

풍산 (103140)

금속

이현수



02 3770 5718

hyunsoo.yi@yuantakorea.com

투자의견	HOLD (M)
목표주가	30,000원 (M)
현재주가 (7/1)	26,200원
상승여력	15%

시가총액	7,342억원
총발행주식수	28,024,278주
60일 평균 거래대금	25억원
60일 평균 거래량	93,817주
52주 고	35,500원
52주 저	23,550원
외인지분율	10.43%
주요주주	풍산홀딩스 외 3인 37.92%

주가수익률(%)	1개월	3개월	12개월
절대	6.1	(14.5)	(23.1)
상대	1.7	(13.0)	(16.0)
절대(달러환산)	9.4	(16.1)	(25.7)

기다리고 있는 방산 회복

2Q19 Preview: 물량의 부진을 금속 가격으로 만회하다

별도 영업이익 295억원(yoy +13%), 연결 영업이익 352억원(yoy +11%) 전망

1) 신동부문: 2Q(3~5월) LME 전기동 가격은 6,299달러/톤으로 1Q(12~2월) 대비 +3.2% 상승했으며 2Q(4~6월) 환율은 1,167원/달러를 기록하여 1Q(1~3월) 1,126원/달러 대비 원화 약세가 진행됐다. 2018년 동사의 신동부문 내수와 수출 비중은 4:6으로 원화 약세는 긍정적 요인이다. 전기동 가격 상승과 원화 약세에 따라 판/대 등 신동제품 판매가격(원화기준)이 전분기대비 개선됐을 것으로 추정된다. 신동 판매량은 전년동기대비로는 감소하겠지만 계절적 성수기를 맞아 전분기대비 증가(+4.2%)했을 것으로 예상된다.

2) 방산부문: 1Q 1,005억의 매출액을 기록하며 1Q15 이후 최소 매출액을 기록했던 방산부문은 조금은 회복하는 모습을 나타냈을 것으로 추정된다. 1Q 매출액 부진에 따라 영업이익률이 3% 수준(당사 추정)에 그쳤지만 2Q에는 매출액 회복에 따라 영업이익률 역시 개선됐을 것으로 사료된다. 다만 방산 내수부문은 2월부터 이어진 한화 대전공장 가동 중단이 풍산 방산부문에도 영향을 줬던 것으로 파악된다.

달러 약세와 중국 경기 부양 기대감이 전기동 가격 이끌 것

3월 톤당 6,500달러 수준을 나타내던 LME 전기동 가격은 그 이후 달러 강세와 미·중 무역분쟁 우려 심화에 따라 6월 초 5,700달러대까지 하락했다. 하지만 6월부터 진행된 달러 약세와 미·중 무역분쟁 우려 완화, 그리고 중국의 내수 경기 부양 의지로 인해 6월말 6,000달러 가까이 접근했다. 전기동의 최대 수요처는 건설 및 인프라 등이다. 특히 중국의 건설 및 인프라 투자가 진행된다면 실수급과 투자심리가 동시에 개선될 수 있다는 판단이다. 동사가 판매하는 신동제품은 자동차 및 전기전자 수요가 주를 이루지만 가격 상승에 대한 부분은 수혜를 누릴 수 있을 것이다.

투자의견 HOLD, 목표주가 30,000원 유지

방산부문이 여전히 부진한다. 특히 수출시장은 미국향 수출 회복이 지연되고 있고 중동향 역시도 2017년 수준을 회복하고 있지 못하다. 다만, 내수시장은 지난 5월 한화 대전공장이 조건부 재가동 승인을 받으며 상반기 대비 하반기 매출 및 이익 개선에 도움이 될 것으로 사료된다. 하반기 신동부문에 대해서는 긍정적 시각을 유지하지만 방산부문의 의미 있는 개선이 필요한 바, 투자의견 HOLD, 목표주가 30,000원을 유지한다.

