



2018/07/30

풍산(103140)

아쉬웠던 방산 수출

■ 2분기 시장 기대치 하회, 3분기는 소폭 개선

동사의 18.2Q 연결기준 영업이익은 315억원 [-8.5%, q-q]으로 시장 예상치 [497억원]를 하회했다.<표1> 전기동 가격 하락 영향, 즉 『1분기 Metal gain [+80억원] → 2분기 Metal loss [-20억원] 전환』은 이미 예상했던 내용이다. 문제는 『본사 방산 수출 부진에 따른 실적 악화』이다. 2분기 방산 매출 규모 [18.1Q 1,440억원→18.2Q 1,660억원] 자체는 양호했다. 그러나 마진이 상대적으로 좋은 수출이 1분기의 절반 수준으로 감소하면서, 이익률이 큰 폭으로 하락 [[18.1Q 10% 전후 →18.2Q 5% 내외]한 것이 문제였다.

동사의 18.3Q 연결 영업이익은 350억원 [+11.9%, q-q]으로 전분기 대비 개선될 것으로 예상한다. <표2,3> 3분기 중동향 수주를 통한 방산 부문 수출 정상화 [3분기 방산 수출 전분기 대비 275% 증가 가정]를 가정했다. 방산 수출 정상화에 따른 영업이익 증가 효과 [+100~130억원]가 최근 전기동 가격 하락에 따른 Metal loss 확대 [18.2Q [-20억원]] 영향을 상쇄할 것이다.

■ 우호적 신동 부문 환경 vs 방산 수출 불확실성

현재 동사의 신동 부문 업황은 우호적이다. 1~3월 발생했던 투기적 수요의 투매 현상 [LME On-Warrants 재고 증가]은 사라졌다. 오히려 급락한 가격 구간에서의 Bargain Hunting [LME, SHFE 재고 감소] 현상이 나타나고 있다. <그림1> 무역 분쟁 우려 완화 및 중국의 금융, 재정 정책 확대 소식 역시 단기 비철금속 가격 반등을 지지하고 있다. 최근의 주가 반등에도 이 같은 신동 부문 업황 기대감이 높아 있다.

그러나 방산 부문이 조금 부담스럽다. 물론 3분기 실적 추정에서도 전술했듯이, 현재로서는 수주 시점 문제 [상반기 보다 하반기에 집중]일 가능성이 크고, 방산 수출 펀더멘털에 문제가 생겼다고 단정하기 어렵다. 실제 회사의 18년 방산 수출 목표도 이전과 동일하다. 그러나 미국의 탄약류 수출 회복이 가능화 되지 않은 만큼, <그림2> 불거진 중동향 방산 수출 불확실성이 해소되기까지는 시간이 필요해 보인다.

철강/비철금속 김윤상

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

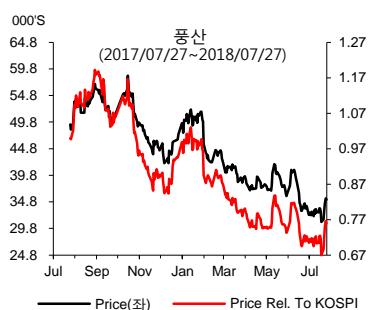
Buy(Maintain)

목표주가(12M)	47,000원
종가(2018/07/27)	35,250원

Stock Indicator

자본금	140십억원
발행주식수	2,802만주
시가총액	988십억원
외국인지분율	14.6%
배당금(2017)	800원
EPS(2018E)	4,082원
BPS(2018E)	47,899원
ROE(2018E)	8.6%
52주 주가	31,050~58,600원
60일평균거래량	168,981주
60일평균거래대금	6.2십억원

