

풍산 (103140)

금속

이현수



02 3770 5718

hyunsoo.yi@yuantakorea.com

투자의견	BUY (M)
목표주가	43,000원 (D)
현재주가 (10/2)	33,450원
상승여력	29%

시가총액	9,374억원
총발행주식수	28,024,278주
60일 평균 거래대금	53억원
60일 평균 거래량	161,226주
52주 고	58,600원
52주 저	31,050원
외인지분율	11.92%
주요주주	풍산홀딩스 외 2 인 37.01%

주가수익률(%)	1개월	3개월	12개월
절대	(0.6)	3.2	(34.8)
상대	(0.0)	1.5	(32.4)
절대(달러환산)	(1.2)	3.3	(33.3)

3Q18 Preview: 미국향 방산 수출, 저점 통과 중

3Q18 Preview: 쉽지 않았던 제반 환경

별도 영업이익 312억원(yoy -14%), 연결 영업이익 325억원(yoy -35%) 전망

별도기준 3Q18 신동부문과 방산부문 모두 어려웠을 것으로 추정된다. 6~8월 LME 전기동 평균가격은 6,423달러/톤으로 전분기(3~5월) 평균 6,825달러/톤 대비 6% 하락했다. 신동 판매량은 판/대가 견조한 판매 흐름세를 나타냈을 것으로 사료되나 계절적인 요인으로 인해 전분기대비 4% 수준 감소한 4.9만톤을 기록할 것으로 예상된다. 2Q 우력을 자아냈던 방산부문, 특히 방산 수출은 3Q에도 미국향 수출 회복 지연 및 중동향 수출 부진에 따라 영업이익 측면에서 큰 개선은 어려웠을 것으로 추정된다. 다만, 2Q 기저가 워낙 낮았던 탓에 3Q에는 일부분 회복됐을 것이라 예상하고 있으나 그 수준에 있어서는 당사 추정을 하회할 가능성도 배제할 수 없다. 긍정적이었던 부분은 환율이다. 전체 매출액의 약 55% 수준이 수출인 동사의 경우 원화 약세는 원화 기준 판매가격을 상승시키는 요인으로 매출액 및 영업이익에 긍정적 영향을 가져온다.

미국 탄약 수입액, 추가적인 감소는 제한적

미국 탄약 수입액, 2017년 1월 이후 처음으로 2018년 7월 yoy 증가(+22%)

동사의 방산 수출 주력 품목은 탄약이다. 그 중에서 단일국가 비중으로 가장 큰 국가는 단연 미국이었다. 물론 '16년도까지의 이야기다. '11년 이후 '16년까지 한국 탄약 수출국가에서 미국이 차지하는 비중은 30~50%대에 달했다. 그랬던 미국 비중이 '17년에는 6%로 2018년은 5%(8월 누적기준)로 하락했다. 미국향 수출이 감소한 이유는 2가지로 해석된다. 미국이 수입하는 탄약 규모가 감소한 것이 첫 번째이며, 시장점유율 하락이 두 번째이다. '17년 미국 탄약 수입액은 yoy 32% 감소했는데 한국산 수입은 yoy 78% 감소했다. '18년 역시 7월 누적기준 전년 같은 기간 대비 미국 탄약 수입액은 23% 감소한 반면 한국산 수입은 68% 감소했다. 무너진 미국 수출 시장의 대안으로 중동시장이 2017년에는 그 역할을 했으나 변동성이 크고 2018년에는 이마저도 쉽지 않은 형국이다.

다만, 미국 탄약 수입액이 '17년 1월 이후 처음으로 '18년 7월 yoy 증가(+22%)했다. 또한, 2H17 대비 1H18 탄약수입액은 5% 증가했다. 탄약수입액 규모가 저점을 통과하고 있는 것으로 추정된다. 안정성 측면에서 중동향 수출 증가보다 미국향 수출 증가가 필요한 시점이다. 목표주가를 기준 51,000원에서 43,000원으로 하향한다. 전기동 가격 하락과 방산 수출 회복 지연에 따라 기준 추정치 대비 2019년 영업이익 및 순이익 감소를 반영하여 적정 PBR을 기준 1.0x(추정 ROE 10%)에서 0.8x(추정 ROE 8%)로 변경했기 때문이다.

