



하나금융그룹

2018년 7월 30일 | Equity Research

풍산 (103140)

2분기에 다시 재현된 방산發 어닝쇼크!

2분기 방산 수출 급감하며 어닝쇼크 기록!

2018년 2분기 풍산의 별도기준 매출액과 영업이익은 각각 5,559억원(YoY +3.4%, QoQ +7.5%)과 259억원(YoY -48.0%, QoQ -26.9%)을 기록했다. 1) 신동 판매량은 예상했던 수준인 5.1만톤(YoY -0.7%, QoQ +4.4%)을 기록했지만 2) 전기동가격 하락(QoQ -1.4%)에 따른 20억원 수준의 메탈관련 손실과 3) 방산수출 급감(293억원: YoY -55.5%, QoQ -47.7%) 및 그에 따른 고정비 부담 확대로 방산 이익률이 하락(1분기 11% → 2분기 5%)하면서 영업이익이 시장컨센서스 404억원을 크게 하회하는 어닝쇼크를 기록했다. 자회사 PMX의 경우에도 전기동가격 하락이 영업이익 감소(1분기 60억원 → 2분기 25억원)로 이어져 연결 영업이익도 컨센서스 498억원을 크게 하회하는 315억원(YoY -47.2%, QoQ -30.2%)을 기록하는데 그쳤다.

동가격 추가 하락 가능성은 제한적. 방산 수출 회복 필요

미달러 강세와 미·중 무역분쟁에 의한 수요 둔화 우려로 전기동가격이 하락세로 전환했는데 6월초 7,300불/톤까지 상승했었지만 7월말 현재 6,200불/톤 수준을 기록하고 있다. 하지만 세계 최대 동 광산인 칠레 Escondida 광산의 사측(BHP사)이 제시한 임금단체협약 갱신안이 노조측의 요구에는 미치지 못한 가운데 8월초까지 임단협 결과가 노조의 찬반투표에 의해 결정될 예정으로 본격적인 파업 가능성을 배제할 수 없고 Caserones광산의 경우에도 임단협 타결 실패로 파업 가능성이 높아진 상황에서 전기동가격의 추가 하락 가능성은 제한적이다. 다만 2분기 부진했던 풍산의 방산 수출의 회복은 조금 더 시간이 소요될 전망이다.

투자의견 'BUY' 및 목표주가는 46,000원 유지

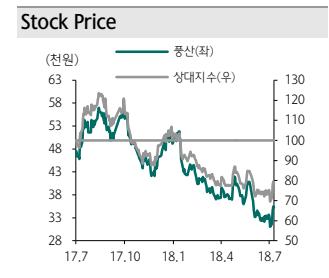
풍산에 대해 투자의견 BUY 및 목표주가 46,000원을 유지한다. 2분기 어닝쇼크로 단기 주가 변동성 확대가 예상된다. 하지만 현재 주가는 PBR 0.68배 수준('18년 ROE 7.8%)으로 벨류에이션상으로 부담스럽지 않다. 다만 방산 수출 정상화에 대한 확인이 필요한 시점이라 판단된다.

Update

BUY

| TP(12M): 46,000원 | CP(7월 27일): 35,250원

Key Data		Consensus Data	
		2018	2019
KOSPI 지수 (pt)	2,294.99		
52주 최고/최저(원)	58,600/31,050	3,002.5	3,118.5
시가총액(십억원)	987.9	209.6	224.4
시가총액비중(%)	0.08	145.3	152.3
발행주식수(천주)	28,024.3	EPS(원)	5,183 5,433
60일 평균 거래량(천주)	169.0	BPS(원)	50,527 54,672
60일 평균 거래대금(십억원)	6.2		
18년 배당금(예상,원)	800		
18년 배당수익률(예상,%)	2.27		
외국인지분율(%)	14.63		
주요주주 지분율(%)			
풍산홀딩스 외 2 인	37.00		
국민연금	13.50		
주가상승률	1M 6M 12M		
절대	4.9 (30.9) (28.6)		
상대	7.1 (22.5) (24.0)		



Financial Data						
투자지표	단위	2016	2017	2018F	2019F	2020F
매출액	십억원	2,831.8	2,945.0	2,949.3	3,123.5	3,217.9
영업이익	십억원	217.8	241.1	173.6	197.6	222.9
세전이익	십억원	182.2	204.8	148.1	170.0	198.9
순이익	십억원	137.6	150.6	105.5	124.8	144.6
EPS	원	4,910	5,372	3,765	4,454	5,161
증감률	%	166.7	9.4	(29.9)	18.3	15.9
PER	배	8.25	8.84	9.36	7.91	6.83
PBR	배	0.92	1.02	0.71	0.66	0.61
EV/EBITDA	배	6.87	6.66	6.77	6.04	5.28
ROE	%	11.84	11.86	7.82	8.66	9.31
BPS	원	43,995	46,646	49,611	53,265	57,627
DPS	원	700	800	800	800	800



Analyst 박성봉

02-3771-7774

sbspark@hanafn.com

2Q18 별도 영업이익 259억원
(YoY -48.0%, QoQ -26.9%)으로
컨센서스 크게 하회

2분기 방산 수출 급감하며 어닝쇼크 기록!