Quarterly earning Forecasts

(억원, %)

	2Q19E	전년동기대비	전분기대비	컨센서스	컨센서스대비
매출액	6,770	-4.6	16.7	6,794	-0.3
영업이익	352	11.4	123.1	340	3.3
세전계속사업이익	277	3.1	142.6	291	-4.8
지배순이익	210	2.1	130.6	201	4.5
영업이익률 (%)	5.2	+0.8 %pt	+2.5 %pt	5.0	+0.2 %pt
지배순이익률 (%)	3.1	+0.2 %pt	+1.5 %pt	3.0	+0.1 %pt

자료: 유안타증권

Forecasts and valuations (K-IFRS 연결)

(억원, 원, %, 배)

결산 (12월)	2017A	2018A	2019F	2020F
매출액	29,450	27,745	26,487	27,479
영업이익	2,411	1,075	1,148	1,313
지배순이익	1,506	620	671	772
PER	8.4	16.2	10.8	9.4
PBR	1.0	0.7	0.5	0.5
EV/EBITDA	6.4	9.3	8.1	7.4
ROE	11.9	4.6	4.8	5.3

자료: 유안타증권

[표-1] 풍산 별도기준

(단위: 십억원, 천톤, 천원/톤)

		2018	2019E	2020E	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19E	QoQ	YoY	3Q19E	4Q19E
환율 (원/달러)	분기평균	1,100	1,153	1,160	1,072	1,080	1,121	1,128	1,126	1,167	3.7%	8.1%	1,160	1,160
	1개월래깅	1,097	1,150	1,160	1,078	1,072	1,113	1,127	1,123	1,153	2.7%	7.6%	1,165	1,160
전기동가격 (달러/톤)	분기평균	6,532	6,118	6,280	6,958	6,881	6,120	6,169	6,221	6,113	-1.7%	-11.2%	6,000	6,139
	1개월래깅	6,593	6,111	6,265	6,969	6,825	6,423	6,155	6,105	6,299	3.2%	-7.7%	5,941	6,099
매출액		2,163	2,065	2,175	517	556	491	598	433	526	21.5%	-5.3%	507	599
	신동	1,462	1,406	1,465	374	390	344	355	333	373	12.0%	-4.3%	334	367
	방산	700	659	710	144	166	147	243	101	154	52.9%	-7.6%	173	232
신동판매량		196.7	191.1	193.0	48.9	51.1	47.2	49.6	46.7	48.6	4.2%	-4.7%	46.2	49.6
	판/대	147.0	143.0	144.7	36.6	38.0	34.8	37.7	34.9	36.3	4.0%	-4.3%	34.1	37.6
	기타	49.7	48.2	48.3	12.3	13.1	12.5	11.9	11.7	12.3	4.7%	-5.9%	12.1	12.0
신동판매단가 (기타 제외)		7,433	7,355	7,588	7,638	7,630	7,293	7,160	7,124	7,662	7.5%	0.4%	7,223	7,396
	판/대	7,536	7,421	7,662	7,794	7,757	7,362	7,222	7,186	7,738	7.7%	-0.2%	7,280	7,461
영업이익 이익률		107	100	119	36	26	22	23	13	29	130.1%	13.4%	32	26
		4.9%	4.9%	5.5%	6.9%	4.7%	4.5%	3.9%	3.0%	5.6%	2.6%p	0.9%p	6.3%	4.4%

자료: 유안타증권

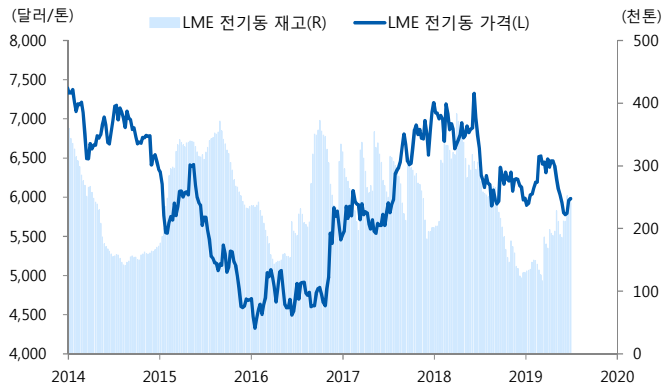
[표-2] 풍산 연결기준

(단위: 십억원)

