



풍산 (103140)

금속



이현수

02 3770 5718
hyunsoo.yi@uantakorea.com

투자 의견	HOLD (D)
목표주가	30,000원 (M)
현재주가 (1/14)	28,600원
상승여력	5%

시가총액	8,015억원
총발행주식수	28,024,278주
60일 평균 거래대금	32억원
60일 평균 거래량	120,209주
52주 고	52,200원
52주 저	23,550원
외인지분율	11.84%
주요주주	풍산홀딩스 외 2인 37.01%

주가수익률(%)	1개월	3개월	12개월
절대	1.1	(2.6)	(43.6)
상대	1.3	2.0	(31.8)
절대(달러환산)	1.8	(1.8)	(46.5)

매출보다는 비용통제 여부가 관건

4Q18 Preview: 방산 매출액 1Q~3Q 대비 큰 폭으로 회복

별도 영업이익 323억원(yoy -13%), 연결 영업이익 322억원(yoy -35%) 전망

9~11월 LME 전기동 평균가격은 6,155달러/톤으로 전분기(6~8월 평균, 6,423달러/톤) 대비 -4% 하락했다. 미국 달러화 강세와 중국 내수 경기 우려에 따라 전기동 가격이 약세를 나타낸 것이다. 신동 부문의 주력 품목인 판/대 판매량은 2Q16부터 2Q18까지 9개 분기 연속 yoy 증가를 나타낸 후 지난 3Q18에는 yoy -4% 감소하며 우려를 자아냈다. 이번 4Q18은 yoy 소폭 증가가 기대된다. 방산 수출액은 기저효과로 yoy -10% 감소하나 절대 금액 기준으로는 1Q18~3Q18 누적 수치와 유사할 것으로 전망된다. 다만, 지난 4Q17에는 방산 수출액이 역대 최고치를 기록했음에도 불구하고 관련된 판매 관리비가 크게 증가하며 수익성 측면에서 실망감을 안긴 바 있다. 이번 4Q18에도 방산 수출과 관련된 비용이 어느 수준이냐에 따라 방산부문의 수익성을 좌지우지 할 것으로 판단된다.

안정된 방산 수출액 흐름이 필요하다

중동쪽 방산 수출은 변동성이 크며 비용 통제가 상대적으로 불리

4Q18에는 중동향 방산 수출액이 전분기대비 회복하는 모습이 예상되나 안정되고 꾸준해야 한다는 기준에서는 아직까지 부족해 보인다. 중동이라는 지역이 꾸준한 판매보다는 단발성 큰 규모의 계약이 이루어지는 것이 특징이라면 이 부분은 지속적인 리스크 요인이 될 수 있다. 미국향 수출을 중동향으로 전환시키는 것이 쉽지는 않았을 것이다. 그럼에도 불구하고 미국향 탄약 수출액 회복은 필요하다고 판단된다. 2017년 대비 2018년 미국향 탄약 수출액은 증가했을 것으로 사료되나 절대적인 금액 측면에서는 추가적인 회복이 필요하다고 사료된다.

투자 의견 HOLD로 하향, 목표주가 30,000원 유지

주가 목표주가 30,000원에 근접한 만큼 투자 의견을 BUY에서 HOLD로 하향한다. 목표주가 30,000원은 2019년 추정 BPS 기준 Target PBR 0.60x를 적용한 수치이다. 물론, 향후 목표주가 상향 가능성은 열려있다. 미국 달러화 가치 약세가 진행되고 중국의 인프라 투자에 따른 공급적 요인에 따라 전기동 가격이 기대 이상으로 상승한다면 실적 개선 속도는 한층 빨라질 수 있다. 하지만, 본사 신동 판매량 개선이 추가적으로 쉽지 않은 점과 미국 PMX 역시 분기 판매량이 2015~2016년 2만톤에서 2018년 1.4만톤까지 감소한 것은 부담으로 작용할 수 있다. 방산 수출 역시 비용을 고려했을 시 수익성이 개선될 수 있는 곳으로의 수출이 이루어져야 할 것이다.

