

풍산 (103140)

금속

이현수



02 3770 5718
hyunsoo.yi@yuantakorea.com

투자의견	BUY (M)
목표주가	51,000원 (M)
현재주가 (7/27)	35,250원
상승여력	45%

시가총액	9,879억원
총발행주식수	28,024,278주
60일 평균 거래대금	62억원
60일 평균 거래량	168,999주
52주 고	58,600원
52주 저	31,050원
외인지분율	14.63%
주요주주	풍산홀딩스 외 2 인 37.00%

주가수익률(%)	1개월	3개월	12개월
절대	4.9	(6.3)	(28.6)
상대	7.1	1.8	(24.0)
절대(달러환산)	4.9	(9.7)	(29.0)

2Q18 Review: 실망은 이르다

2Q18 잠정실적: 별도 영업이익 260억원, 연결 영업이익 315억원

연결 영업이익, 당사 추정(527억원) 및 Consensus(499억원) 하회

1)신동부문: 신동 판매량은 당사 전망(5.0만톤)을 상회하며 5.1만톤 수준을 달성했다. 주력 품목인 판/대 판매량이 3.8만톤을 기록하며 역사적 최고치를 달성했다. 3~5월 LME 전기동 평균가격은 6,825달러/톤으로 전분기(12~2월) 평균가격인 6,969달러/톤 대비 2.1% 하락했다. 전기동 가격 하락에 따라 Metal Loss가 발생한 것으로 파악되나 고부가가치 제품군인 판/대 판매량이 호조세를 보이며 신동부문의 전체적인 영업이익 규모는 전분기와 유사했던 것으로 파악된다. 2)방산부문: 전체 매출액은 1,665억원을 기록하여 yoy 11% 감소했다. 내수와 수출은 방향성을 달리했다. 내수 매출액은 yoy 12% 증가한 반면, 수출 매출액은 56% 감소했다. 당사가 추정했던 동사의 2Q18 별도 영업이익은 433억원이었으나 260억원 수준에 그쳤다. 이와 같은 괴리를 발생시킨 주요 원인은 방산 수출의 부진으로 관측된다. 동사의 2017년 미국향 방산 수출액은 전년대비 급감한 것으로 나타났다. 그러나, 중동향 수출이 그 자리를 대신하여 2017년 전체 방산 수출액은 전년대비 증가한 바 있다. 다만 중동향 수출이 미국향과 달랐던 점은 변동성이었다. 미국향 방산 수출은 2016년까지 안정적인 모습을 나타냈다. 하지만 2017년부터 증가한 중동향 방산 수출은 월별 변동성이 상당히 높게 나타났다. 그렇기 때문에, 2Q18 중동향 방산 수출이 다소 부진했다는 이유만으로 향후에 대한 시각을 부정적으로만 가져갈 필요는 없다는 판단이다.

신동부문의 견조한 수요와 방산 수출에 대한 회복 기대

전기동 가격의 하방경직 가능성

LME 전기동 가격은 6월 초 톤당 7,300달러 수준에서 7월 중순 6,000달러 수준까지 빠르게 하락했다. 미국과 중국 간의 무역분쟁이 심화되고, EU까지 가세하는 형국이 나타나자 산업금속에 대한 투자 심리가 약화됐기 때문이다. 그러나 해빙모드까지는 아니지만 주요 국가 및 지역간의 무역분쟁이 다소 완화되는 분위기가 나타남에 따라 투자심리는 회복될 것으로 기대된다. 이에 따라 3Q18 이후 전기동 가격은 재차 상승할 수 있을 것으로 판단된다. 고부가가치 제품인 판/대 판매량이 증가하는 국면에서 전기동 가격이 상승한다면 신동부문의 수익성 개선을 기대해볼 수 있다. 방산부문에서는 미국향 수출이 아직까지 부진한 상황이지만 1Q17부터 1Q18까지 5개 분기 동안 이어진 yoy 감소세를 마무리하고 2Q18에는 100% 이상 증가(한국 탄약 수출액 기준)했다는 점은 고무적이라는 판단이다. 중동향 탄약 수출 역시 2Q18에는 실망감을 안겼지만 개선의 가능성을 열어두어야 한다고 사료된다.