		2018	2019E	2020E	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19E	QoQ	YoY	3Q19E	4Q19E
매출액		2,774	2,649	2,748	670	709	658	738	580	677	16.7%	-4.6%	659	733
	별도	2,163	2,065	2,175	517	556	491	598	433	526	21.5%	-5.3%	507	599
	기타	1,150	1,078	1,085	289	298	294	269	255	279	9.4%	-6.5%	274	269
	(연결조정)	538	495	512	136	145	127	130	108	129	-	-	123	135
영업이익 이익률		108	115	131	45	32	11	19	16	35	123.0%	11.4%	35	29
		3.9%	4.3%	4.8%	6.7%	4.4%	1.7%	2.6%	2.7%	5.2%	2.5%p	0.7%p	5.3%	4.0%
	별도	107	100	119	36	26	22	23	13	29	130.1%	13.4%	32	26
	기타	1	14	12	12	4	-12	-3	2	6	192.3%	40.5%	3	3
	(연결조정)	0	0	0	2	-1	-1	1	-1	0	-	-	0	0
세전이익 이익률		87	88	102	47	27	6	8	11	28	142.6%	3.1%	27	22
		3.1%	3.3%	3.7%	7.0%	3.8%	0.9%	1.0%	2.0%	4.1%	2.1%p	0.3%p	4.2%	3.0%
지배순이익 이익률		62	67	77	37	21	1	3	9	21	130.7%	2.1%	21	16
		2.2%	2.5%	2.8%	5.6%	2.9%	0.2%	0.4%	1.6%	3.1%	1.5%p	0.2%p	3.1%	2.2%

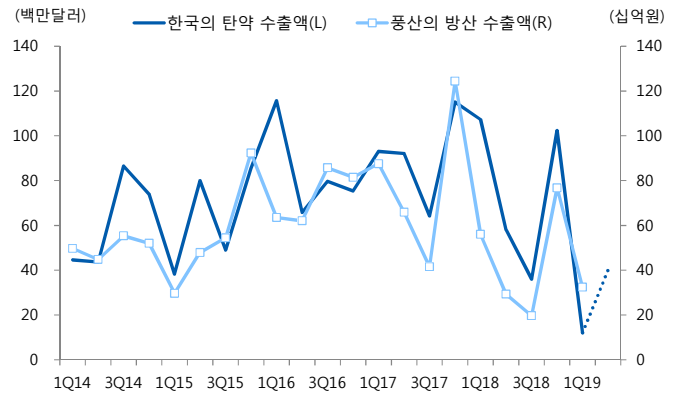
자료: 유안타증권, 주 1) 매출액과 영업이익의 기타부문 및 연결조정은 당사 추정, 주 2) 연결조정은 차감항목