Quarterly earning forecasts

(억원, %)

	4Q18E	전년동기대비	전분기대비	컨센서스	컨센서스대비
매출액	7,772	-7.8	18.1	7,673	1.3
영업이익	322	-34.7	181.3	381	-15.4
세전계속사업이익	250	-31.5	334.0	279	-10.4
지배순이익	192	-34.1	1,567.8	202	-4.7
영업이익률 (%)	4.1	-1.8 %pt	+2.4 %pt	5.0	-0.9 %pt
지배순이익률 (%)	2.5	-1.0 %pt	+2.3 %pt	2.6	-0.1 %pt

자료: 유안타증권

Forecasts and valuations (K-IFRS 연결)

(억원, 원, %, 배)

결산 (12월)	2016A	2017A	2018F	2019F
매출액	28,318	29,450	28,142	28,125
영업이익	2,178	2,411	1,204	1,329
지배순이익	1,376	1,506	781	805
PER	6.5	8.4	9.8	10.0
PBR	0.7	1.0	0.6	0.6
EV/EBITDA	6.0	6.4	8.2	7.7
ROE	11.8	11.9	5.8	5.7

자료: 유안타증권

[표-1] 풍산 별도기준

(단위: 십억원, 천톤, 천원/톤)

		2017	2018E	2019E	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18E	QoQ	YoY	1Q19E	2Q19E	3Q19E	4Q19E
환율 (원/달러)	분기평균	1,130	1,100	1,130	1,072	1,080	1,121	1,128	0.5%	2.1%	1,130	1,130	1,130	1,130
	1개월래깅	1,139	1,097	1,129	1,078	1,072	1,113	1,127	1.2%	0.5%	1,128	1,130	1,130	1,130
전기동가격 (달러/톤)	분기평균	6,170	6,531	6,240	6,958	6,881	6,120	6,164	0.7%	-9.7%	6,126	6,202	6,278	6,354
	1개월래깅	6,072	6,593	6,215	6,969	6,825	6,423	6,155	-4.2%	-8.6%	6,101	6,177	6,253	6,328
매출액		2,257	2,193	2,182	517	556	491	628	27.9%	-6.5%	502	519	525	634
	신동	1,421	1,450	1,399	374	390	344	343	-0.5%	-5.3%	343	350	348	358
	방산	837	743	782	144	166	147	286	94.4%	-7.9%	159	169	177	277
신동판매량		200.5	195.6	195.7	48.9	51.1	47.2	48.4	2.6%	0.8%	48.9	49.3	48.5	49.1
	판대	145.0	145.2	145.2	36.6	38.0	34.8	35.8	3.1%	1.3%	36.3	36.6	35.9	36.5
	기타	55.6	50.4	50.5	12.3	13.1	12.5	12.6	1.3%	-0.6%	12.6	12.7	12.6	12.6
신동판매단가 (기타 제외)		7,085	7,413	7,148	7,638	7,630	7,293	7,074	-3.0%	-6.1%	7,017	7,109	7,189	7,278
	판대	7,195	7,524	7,234	7,794	7,757	7,362	7,158	-2.8%	-6.8%	7,101	7,193	7,273	7,370
영업이익 <i>이익률</i>		188	116	121	36	26	22	32	47.2%	-12.9%	25	30	29	37
		8.3%	5.3%	5.6%	6.9%	4.7%	4.5%	5.1%	0.7%p	-0.4%p	5.0%	5.8%	5.5%	5.8%

자료: 유안타증권

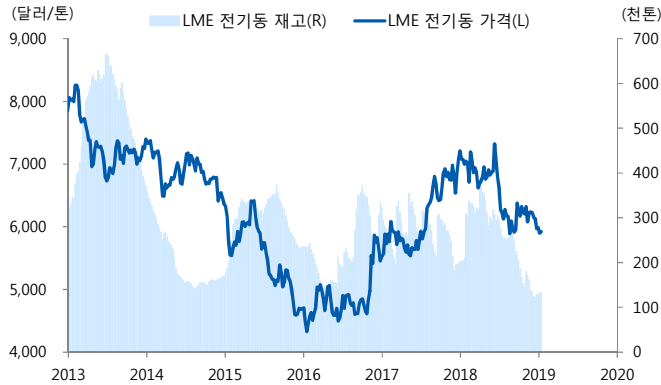
[표-2] 풍산 연결기준

(단위: 십억원)

