

풍산 (103140)

금속

이현수



02 3770 5718
hyunsoo.yi@yuantakorea.com

투자의견	HOLD (M)
목표주가	30,000원 (M)
현재주가 (1/31)	30,500원
상승여력	-2%

시가총액	8,547억원
총발행주식수	28,024,278주
60일 평균 거래대금	26억원
60일 평균 거래량	93,548주
52주 고	50,300원
52주 저	23,550원
외인지분율	11.84%
주요주주	풍산홀딩스 외 2 인 37.01%

주가수익률(%)	1개월	3개월	12개월
절대	11.5	26.3	(39.4)
상대	3.2	16.3	(29.4)
절대(달러환산)	11.8	29.3	(41.8)

4Q18 Review: 전기동 가격 회복만 믿기엔...

4Q18 잠정실적: 별도 영업이익 232억원, 연결 영업이익 193억원

연결 영업이익, 당사 추정(322억원) 및 Consensus(341억원) 하회

1)별도-신동: 전체 판매량은 5만톤 수준으로 qoq +5%, yoy +3% 증가했으며 신동부문에서 고부가가치 제품으로 분류되는 판/대 판매량은 qoq +8%, yoy +7% 증가했다. 4Q18 판/대 판매량인 3.8만톤은 역대 4Q 판매량 중 가장 높은 수치이다. 전체 판/대 판매량은 만족스러운 수준이었으나 고부가가치 제품인 판/대 제품 수요처 중에서도 상대적으로 수익성이 더 높은 반도체 및 전기전자 산업의 수요가 부진했던 것으로 파악된다. 신동부문 수익성 부진의 가장 큰 이유는 LME 전기동 가격 하락(6~8월 6,423달러/톤 → 9~11월 6,155달러/톤)이었지만 판/대 부문의 Product-mix 악화로 인한 가공마진 하락 역시 주요한 이유였다고 사료된다.

2)별도-방산: 내수와 수출 매출액 모두 전년동기대비 감소하여 전체 매출액은 -22% 감소했다. 특히 수출은 계절성으로 인해 당해 연도 분기 중 가장 높은 금액을 시현했으나 yoy -38% 감소하며 2018년 내내 부진을 면하지 못했다. 수출 매출액이 감소한 만큼 관련 비용 역시 절대 금액은 감소했으나 매출액 대비 비중은 축소되지 않은 것으로 추정된다.

1Q19, 전분기대비 회복하겠지만 의미 있는 수준은 어려워

신동부문, 가공마진 개선 기대 낮아

신동부문에서 봉/선 및 소전은 수요를 고려했을 시 판매량이 점진적으로 감소할 수 밖에 없는 품목이다. 신동부문에서 가장 많은 비중을 차지하고 수익성이 좋은 판/대 판매량이 증가하거나 최소한 지켜지는 모습이 필요한 시점이다. 판/대 제품에서도 일반재보다는 고부가가치 제품군의 판매 확대가 필요하나 전방산업의 부진한 상황이 이어지고 있다. 1Q19 별도 영업이익은 전분기와 유사한 234억원, 연결 영업이익은 PMX 등 종속회사들의 메탈로스 감소로 전분기대비 +30% 증가한 252억원이 추정된다.

투자의견 HOLD, 목표주가 30,000원 유지

당사는 2019년 미국 달러화 가치가 약세 기조를 이어나갈 것으로 전망하고 있어 전기동 가격은 향후 완만한 회복이 기대된다. 그러나, 신동부문 전방산업의 수요 감소는 가공마진 축소의 우려로 이어지고 있다. 방산부문의 경우 미국향 수출 회복이 지연되고 있는 가운데 중동향 수출마저 기대에 미치지 못하는 성과를 내고 있다. 전기동 가격 회복이 보다 큰 효과를 발휘하기 위해서는 신동부문과 방산부문 모두 수요 개선이 필요하다는 판단이다. 투자의견 HOLD, 목표주가 30,000원을 유지한다.

