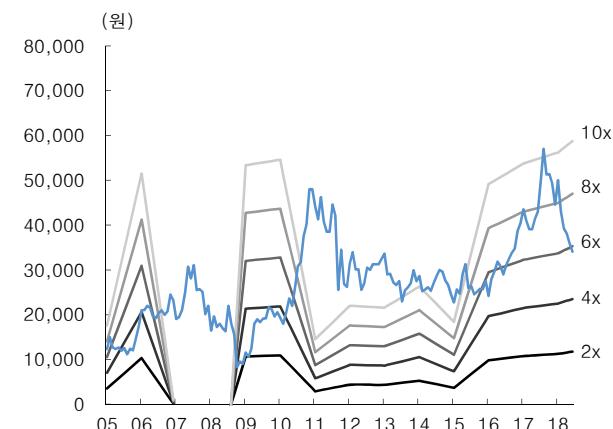
주: 순이익, EPS 등은 지배주주지분 기준

[그림 1] PBR band



자료: 한국투자증권

[그림 2] PER band



자료: 한국투자증권

<표 1> 2Q18 연결기준 실적 preview

(단위: 십억원)

	2Q18		QoQ		YoY		컨센서스	
	preview	기준추정	차이(%)	1Q18 차이(%)	2Q17 차이(%)	2Q18 차이(%)		
매출액	770	770	0.0	670 15.0	699 10.1	729 5.6		
신동	372	372	0.0	374 (0.4)	350 6.4			
방산	198	198	0.0	144 37.8	188 5.4			
자회사	200	200	0.0	152 31.0	162 23.5			
영업이익	46.5	51.5 (9.8)		45.2 2.9	59.8 (22.3)	51.2 (9.3)		
신동	12.7	13.8 (8.2)		19.7 (35.6)	19.9 (36.0)			
방산	25.8	27.7 (6.9)		15.8 63.3	30.1 (14.3)			
자회사	8.0	10.0 (20.1)		9.6 (17.4)	9.8 (19.0)			
영업이익률	6.0%	6.7% (0.7%p)		6.7% (0.7%p)	8.5% (2.5%p)	7.0% (1.0%p)		
세전이익	41	47 (10.8)		47 (11.8)	57 (27.5)	46 (9.3)		
지배지분순이익	31	35 (10.8)		37 (15.4)	52 (39.7)	34 (8.1)		

자료: FnGuide, 한국투자증권

<표 2> 실적추정변경 내역

(단위: 십억원)

	변경 후		변경 전		증감률	
	2018F	2019F	2018F	2019F	2018F	2019F
매출액	3,061	3,312	3,134	3,397	(2.3%)	(2.5%)
신동	1,470	1,599	1,524	1,663	(3.5%)	(3.8%)
방산	819	854	819	854	0.0%	0.0%
자회사	772	859	791	881	(2.4%)	(2.5%)
영업이익	192	239	218	261	(12.3%)	(8.5%)
신동	63	89	74	88	(16.1%)	0.8%
방산	95	97	97	97	(2.0%)	0.0%
자회사	34	53	47	76	(27.3%)	(30.3%)
영업이익률	6.3%	7.2%	7.0%	7.7%	(0.7%p)	(0.5%p)
신동	4.3%	5.5%	4.9%	5.3%	(0.6%p)	0.3%p
방산	11.6%	11.4%	11.8%	11.4%	(0.2%p)	0.0%p
자회사	4.4%	6.2%	6.0%	8.6%	(1.5%p)	(2.5%p)
세전이익	178	227	205	249	(13.1%)	(8.9%)
지배지분순이익	137	172	157	189	(13.0%)	(9.0%)
EPS(원)	4,892	5,634	5,619	6,230	(12.9%)	(9.6%)
BPS(원)	48,514	50,924	49,241	52,246	(1.5%)	(2.5%)
ROE(%)	10.3	11.3	11.7	12.3	(1.4%p)	(0.9%p)
동가격	6,800	7,200	7,100	7,500	(4.2%)	(4.0%)
가공마진	4.1%	5.0%	4.2%	5.0%	(0.0%p)	0.0%p
원/달러 환율	1,070	1,070	1,070	1,070	0.0%	0.0%