[그림-1] LME 전기동 가격 및 재고



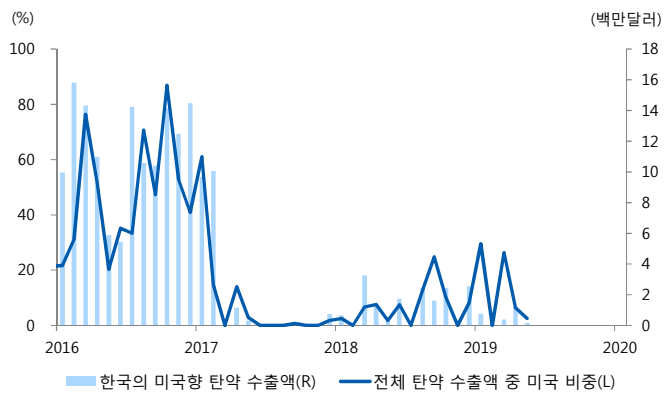
자료: Bloomberg

[그림-2] 한국 탄약 수출액과 풍산 방산 수출액



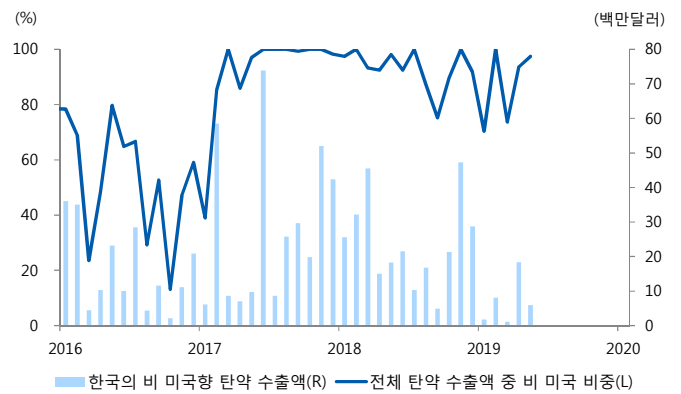
자료: 유안타증권

[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)	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
매출액	29,450	27,745	26,487	27,479	28,054
매출원가	25,365	25,073	23,727	24,487	24,940
매출총이익	4,084	2,672	2,760	2,992	3,114
판매비	1,674	1,597	1,612	1,679	1,714
영업이익	2,411	1,075	1,148	1,313	1,400
EBITDA	3,295	1,995	2,086	2,233	2,301
영업외손익	-363	-201	-267	-292	-272
외환관련손익	-81	23	34	0	0
이자손익	-274	-280	-297	-292	-272
관계기업관련손익	1	0	-1	0	0
기타	-9	56	-3	0	0
법인세비용차감전순이익	2,048	874	882	1,021	1,128
법인세비용	541	253	207	245	271
계속사업순이익	1,507	621	674	776	857
중단사업순이익	0	0	0	0	0
당기순이익	1,507	621	674	776	857
지배지분순이익	1,506	620	671	772	853
포괄순이익	940	963	742	776	857
지배지분포괄이익	939	962	742	776	857

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	15,075	15,836	16,326
현금및현금성자산	568	557	209	672	855
매출채권 및 기타채권	4,992	4,058	4,625	4,729	4,826
재고자산	8,385	8,712	9,855	10,049	10,259
비유동자산	13,071	13,065	12,835	12,716	12,615
유형자산	11,559	11,448	11,221	11,123	11,039
관계기업 등 자본관련자산	5	5	4	4	4
기타투자자산	97	143	50	50	50
자산총계	27,295	26,681	27,910	28,552	28,940
유동부채	9,864	8,398	9,402	9,439	9,143
매입채무 및 기타채무	2,885	2,207	2,238	2,275	2,479
단기차입금	3,548	3,953	4,686	4,686	4,186
유동성장기부채	2,517	1,681	1,928	1,928	1,928
비유동부채	4,339	4,490	4,151	4,151	4,151
장기차입금	1,184	1,624	1,281	1,281	1,281
사채	1,995	1,995	1,996	1,996	1,996
부채총계	14,204	12,888	13,553	13,590	13,294
지배지분	13,071	13,772	14,335	14,939	15,624
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	7,934	8,537	9,222
비지배지분	21	21	22	23	23
자본총계	13,091	13,793	14,357	14,962	15,646
순차입금	8,564	8,595	9,595	9,132	8,449
총차입금	9,243	9,253	9,891	9,891	9,391

현금흐름표	(단위: 억원)				
결산 (12월)	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
영업활동 현금흐름	1,375	812	-858	397	617
당기순이익	0	0	583	776	857
감가상각비	864	886	913	898	883
외환손익	77	-11	-24	0	0
종속, 관계기업 관련손익	0	0	0	0	0
자산부채의 증감	-1,234	-833	-2,783	-1,648	-1,490
기타현금흐름	1,668	769	452	371	367
투자활동 현금흐름	-877	-751	-821	-867	-867
투자자산	0	-11	0	0	0
유형자산 증가 (CAPEX)	-818	-738	-751	-800	-800
유형자산 감소	25	22	3	0	0
기타현금흐름	-83	-24	-72	-67	-67
재무활동 현금흐름	-565	-85	619	56	-444
단기차입금	-220	353	678	0	-500
사채 및 장기차입금	-345	-438	-115	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	711	878	877
현금의 증감	-164	-12	-348	464	183
기초 현금	733	568	557	209	672
기말 현금	568	557	209	672	855
NOPLAT	2,411	1,075	1,148	1,313	1,400
FCF	606	113	-1,719	-530	-325