Quarterly earning forecasts

(억원, %)

	4Q18P	전년동기대비	전분기대비	컨센서스	컨센서스대비
매출액	7,375	-12.5	12.1	7,773	-5.1
영업이익	193	-60.9	68.5	341	-43.3
세전계속사업이익	80	-78.1	39.0	265	-69.7
지배순이익	33	-88.8	182.7	187	-82.5
영업이익률 (%)	2.6	-3.3 %pt	+0.9 %pt	4.4	-1.8 %pt
지배순이익률 (%)	0.4	-3.1 %pt	+0.2 %pt	2.4	-2.0 %pt

자료: 유안타증권

Forecasts and valuations (K-IFRS 연결)

(억원, 원, %, 배)

결산 (12월)	2016A	2017A	2018F	2019F
매출액	28,318	29,450	27,745	27,521
영업이익	2,178	2,411	1,075	1,287
지배순이익	1,376	1,506	621	777
PER	6.5	8.4	12.3	10.8
PBR	0.7	1.0	0.6	0.6
EV/EBITDA	6.0	6.4	8.7	7.8
ROE	11.8	11.9	4.7	5.6

자료: 유안타증권

[표-1] 풍산 별도기준

(단위: 십억원, 천톤, 천원/톤)

		2017	2018P	2019E	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18P	QoQ	YoY	1Q19E	2Q19E	3Q19E	4Q19E
환율 (원/달러)	분기평균	1,130	1,100	1,130	1,072	1,080	1,121	1,128	0.6%	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	6,532	6,240	6,958	6,881	6,120	6,169	0.8%	-9.6%	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	2,163	2,152	517	556	491	598	21.7%	-11.0%	495	537	522	598
	신동	1,421	1,462	1,429	374	390	344	355	3.1%	-1.9%	350	358	357	364
	방산	837	700	723	144	166	147	243	65.5%	-21.6%	145	179	165	234
신동판매량		200.5	196.7	197.0	48.9	51.1	47.2	49.6	5.0%	3.2%	49.2	49.6	48.9	49.3
	판/대	145.0	147.0	147.5	36.6	38.0	34.8	37.7	8.4%	6.5%	36.8	37.2	36.6	37.0
	기타	55.6	49.7	49.5	12.3	13.1	12.5	11.9	-4.4%	-6.2%	12.4	12.5	12.3	12.3
신동판매단가 (기타 제외)		7,085	7,433	7,253	7,638	7,630	7,293	7,160	-1.8%	-5.0%	7,123	7,215	7,294	7,381
	판/대	7,195	7,536	7,314	7,794	7,757	7,362	7,222	-1.9%	-5.9%	7,181	7,273	7,353	7,447
영업이익 이익률		188	107	115	36	26	22	23	5.9%	-37.3%	23	32	28	32
		8.3%	4.9%	5.3%	6.9%	4.7%	4.5%	3.9%	-0.6%p	-1.6%p	4.7%	5.9%	5.4%	5.3%

자료: 유안타증권

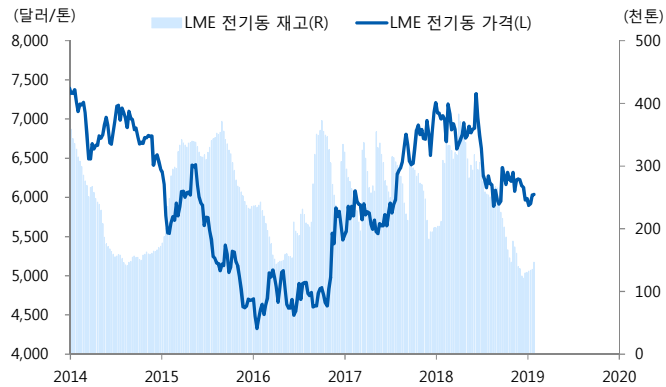
[표-2] 풍산 연결기준

(단위: 십억원)