2018년 2분기 풍산의 별도기준 매출액과 영업이익은 각각 5,559억원(YoY +3.4%, QoQ +7.5%)과 259억원(YoY -48.0%, QoQ -26.9%)을 기록했다. 1) 신동 판매량은 예상했던 수준인 5.1만톤(YoY -0.7%, QoQ +4.4%)을 기록했지만 2) 전기동가격 하락(QoQ -1.4%)에 따른 20억원 수준의 메탈관련 손실과 3) 방산수출 급감(YoY -55.5%) 및 그에 따른 고정비 부담 확대에 의한 방산 이익률 하락(1분기 11% → 2분기 5%)의 영향으로 영업이익이 시장컨센서스 404억원을 크게 하회하는 어닝쇼크를 기록했다.

자회사 PMX의 경우에도 전기동가격 하락이 영업이익 감소(1분기 60억 → 2분기 25억)로 이어져 연결 영업이익도 컨센서스 498억원을 크게 하회하는 315억원(YoY -47.2%, QoQ -30.2%)을 기록하는데 그쳤다.

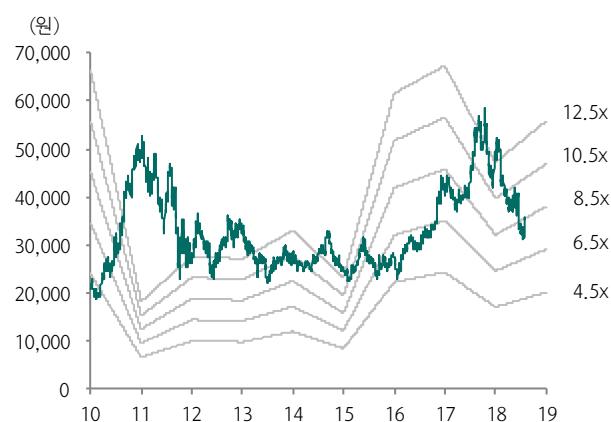
표 1. 풍산 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원, %)

	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18P	3Q18F	4Q18F	2017	2018F	2019F
매출	707.3	699.1	695.8	842.7	669.6	709.3	703.4	867.1	2,945.0	2,949.3	3,123.5
YoY(%)	15.2	(1.6)	(0.2)	3.9	(5.3)	1.5	1.1	2.9	4.0	0.1	5.9
신동	528.3	511.1	536.2	532.7	525.8	542.9	526.9	533.8	2,108.3	2,129.4	2,270.7
방산	179.1	188.0	159.6	310.0	143.8	166.5	176.4	333.3	836.7	820.0	852.8
영업이익	81.7	59.8	50.2	49.4	45.2	31.5	38.2	58.7	241.1	173.6	197.6
YoY(%)	107.6	0.0	(14.3)	(17.8)	(44.7)	(47.3)	(23.8)	18.7	10.7	(28.0)	13.8
세전사업이익	71.2	57.2	39.9	36.5	47.0	26.9	30.6	43.6	204.8	148.1	170.0
지배순이익	56.4	52.2	12.8	29.2	37.2	20.6	17.9	29.9	150.6	105.5	124.8
영업이익률(%)	11.5	8.5	7.2	5.9	6.7	4.4	5.4	6.8	8.2	5.9	6.3
세전이익률(%)	10.1	8.2	5.7	4.3	7.0	3.8	4.4	5.0	7.0	5.0	5.4
순이익률(%)	8.0	7.5	1.8	3.5	5.6	2.9	2.5	3.4	5.1	3.6	4.0