Quarterly earning forecasts

(억원, %)

	2Q18E	전년동기대비	전분기대비	컨센서스	컨센서스대비
매출액	7,093	1.5	5.9	7,245	-2.1
영업이익	315	-47.3	-30.3	499	-36.9
세전계속사업이익	268	-53.1	-42.9	442	-39.3
지배순이익	205	-60.7	-44.8	335	-38.8
영업이익률 (%)	4.4	-4.1 %pt	-2.3 %pt	6.9	-2.5 %pt
지배순이익률 (%)	2.9	-4.6 %pt	-2.7 %pt	4.6	-1.7 %pt

자료: 유안타증권

Forecasts and valuations (K-IFRS 연결)

(억원, 원, %, 배)

결산 (12월)	2016A	2017A	2018F	2019F
매출액	28,318	29,450	29,328	30,151
영업이익	2,178	2,411	1,780	2,086
지배순이익	1,376	1,506	1,250	1,405
PER	6.5	8.4	7.9	7.0
PBR	0.7	1.0	0.7	0.6
EV/EBITDA	6.0	6.4	7.1	6.1
ROE	11.8	11.9	9.2	9.5

자료: 유안타증권

[표-1] 풍산 별도기준

(단위: 십억원, 천톤, 천원/톤)

		2017	2018E	2019E	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18P	QoQ	YoY	3Q18E	4Q18E
환율 (원/달러)	분기평균	1,130	1,103	1,130	1,153	1,130	1,132	1,105	1,072	1,080	0.7%	-4.4%	1,130	1,130
	1개월래깅	1,139	1,100	1,130	1,170	1,131	1,132	1,122	1,078	1,072	-0.5%	-5.2%	1,119	1,130
전기동가격 (달러/톤)	분기평균	6,170	6,738	6,806	5,838	5,668	6,351	6,822	6,958	6,881	-1.1%	21.4%	6,439	6,675
	1개월래깅	6,072	6,749	6,789	5,785	5,703	6,064	6,737	6,969	6,825	-2.1%	19.7%	6,551	6,653
매출액		2,257	2,314	2,385	528	538	520	672	517	556	7.5%	3.4%	569	672
	신동	1,421	1,523	1,585	349	350	361	362	374	390	4.3%	11.4%	374	386
	방산	837	791	800	179	188	160	310	144	166	15.8%	-11.5%	195	285
신동판매량		200.5	198.4	199.5	50.7	51.4	50.3	48.1	48.9	51.1	4.4%	-0.7%	48.9	49.6
	판/대	145.0	147.3	148.1	36.0	37.3	36.3	35.4	36.6	38.0	3.6%	1.8%	35.8	36.8
	기타	55.6	51.1	51.4	14.7	14.1	14.1	12.7	12.3	13.1	6.7%	-7.3%	13.0	12.8
신동판매단가		7,085	7,678	7,946	6,872	6,800	7,162	7,533	7,638	7,630	-0.1%	12.2%	7,652	7,792
(기타 제외) 판/대		7,195	7,810	8,082	6,902	6,923	7,297	7,677	7,794	7,757	-0.5%	12.1%	7,772	7,920
영업이익		188	140	164	64	50	36	37	36	26	-26.9%	-48.0%	38	41
이익률		8.3%	6.1%	6.9%	12.2%	9.3%	7.0%	5.5%	6.9%	4.7%	-2.2%p	-4.6%p	6.7%	6.1%

자료: 유안타증권

[표-2] 풍산 연결기준

(단위: 십억원)

