

풍산(103140)

끝나지 않은 부진

2분기 연결 영업이익 315억원으로 컨센서스 37% 하회

신동사업과 국내 방산 실적은 양호했지만, 해외 방산과 해외 자회사 실적 부진 나올 만한 악재가 단기에 집중, 추가 악재 출현 가능성 낮음

Facts : 벗어나지 못한 실적 부진

2분기 연결 영업이익이 315억원(-30.2% QoQ, -47.2% YoY)으로 컨센서스를 37%, 우리 추정치를 32% 하회했다. 어닝 쇼크다. 신동사업과 내수 방산부분 실적은 부진에서 회복했다. 그러나 해외 방산과 해외 자회사가 동시에 부진한 것으로 파악된다. 특히 해외 방산은 미국과 중동 등 주요 지역으로의 수출이 크게 감소한 것이 부진의 원인이다. 지난해 3분기부터 4분기 연속 실적 부진이 이어지고 있다.

Pros & cons : 신동 를 마진 회복, 그러나 해외 방산 최악의 부진

2분기 신동부분 전체 이익률은 4.8%로 추정된다. 여기에는 재고평가손실은 21억 원이 포함되어 롤 마진(가공 이익률)은 5.4%로 추정된다(그림 3). 지난해 상반기 수준은 아니어도 4분기 이후 개선세가 이어지고 있다. 우리는 하반기 롤 마진이 5%로 안정화될 것으로 가정했다. 한편 해외 방산은 최악의 실적을 기록했다(그림 4). 특히 미국은 극심한 매출 부진으로 적자를 기록한 것으로 파악된다. 방산이 좋을 때는 신동이 안 좋았고, 신동이 좋을 때는 방산이 안 좋다. 신동과 방산의 엇박자가 실적 회복을 어렵게 만들고 있다.

Action : 거꾸로 생각해 보자, ‘매수’ 의견 유지

미중 무역 분쟁에 의한 동 가격 하락, 자회사에 대한 채무 보증, 거기에 실적 부진 까지 지난 2개월 동안 다양한 악재가 이어졌다. 특히 이번 실적 부진은 예상하지 못한 부분이어서 주가의 추가 하락 요인으로 작용할 것이다. 그러나 거꾸로 생각해 보면 단기간에 나올 수 있는 악재가 모두 다 나와서 추가 악재가 나올 가능성은 낮아졌다고 볼 수 있다. 물론 주가가 회복하기 위해서는 동 가격의 반등, 실적의 회복 등과 같은 투자 매력이 발생해야 한다. 시간은 걸릴 것이다. 그러나 우리는 중장기적으로 동 가격이 강세일 것이라는 전망을 유지한다. 시간은 걸리더라도 동 가격의 방향성을 감안하면 지금이 저렴하게 매수할 수 있는 구간이라 판단한다. 목표주가 45,000원과 투자의견 ‘매수’를 유지한다.

하회 부합 상회

영업이익의 컨센서스 대비를 의미

매수(유지)

목표주가: 45,000원(유지)

Stock Data

KOSPI(7/27)	2,295
주가(7/27)	35,250
시가총액(십억원)	988
발행주식수(백만)	28
52주 최고/최저가(원)	58,600/31,050
일평균거래대금(6개월, 백만원)	6,109
유동주식비율/외국인지분율(%)	63.0/14.6
주요주주(%)	풍산홀딩스 외 2 인
	37.0
	국민연금
	13.5

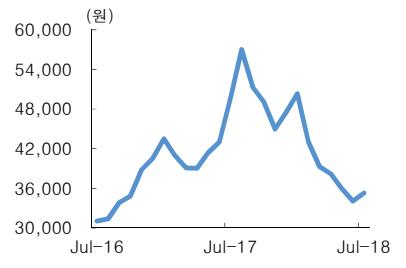
Valuation 지표

	2017A	2018F	2019F
PER(x)	8.8	8.9	7.5
PBR(x)	1.0	0.7	0.7
ROE(%)	11.9	8.4	9.7
DY(%)	1.7	2.8	3.4
EV/EBITDA(x)	6.6	7.0	5.6
EPS(원)	5,375	3,939	4,677
BPS(원)	46,646	47,561	49,014

주가상승률

	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	4.9	(30.9)	(28.6)
KOSPI 대비(%)	6.9	(20.0)	(22.6)

