

풍산 (103140)

금속

이현수



02 3770 5718

hyunsoo.yi@yuantakorea.com

투자의견	HOLD (M)
목표주가	30,000원 (M)
현재주가 (4/30)	27,800원
상승여력	8%

시가총액	7,791억원
총발행주식수	28,024,278주
60일 평균 거래대금	37억원
60일 평균 거래량	122,616주
52주 고	41,950원
52주 저	23,550원
외인지분율	11.87%
주요주주	풍산홀딩스 외 3인 37.01%

주가수익률(%)	1개월	3개월	12개월
절대	(3.8)	(6.9)	(27.1)
상대	(6.6)	(6.8)	(16.8)
절대(달러환산)	(6.5)	(11.0)	(33.4)

1Q19 Review: 지연되고 있는 방산부문 회복

1Q19(P): 별도 영업이익 128억원, 연결 영업이익 158억원

연결 영업이익, 당사 추정(252억원) 및 Consensus(254억원) 하회

신동 전체 판매량이 4.7만톤에 그치며 qoq -6%, yoy -5% 감소했다. 주력 제품군인 판/대 판매량이 qoq -7%, yoy -5%로 부진했던 탓으로 관측된다. 12~2월 LME 전기동 가격은 6,105달러/톤으로 전분기(9~11월) 6,155달러/톤과 유사한 수준을 기록하며 전기동 가격 변동에 따른 손익 변동은 크지 않았던 것으로 파악된다. 원가 측면에서는 4Q18 반영된 성과급 등의 비용이 1Q19 매출원가에 반영되며 수익성에 부정적 영향을 미쳤던 것으로 추정된다. 신동부문의 수익성은 당사 예상보다 높은 수준을 기록한 것으로 사료되나 방산부문 매출액이 추정치를 크게 밑돈 것으로 파악된다. 1Q19 방산 매출액은 1,005억원으로 yoy -30% 감소했으며, 당사 추정(1,446억원)에도 큰 폭으로 미치지 못했다. 방산 수출시장 회복을 기대했으나 미국향과 중동향 수출이 모두 낮은 수준에 머물렀던 탓으로 파악된다. PMX 등 주요 종속회사들은 전분기대비 실적 개선에 성공한 것으로 추정된다. 4Q18 전기동 가격 하락 탓에 영업적자를 기록했던 PMX는 1Q19 흑자전환 한 것으로 관측된다.

2Q19, 신동부문의 개선과 방산부문의 걱정

최근 달러인덱스가 상승하며 연초 이후 상승세를 나타내던 비철금속 가격이 주춤한 상황이나 2Q19 전기동 가격은 전분기대비 높은 수준에 머무를 것으로 추정된다. 신동부문의 수요는 다소 미진한 상황이나 영업일수 증가에 따라 신동 판매량 역시 전분기대비 확대될 것으로 판단된다. 이에 신동부문 영업이익은 다소 큰 폭의 개선이 가능하다고 사료된다. 하지만, 방산부문은 내수와 수출 모두에서 걱정스러운 상황이다. 내수 시장의 경우 타 방산업체의 생산 활동이 차질을 빚으며 동사의 생산 및 판매에도 2Q에 영향을 미칠 것으로 전망된다. 이는 일시적인 이슈로 빠르면 3Q부터는 정상화될 것으로 판단된다. 반면 수출시장은 여전히 어려운 국면을 지나가고 있다. 지역에 관계없이 수요가 부진한 탓에 매출액 축소에 따른 고정비 부담이 우려되고 있다.

투자의견 HOLD, 목표주가 30,000원 유지

미국 달러화 가치 상승에도 상대적으로 전기동 가격은 견조한 흐름을 나타내고 있어 신동부문에 대한 전망은 중장기적으로 부정적이지 않다. 하지만, 전체적인 수익성 회복에는 방산부문의 부진 탈피가 반드시 필요한 상황이라고 판단된다. 투자의견 HOLD, 목표주가 30,000원을 유지한다.