자료: 한국투자증권

<표 3> 별도기준 분기 실적 전망

(단위: 십억원)

	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18F	3Q18F	4Q18F	2017A	2018F	2019F
매출액	528	538	520	672	517	570	541	661	2,257	2,289	2,453
-신동	349	350	361	362	374	372	365	359	1,421	1,470	1,599
-방산	179	188	160	310	144	198	176	302	837	819	854
영업이익	64	50	36	37	36	39	41	42	188	157	186
-신동	37	20	22	17	20	13	14	16	96	63	89
가공이익	23	22	14	7	12	16	17	13	66	58	70
재고평가이익(손실)	1	0	0	0	0	(1)	(0)	0	1	6	9
Metal gain(loss)	14	(2)	7	10	8	(2)	(3)	2	29	9	10
-방산	27	30	15	20	16	26	26	27	92	95	97
영업이익률	12.2%	9.3%	7.0%	5.5%	6.9%	6.8%	7.5%	6.4%	8.3%	6.9%	7.6%
법인세차감전이익	70	56	39	35	47	37	39	40	199	162	180
당기순이익	55	52	12	29	37	29	30	32	149	127	140
기본가정											
원/달러 환율	1,153	1,130	1,132	1,104	1,072	1,070	1,070	1,070	1,130	1,070	1,070
기말 원/달러 환율	1,118	1,144	1,130	1,067	1,080	1,080	1,080	1,080	1,067	1,080	1,080
동 가격(USD/톤, M-1 평균 기준)	5,776	5,704	6,066	6,737	6,979	6,821	6,600	6,800	6,071	6,800	7,200
기말 동 가격(USD/톤)	5,750	5,720	6,590	6,618	6,794	6,883	6,700	6,900	6,618	6,900	7,500
신동 ASP(천원/톤)	6,810	6,398	7,143	7,130	7,628	7,046	7,211	7,178	6,953	7,263	7,944
신동 출하량(천톤)	48.8	49.9	48.9	46.8	47.4	50.0	47.9	47.3	194	192	191

주: 신동 출하량은 주조와 기타 제외

자료: 한국투자증권

<표 4> 연결기준 분기 실적 전망

(단위: 십억원)

	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18F	3Q18F	4Q18F	2017A	2018F	2019F
매출액	707	699	696	843	670	770	730	892	2,945	3,061	3,312
-신동	349	350	361	362	374	372	365	359	1,421	1,470	1,599
-방산	179	188	160	310	144	198	176	302	837	819	854
-자회사	180	162	176	171	152	200	189	231	688	772	859
영업이익	82	60	50	49	45	46	48	52	241	192	239
-신동	37	20	22	17	20	13	14	16	96	63	89
-방산	27	30	15	20	16	26	26	27	92	95	97
-자회사	17	10	14	12	10	8	8	9	53	34	53
영업이익률	11.5%	8.5%	7.2%	5.9%	6.7%	6.0%	6.6%	5.8%	8.2%	6.3%	7.2%
법인세차감전이익	71	57	40	37	47	41	43	47	205	178	227
지배지분순이익	56	52	13	29	37	31	33	35	151	137	172

주: 1. 자회사 매출액과 영업이익은 연결 수치에서 신동과 방산 수치를 단순 차감하여 산출. 2. 4분기는 직원 성과급 반영

자료: 한국투자증권

기업개요 및 용어해설

풍산은 1968년에 설립된 동 가공업체. 동 및 동 합금소재와 가공품을 생산하며 각종 탄약류 또한 생산. 사업부문은 크게 신동사업부문과 방산사업부문으로 나눌 수 있으며 2016년 연결기준 매출 비중은 신동 71%, 방산 29%.