주가추이

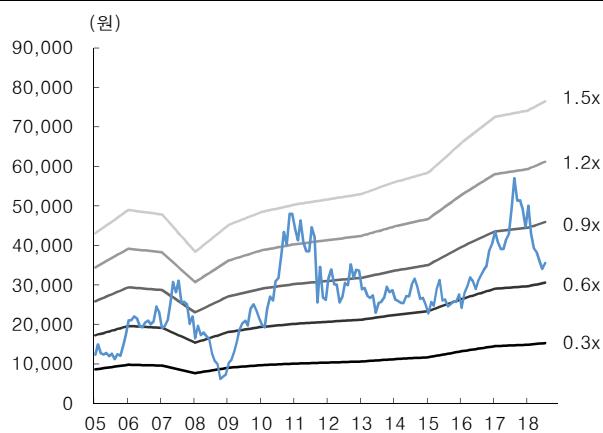


자료: WISEfn

최문선

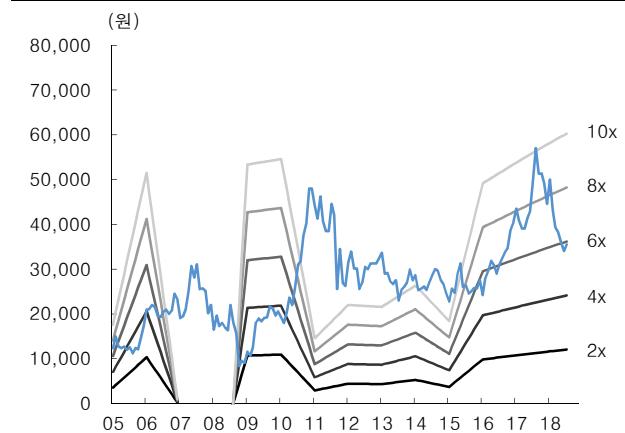
moonsun@truefriend.com

[그림 1] PBR band



자료: 한국투자증권

[그림 2] PER band



자료: 한국투자증권

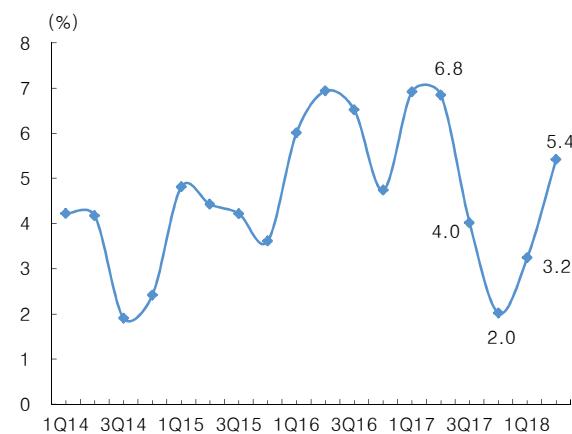
<표 1> 2분기 연결기준 실적 review

(단위: 십억원)

	2Q18			QoQ		YoY		컨센서스	
	점정실적	추정치	차이(%)	1Q18	차이(%)	2Q17	차이(%)	2Q18	차이(%)
매출액	709	770	(7.8)	670	5.9	699	1.5	725	(2.1)
신동	390	372	4.7	374	4.3	350	11.4		
방산	166	198	(16.0)	144	15.8	188	(11.5)		
자회사	153	200	(23.2)	152	0.7	162	(5.1)		
영업이익	31.5	46.5	(32.1)	45.2	(30.2)	59.8	(47.2)	49.9	(36.8)
신동	17.7	12.7	39.1	19.7	(10.4)	19.9	(10.9)		
방산	8.3	25.8	(67.8)	15.8	(47.5)	30.1	(72.4)		
자회사	5.6	8.0	(30.1)	9.6	(42.3)	9.8	(43.3)		
영업이익률	4.4%	6.0%	(1.6%p)	6.7%	(2.3%p)	8.5%	(4.1%p)	6.9%	(2.4%p)
세전이익	27	41	(35.1)	47	(42.8)	57	(52.9)	44	(39.2)
지배지분순이익	21	31	(34.6)	37	(44.7)	52	(60.6)	33	(37.3)