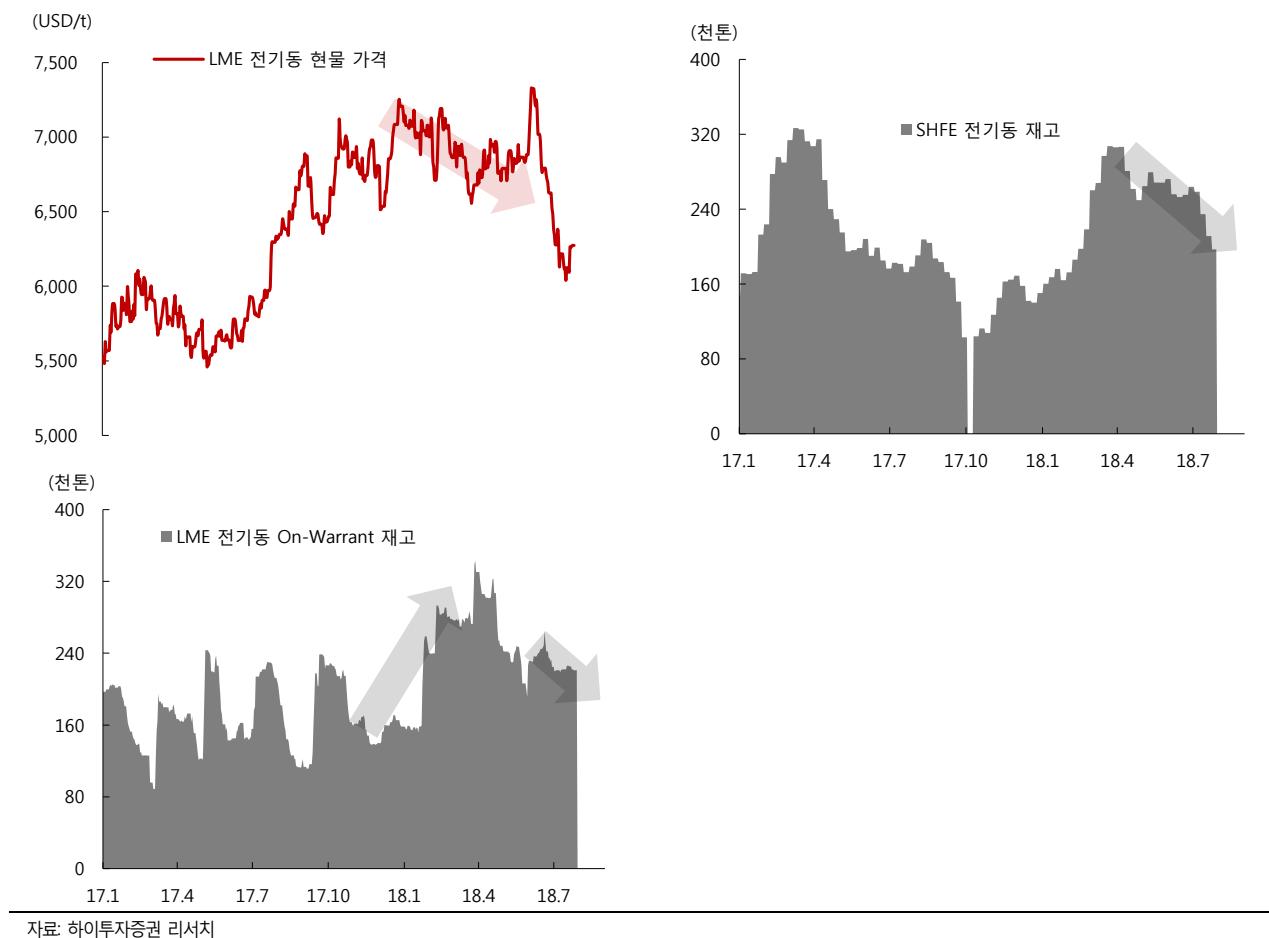
Price Trend



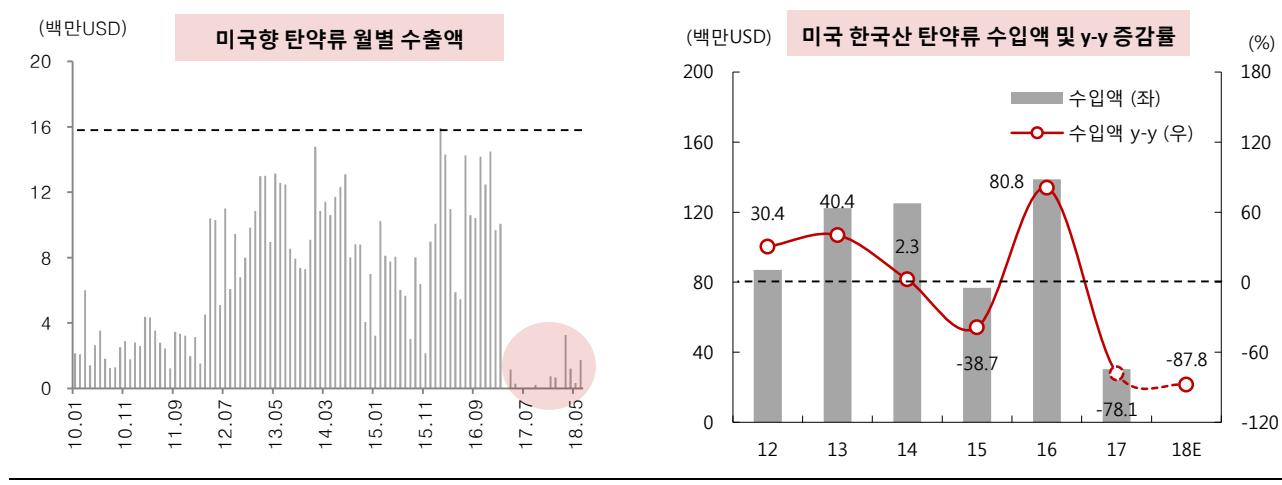
■ 투자의견 Buy, 목표주가 4.7만원

동사에 대해 투자의견 Buy를 유지하나, 수익 예상 조정을 반영 <표4> 목표 주가는 기존 5.1만원에서 4.7만원으로 하향 조정한다. 수익 예상 조정은 전기 동 가격 전망치 하향 [기준 6,950달러 → 6,500달러] 때문이다. 목표주가는 12개월 Forward 예상 BPS 48,973원에 Target PBR 0.95x [12개월 Forward ROE 9.1%, COE 10%]를 적용하여 산출했다.

<그림 1> 동사의 신동 부문 현재 업황은 우호적이다. 투기적 수요의 투매 현상 [LME On-Warrants 재고 증가]은 사라졌다. 오히려 급락한 가격 구간에서의 Bargain Hunting [LME, SHFE 재고 감소] 현상이 나타나고 있다.



<그림 2> 여전히 미국向 방산 회복 시그널은 나타나지 않았다.



〈표 1〉 풍산 18.2Q Review

(단위: 십억원)

	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18(a)	y-y	q-q	하이(b)	컨센서스	차이(a-b)
매출액	699	696	843	670	709	1.5%	5.9%	725	723	-2.1%
영업이익	60	50	49	45	32	-47.2%	-30.2%	48	50	-34.9%
세전이익	57	40	36	47	27	-52.9%	-42.7%	41	44	-34.3%
지배주주순이익	52	13	29	37	21	-60.6%	-44.6%	31	33	-33.3%
