

# 풍산 (103140)

금속

이현수



02 3770 5718

hyunsoo.yi@yuantakorea.com

투자 의견	<b>HOLD (M)</b>
목표주가	<b>30,000원 (M)</b>
현재주가 (7/30)	<b>24,100원</b>
상승여력	<b>24%</b>

시가총액	6,754억원
총발행주식수	28,024,278주
60일 평균 거래대금	19억원
60일 평균 거래량	75,576주
52주 고	34,650원
52주 저	23,550원
외인지분율	10.16%
주요주주	풍산홀딩스 외 3인 38.01%

주가수익률(%)	1개월	3개월	12개월
절대	(6.9)	(13.3)	(27.8)
상대	(2.8)	(6.3)	(18.8)
절대(달러환산)	(9.1)	(14.3)	(31.6)

## 2Q19 Review: 판매량과 Product-mix를 보자

### 2Q19(P): 별도 영업이익 168억원, 연결 영업이익 85억원

연결 영업이익, 당사 추정(352억원) 및 Consensus(310억원) 하회

1) 별도: 영업이익이 당사 추정(295억원)을 크게 밑돌았다. 신동 판매량이 4.4만톤(yoy -13%)을 기록하며 당사 추정(4.9만톤)에 미치지 못했다. 봉/선 및 소전 판매량도 부진했으나 신동부문 주력 품목인 판/대 판매량이 3.3만톤에 그치며 yoy -14% 감소했다. 전방 수요 부진에 따라 판매량이 감소했으며 이는 ASP(판매단가)에도 영향을 미친 것으로 파악된다. 판/대 및 신동 전체 ASP가 전분기대비 각각 +1.2%, +0.8% 상승했다. 그러나, 수출 ASP는 상승한 반면 내수 ASP는 오히려 하락했다. 전기동 가격 상승(12~2월 LME 평균 6,105달러/톤 → 3~5월 LME 평균 6,299달러/톤)과 원/달러 환율 상승(12~2월 1,123원/달러 → 3~5월 1,153원/달러)을 감안할 경우 내수 ASP 역시 올랐어야 했다. 그럼에도 내수 ASP가 하락한 이유는 Product-mix 악화 또는 가공마진 악화로 해석될 수 있다. 방산부문은 수출 부진이 지속되는 가운데 내수 역시 한화 대전공장 가동 중단 영향을 예상보다 크게 받으며 이익률이 전분기대비 급락한 것으로 파악된다.

2) 연결: 1Q15(43억원) 이후 처음으로 영업이익이 100억원을 하회했다. PMX를 비롯한 연결 자회사들이 대부분 신동 관련 사업을 영위하는 만큼 전기동 가격 상승에 따른 실적 개선을 기대했으나, 판매량 하락과 6월에 하락한 전기동 가격(5월 6,018달러/톤 → 6월 5,882달러/톤)이 실적을 예상보다 악화시킨 것으로 판단된다.

### 3Q19, 방산 내수부문 수익성은 개선되겠지만...

전기동 가격 상승은 본사 신동부문 및 연결 자회사 실적 개선으로 이어진다. 다만, 이는 판매량 및 Product-mix가 유지될 때 가능한 시나리오이다. 판매량이 감소하고 Product-mix가 악화된다면 전기동 가격 상승 효과가 빛을 발하기 어렵다. 2Q가 그러했다. 전방 수요의 개선이 없는 한 계절적으로 3Q는 2Q보다 신동 판매량이 감소하는 시기이다. 방산부문은 미국 및 중동항 수출이 여전히 부진한 가운데 뚜렷한 개선 움직임이 나타나지 않고 있다. 내수 판매액은 한화 대전공장 재가동에 따라 매출 정상화 과정이 이루어질 것으로 사료되나 그 이상의 성과를 나타내기는 어려울 수 있다는 판단이다. 3Q 방산부문 내수 판매액 증가에 따라 별도 및 연결 영업이익이 전분기대비 증가할 수 있을 것으로 추정되나 신동부문과 방산 수출부문 우려 해소도 필요하다. 투자 의견 HOLD, 목표주가 30,000원을 유지한다.