		2017	2018E	2019E	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18E	QoQ	YoY	1Q19E	2Q19E	3Q19E	4Q19E
매출액		2,945	2,814	2,812	670	709	658	777	18.1%	-7.8%	665	681	687	778
	별도	2,257	2,193	2,182	517	556	491	628	27.9%	-6.5%	502	519	525	634
	¹⁾ 기타	1,201	1,179	1,182	289	298	294	298	1.3%	-3.9%	295	296	296	296
	(연결조정)	513	557	551	136	145	127	149	-	-	132	134	134	152
영업이익 <i>이익률</i>		241	120	133	45	32	11	32	181.2%	-34.8%	28	33	32	40
		8.2%	4.3%	4.7%	6.7%	4.4%	1.7%	4.1%	2.4%p	-1.7%p	4.3%	4.9%	4.7%	5.1%
	별도	188	116	121	36	26	22	32	47.2%	-12.9%	25	30	29	37
	¹⁾ 기타 (연결조정)	55 2	4 -1	12 1	12 2	4 -1	-12 -1	0 0	- -	- -	3 0	3 0	3 0	3 0
세전이익 <i>이익률</i>		205	105	105	47	27	6	25	334.2%	-31.5%	21	26	25	32
		7.0%	3.7%	3.7%	7.0%	3.8%	0.9%	3.2%	2.3%p	-1.1%p	3.2%	3.8%	3.6%	4.1%
순이익 <i>이익률</i>		151	78	81	37	21	1	19	1560.3%	-34.1%	16	20	19	25
		5.1%	2.8%	2.9%	5.6%	2.9%	0.2%	2.5%	2.3%p	-1.0%p	2.5%	2.9%	2.8%	3.2%
지배순이익 <i>이익률</i>		151	78	80	37	21	1	19	1572.2%	-34.1%	16	20	19	25
		5.1%	2.8%	2.9%	5.6%	2.9%	0.2%	2.5%	2.3%p	-1.0%p	2.5%	2.9%	2.8%	3.2%

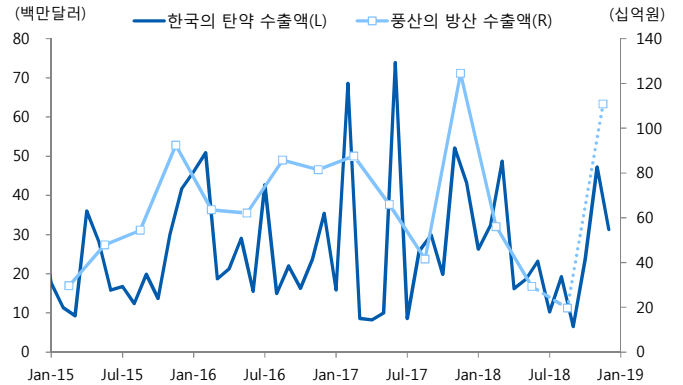
자료: 유안타증권, 주 1) 매출액과 영업이익의 기타부문 및 연결조정은 당사 추정, 주 2) 연결조정은 차감항목