영업이익률	8.5%	7.2%	5.9%	6.7%	4.4%			6.7%	6.9%	-2.2%p
세전이익률	8.2%	5.7%	4.3%	7.0%	3.8%			5.7%	6.1%	-1.9%p
지배주주순이익률	7.5%	1.8%	3.5%	5.5%	2.9%			4.3%	4.6%	-1.4%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	2Q18	3Q18E	4Q18E	2018E
매출액	528	538	520	672	2,257	517	556	565	704	2,342
영업이익	64	50	36	37	188	36	26	32	47	141
영업이익률	12.2%	9.3%	7.0%	5.5%	8.3%	6.9%	4.7%	5.8%	6.7%	6.0%

자료: 풍산, 하이투자증권 리서치

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

(단위: 십억원)

	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	2017	1Q18	2Q18	3Q18E	4Q18E	2018E
매출액	707	699	696	843	2,945	670	709	756	883	3,018
영업이익	82	60	50	49	241	45	32	35	55	167
세전이익	71	57	40	37	205	47	27	28	48	150
지배주주순이익	56	52	13	29	151	37	21	21	36	114
영업이익률	11.5%	8.5%	7.2%	5.8%	8.2%	6.7%	4.4%	4.6%	6.2%	5.5%
세전이익률	10.1%	8.2%	5.7%	4.3%	7.0%	7.0%	3.8%	3.7%	5.4%	5.0%
지배주주순이익률	8.0%	7.5%	1.8%	3.5%	5.1%	5.6%	2.9%	2.8%	4.0%	3.8%