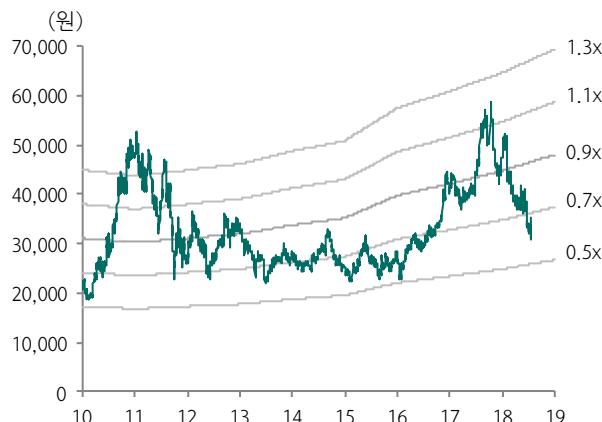
주: IFRS 연결 기준
자료: 하나금융투자

그림 1. 풍산 PER Band



자료: 하나금융투자

그림 2. 풍산 PBR Band



자료: 하나금융투자

추정 재무제표

손익계산서

	(단위: 십억원)				
	2016	2017	2018F	2019F	2020F
매출액	2,831.8	2,945.0	2,949.3	3,123.5	3,217.9
매출원가	2,460.7	2,536.5	2,608.2	2,750.3	2,814.2
매출총이익	371.1	408.5	341.1	373.2	403.7
판관비	153.3	167.4	167.6	175.6	180.9
영업이익	217.8	241.1	173.6	197.6	222.9
금융순익	(31.9)	(29.0)	(27.2)	(25.8)	(24.6)
종속/관계기업순익	0.0	0.1	0.0	0.0	0.0
기타영업외순익	(3.8)	(7.4)	1.8	(1.8)	0.6
세전이익	182.2	204.8	148.1	170.0	198.9
법인세	44.5	54.1	42.5	45.1	54.1
계속사업이익	137.7	150.7	105.6	124.9	144.8
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	137.7	150.7	105.6	124.9	144.8
비지배주주지분순이익	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
지배주주순이익	137.6	150.6	105.5	124.8	144.6
지배주주지분포괄이익	155.8	93.9	105.5	124.8	144.6
NOPAT	164.6	177.4	123.7	145.2	162.2
EBITDA	301.9	329.5	264.3	289.4	317.7
성장성(%)					
매출액증가율	0.4	4.0	0.1	5.9	3.0
NOPAT증가율	128.9	7.8	(30.3)	17.4	11.7
EBITDA증가율	57.2	9.1	(19.8)	9.5	9.8
영업이익증가율	96.0	10.7	(28.0)	13.8	12.8
(지배주주)순익증가율	166.7	9.4	(29.9)	18.3	15.9
EPS증가율	166.7	9.4	(29.9)	18.3	15.9
수익성(%)					
매출총이익률	13.1	13.9	11.6	11.9	12.5
EBITDA이익률	10.7	11.2	9.0	9.3	9.9
영업이익률	7.7	8.2	5.9	6.3	6.9
계속사업이익률	4.9	5.1	3.6	4.0	4.5

투자지표

	2016	2017	2018F	2019F	2020F
주당지표(원)					
EPS	4,910	5,372	3,765	4,454	5,161
BPS	43,995	46,646	49,611	53,265	57,627
CFPS	9,475	10,786	9,532	10,278	11,356
EBITDAPS	10,773	11,758	9,432	10,326	11,336
SPS	101,047	105,086	105,242	111,455	114,826
DPS	700	800	800	800	800
주가지표(배)					
PER	8.2	8.8	9.4	7.9	6.8
PBR	0.9	1.0	0.7	0.7	0.6
PCFR	4.3	4.4	3.7	3.4	3.1
EV/EBITDA	6.9	6.7	6.8	6.0	5.3
PSR	0.4	0.5	0.3	0.3	0.3
재무비율(%)					
ROE	11.8	11.9	7.8	8.7	9.3
ROA	5.2	5.5	3.8	4.5	5.0
ROIC	7.6	8.2	5.6	6.5	7.1
부채비율	119.9	108.5	97.6	90.1	81.8
순부채비율	75.9	65.8	57.3	50.6	42.6
이자보상배율(배)	6.8	8.7	6.8	8.2	9.7

자료: 하나금융투자

대차대조표

	2016	2017	2018F	2019F	2020F
유동자산	1,380.7	1,422.4	1,425.3	1,506.8	1,578.7
금융자산	81.6	68.0	68.8	70.7	99.3
현금성자산	73.3	56.8	57.7	58.9	87.2
매출채권 등	545.0	499.2	499.9	529.4	545.5
재고자산	741.0	838.5	839.8	889.4	916.3
기타유동자산	13.1	16.7	16.8	17.3	17.6
비유동자산	1,334.2	1,307.1	1,326.3	1,335.1	1,360.6
투자자산	9.7	10.2	10.3	10.9	11.2
금융자산	9.3	9.7	9.8	10.3	10.6
유형자산	1,185.6	1,155.9	1,177.1	1,187.0	1,213.8
무형자산	19.4	24.8	22.9	21.1	19.5
기타비유동자산	119.5	116.2	116.0	116.1	116.1
자산총계	2,714.9	2,729.5	2,751.6	2,841.9	2,939.3
유동부채	963.5	986.4	935.2	956.2	967.6
금융부채	599.5	611.1	559.4	559.7	559.8
매입채무 등	274.7	288.5	288.9	306.0	315.3
기타유동부채	89.3	86.8	86.9	90.5	92.5
비유동부채	516.6	433.9	424.1	390.9	354.7
금융부채	418.7	317.8	307.8	267.8	227.8
기타비유동부채	97.9	116.1	116.3	123.1	126.9
부채총계	1,480.1	1,420.4	1,359.3	1,347.2	1,322.3
지배주주지분	1,232.7	1,307.0	1,390.2	1,492.6	1,614.8
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	766.0	868.4	990.6
비지배주주지분	2.1	2.1	2.1	2.1	2.2
자본총계	1,234.8	1,309.1	1,392.3	1,494.7	1,617.0
순금융부채	936.7	861.0	798.4	756.9	688.3