Quarterly earning Forecasts

(억원, %)

	1Q19P	전년동기대비	전분기대비	컨센서스	컨센서스대비
매출액	5,802	-13.4	-21.3	6,325	-8.3
영업이익	158	-65.1	-18.3	254	-37.8
세전계속사업이익	126	-73.2	64.2	191	-33.9
지배순이익	100	-73.0	222.0	148	-32.2
영업이익률 (%)	2.7	-4.0 %pt	+0.1 %pt	4.0	-1.3 %pt
지배순이익률 (%)	1.7	-3.9 %pt	+1.3 %pt	2.3	-0.6 %pt

자료: 유안타증권

Forecasts and valuations (K-IFRS 연결)

(억원, 원, %, 배)

결산 (12월)	2017A	2018A	2019F	2020F
매출액	29,450	27,745	26,658	27,738
영업이익	2,411	1,075	1,185	1,357
지배순이익	1,506	620	722	824
PER	8.4	16.2	10.8	9.5
PBR	1.0	0.7	0.5	0.5
EV/EBITDA	6.4	9.3	7.9	7.1
ROE	11.9	4.6	5.1	5.6

자료: 유안타증권

[표-1] 풍산 별도기준

(단위: 십억원, 천톤, 천원/톤)

		2018	2019E	2020E	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19P	QoQ	YoY	2Q19E	3Q19E	4Q19E
환율 (원/달러)	분기평균	1,100	1,129	1,120	1,072	1,080	1,121	1,128	1,126	-0.2%	5.0%	1,130	1,130	1,130
	1개월래깅	1,097	1,128	1,121	1,078	1,072	1,113	1,127	1,123	-0.4%	4.2%	1,131	1,130	1,130
전기동가격 (달러/톤)	분기평균	6,532	6,422	6,676	6,958	6,881	6,120	6,169	6,221	0.8%	-10.6%	6,439	6,482	6,547
	1개월래깅	6,593	6,383	6,659	6,969	6,825	6,423	6,155	6,105	-0.8%	-12.4%	6,439	6,461	6,526
매출액		2,163	2,060	2,161	517	556	491	598	433	-27.6%	-16.3%	537	499	591
	신동	1,462	1,437	1,502	374	390	344	355	333	-6.3%	-10.9%	370	353	382
	방산	700	622	659	144	166	147	243	101	-58.6%	-30.1%	166	146	210
신동판매량		196.7	191.1	193.0	48.9	51.1	47.2	49.6	46.7	-5.8%	-4.5%	48.6	46.2	49.6
	판/대	147.0	143.0	144.7	36.6	38.0	34.8	37.7	34.9	-7.2%	-4.7%	36.3	34.1	37.6
	기타	49.7	48.2	48.3	12.3	13.1	12.5	11.9	11.7	-1.4%	-4.2%	12.3	12.1	12.0
신동판매단가 (기타 제외)		7,433	7,521	7,784	7,638	7,630	7,293	7,160	7,124	-0.5%	-6.7%	7,618	7,628	7,698
	판/대	7,536	7,593	7,865	7,794	7,757	7,362	7,222	7,186	-0.5%	-7.8%	7,693	7,701	7,776
영업이익 이익률		107	104	124	36	26	22	23	13	-44.8%	-64.0%	34	33	25
		4.9%	5.1%	5.7%	6.9%	4.7%	4.5%	3.9%	3.0%	-0.9%p	-3.9%p	6.3%	6.6%	4.2%

자료: 유안타증권

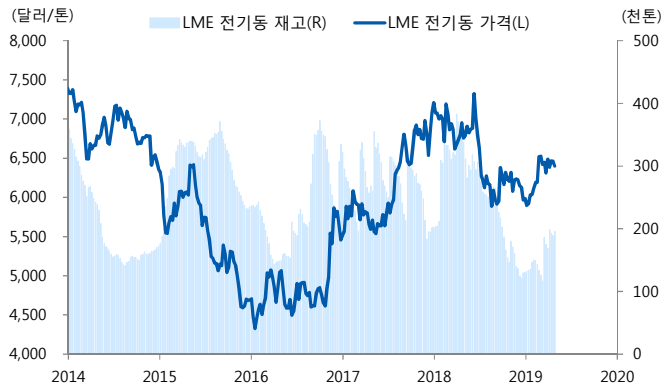
[표-2] 풍산 연결기준

(단위: 십억원)