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	3,018	3,031	3,061	3,102	-1.4%	-2.3%
영업이익	166	209	203	207	-17.9%	1.0%
세전이익	150	186	182	199	-17.9%	-6.6%
지배주주순이익	114	139	138	149	-17.4%	-6.6%
영업이익률	5.5%	6.9%	6.6%	6.7%	-1.1%p	0.2%p
세전이익률	5.0%	6.1%	6.0%	6.4%	-1.0%p	-0.3%p
지배주주순이익률	3.8%	4.6%	4.5%	4.8%	-0.7%p	-0.2%p

자료: 풍산, 하이투자증권 리서치

K-IFRS 연결 요약 재무제표

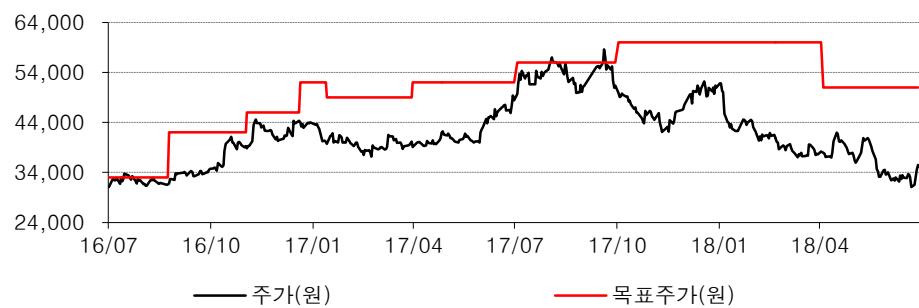
재무상태표		포괄손익계산서			
		(단위:십억원)		(단위:십억원%)	
		2017	2018E	2019E	2020E
유동자산	1,422	1,417	1,422	1,454	
현금 및 현금성자산	57	46	46	63	
단기금융자산	11	11	11	11	
매출채권	501	500	502	508	
재고자산	839	845	849	858	
비유동자산	1,307	1,288	1,269	1,248	
유형자산	1,156	1,140	1,123	1,104	
무형자산	25	22	20	18	
자산총계	2,729	2,705	2,692	2,702	
유동부채	986	797	703	730	
매입채무	187	191	192	194	
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	1,361	1,287	1,234	
지배주주지분	1,307	1,342	1,403	1,465	
자본금	140	140	140	140	
자본잉여금	495	495	495	495	
이익잉여금	683	775	892	1,011	
기타자본항목	-10	-67	-124	-181	
비지배주주지분	2	2	2	2	
자본총계	1,309	1,345	1,405	1,468	

현금흐름표		(단위:십억원)			
		2017	2018E	2019E	2020E
영업활동 현금흐름	137	421	442	439	
당기순이익	151	115	139	142	
유형자산감가상각비	86	86	87	89	
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	-11	0	17	
기초현금및현금성자산	73	57	46	46	
기말현금및현금성자산	57	46	46	63	

주요투자지표		2017	2018E	2019E	2020E
주당지표(원)					
EPS		5,372	4,082	4,972	5,056
BPS		46,640	47,899	50,047	52,279
CFPS		8,528	7,256	8,157	8,310
DPS		800	800	800	800
Valuation(배)					
PER		8.8	8.6	7.1	7.0
PBR		1.0	0.7	0.7	0.7
PCR		5.6	4.9	4.3	4.2
EV/EBITDA		6.6	7.0	5.7	54
Key Financial Ratio(%)					
ROE		11.9	8.6	10.2	9.9
EBITDA 이익률		11.2	8.5	9.9	9.9
부채비율		108.5	101.2	91.6	84.1
순부채비율		65.4	59.3	51.1	43.7
매출채권회전율(x)		5.6	6.0	6.0	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	과리율	
				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	-26.4%	-13.0%
2018-05-02	Buy	51,000	1년	-29.4%	-17.7%
2018-07-30	Buy	47,000	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 2018-06-30 기준

구분	매수	중립(보유)	매도
투자의견 비율(%)	93.9 %	6.1 %	-