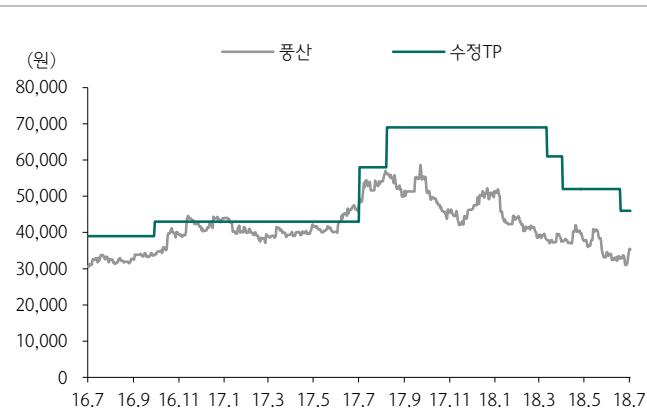
현금흐름표

	2016	2017	2018F	2019F	2020F
영업활동 현금흐름	246.3	137.5	175.7	144.7	190.8
당기순이익	137.7	150.7	105.6	124.9	144.8
조정	97.8	110.2	71.4	71.9	74.3
감가상각비	84.1	88.4	90.8	91.8	94.8
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)
영업활동자산부채변동	10.8	(123.4)	(1.3)	(52.1)	(28.3)
투자활동 현금흐름	(100.8)	(87.7)	(112.0)	(103.6)	(122.3)
투자자산감소(증가)	(1.2)	(0.4)	(0.1)	(0.7)	(0.4)
유형자산감소(증가)	(96.9)	(79.4)	(110.0)	(100.0)	(120.0)
기타	(2.7)	(7.9)	(1.9)	(2.9)	(1.9)
재무활동 현금흐름	(128.7)	(56.5)	(61.7)	(39.7)	(39.9)
금융부채증가(감소)	(111.5)	(89.3)	(61.7)	(39.7)	(39.9)
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)	0.8	1.2	28.3
Unlevered CFO	265.5	302.3	267.1	288.0	318.2
Free Cash Flow	147.5	55.6	65.7	44.7	70.8



투자의견 변동 내역 및 목표주가 폴리울

풍산



날짜	투자의견	목표주가	폴리울	
			평균	최고/최저
18.7.17	BUY	46,000		
18.4.30	BUY	52,000	-29.56%	-19.33%
18.4.9	BUY	61,000	-37.83%	-35.08%
17.9.5	BUY	69,000	-31.52%	-15.07%
17.7.30	BUY	58,000	-8.01%	-1.72%
17.2.10	Neutral	43,000	-4.97%	10.70%
16.10.27	BUY	43,000	-5.47%	3.72%
16.7.27	BUY	39,000	-16.25%	-12.05%
16.4.24	BUY	35,000	-13.79%	-8.57%

투자등급 관련사항 및 투자의견 비율공시

- 투자의견의 유효기간은 추천일 이후 12개월을 기준으로 적용

- 기업의 분류

BUY(매수)_목표주가가 현주가 대비 15% 이상 상승 여력
Neutral(중립)_목표주가가 현주가 대비 -15%~15% 등락
Reduce(매도)_목표주가가 현주가 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	93.6%	5.5%	0.9%	100.0%

* 기준일: 2018년 7월 27일

Compliance Notice

- 본 자료를 작성한 애널리스트(박성봉)는 자료의 작성과 관련하여 외부의 압력이나 부당한 간섭을 받지 않았으며, 본인의 의견을 정확하게 반영하여 신의성실하게 작성하였습니다
- 본 자료는 기관투자가 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다
- 당사는 2018년 07월 30일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다
- 본 자료를 작성한 애널리스트(박성봉)는 2018년 07월 30일 현재 해당 회사의 유가증권을 보유하고 있지 않습니다

본 조사자료는 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.