		2017	2018E	2019E	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18P	QoQ	YoY	3Q18E	4Q18E
매출액		2,945	2,933	3,015	707	699	696	843	670	709	5.9%	1.5%	734	820
	별도	2,257	2,314	2,385	528	538	520	672	517	556	7.5%	3.4%	569	672
	기타	1,201	1,183	1,188	304	285	302	310	289	296	2.6%	4.0%	299	298
	(연결조정)	513	552	558	124	123	126	139	136	131	-	-	134	150
영업이익		241	178	209	82	60	50	49	45	32	-30.3%	-47.3%	47	54
	이익률	8.2%	6.1%	6.9%	11.5%	8.5%	7.2%	5.9%	6.7%	4.4%	-2.3%p	-4.1%p	6.4%	6.6%
	별도	188	140	164	64	50	36	37	36	26	-26.9%	-48.0%	38	41
	기타	51	39	44	17	11	13	11	11	7	-38.3%	-38.5%	9	13
	(연결조정)	-2	1	0	-1	1	-1	-2	1	1	-	-	0	0
세전이익		205	161	183	71	57	40	37	47	27	-42.9%	-53.1%	40	47
이익률		7.0%	5.5%	6.1%	10.1%	8.2%	5.7%	4.3%	7.0%	3.8%	-3.2%p	-4.4%p	5.5%	5.8%
순이익		151	125	141	56	52	13	29	37	21	-44.8%	-60.7%	31	36
이익률		5.1%	4.3%	4.7%	8.0%	7.5%	1.8%	3.5%	5.6%	2.9%	-2.7%p	-4.6%p	4.2%	4.4%
지배순이익		151	153	158	56	52	13	29	37	35	-5.0%	-32.4%	41	39
이익률		5.1%	5.1%	5.2%	8.0%	7.5%	1.8%	3.5%	5.6%	4.9%	-0.7%p	-2.6%p	5.5%	4.7%

자료: 유안타증권, 주 1) 매출액과 영업이익의 기타부문 및 연결조정은 당사 추정, 주 2) 연결조정은 차감항목

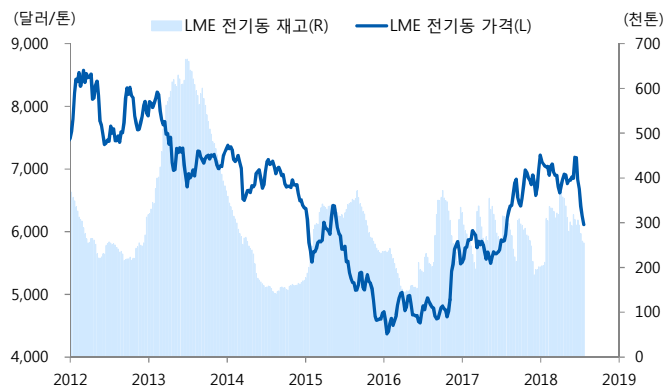
[표-3] 풍산 실적 추정치 변경내역

(단위: 십억원)

		변경 전			변경 후			변경 전 대비		
		2Q18E	2018E	2019E	2Q18P	2018E	2019E	2Q18P	2018E	2019E
별도	매출액	558	2,348	2,436	556	2,314	2,385	-0.3%	-1.5%	-2.1%
	영업이익	43	170	183	26	140	164	-39.9%	-17.7%	-10.4%
	OPM	7.8%	7.3%	7.5%	4.7%	6.1%	6.9%	-3.1%p	-1.2%p	-0.6%p
연결	매출액	723	2,974	3,058	709	2,933	3,015	-1.9%	-1.4%	-1.4%
	영업이익	53	216	231	32	178	209	-40.2%	-17.4%	-9.7%
	OPM	7.3%	7.2%	7.6%	4.4%	6.1%	6.9%	-2.8%p	-1.2%p	-0.6%p
	지배순이익	35	153	158	21	125	141	-41.9%	-18.1%	-11.3%