Quarterly earning forecasts

(억원, %)

	3Q18E	전년동기대비	전분기대비	컨센서스	컨센서스대비
매출액	7,228	3.9	1.9	7,179	0.7
영업이익	325	-35.3	2.9	373	-12.9
세전계속사업이익	259	-35.1	-3.9	312	-17.1
지배순이익	199	55.6	-3.2	234	-15.0
영업이익률 (%)	4.5	-2.7 %pt	+0.1 %pt	5.2	-0.7 %pt
지배순이익률 (%)	2.8	+1.0 %pt	-0.1 %pt	3.3	-0.5 %pt

자료: 유안타증권

Forecasts and valuations (K-IFRS 연결)

(억원, 원, %, 배)

결산 (12월)	2016A	2017A	2018F	2019F
매출액	28,318	29,450	28,959	29,810
영업이익	2,178	2,411	1,460	1,804
지배순이익	1,376	1,506	1,007	1,187
PER	6.5	8.4	9.3	7.9
PBR	0.7	1.0	0.7	0.6
EV/EBITDA	6.0	6.4	7.6	6.6
ROE	11.8	11.9	7.4	8.2

자료: 유안타증권

[표-1] 풍산 별도기준

(단위: 십억원, 천톤, 천원/톤)

		2017	2018E	2019E	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18E	QoQ	YoY	4Q18E
환율 (원/달러)	분기평균	1,130	1,098	1,120	1,153	1,130	1,132	1,105	1,072	1,080	1,121	3.9%	-1.0%	1,120
	1개월래깅	1,139	1,096	1,120	1,170	1,131	1,132	1,122	1,078	1,072	1,113	3.8%	-1.7%	1,120
전기동가격 (달러/톤)	분기평균	6,170	6,603	6,800	5,838	5,668	6,351	6,822	6,958	6,881	6,120	-11.1%	-3.6%	6,454
	1개월래깅	6,072	6,617	6,778	5,785	5,703	6,064	6,737	6,969	6,825	6,423	-5.9%	5.9%	6,252
매출액		2,257	2,279	2,369	528	538	520	672	517	556	559	0.6%	7.5%	646
	신동	1,421	1,488	1,569	349	350	361	362	374	390	364	-6.4%	1.1%	361
	방산	837	791	800	179	188	160	310	144	166	195	17.1%	22.1%	285
신동판매량	200.5	198.4	199.5	50.7	51.4	50.3	48.1	48.9	51.1	48.9	-4.3%	-3.0%	49.6	
	판/대	145.0	147.3	148.1	36.0	37.3	36.3	35.4	36.6	38.0	35.8	-5.6%	-1.2%	36.8
	기타	55.6	51.1	51.4	14.7	14.1	14.1	12.7	12.3	13.1	13.0	-0.4%	-7.4%	12.8
신동판매단가		7,085	7,501	7,865	6,872	6,800	7,162	7,533	7,638	7,630	7,459	-2.2%	4.1%	7,275
(기타 제외)	판/대	7,195	7,625	7,997	6,902	6,923	7,297	7,677	7,794	7,757	7,569	-2.4%	3.7%	7,377
영업이익		188	123	144	64	50	36	37	36	26	31	20.0%	-14.1%	31
이익률		8.3%	5.4%	6.1%	12.2%	9.3%	7.0%	5.5%	6.9%	4.7%	5.6%	0.9%p	-1.4%p	4.7%

자료: 유안타증권

[표-2] 풍산 연결기준

(단위: 십억원)