		2017	2018P	2019E	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18P	QoQ	YoY	1Q19E	2Q19E	3Q19E	4Q19E
매출액		2,945	2,774	2,752	670	709	658	738	12.1%	-12.5%	653	689	674	736
	별도	2,257	2,163	2,152	517	556	491	598	21.7%	-11.0%	495	537	522	598
	기타	1,201	1,149	1,139	289	298	294	268	-8.8%	-13.5%	287	287	284	281
	(연결조정)	513	547	540	136	145	127	139	-	-	129	135	131	144
영업이익 이익률		241	107	129	45	32	11	19	68.4%	-60.9%	25	35	32	37
		8.2%	3.9%	4.7%	6.7%	4.4%	1.7%	2.6%	0.9%p	-3.2%p	3.9%	5.1%	4.8%	5.0%
	별도	188	107	115	36	26	22	23	5.9%	-37.3%	23	32	28	32
	기타	55	0	14	12	4	-12	-4	적지	적전	2	3	4	5
	(연결조정)	2	-1	0	2	-1	-1	0	-	-	0	0	0	0
		205	88	102	47	27	6	8	39.1%	-78.1%	19	28	25	30
세전이익 이익률		205	88	102	47	27	6	8	39.1%	-78.1%	19	28	25	30
		7.0%	3.2%	3.7%	7.0%	3.8%	0.9%	1.1%	0.2%p	-3.2%p	2.8%	4.1%	3.8%	4.1%
지배순이익 이익률		151	62	78	37	21	1	3	183.5%	-88.8%	14	21	19	23
		5.1%	2.2%	2.8%	5.6%	2.9%	0.2%	0.4%	0.3%p	-3.0%p	2.2%	3.1%	2.9%	3.1%

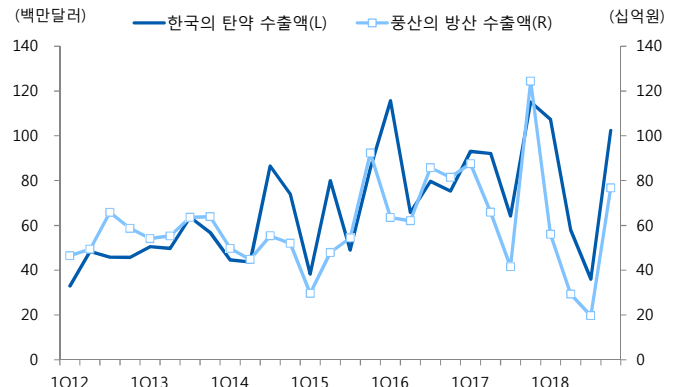
자료: 유안타증권, 주 1) 매출액과 영업이익의 기타부문 및 연결조정은 당사 추정, 주 2) 연결조정은 차감항목