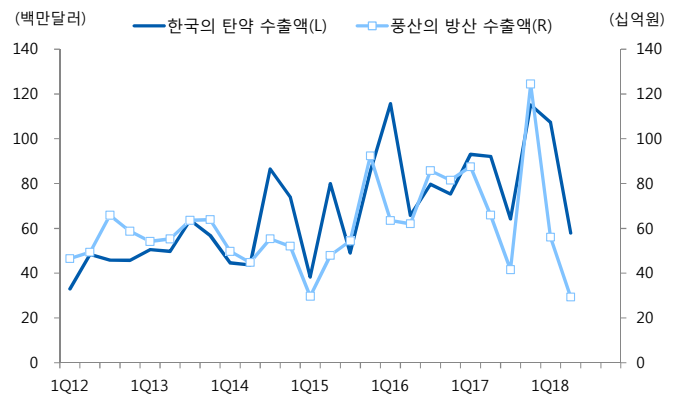
자료: 유안타증권

[그림-1] LME 전기동 가격 및 재고



자료: Bloomberg

[그림-2] 한국 탄약 수출액과 풍산 방산 수출액



자료: 유안타증권

풍산 (103140) 추정재무제표 (K-IFRS 연결)

손익계산서	(단위: 억원)				
결산 (12월)	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
매출액	28,318	29,450	29,328	30,151	30,625
매출원가	24,607	25,365	25,887	26,337	26,705
매출총이익	3,711	4,084	3,441	3,814	3,920
판매비	1,533	1,674	1,662	1,727	1,755
영업이익	2,178	2,411	1,780	2,086	2,165
EBITDA	3,019	3,295	2,674	2,966	3,081
영업외손익	-356	-363	-166	-260	-214
외환관련손익	33	-81	18	0	0
이자손익	-317	-274	-273	-260	-214
관계기업관련손익	0	1	-2	0	0
기타	-72	-9	92	0	0
법인세비용차감전순이익	1,822	2,048	1,614	1,826	1,951
법인세비용	445	541	363	420	449
계속사업순이익	1,377	1,507	1,251	1,406	1,503
중단사업순이익	0	0	0	0	0
당기순이익	1,377	1,507	1,251	1,406	1,503
지배지분순이익	1,376	1,506	1,250	1,405	1,501
포괄손익	1,559	940	1,292	1,447	1,543
지배지분포괄이익	1,558	939	1,291	1,446	1,542

주: 영업이익의 산출 기준은 기존 K-GAAP과 동일. 즉, 매출액에서 매출원가와 판매비만 차감

재무상태표	(단위: 억원)				
결산 (12월)	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
유동자산	13,807	14,224	16,273	16,798	16,942
현금및현금성자산	733	568	674	640	539
매출채권 및 기타채권	5,450	4,992	5,551	5,709	5,795
재고자산	7,410	8,385	9,690	10,091	10,249
비유동자산	13,342	13,071	12,865	12,786	12,670
유형자산	11,856	11,559	11,361	11,309	11,217
관계기업 등 자본관련자산	4	5	3	3	3
기타투자자산	93	97	120	120	120
자산총계	27,149	27,295	29,139	29,584	29,612
유동부채	9,635	9,864	10,390	9,652	8,401
매입채무 및 기타채무	2,747	2,885	2,994	3,056	3,405
단기차입금	3,925	3,548	4,703	3,903	2,303
유동성장기부채	1,977	2,517	1,860	1,860	1,860
비유동부채	5,166	4,339	4,601	4,601	4,601
장기차입금	2,193	1,184	1,381	1,381	1,381
사채	1,994	1,995	1,995	1,995	1,995
부채총계	14,801	14,204	14,991	14,252	13,002
지배지분	12,328	13,071	14,126	15,307	16,584
자본금	1,401	1,401	1,401	1,401	1,401
자본잉여금	4,945	4,945	4,945	4,945	4,945
이익잉여금	5,851	6,829	7,858	9,039	10,316
비지배지분	21	21	22	24	26
자본총계	12,348	13,091	14,148	15,331	16,610
순차입금	9,273	8,564	9,099	8,333	6,834
총차입금	10,089	9,243	9,939	9,139	7,539