		2018	2019E	2020E	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19P	QoQ	YoY	2Q19E	3Q19E	4Q19E
매출액		2,774	2,666	2,774	670	709	658	738	580	-21.3%	-13.3%	691	659	736
	별도	2,163	2,060	2,161	517	556	491	598	433	-27.6%	-16.3%	537	499	591
	기타	1,150	1,141	1,139	289	298	294	269	288	6.8%	-0.4%	287	284	282
	(연결조정)	538	512	526	136	145	127	130	117	-	-	133	124	138
영업이익 이익률		108	119	136	45	32	11	19	16	-18.4%	-65.1%	40	35	27
		3.9%	4.4%	4.9%	6.7%	4.4%	1.7%	2.6%	2.7%	0.1%p	-4.0%p	5.8%	5.4%	3.7%
	별도	107	104	124	36	26	22	23	13	-44.8%	-64.0%	34	33	25
	기타	1	15	12	12	4	-12	-3	3	흑전	-74.0%	6	3	3
	(연결조정)	0	1	0	2	-1	-1	1	0	-	-	0	1	0
세전이익 이익률		87	95	109	47	27	6	8	13	64.3%	-73.2%	33	29	21
		3.1%	3.6%	3.9%	7.0%	3.8%	0.9%	1.0%	2.2%	1.1%p	-4.9%p	4.8%	4.3%	2.8%
지배순이익 이익률		62	72	82	37	21	1	3	10	222.5%	-73.0%	25	22	16
		2.2%	2.7%	3.0%	5.6%	2.9%	0.2%	0.4%	1.7%	1.3%p	-3.8%p	3.6%	3.3%	2.1%

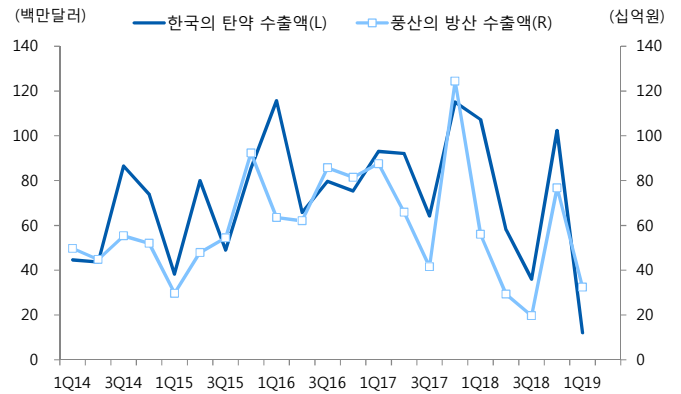
자료: 유안타증권, 주 1) 매출액과 영업이익의 기타부문 및 연결조정은 당사 추정, 주 2) 연결조정은 차감항목