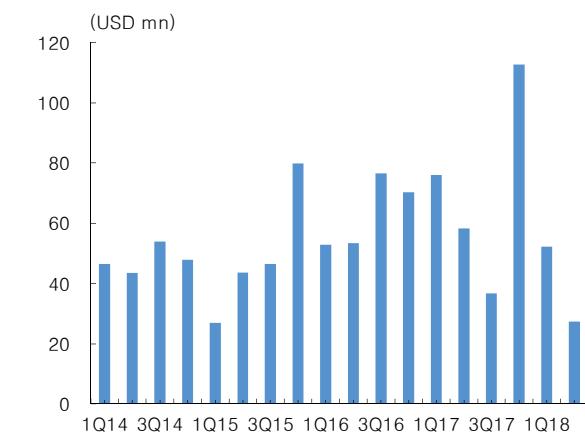
자료: FnGuide, 한국투자증권

[그림 3] 신동 툴 마진 – 이어지는 회복세



자료: 한국투자증권

[그림 4] 방산 수출 – 2015년 1분기 이후 최저



자료: 한국투자증권

〈표 2〉 별도기준 분기 실적 전망

(단위: 십억원)

	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18F	4Q18F	2017A	2018F	2019F
매출액	528	538	520	672	517	556	509	667	2,257	2,250	2,390
-신동	349	350	361	362	374	390	365	366	1,421	1,494	1,599
-방산	179	188	160	310	144	166	144	302	837	755	791
영업이익	64	50	36	37	36	26	20	44	188	126	175
-신동	37	20	22	17	20	18	13	17	96	68	86
가공이익	23	22	14	7	12	20	17	13	66	62	70
재고평가이익(손실)	1	0	0	0	0	0	(0)	0	1	6	6
Metal gain(loss)	14	(2)	7	10	8	(2)	(4)	4	29	9	10
-방산	27	30	15	20	16	8	7	27	92	58	89
영업이익률	12.2%	9.3%	7.0%	5.5%	6.9%	4.7%	4.0%	6.6%	8.3%	5.6%	7.3%
법인세차감전이익	70	56	39	35	47	27	18	42	199	134	169
당기순이익	55	52	12	29	37	21	14	33	149	105	132
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	6,500	6,800	6,071	6,775	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	7,300
신동 ASP(천원/톤)	6,810	6,398	7,143	7,130	7,628	7,357	7,217	7,320	6,953	7,380	7,951
신동 출하량(천톤)	48.8	49.9	48.9	46.8	47.4	49.6	47.9	47.3	194	192	191

주: 신동 출하량은 주조와 기타 제외

자료: 한국투자증권

〈표 3〉 연결기준 분기 실적 전망

(단위: 십억원)

	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18F	4Q18F	2017A	2018F	2019F
매출액	707	699	696	843	670	709	662	868	2,945	2,908	3,107
-신동	349	350	361	362	374	390	365	366	1,421	1,494	1,599
-방산	179	188	160	310	144	166	144	302	837	755	791
-자회사	180	162	176	171	152	153	153	200	688	659	717
영업이익	82	60	50	49	45	32	26	52	241	155	202
-신동	37	20	22	17	20	18	13	17	96	68	86
-방산	27	30	15	20	16	8	7	27	92	58	89
-자회사	17	10	14	12	10	6	6	8	53	29	27
영업이익률	11.5%	8.5%	7.2%	5.9%	6.7%	4.4%	4.0%	6.0%	8.2%	5.3%	6.5%
법인세차감전이익	71	57	40	37	47	27	21	47	205	142	190
지배지분순이익	56	52	13	29	37	21	16	36	151	110	145

주: 1. 자회사 매출액과 영업이익은 연결 수치에서 신동과 방산 수치를 단순 차감하여 산출, 2. 1분기, 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	1,423	1,536	1,662
현금성자산	73	57	116	140	130
매출채권및기타채권	545	499	523	559	587
재고자산	741	839	756	808	913
비유동자산	1,334	1,307	1,310	1,326	1,339
투자자산	10	10	10	11	11
유형자산	1,186	1,156	1,161	1,166	1,171
무형자산	19	25	24	26	27
자산총계	2,715	2,729	2,734	2,862	3,001
부채총계	964	986	976	1,066	1,108
매입채무및기타채무	275	289	285	304	320
단기차입금및단기사채	393	355	285	215	145
유동성장기부채	198	252	262	272	282
비유동부채	517	434	422	420	416
사채	199	199	194	189	184
장기차입금및금융부채	219	118	113	108	103
부채총계	1,480	1,420	1,399	1,486	1,525
지배주주지분	1,233	1,307	1,333	1,373	1,474
자본금	140	140	140	140	140
자본잉여금	495	495	495	495	495
기타자본	(0)	(0)	(0)	(0)	(0)
이익잉여금	585	683	765	863	1,019
비지배주주지분	2	2	2	2	2
자본총계	1,235	1,309	1,335	1,376	1,476