- 신동: 동이나 동 합금을 가공하여 판, 관, 봉, 선 등으로 생산
- 방산: 동을 소재로 탄약과 포탄을 제조하여 판매. 매출액의 65%가 내수이며, 수출이 35%를 차지
- 재고평가손익: 기말 마지막 월의 원화로 환산한 평균 동 가격의 차이에 의해 발생하는 손익. 상승(하락)하면 이익(손실)
- Metal gain(loss): 원화로 환산한 분기 평균 동 가격 차이에 의해 발생하는 손익. 상승(하락)하면 이익(손실)

재무상태표

(단위: 십억원)

	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
유동자산	1,381	1,422	1,498	1,637	1,772
현금성자산	73	57	122	149	139
매출채권및기타채권	545	499	551	596	626
재고자산	741	839	796	861	974
비유동자산	1,334	1,307	1,318	1,336	1,350
투자자산	10	10	11	12	12
유형자산	1,186	1,156	1,161	1,166	1,171
무형자산	19	25	26	28	29
자산총계	2,715	2,729	2,817	2,974	3,121
유동부채	964	986	1,027	1,116	1,146
매입채무및기타채무	275	289	300	324	341
단기차입금및단기사채	393	355	285	215	145
유동성장기부채	198	252	262	272	282
비유동부채	517	434	429	428	425
사채	199	199	194	189	184
장기차입금및금융부채	219	118	113	108	103
부채총계	1,480	1,420	1,455	1,544	1,571
지배주주지분	1,233	1,307	1,359	1,427	1,548
자본금	140	140	140	140	140
자본잉여금	495	495	495	495	495
기타자본	(0)	(0)	(0)	(0)	(0)
이익잉여금	585	683	792	916	1,094
비지배주주지분	2	2	2	2	2
자본총계	1,235	1,309	1,362	1,429	1,550

손익계산서

(단위: 십억원)

	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
매출액	2,832	2,945	3,061	3,312	3,477
매출원가	2,461	2,537	2,713	2,920	2,973
매출총이익	371	408	349	392	504
판매관리비	153	167	157	153	198
영업이익	218	241	192	239	306
금융수익	7	4	4	4	4
이자수익	0	0	0	0	0
금융비용	39	33	26	29	27
이자비용	32	28	25	24	22
기타영업외손익	(4)	(7)	9	(8)	(9)
관계기업관련손익	0	0	0	0	0
세전계속사업이익	182	205	179	206	275
법인세비용	44	54	41	48	64
연결당기순이익	138	151	137	158	211
지배주주지분순이익	138	151	137	158	211
기타포괄이익	18	(57)	(57)	(57)	(57)
총포괄이익	156	94	80	101	155
지배주주지분포괄이익	156	94	80	101	154
EBITDA	302	330	280	328	396

현금흐름표

(단위: 십억원)

	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
영업활동현금흐름	246	137	315	290	249
당기순이익	138	151	137	158	211
유형자산감가상각비	83	86	86	87	87
무형자산상각비	1	2	2	3	3
자산부채변동	11	(123)	87	37	(55)
기타	13	21	3	5	3
투자활동현금흐름	(101)	(88)	(156)	(164)	(160)
유형자산투자	(99)	(82)	(94)	(93)	(93)
유형자산매각	2	2	3	1	1
투자자산순증	(7)	(10)	(57)	(57)	(57)
무형자산순증	0	1	(3)	(5)	(4)
기타	3	1	(5)	(10)	(7)
재무활동현금흐름	(129)	(57)	(93)	(99)	(99)
자본의증가	0	0	0	0	0
차입금의순증	(129)	(57)	(65)	(65)	(65)
배당금지급	(14)	(20)	(22)	(28)	(34)
기타	14	20	(6)	(6)	0
기타현금흐름	3	(10)	0	0	0
현금의증가	20	(16)	66	27	(10)