[그림-1] LME 전기동 가격 및 재고



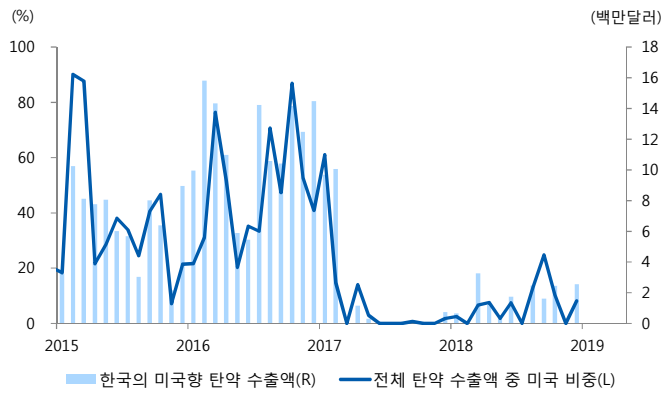
자료: Bloomberg

[그림-2] 한국 탄약 수출액과 풍산 방산 수출액



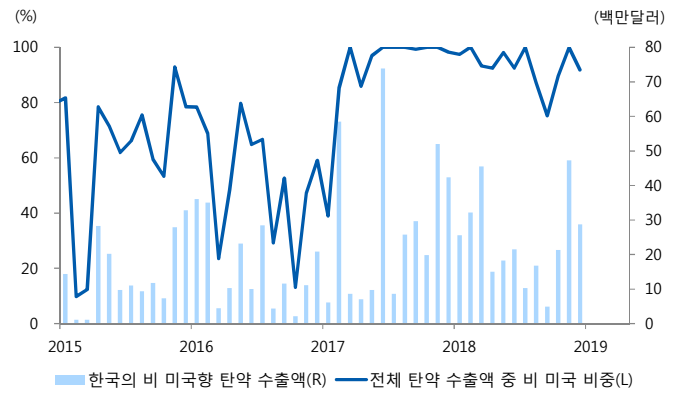
자료: 유안타증권

[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	28,142	28,125	28,641
매출원가	24,607	25,365	25,431	25,286	25,633
매출총이익	3,711	4,084	2,711	2,838	3,007
판매비	1,533	1,674	1,507	1,509	1,537
영업이익	2,178	2,411	1,204	1,329	1,470
EBITDA	3,019	3,295	2,123	2,239	2,362
영업외손익	-356	-363	-157	-282	-256
외환관련손익	33	-81	23	0	0
이자손익	-317	-274	-280	-282	-256
관계기업관련손익	0	1	0	0	0
기타	-72	-9	101	0	0
법인세비용차감전순이익	1,822	2,048	1,047	1,047	1,214
법인세비용	445	541	265	241	279
계속사업순이익	1,377	1,507	782	806	935
중단사업순이익	0	0	0	0	0
당기순이익	1,377	1,507	782	806	935
지배지분순이익	1,376	1,506	781	805	933
포괄순이익	1,559	940	844	731	860
지배지분포괄이익	1,558	939	843	732	861

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	15,753	16,453	16,519
현금및현금성자산	733	568	554	735	522
매출채권 및 기타채권	5,450	4,992	5,230	5,297	5,390
재고자산	7,410	8,385	9,635	10,087	10,272
비유동자산	13,342	13,071	12,929	12,819	12,727
유형자산	11,856	11,559	11,341	11,261	11,193
관계기업등 지분관련자산	4	5	5	5	5
기타투자자산	93	97	124	124	124
자산총계	27,149	27,295	28,682	29,272	29,246
유동부채	9,635	9,864	9,748	9,700	8,937
매입채무 및 기타채무	2,747	2,885	2,629	2,582	2,818
단기차입금	3,925	3,548	4,659	4,659	3,659
유동성장기부채	1,977	2,517	1,351	1,351	1,351
비유동부채	5,166	4,339	5,185	5,185	5,185
장기차입금	2,193	1,184	1,994	1,994	1,994
사채	1,994	1,995	1,994	1,994	1,994
부채총계	14,801	14,204	14,933	14,886	14,122
지배지분	12,328	13,071	13,728	14,364	15,101
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	7,387	8,023	8,760
비지배지분	21	21	21	22	23
자본총계	12,348	13,091	13,749	14,386	15,124
순차입금	9,273	8,564	9,361	9,180	8,393
총차입금	10,089	9,243	9,998	9,998	8,998

현금흐름표					
(단위: 억원)					
결산 (12월)	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
영업활동 현금흐름	2,463	1,375	-106	1,335	1,970
당기순이익	1,377	1,507	782	806	935
감가상각비	827	864	884	880	868
외환손익	-74	77	-8	0	0
종속, 관계기업 관련손익	0	0	0	0	0
자산부채의 증감	108	-1,234	-1,903	-873	-349
기타현금흐름	226	161	138	522	516
투자활동 현금흐름	-1,008	-877	-676	-762	-762
투자자산	-11	0	-11	0	0
유형자산 증가 (CAPEX)	-987	-818	-703	-800	-800
유형자산 감소	18	25	15	0	0
기타현금흐름	-28	-83	24	38	38
재무활동 현금흐름	-1,287	-565	880	252	-776
단기차입금	-317	-220	1,075	0	-1,000
사채 및 장기차입금	-969	-345	-392	0	0
자본	0	0	0	0	0
현금배당	0	0	196	252	224
기타현금흐름	0	0	0	0	0
연결범위변동 등 기타	30	-97	-113	-644	-644
현금의 증감	197	-164	-15	181	-212
기초 현금	536	733	568	554	735
기말 현금	733	568	554	735	522
NOPLAT	2,178	2,411	1,204	1,329	1,470
FCF	1,608	606	-788	260	875