#### Quarterly earning Forecasts

(억원, %)

	2Q19P	전년동기대비	전분기대비	컨센서스	컨센서스대비
매출액	6,008	-15.3	3.6	6,581	-8.7
영업이익	85	-73.1	-46.2	310	-72.7
세전계속사업이익	71	-73.7	-38.2	232	-69.5
지배순이익	37	-82.2	-59.8	178	-79.4
영업이익률 (%)	1.4	-3.0 %pt	-1.3 %pt	4.7	-3.3 %pt
지배순이익률 (%)	0.6	-2.3 %pt	-1.0 %pt	2.7	-2.1 %pt

자료: 유안타증권

#### Forecasts and valuations (K-IFRS 연결)

(억원, 원, %, 배)

결산 (12월)	2017A	2018A	2019F	2020F
매출액	29,450	27,745	24,863	25,716
영업이익	2,411	1,075	678	1,122
지배순이익	1,506	620	345	644
PER	8.4	16.2	19.6	10.5
PBR	1.0	0.7	0.5	0.5
EV/EBITDA	6.4	9.3	9.7	7.4
ROE	11.9	4.6	2.5	4.4

자료: 유안타증권

[표-1] 풍산 별도기준

(단위: 십억원, 천톤, 천원/톤)

		2018	2019E	2020E	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19P	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	3.6%	8.0%	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	6,111	-1.8%	-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	1,905	2,000	517	556	491	598	433	456	5.4%	-17.9%	462	553
	신동	1,462	1,272	1,306	374	390	344	355	333	319	-4.0%	-18.0%	298	323
	방산	700	632	694	144	166	147	243	101	137	36.3%	-17.7%	164	230
신동판매량		196.7	180.7	182.0	48.9	51.1	47.2	49.6	46.7	44.5	-4.8%	-12.9%	43.5	46.1
	판/대	147.0	133.3	134.5	36.6	38.0	34.8	37.7	34.9	32.7	-6.5%	-14.0%	31.5	34.2
	기타	49.7	47.4	47.5	12.3	13.1	12.5	11.9	11.7	11.8	0.5%	-9.7%	12.0	11.9
신동판매단가 (기타 제외)		7,433	7,042	7,176	7,638	7,630	7,293	7,160	7,124	7,183	0.8%	-5.9%	6,851	7,004
	판/대	7,536	7,091	7,215	7,794	7,757	7,362	7,222	7,186	7,272	1.2%	-6.2%	6,862	7,030
영업이익 이익률		107	75	102	36	26	22	23	13	17	31.1%	-35.4%	26	19
		4.9%	3.9%	5.1%	6.9%	4.7%	4.5%	3.9%	3.0%	3.7%	0.7%p	-1.0%p	5.6%	3.5%

자료: 유안타증권

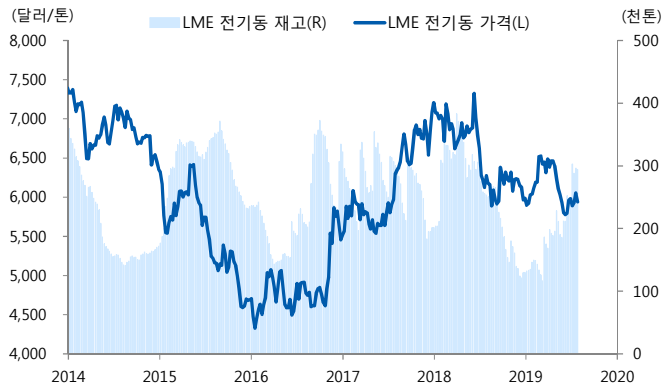
[표-2] 풍산 연결기준

(단위: 십억원)