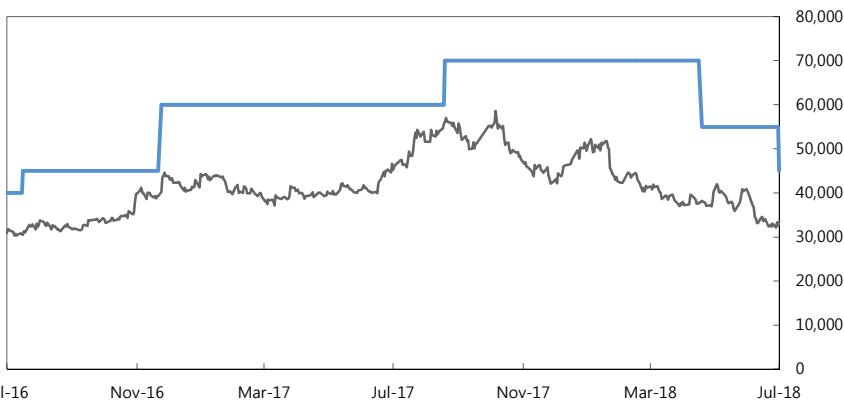
주요투자지표

	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
주당지표(원)					
EPS	4,912	5,375	4,892	5,634	7,533
BPS	43,995	46,646	48,514	50,924	55,232
DPS	700	800	1,000	1,200	1,200
성장성(%), YoY					
매출증가율	0.4	4.0	4.0	8.2	5.0
영업이익증가율	96.1	10.7	(20.5)	24.5	28.5
순이익증가율	166.8	9.4	(9.0)	15.2	33.7
EPS증가율	166.8	9.4	(9.0)	15.2	33.7
EBITDA증가율	57.3	9.1	(15.0)	17.1	20.9
수익성(%)					
영업이익률	7.7	8.2	6.3	7.2	8.8
순이익률	4.9	5.1	4.5	4.8	6.1
EBITDA Margin	10.7	11.2	9.1	9.9	11.4
ROA	5.2	5.5	4.9	5.5	6.9
ROE	11.8	11.9	10.3	11.3	14.2
배당수익률	1.7	1.7	3.0	3.6	3.6
배당성향	14.3	14.9	20.4	21.3	15.9
안정성					
순차입금(십억원)	937	861	720	623	562
차입금/자본총계비율(%)	82.5	71.0	62.7	54.9	46.1
Valuation(X)					
PER	8.2	8.8	6.8	5.9	4.4
PBR	0.9	1.0	0.7	0.7	0.6
EV/EBITDA	6.9	6.6	5.9	4.8	3.8

주: K-IFRS (연결) 기준

투자의견 및 목표주가 변경내역

종목(코드번호)	제시일자	투자의견	목표주가	과거율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가대비
풍산(103140)	2016.07.05	매수	40,000원	-23.5	-20.5
	2016.07.27	매수	45,000원	-23.5	-8.6
	2016.12.05	매수	60,000원	-28.5	-7.3
	2017.08.30	매수	70,000원	-33.7	-16.3
	2018.04.30	매수	55,000원	-33.2	-23.7
	2018.07.12	매수	45,000원	-	-



■ Compliance notice

- 당사는 2018년 7월 12일 현재 풍산 종목의 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료의 내용 일부를 기관투자가 또는 제3자에게 사전에 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배우자는 상기 발행주식을 보유하고 있지 않습니다.

■ 기업 투자의견은 향후 12개월간 시장 지수 대비 주가등락 기준임

- 매 수 : 시장 지수 대비 15%p 이상의 주가 상승 예상
- 중 립 : 시장 지수 대비 -15~15%p의 주가 등락 예상
- 비중축소 : 시장 지수 대비 15%p 이상의 주가 하락 예상
- 중립 및 비중축소 의견은 목표가 미제시

■ 투자등급 비율 (2018.6.30 기준)

매수	중립	비중축소(매도)
78.3%	21.2%	0.5%

* 최근 1년간 공표한 유니버스 종목 기준

■ 업종 투자의견은 향후 12개월간 해당 업종의 유가증권시장(코스닥) 시가총액 비중 대비 포트폴리오 구성 비중에 대한 의견임

- 비중확대 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중보다 높이 가져갈 것을 권함
- 중 립 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중과 같게 가져갈 것을 권함
- 비중축소 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중보다 낮게 가져갈 것을 권함

- 본 자료는 고객의 증권투자를 돋기 위하여 작성된 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있으며, 당사의 동의 없이 어떤 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형할 수 없습니다.
- 본 자료는 당사 리서치센터에서 수집한 자료 및 정보를 기초로 작성된 것이나 당사가 그 자료 및 정보의 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없으므로 당사는 본 자료로써 고객의 투자 결과에 대한 어떠한 보장도 행하는 것이 아닙니다. 최종적 투자 결정은 고객의 판단에 기초한 것이며 본 자료는 투자 결과와 관련한 법적 분쟁에서 증거로 사용될 수 없습니다.
- 이 자료에 게재된 내용들은 작성자의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간접없이 작성되었음을 확인합니다.