		2017	2018E	2019E	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18E	QoQ	YoY	4Q18E
매출액	2,945	2,896	2,981	707	699	696	843	670	709	723	1.9%	3.9%	794	
	별도	2,257	2,279	2,369	528	538	520	672	517	556	559	0.6%	7.5%	646
	기타 (연결조정)	1,201	1,186	1,192	304	285	302	310	289	298	300	0.4%	-0.8%	299
		513	569	580	124	123	126	139	136	145	136	-	-	151
영업이익	241	146	180	82	60	50	49	45	32	32	2.9%	-35.3%	37	
	이익률	8.2%	5.0%	6.1%	11.5%	8.5%	7.2%	5.9%	6.7%	4.4%	4.5%	0.0%p	-2.7%p	4.6%
	별도	188	123	144	64	50	36	37	36	26	31	20.0%	-14.1%	31
	기타 (연결조정)	55	23	36	18	12	14	12	12	4	1	-76.6%	-92.9%	6
세전이익	2	0	0	0	2	0	-1	2	-1	0	-	-	-	0
이익률	7.0%	4.5%	5.2%	10.1%	8.2%	5.7%	4.3%	7.0%	3.8%	3.6%	-0.2%	-2.1%p	3.8%	
순이익	151	101	119	56	52	13	29	37	21	20	-3.2%	55.4%	23	
이익률	5.1%	3.5%	4.0%	8.0%	7.5%	1.8%	3.5%	5.6%	2.9%	2.8%	-0.1%p	0.9%p	2.9%	
지배순이익	151	101	119	56	52	13	29	37	21	20	-3.2%	55.6%	23	
이익률	5.1%	3.5%	4.0%	8.0%	7.5%	1.8%	3.5%	5.6%	2.9%	2.8%	-0.1%p	0.9%p	2.9%	

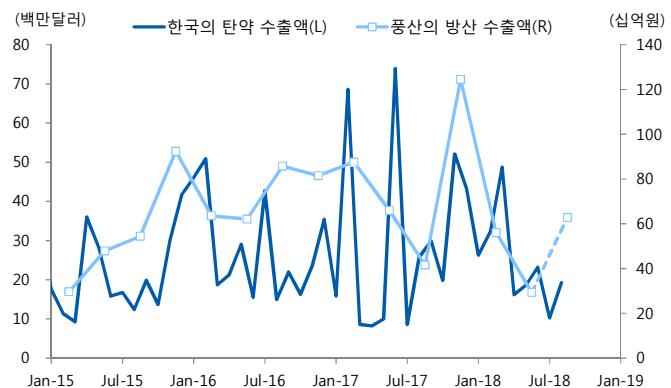
자료: 유안타증권, 주 1) 매출액과 영업이익의 기타부문 및 연결조정은 당사 추정, 주 2) 연결조정은 차감항목

[그림-1] LME 전기동 가격 및 재고



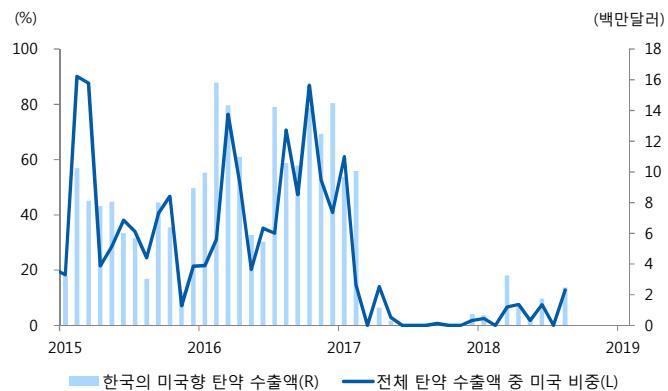
자료: Bloomberg

[그림-2] 한국 탄약 수출액과 풍산 방산 수출액



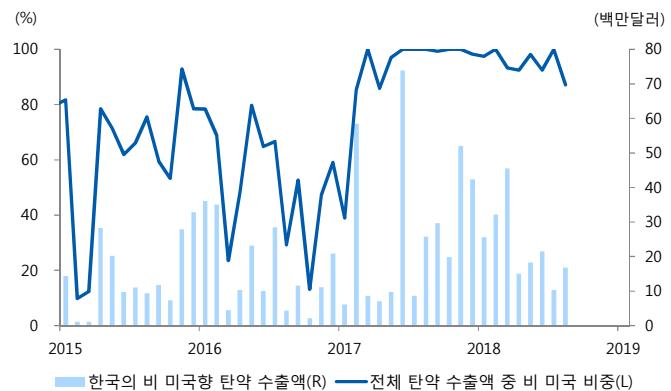
자료: 유안타증권

[그림-3] 한국의 미국향 탄약 수출액



자료: 유안타증권

[그림-4] 한국의 비 미국향 탄약 수출액



자료: 유안타증권

풍산(103140) 추정재무제표 (K-IFRS 연결)