현금흐름표	(단위: 억원)				
결산 (12월)	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
영업활동 현금흐름	2,463	1,375	-456	761	1,494
당기순이익	1,377	1,507	1,251	1,406	1,503
감가상각비	827	864	863	852	892
외환손익	-74	77	-1	0	0
종속, 관계기업 관련손익	0	0	0	0	0
자산부채의 증감	108	-1,234	-2,957	-1,809	-1,208
기타현금흐름	226	161	388	311	308
투자활동 현금흐름	-1,008	-877	-871	-833	-833
투자자산	-11	0	-11	0	0
유형자산 증가 (CAPEX)	-987	-818	-780	-800	-800
유형자산 감소	18	25	5	0	0
기타현금흐름	-28	-83	-85	-33	-33
재무활동 현금흐름	-1,287	-565	655	-828	-1,628
단기차입금	-317	-220	1,140	-800	-1,600
사채 및 장기차입금	-969	-345	-457	0	0
자본	0	0	0	0	0
현금배당	0	0	-28	-28	-28
기타현금흐름	0	0	0	0	0
연결범위변동 등 기타	30	-97	779	865	866
현금의 증감	197	-164	106	-34	-101
기초 현금	536	733	568	674	640
기말 현금	733	568	674	640	539
NOPLAT	2,178	2,411	1,780	2,086	2,165
FCF	1,608	606	-1,463	-122	575

자료: 유안타증권

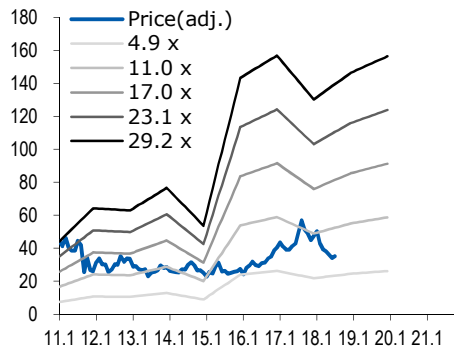
주: 1. EPS, BPS 및 PER, PBR은 지배주주 기준임
2. PER 등 valuation 지표의 경우, 확정치는 연평균 주가 기준, 전망치는 현재주가 기준임
3. ROE, ROA의 경우, 자본, 자산 항목은 연초, 연말 평균을 기준으로 함

Valuation 지표	(단위: 원, 배, %)				
결산 (12월)	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
EPS	4,910	5,372	4,461	5,014	5,357
BPS	43,990	46,640	50,428	54,644	59,203
EBITDAPS	10,773	11,758	9,542	10,584	10,994
SPS	101,047	105,086	104,651	107,588	109,282
DPS	700	800	800	800	800
PER	6.5	8.4	7.9	7.0	6.6
PBR	0.7	1.0	0.7	0.6	0.6
EV/EBITDA	6.0	6.4	7.1	6.1	5.4
PSR	0.3	0.4	0.3	0.3	0.3

재무비율	(단위: 배, %)				
결산 (12월)	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
매출액 증가율 (%)	0.4	4.0	-0.4	2.8	1.6
영업이익 증가율 (%)	96.1	10.7	-26.2	17.2	3.8
지배순이익 증가율 (%)	166.8	9.4	-17.0	12.4	6.8
매출총이익률 (%)	13.1	13.9	11.7	12.6	12.8
영업이익률 (%)	7.7	8.2	6.1	6.9	7.1
자본순이익률 (%)	4.9	5.1	4.3	4.7	4.9
EBITDA 마진 (%)	10.7	11.2	9.1	9.8	10.1
ROIC	7.7	8.3	6.2	6.9	7.1
ROA	5.2	5.5	4.4	4.8	5.1
ROE	11.8	11.9	9.2	9.5	9.4
부채비율 (%)	119.9	108.5	106.0	93.0	78.3
순차입금/자기자본 (%)	75.2	65.5	64.4	54.4	41.2
영업이익/금융비용 (배)	6.8	8.7	6.4	7.9	9.9