[그림-1] LME 전기동 가격 및 재고



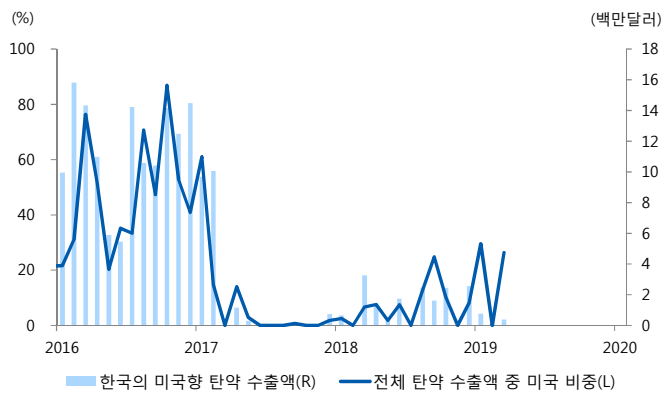
자료: Bloomberg

[그림-2] 한국 탄약 수출액과 풍산 방산 수출액



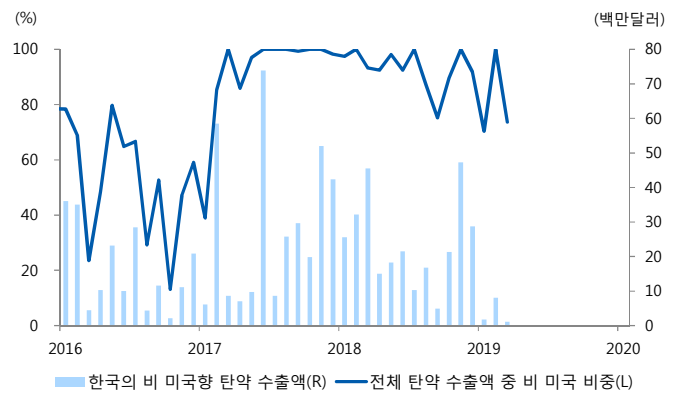
자료: 유안타증권

[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)	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
매출액	29,450	27,745	26,658	27,738	28,312
매출원가	25,365	25,073	23,894	24,726	25,113
매출총이익	4,084	2,672	2,764	3,013	3,199
판매비	1,674	1,597	1,579	1,656	1,690
영업이익	2,411	1,075	1,185	1,357	1,509
EBITDA	3,295	1,995	2,086	2,246	2,383
영업외손익	-363	-201	-237	-267	-240
외환관련손익	-81	23	0	0	0
이자손익	-274	-280	-270	-267	-240
관계기업관련손익	1	0	0	0	0
기타	-9	56	33	0	0
법인세비용차감전순이익	2,048	874	948	1,090	1,270
법인세비용	541	253	223	262	305
계속사업순이익	1,507	621	725	828	965
중단사업순이익	0	0	0	0	0
당기순이익	1,507	621	725	828	965
지배지분순이익	1,506	620	722	824	960
포괄순이익	940	963	725	828	965
지배지분포괄이익	939	962	725	829	966

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

재무상태표	(단위: 억원)				
결산 (12월)	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
유동자산	14,224	13,616	14,558	15,341	15,419
현금및현금성자산	568	557	495	1,040	831
매출채권 및 기타채권	4,992	4,058	4,478	4,567	4,659
재고자산	8,385	8,712	9,296	9,445	9,640
비유동자산	13,071	13,065	12,852	12,764	12,690
유형자산	11,559	11,448	11,375	11,310	11,255
관계기업 등 지분관련자산	5	5	5	5	5
기타투자자산	97	143	31	31	31
자산총계	27,295	26,681	27,411	28,105	28,109
유동부채	9,864	8,398	8,578	8,614	7,827
매입채무 및 기타채무	2,885	2,207	2,387	2,424	2,637
단기차입금	3,548	3,953	3,953	3,953	2,953
유동성장기부채	2,517	1,681	1,681	1,681	1,681
비유동부채	4,339	4,490	4,490	4,490	4,490
장기차입금	1,184	1,624	1,624	1,624	1,624
사채	1,995	1,995	1,995	1,995	1,995
부채총계	14,204	12,888	13,068	13,105	12,317
지배지분	13,071	13,772	14,321	14,977	15,769
자본금	1,401	1,401	1,401	1,401	1,401
자본잉여금	4,945	4,945	4,945	4,945	4,945
이익잉여금	6,829	7,427	7,981	8,637	9,429
비지배지분	21	21	22	23	23
자본총계	13,091	13,793	14,343	15,000	15,792
순차입금	8,564	8,595	8,657	8,112	7,321
총차입금	9,243	9,253	9,253	9,253	8,253

현금흐름표	(단위: 억원)				
결산 (12월)	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
영업활동 현금흐름	1,375	812	244	847	1,095
당기순이익	0	0	725	828	965
감가상각비	864	886	873	865	855
외환손익	77	-11	0	0	0
종속, 관계기업 관련손익	0	0	0	0	0
자산부채의 증감	-1,234	-833	-1,888	-1,384	-1,258
기타현금흐름	1,668	769	534	538	533
투자활동 현금흐름	-877	-751	-831	-837	-837
투자자산	0	-11	0	0	0
유형자산 증가 (CAPEX)	-818	-738	-800	-800	-800
유형자산 감소	25	22	0	0	0
기타현금흐름	-83	-24	-31	-37	-37
재무활동 현금흐름	-565	-85	56	56	-944
단기차입금	-220	353	0	0	-1,000
사채 및 장기차입금	-345	-438	0	0	0
자본	0	0	0	0	0
현금배당	0	0	56	56	56
기타현금흐름	0	0	0	0	0
연결범위변동 등 기타	-97	12	469	479	477
현금의 증감	-164	-12	-62	545	-209
기초 현금	733	568	557	495	1,040
기말 현금	568	557	495	1,040	831
NOPLAT	2,411	1,075	1,185	1,357	1,509
FCF	606	113	-881	-264	-37