손익계산서					
	(단위: 억원)				
결산(12월)	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
매출액	28,318	29,450	28,959	29,810	30,344
매출원가	24,607	25,365	25,888	26,329	26,748
매출총이익	3,711	4,084	3,070	3,481	3,596
판관비	1,533	1,674	1,610	1,676	1,707
영업이익	2,178	2,411	1,460	1,804	1,889
EBITDA	3,019	3,295	2,373	2,705	2,799
영업외손익	-356	-363	-161	-260	-225
외환관련손익	33	-81	35	0	0
이자손익	-317	-274	-273	-260	-225
관계기업관련손익	0	1	1	0	0
기타	-72	-9	75	0	0
법인세비용차감전순손익	1,822	2,048	1,298	1,544	1,664
법인세비용	445	541	290	355	383
계속사업순손익	1,377	1,507	1,008	1,189	1,281
중단사업순손익	0	0	0	0	0
당기순이익	1,377	1,507	1,008	1,189	1,281
지배지분순이익	1,376	1,506	1,007	1,187	1,280
포괄순이익	1,559	940	1,286	1,545	1,638
지배지분포괄이익	1,558	939	1,285	1,544	1,636

주: 영업이익 산출 기준은 기준 k-GAAP과 동일. 즉, 매출액에서 매출원가와 판관비만 차감

재무상태표					
	(단위: 억원)				
결산(12월)	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
유동자산	13,807	14,224	15,912	16,621	16,888
현금및현금성자산	733	568	684	443	430
매출채권 및 기타채권	5,450	4,992	5,345	5,620	5,717
재고자산	7,410	8,385	9,554	10,229	10,412
비유동자산	13,342	13,071	12,926	12,826	12,716
유형자산	11,856	11,559	11,359	11,289	11,206
관계기업등 지분관련자산	4	5	6	6	6
기타투자자산	93	97	122	122	122
자산총계	27,149	27,295	28,839	29,446	29,604
유동부채	9,635	9,864	9,753	9,396	8,497
매입채무 및 기타채무	2,747	2,885	2,664	2,707	3,008
단기차입금	3,925	3,548	3,047	2,647	1,447
유동성장기부채	1,977	2,517	2,509	2,509	2,509
비유동부채	5,166	4,339	5,091	5,091	5,091
장기차입금	2,193	1,184	1,914	1,914	1,914
사채	1,994	1,995	1,993	1,993	1,993
부채총계	14,801	14,204	14,844	14,488	13,588
지배지분	12,328	13,071	13,972	14,936	15,991
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	7,614	8,577	9,633
비지배지분	21	21	22	23	25
자본총계	12,348	13,091	13,994	14,959	16,016
순차입금	9,273	8,564	8,659	8,500	7,314
총차입금	10,089	9,243	9,463	9,063	7,863

현금흐름표					
	(단위: 억원)				
결산(12월)	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
영업활동 현금흐름	2,463	1,375	661	1,709	2,736
당기순이익	1,377	1,507	1,008	1,189	1,281
감가상각비	827	864	878	870	883
외환손익	-74	77	-17	0	0
증속,관계기업관련손익	0	0	0	0	0
자산부채의 증감	108	-1,234	-1,262	-742	184
기타현금흐름	226	161	54	392	387
투자활동 현금흐름	-1,008	-877	-751	-817	-817
투자자산	-11	0	-11	0	0
유형자산 증가 (CAPEX)	-987	-818	-720	-800	-800
유형자산 감소	18	25	6	0	0
기타현금흐름	-28	-83	-25	-17	-17
재무활동 현금흐름	-1,287	-565	262	-204	-1,004
단기차입금	-317	-220	-608	-400	-1,200
사채 및 장기차입금	-969	-345	674	0	0
자본	0	0	0	0	0
현금배당	0	0	196	196	196
기타현금흐름	0	0	0	0	0
연결범위변동 등 기타	30	-97	-57	-929	-929
현금의 증감	197	-164	115	-241	-13
기초 현금	536	733	568	684	443
기말 현금	733	568	684	443	430
NOPLAT	2,178	2,411	1,460	1,804	1,889
FCF	1,608	606	65	748	1,749