		2018	2019E	2020E	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19P	QoQ	YoY	3Q19E	4Q19E
매출액		2,774	2,486	2,572	670	709	658	738	580	601	3.6%	-15.3%	617	689
	별도	2,163	1,905	2,000	517	556	491	598	433	456	5.4%	-17.9%	462	553
	기타	1,150	1,051	1,057	289	298	294	269	255	262	2.8%	-12.2%	270	264
	(연결조정)	538	470	486	136	145	127	130	108	118	-	-	116	128
영업이익 이익률		108	68	112	45	32	11	19	16	8	-46.2%	-73.1%	23	21
		3.9%	2.7%	4.4%	6.7%	4.4%	1.7%	2.6%	2.7%	1.4%	-1.3%p	-3.0%p	3.7%	3.0%
	별도	107	75	102	36	26	22	23	13	17	31.1%	-35.4%	26	19
	기타	1	-8	10	12	4	-12	-3	2	-8	적전	적전	-3	1
	(연결조정)	0	-1	0	2	-1	-1	1	-1	0	-	-	0	0
세전이익 이익률		87	48	88	47	27	6	8	11	7	-38.2%	-73.7%	16	13
		3.1%	1.9%	3.4%	7.0%	3.8%	0.9%	1.0%	2.0%	1.2%	-0.8%p	-2.6%p	2.7%	1.9%
지배순이익 이익률		62	34	64	37	21	1	3	9	4	-59.8%	-82.2%	12	10
		2.2%	1.4%	2.5%	5.6%	2.9%	0.2%	0.4%	1.6%	0.6%	-1.0%p	-2.3%p	2.0%	1.4%

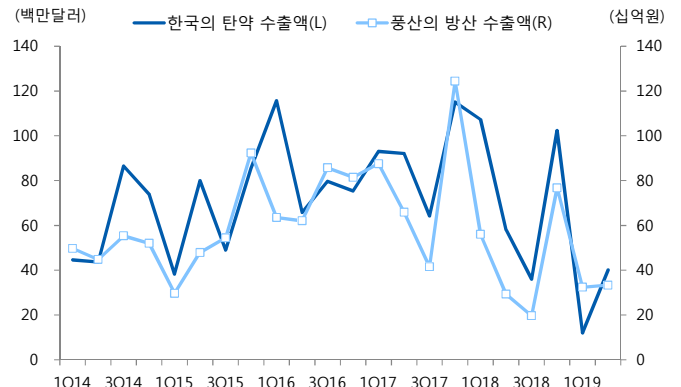
자료: 유안타증권, 주 1) 매출액과 영업이익의 기타부문 및 연결조정은 당사 추정, 주 2) 연결조정은 차감항목