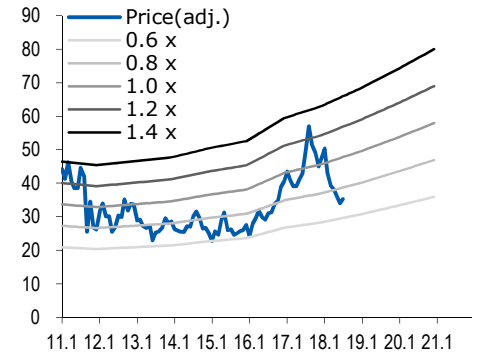
P/E band chart

(천원)



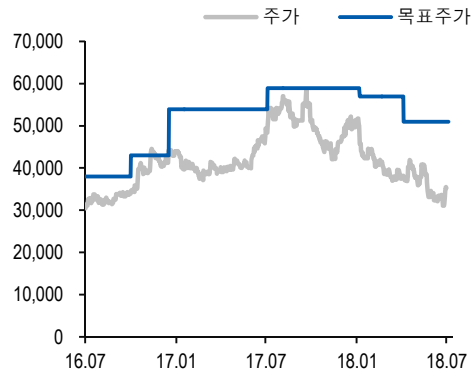
P/B band chart

(천원)



풍산 (103140) 투자등급 및 목표주가 추이

(원)



일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점	과리율 평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
2018-07-30	BUY	51,000	1년		
2018-05-02	BUY	51,000	1년		
2018-02-02	BUY	57,000	1년	-29.02	-21.75
2017-07-31	BUY	59,000	1년	-14.59	-0.68
2017-01-12	BUY	54,000	1년	-23.36	-8.52
2016-10-27	BUY	43,000	1년	-6.56	3.72
2016-04-28	BUY	38,000	1년	-17.18	-9.74

자료: 유안타증권

주: 과리율 = (실제주가* - 목표주가) / 목표주가 X 100

* 1) 목표주가 제시 대상시점까지의 "평균주가"

2) 목표주가 제시 대상시점까지의 "최고(또는 최저) 주가"

구분	투자의견 비율(%)
Strong Buy(매수)	2.2
Buy(매수)	84.9
Hold(중립)	12.8
Sell(비중 축소)	0.0
합계	100.0

주: 기준일 2018-07-25

※ 해외 계열회사 등이 작성하거나 공표한 리포트는 투자등급 비율 산정시 제외

- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 타인의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인함. (작성자: 이현수)
- 당사는 자료공표일 현재 동 종목 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당 기업과 관련하여 특별한 이해관계가 없습니다.
- 당사는 동 자료를 전문투자자 및 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배우자는 자료공표일 현재 대상법인의 주식관련 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 종목 투자등급 (Guide Line): 투자기간 12개월, 절대수익률 기준 투자등급 4단계(Strong Buy, Buy, Hold, Sell)로 구분한다
- Strong Buy: 30%이상 Buy: 10%이상, Hold: -10~10%, Sell: -10%이하로 구분
- 업종 투자등급 Guide Line: 투자기간 12개월, 시가총액 대비 업종 비중 기준의 투자등급 3단계(Overweight, Neutral, Underweight)로 구분
- 2014년 2월21일부터 당사 투자등급이 기존 3단계 + 2단계에서 4단계로 변경

본 자료는 투자자의 투자를 권유할 목적으로 작성된 것이 아니라, 투자자의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 작성된 참고 자료입니다. 본 자료는 금융투자분석사가 신뢰할만 하다고 판단되는 자료와 정보에 의거하여 만들어진 것이지만, 당사와 금융투자분석사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없습니다. 따라서, 본 자료를 참고한 투자자의 투자의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않습니다. 또한, 본 자료는 당사 투자자에게만 제공되는 자료로 당사의 동의 없이 본 자료를 무단으로 복제 전송 인용 배포하는 행위는 법으로 금지되어 있습니다.