[그림-1] LME 전기동 가격 및 재고



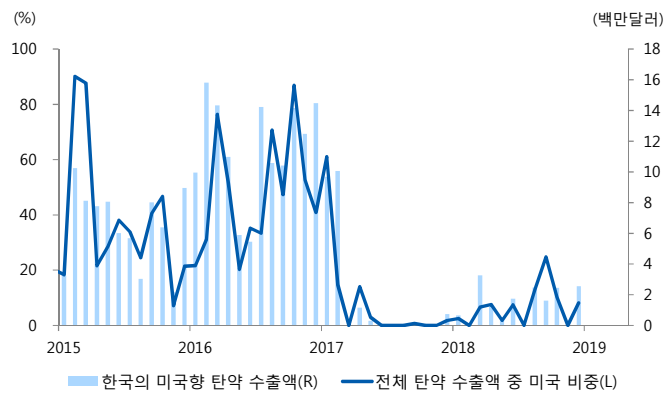
자료: Bloomberg

[그림-2] 한국 탄약 수출액과 풍산 방산 수출액



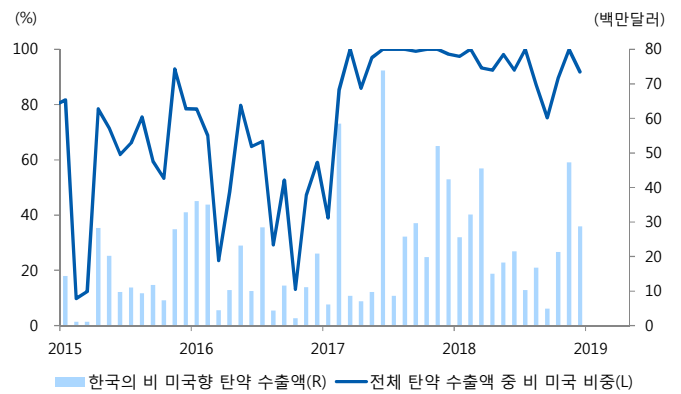
자료: 유안타증권

[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	27,745	27,521	28,073
매출원가	24,607	25,365	25,186	24,757	25,139
매출총이익	3,711	4,084	2,559	2,764	2,934
판매비	1,533	1,674	1,484	1,477	1,506
영업이익	2,178	2,411	1,075	1,287	1,427
EBITDA	3,019	3,295	1,993	2,189	2,300
영업외손익	-356	-363	-198	-269	-241
외환관련손익	33	-81	23	0	0
이자손익	-317	-274	-276	-269	-241
관계기업관련손익	0	1	0	0	0
기타	-72	-9	56	0	0
법인세비용차감전순이익	1,822	2,048	877	1,018	1,186
법인세비용	445	541	254	234	273
계속사업순이익	1,377	1,507	623	784	914
중단사업순이익	0	0	0	0	0
당기순이익	1,377	1,507	623	784	914
지배지분순이익	1,376	1,506	621	777	906
포괄손익	1,559	940	685	709	839
지배지분포괄이익	1,558	939	684	710	840

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	14,949	15,661	15,778
현금및현금성자산	733	568	498	773	602
매출채권 및 기타채권	5,450	4,992	4,974	5,018	5,115
재고자산	7,410	8,385	9,143	9,536	9,727
비유동자산	13,342	13,071	12,909	12,728	12,575
유형자산	11,856	11,559	11,322	11,170	11,041
관계기업 등 지분관련자산	4	5	5	5	5
기타투자자산	93	97	124	124	124
자산총계	27,149	27,295	27,858	28,389	28,353
유동부채	9,635	9,864	9,084	9,005	8,231
매입채무 및 기타채무	2,747	2,885	2,565	2,486	2,712
단기차입금	3,925	3,548	4,059	4,059	3,059
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	14,269	14,190	13,416
지배지분	12,328	13,071	13,568	14,177	14,915
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	7,227	7,836	8,574
비지배지분	21	21	21	22	23
자본총계	12,348	13,091	13,589	14,199	14,938
순차입금	9,273	8,564	8,817	8,542	7,713
총차입금	10,089	9,243	9,398	9,398	8,398

현금흐름표	(단위: 억원)				
결산 (12월)	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
영업활동 현금흐름	2,463	1,375	419	1,355	1,910
당기순이익	1,377	1,507	623	784	914
감가상각비	827	864	884	872	849
외환손익	-74	77	-8	0	0
종속, 관계기업 관련손익	0	0	0	0	0
자산부채의 증감	108	-1,234	-1,218	-823	-369
기타현금흐름	226	161	138	522	516
투자활동 현금흐름	-1,008	-877	-656	-682	-682
투자자산	-11	0	-11	0	0
유형자산 증가 (CAPEX)	-987	-818	-683	-720	-720
유형자산 감소	18	25	15	0	0
기타현금흐름	-28	-83	24	38	38
재무활동 현금흐름	-1,287	-565	280	252	-748
단기차입금	-317	-220	475	0	-1,000
사채 및 장기차입금	-969	-345	-392	0	0
자본	0	0	0	0	0
현금배당	0	0	196	252	252
기타현금흐름	0	0	0	0	0
연결범위변동 등 기타	30	-97	-113	-649	-650
현금의 증감	197	-164	-70	275	-171
기초 현금	536	733	568	498	773
기말 현금	733	568	498	773	603
NOPLAT	2,178	2,411	1,075	1,287	1,427
FCF	1,608	606	-220	349	883