자료: 유안타증권

주: 1. EPS, BPS 및 PER, PBR은 지배주주 기준임

2. PER은 valuation 지표의 경우, 확정치는 연평균 주가 기준, 전망치는 현재주가 기준임

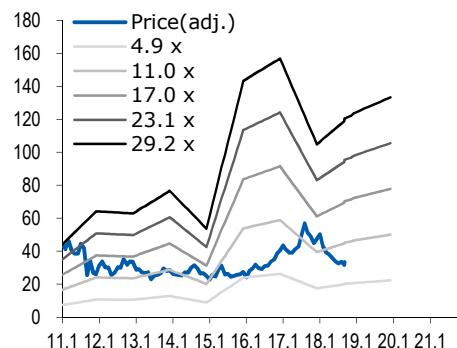
3. ROE, ROA의 경우, 자본, 자산 항목은 연초, 연말 평균을 기준으로 함

Valuation 지표					
	(단위: 원, 배, %)				
결산(12월)	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
EPS	4,910	5,372	3,594	4,237	4,566
BPS	44,008	46,660	49,879	53,318	57,086
EBITDAPS	10,773	11,758	8,469	9,652	9,986
SPS	101,047	105,086	103,334	106,371	108,278
DPS	700	800	800	800	800
PER	6.5	8.4	9.3	7.9	7.3
PBR	0.7	1.0	0.7	0.6	0.6
EV/EBITDA	6.0	6.4	7.6	6.6	6.0
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	-1.7	2.9	1.8
영업이익 증가율 (%)	96.1	10.7	-39.4	23.6	4.7
지배순이익 증가율 (%)	166.8	9.4	-33.1	17.9	7.8
매출총이익률 (%)	13.1	13.9	10.6	11.7	11.9
영업이익률 (%)	7.7	8.2	5.0	6.1	6.2
지배순이익률 (%)	4.9	5.1	3.5	4.0	4.2
EBITDA 마진 (%)	10.7	11.2	8.2	9.1	9.2
ROIC	7.7	8.3	5.1	6.1	6.3
ROA	5.2	5.5	3.6	4.1	4.3
ROE	11.8	11.9	7.4	8.2	8.3
부채비율 (%)	119.9	108.5	106.1	96.9	84.8
순차입금/자기자본 (%)	75.2	65.5	62.0	56.9	45.7
영업이익/금융비용 (배)	6.8	8.7	5.3	6.8	8.2

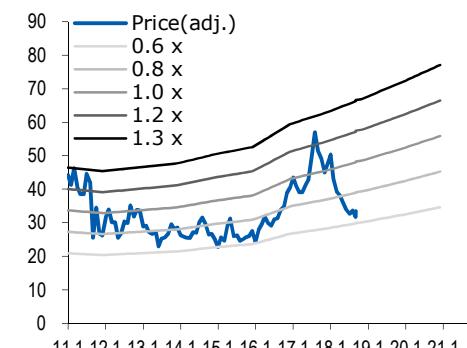
P/E band chart

(천원)



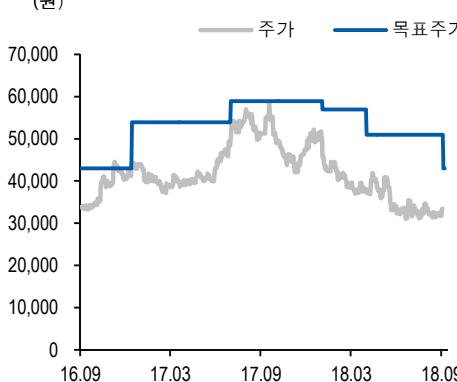
P/B band chart

(천원)



종산 (103140) 투자등급 및 목표주가 추이

(원)



일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점	괴리율		
				평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비	
2018-10-04	BUY	43,000	1년			
2018-05-02	BUY	51,000	1년	-32.21	-17.75	
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: 괴리율 = (실제주가 - 목표주가) / 목표주가 X 100

* 1) 목표주가 제시 대상시점까지의 "평균주가"

2) 목표주가 제시 대상시점까지의 "최고(또는 최저) 주가"

구분	투자의견 비율(%)
Strong Buy(매수)	1.1
Buy(매수)	86.9
Hold(중립)	11.4
Sell(비중축소)	0.6
합계	100.0

주: 기준일 2018-10-01

※ 해외 계열회사 등이 작성하거나 공표한 리포트는 투자등급 비율 산정시 제외

- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 타인의 부당한 입력이나 간접 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 기준 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 투자 의사결정은 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.