자료: 유안타증권

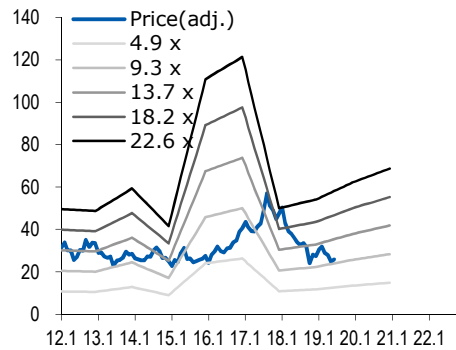
주: 1. EPS, BPS 및 PER, PBR은 지배주주 기준임
2. PER 등 valuation 지표의 경우, 확정치는 연평균 주가 기준, 전망치는 현재주가 기준임
3. ROE, ROA의 경우, 자본, 자산 항목은 연초, 연말 평균을 기준으로 함

Valuation 지표	(단위: 원, 배, %)				
결산 (12월)	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
EPS	5,372	2,212	2,395	2,754	3,043
BPS	46,660	49,164	51,175	53,330	55,775
EBITDAPS	11,758	7,120	7,442	7,967	8,210
SPS	105,086	99,003	94,515	98,053	100,105
DPS	800	600	600	600	600
PER	8.4	16.2	10.8	9.4	8.5
PBR	1.0	0.7	0.5	0.5	0.5
EV/EBITDA	6.4	9.3	8.1	7.4	6.9
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	-4.5	3.7	2.1
영업이익 증가율 (%)	10.7	-55.4	6.8	14.3	6.6
지배순이익 증가율 (%)	9.4	-58.8	8.3	15.0	10.5
매출총이익률 (%)	13.9	9.6	10.4	10.9	11.1
영업이익률 (%)	8.2	3.9	4.3	4.8	5.0
자본이익률 (%)	5.1	2.2	2.5	2.8	3.0
EBITDA 마진 (%)	11.2	7.2	7.9	8.1	8.2
ROIC	8.3	3.5	3.9	4.2	4.5
ROA	5.5	2.3	2.5	2.7	3.0
ROE	11.9	4.6	4.8	5.3	5.6
부채비율 (%)	108.5	93.4	94.4	90.8	85.0
순차입금/자기자본 (%)	65.5	62.4	66.9	61.1	54.1
영업이익/금융비용 (배)	8.7	3.8	3.7	4.2	4.7

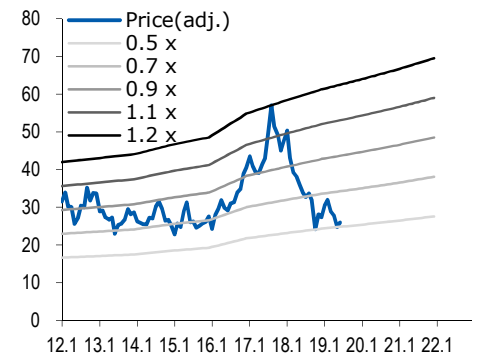
P/E band chart

(천원)

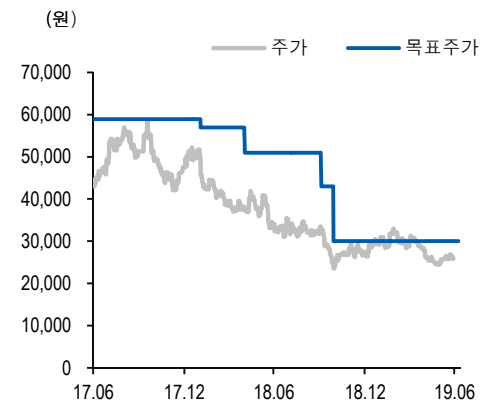


P/B band chart

(천원)



풍산 (103140) 투자등급 및 목표주가 추이



일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점	과리율 평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
2019-07-02	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)	87.4
Hold(중립)	12.0
Sell(비중 축소)	0.0
합계	100.0

주: 기준일 2019-06-29

※ 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.