자료: 유안타증권

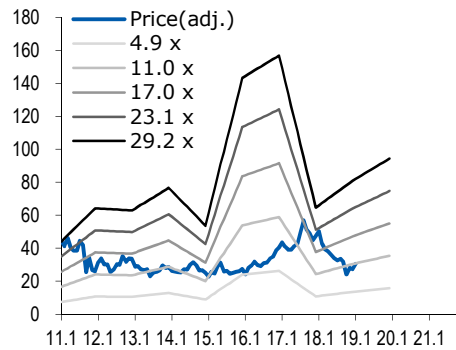
- 주: 1. EPS, BPS 및 PER, PBR은 지배주주 기준임
 2. PER 등 valuation 지표의 경우, 확정치는 연평균 주가 기준, 전망치는 현재주가 기준임
 3. ROE, ROA의 경우, 자본, 자산 항목은 연초, 연말 평균을 기준으로 함

Valuation 지표	(단위: 원, 배, %)				
결산 (12월)	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
EPS	4,910	5,372	2,217	2,774	3,231
BPS	44,008	46,660	48,435	50,610	53,243
EBITDAPS	10,773	11,758	7,112	7,809	8,207
SPS	101,047	105,086	99,003	98,203	100,173
DPS	700	800	600	600	600
PER	6.5	8.4	12.3	10.8	9.2
PBR	0.7	1.0	0.6	0.6	0.6
EV/EBITDA	6.0	6.4	8.7	7.8	7.1
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	-5.8	-0.8	2.0
영업이익 증가율 (%)	96.1	10.7	-55.4	19.7	10.9
지배순이익 증가율 (%)	166.8	9.4	-58.7	25.1	16.5
매출총이익률 (%)	13.1	13.9	9.2	10.0	10.5
영업이익률 (%)	7.7	8.2	3.9	4.7	5.1
자본이익률 (%)	4.9	5.1	2.2	2.8	3.2
EBITDA 마진 (%)	10.7	11.2	7.2	8.0	8.2
ROIC	7.7	8.3	3.5	4.4	4.9
ROA	5.2	5.5	2.3	2.8	3.2
ROE	11.8	11.9	4.7	5.6	6.2
부채비율 (%)	119.9	108.5	105.0	99.9	89.8
순차입금/자기자본 (%)	75.2	65.5	65.0	60.2	51.7
영업이익/금융비용 (배)	6.8	8.7	3.8	4.6	5.7

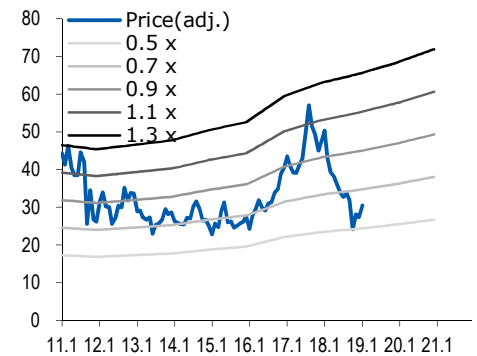
P/E band chart

(천원)



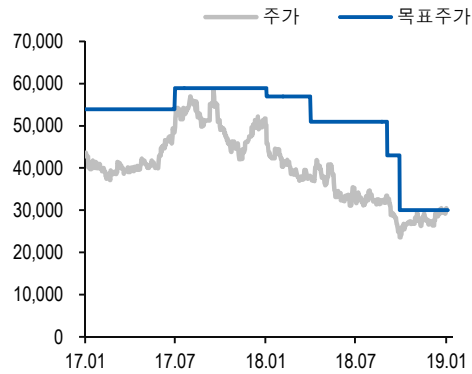
P/B band chart

(천원)



풍산 (103140) 투자등급 및 목표주가 추이

(원)



일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점	과리율 평균주가 대비	최고(최저) 주 대비
2019-02-01	HOLD	30,000	1년		
2019-01-15	HOLD	30,000	1년		
2018-10-29	BUY	30,000	1년	-9.18	-1.67
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)	0.5
Buy(매수)	85.6
Hold(중립)	13.9
Sell(비중 축소)	0.0
합계	100.0

주: 기준일 2019-01-29

※ 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.