[그림-1] LME 전기동 가격 및 재고



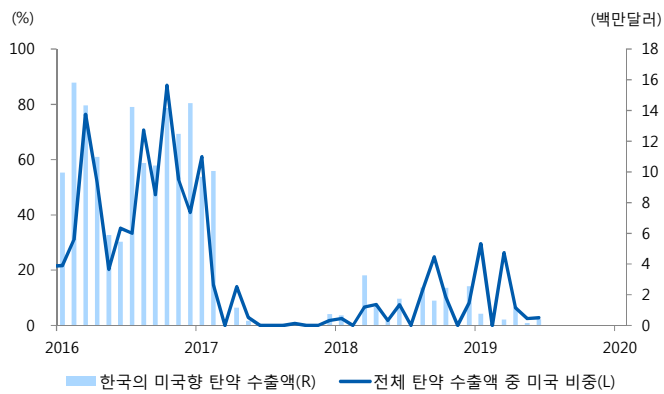
자료: Bloomberg

[그림-2] 한국 탄약 수출액과 풍산 방산 수출액



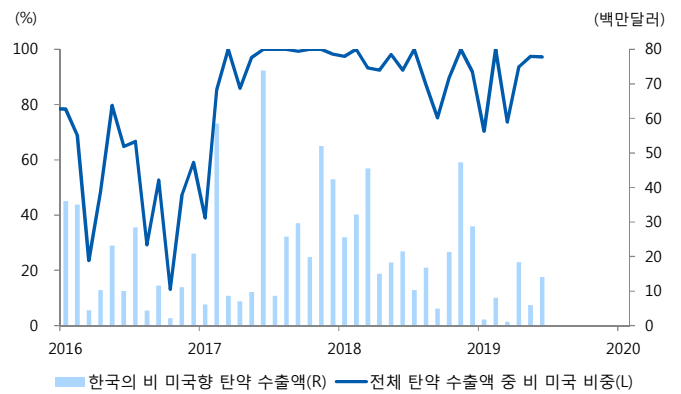
자료: 유안타증권

[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	24,863	25,716	26,235
매출원가	25,365	25,073	22,677	23,034	23,441
매출총이익	4,084	2,672	2,186	2,682	2,794
판매비	1,674	1,597	1,508	1,559	1,591
영업이익	2,411	1,075	678	1,122	1,203
EBITDA	3,295	1,995	1,616	2,042	2,104
영업외손익	-363	-201	-198	-247	-229
외환관련손익	-81	23	83	0	0
이자손익	-274	-280	-288	-272	-254
관계기업관련손익	1	0	-1	0	0
기타	-9	56	8	25	25
법인세비용차감전순이익	2,048	874	480	875	974
법인세비용	541	253	134	228	253
계속사업순이익	1,507	621	346	648	721
중단사업순이익	0	0	0	0	0
당기순이익	1,507	621	346	648	721
지배지분순이익	1,506	620	345	644	717
포괄순이익	940	963	617	919	992
지배지분포괄이익	939	962	618	919	992

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	14,887	15,010	15,244
현금및현금성자산	568	557	891	651	605
매출채권 및 기타채권	4,992	4,058	4,351	4,475	4,564
재고자산	8,385	8,712	9,258	9,498	9,690
비유동자산	13,071	13,065	12,835	12,716	12,615
유형자산	11,559	11,448	11,221	11,123	11,039
관계기업 등 지분관련자산	5	5	4	4	4
기타투자자산	97	143	166	166	166
자산총계	27,295	26,681	27,722	27,726	27,859
유동부채	9,864	8,398	9,338	8,565	8,149
매입채무 및 기타채무	2,885	2,207	2,173	2,200	2,385
단기차입금	3,548	3,953	4,686	3,886	3,286
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	13,488	12,715	12,300
지배지분	13,071	13,772	14,213	14,988	15,537
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	7,607	8,111	8,660
비지배지분	21	21	21	23	23
자본총계	13,091	13,793	14,234	15,011	15,560
순차입금	8,564	8,595	8,912	8,353	7,799
총차입금	9,243	9,253	9,891	9,091	8,491

현금흐름표	(단위: 억원)				
결산 (12월)	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
영업활동 현금흐름	1,375	812	429	192	488
당기순이익	0	0	255	648	721
감가상각비	864	886	913	898	883
외환손익	77	-11	-73	0	0
종속, 관계기업 관련손익	0	0	0	0	0
자산부채의 증감	-1,234	-833	-1,977	-1,724	-1,483
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	-716	-544
단기차입금	-220	353	678	-800	-600
사채 및 장기차입금	-345	-438	-115	0	0
자본	0	0	0	0	0
현금배당	0	0	56	84	56
기타현금흐름	0	0	0	0	0
연결범위변동 등 기타	-97	12	965	1,150	877
현금의 증감	-164	-12	335	-241	-46
기초 현금	733	568	557	891	651
기말 현금	568	557	891	651	605
NOPLAT	2,411	1,075	678	1,122	1,203
FCF	606	113	-1,302	-774	-491