손익계산서

(단위: 십억원)

	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
매출액	2,832	2,945	2,908	3,107	3,262
매출원가	2,461	2,537	2,604	2,751	2,789
매출총이익	371	408	304	356	473
판매관리비	153	167	148	153	195
영업이익	218	241	156	202	278
금융수익	7	4	5	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)	(8)
관계기업관련손익	0	0	0	0	0
세전계속사업이익	182	205	143	170	247
법인세비용	44	54	33	39	56
연결당기순이익	138	151	110	131	191
지배주주지분순이익	138	151	110	131	190
기타포괄이익	18	(57)	(57)	(57)	(57)
총포괄이익	156	94	54	74	134
지배주주지분포괄이익	156	94	54	74	134
EBITDA	302	330	244	291	368

현금흐름표

(단위: 십억원)

	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
영업활동현금흐름	246	137	301	284	249
당기순이익	138	151	110	131	191
유형자산감가상각비	83	86	86	87	87
무형자산상각비	1	2	2	2	3
자산부채변동	11	(123)	103	59	(34)
기타	13	21	0	5	2
투자활동현금흐름	(101)	(88)	(148)	(161)	(160)
유형자산투자	(99)	(82)	(94)	(93)	(93)
유형자산매각	2	2	3	1	1
투자자산순증	(7)	(10)	(57)	(57)	(57)
무형자산순증	0	1	(2)	(4)	(4)
기타	3	1	2	(8)	(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)	59	23	(9)

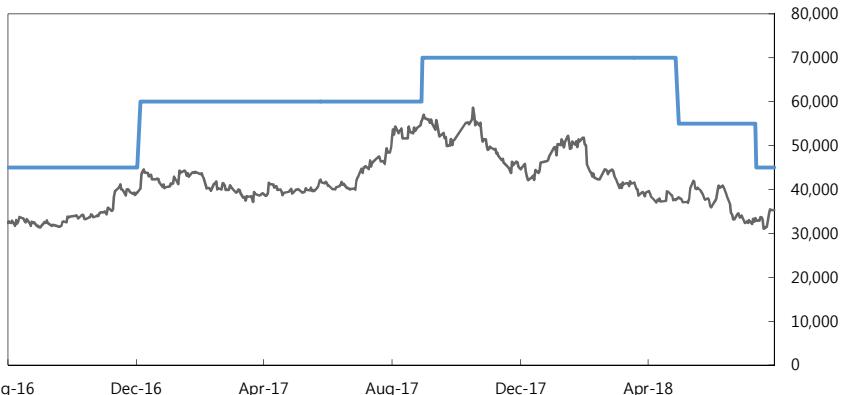
주요투자지표

	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
주당지표(원)					
EPS	4,912	5,375	3,939	4,677	6,796
BPS	43,995	46,646	47,561	49,014	52,585
DPS	700	800	1,000	1,200	1,200
성장성(%), YoY					
매출증가율	0.4	4.0	(1.2)	6.8	5.0
영업이익증가율	96.1	10.7	(35.4)	30.0	37.3
순이익증가율	166.8	9.4	(26.7)	18.7	45.3
EPS증가율	166.8	9.4	(26.7)	18.7	45.3
EBITDA증가율	57.3	9.1	(26.0)	19.4	26.1
수익성(%)					
영업이익률	7.7	8.2	5.4	6.5	8.5
순이익률	4.9	5.1	3.8	4.2	5.8
EBITDA Margin	10.7	11.2	8.4	9.4	11.3
ROA	5.2	5.5	4.0	4.7	6.5
ROE	11.8	11.9	8.4	9.7	13.4
배당수익률	1.7	1.7	2.8	3.4	3.4
배당성향	14.3	14.9	25.4	25.7	17.7
안정성					
순차입금(십억원)	937	861	727	633	572
차입금/자본총계비율(%)	82.5	71.0	64.0	57.0	48.4
Valuation(X)					
PER	8.2	8.8	8.9	7.5	5.2
PBR	0.9	1.0	0.7	0.7	0.7
EV/EBITDA	6.9	6.6	7.0	5.6	4.2

주: K-IFRS (연결) 기준

투자의견 및 목표주가 변경내역

종목(코드번호)	제시일자	투자의견	목표주가	과거율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가대비
풍산(103140)	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	-33.3	-23.7
	2018.07.13	매수	45,000원	-	-



■ Compliance notice

- 당사는 2018년 7월 30일 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 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.