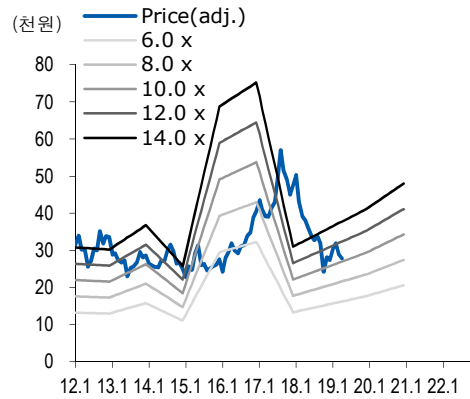
자료: 유안타증권

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

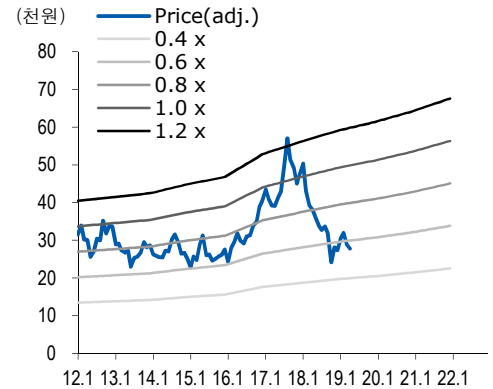
Valuation 지표	(단위: 원, 배, %)				
결산 (12월)	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
EPS	5,372	2,212	2,575	2,941	3,427
BPS	46,660	49,164	51,123	53,466	56,294
EBITDAPS	11,758	7,120	7,442	8,013	8,504
SPS	105,086	99,003	95,125	98,980	101,027
DPS	800	600	600	600	600
PER	8.4	16.2	10.8	9.5	8.1
PBR	1.0	0.7	0.5	0.5	0.5
EV/EBITDA	6.4	9.3	7.9	7.1	6.4
PSR	0.4	0.4	0.3	0.3	0.3

재무비율	(단위: 배, %)				
결산 (12월)	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
매출액 증가율 (%)	4.0	-5.8	-3.9	4.1	2.1
영업이익 증가율 (%)	10.7	-55.4	10.2	14.5	11.2
지배순이익 증가율 (%)	9.4	-58.8	16.4	14.2	16.5
매출총이익률 (%)	13.9	9.6	10.4	10.9	11.3
영업이익률 (%)	8.2	3.9	4.4	4.9	5.3
자본순이익률 (%)	5.1	2.2	2.7	3.0	3.4
EBITDA 마진 (%)	11.2	7.2	7.8	8.1	8.4
ROIC	8.3	3.5	4.1	4.6	5.0
ROA	5.5	2.3	2.7	3.0	3.4
ROE	11.9	4.6	5.1	5.6	6.2
부채비율 (%)	108.5	93.4	91.1	87.4	78.0
순차입금/자기자본 (%)	65.5	62.4	60.5	54.2	46.4
영업이익/금융비용 (배)	8.7	3.8	4.2	4.8	6.0

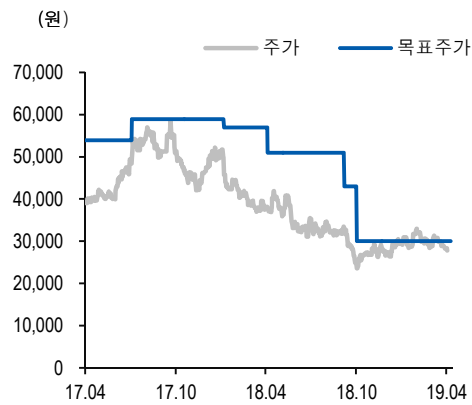
P/E band chart



P/B band chart



풍산 (103140) 투자등급 및 목표주가 추이



일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점	과리율 평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
2019-05-02	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)	86.1
Hold(중립)	13.4
Sell(비중 축소)	0.0
합계	100.0

주: 기준일 2019-04-28

※ 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.