자료: 유안타증권

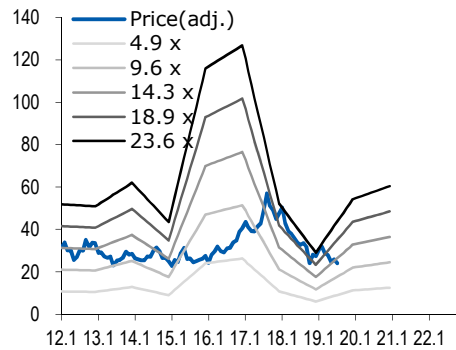
주: 1. EPS, BPS 및 PER, PBR은 지배주주 기준임  
2. PER 등 valuation 지표의 경우, 확정치는 연평균 주가 기준, 전망치는 현재주가 기준임  
3. ROE, ROA의 경우, 자본, 자산 항목은 연초, 연말 평균을 기준으로 함

Valuation 지표	(단위: 원, 배, %)				
결산 (12월)	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
EPS	5,372	2,212	1,230	2,299	2,559
BPS	46,660	49,164	50,736	53,505	55,464
EBITDAPS	11,758	7,120	5,765	7,288	7,508
SPS	105,086	99,003	88,718	91,763	93,616
DPS	800	600	500	600	600
PER	8.4	16.2	19.6	10.5	9.4
PBR	1.0	0.7	0.5	0.5	0.4
EV/EBITDA	6.4	9.3	9.7	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	-10.4	3.4	2.0
영업이익 증가율 (%)	10.7	-55.4	-36.9	65.5	7.2
지배순이익 증가율 (%)	9.4	-58.8	-44.4	86.9	11.3
매출총이익률 (%)	13.9	9.6	8.8	10.4	10.7
영업이익률 (%)	8.2	3.9	2.7	4.4	4.6
자본이익률 (%)	5.1	2.2	1.4	2.5	2.7
EBITDA 마진 (%)	11.2	7.2	6.5	7.9	8.0
ROIC	8.3	3.5	2.2	3.7	3.9
ROA	5.5	2.3	1.3	2.3	2.6
ROE	11.9	4.6	2.5	4.4	4.7
부채비율 (%)	108.5	93.4	94.8	84.7	79.0
순차입금/자기자본 (%)	65.5	62.4	62.7	55.7	50.2
영업이익/금융비용 (배)	8.7	3.8	2.2	3.8	4.4

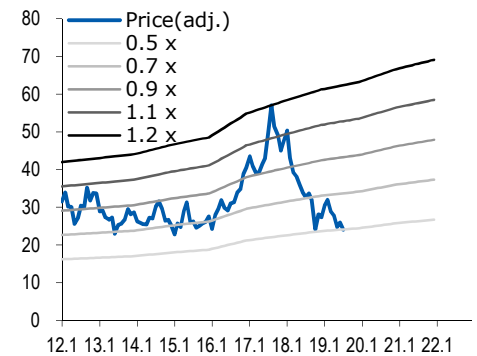
P/E band chart

(천원)

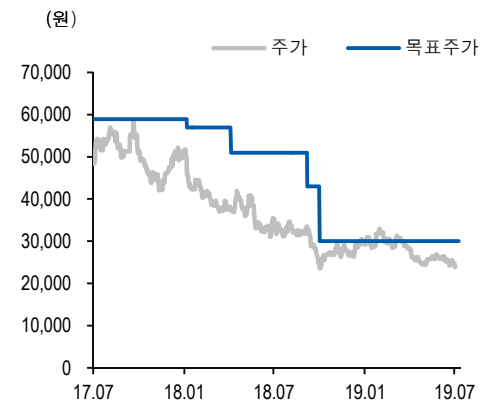


P/B band chart

(천원)



풍산 (103140) 투자등급 및 목표주가 추이



일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점	과리율 평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
2019-07-31	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

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)	86.9
Hold(중립)	12.6
Sell(비중 축소)	0.0
합계	100.0

주: 기준일 2019-07-28

※ 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.