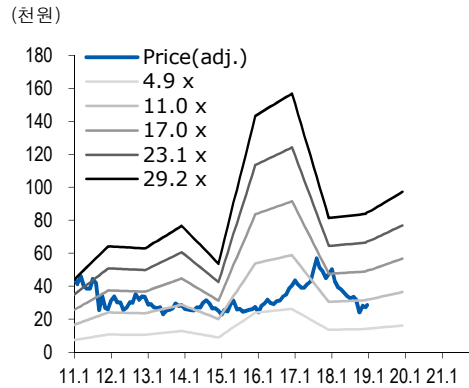
자료: 유안타증권

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

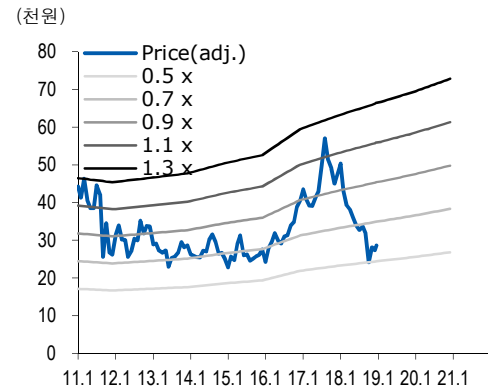
Valuation 지표					
(단위: 원, 배, %)					
결산 (12월)	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
EPS	4,910	5,372	2,787	2,871	3,329
BPS	44,008	46,660	49,005	51,277	53,908
EBITDAPS	10,773	11,758	7,576	7,989	8,428
SPS	101,047	105,086	100,419	100,358	102,199
DPS	700	800	600	700	700
PER	6.5	8.4	9.8	10.0	8.6
PBR	0.7	1.0	0.6	0.6	0.5
EV/EBITDA	6.0	6.4	8.2	7.7	7.0
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	-4.4	-0.1	1.8
영업이익 증가율 (%)	96.1	10.7	-50.0	10.4	10.6
지배순이익 증가율 (%)	166.8	9.4	-48.1	3.0	16.0
매출총이익률 (%)	13.1	13.9	9.6	10.1	10.5
영업이익률 (%)	7.7	8.2	4.3	4.7	5.1
지배순이익률 (%)	4.9	5.1	2.8	2.9	3.3
EBITDA 마진 (%)	10.7	11.2	7.5	8.0	8.2
ROIC	7.7	8.3	4.0	4.4	4.8
ROA	5.2	5.5	2.8	2.8	3.2
ROE	11.8	11.9	5.8	5.7	6.3
부채비율 (%)	119.9	108.5	108.6	103.5	93.4
순차입금/자기자본 (%)	75.2	65.5	68.2	63.9	55.6
영업이익/금융비용 (배)	6.8	8.7	4.2	4.5	5.5

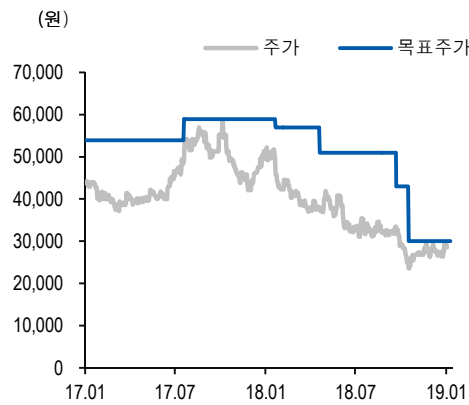
P/E band chart



P/B band chart



풍산 (103140) 투자등급 및 목표주가 추이



일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
2019-01-15	HOLD	30,000	1년		
2018-10-29	BUY	30,000	1년		
2018-10-04	BUY	43,000	1년	-33.65	-24.07
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

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)	1.6
Buy(매수)	85.3
Hold(중립)	12.6
Sell(비중 축소)	0.5
합계	100.0

주: 기준일 2019-01-12

※ 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.