

풍산 (103140)

금속



이현수

02 3770 5718
hyunsoo.yi@yuantakorea.com

투자 의견	HOLD (M)
목표주가	27,000원 (D)
현재주가 (10/1)	22,450원
상승여력	20%

시가총액	6,291억원
총발행주식수	28,024,278주
60일 평균 거래대금	17억원
60일 평균 거래량	73,371주
52주 고	33,450원
52주 저	20,950원
외인지분율	9.92%
주요주주	풍산홀딩스 외 3인 38.01%

주가수익률(%)	1개월	3개월	12개월
절대	2.0	(14.3)	(32.0)
상대	(3.1)	(11.9)	(23.2)
절대(달러환산)	3.3	(17.0)	(36.8)

3Q19 Preview: 구리, 수급 부담 존재

3Q19 Preview: 개선되지 않은 영업환경

별도 영업이익 174억원(yoy -21%), 연결 영업이익 141억원(yoy +23%) 전망

1) 신동부문: 3Q(6~8월) LME 전기동 가격은 5,844달러/톤으로 2Q(3~5월) 대비 -7.2% 하락했으며 3Q(7~9월) 환율은 1,194원/달러를 기록하여 2Q(4~6월) 1,167원/달러 대비 원화 약세가 나타났다. 3Q에 진행된 전기동 가격 약세 흐름은 메탈로스와 재고자산평가손실을 동시에 발생시켜 전분기대비 수익성 악화요인이 됐을 것으로 사료된다. 신동 판매량은 수요 부진과 계절적 비수기가 겹치며 전분기대비 -2% 감소한 4.3만톤을 기록할 것으로 판단된다.

2) 방산부문: 3Q 중동향 탄약 판매 확대에 따라 수출 매출액은 전분기대비 증가했을 것으로 예상된다. 내수 매출액은 한화 대전공장 가동 중단이 3Q까지 영향을 미치며 전분기와 유사한 수준에 머물 것으로 판단된다. 이에 따라 방산 매출액은 전분기대비 소폭 증가할 것으로 사료되지만 전년 동기대비로는 감소가 불가피할 것으로 추정된다.

세계 구리 수급, 상반기 대비 하반기 공급 증가 예상

ICSG에 따르면 2019년 상반기 세계 구리 광산 생산량은 992만톤으로 yoy -1.4% 감소했다. 이는 남미 지역 광산들의 파업 등에 따른 것으로 추정된다. 세계 최대 구리 광산 생산 국가인 칠레의 상반기 생산량은 278만톤으로 yoy -2.7% 감소했다. 그러나, 칠레의 8월 구리 광산 생산량은 51.8만톤을 기록하며 yoy +11% 증가했다. Codelco를 비롯한 칠레 주요 광산들은 하반기 광산 생산량을 증가시킬 것으로 관측된다. Cochilco는 2019년 칠레 구리 광산 생산량을 583만톤으로 추정하고 있다. 이를 근거로 유추한 칠레 하반기 구리 광산 생산량은 305만톤으로 상반기 대비 +10% 증가한 수준이다. 대외적인 환경 개선(달러 약세 및 중국 경기 부양책)이 나타난다면 구리 가격에 긍정적이겠지만 광산 생산량 증가는 구리 가격에 부담이 될 것으로 판단된다.

투자의견 HOLD 유지, 목표주가 27,000원으로 하향

2Q 신동부문 Product-mix가 악화된 바 있다. 전체 신동 판매량 감소와 함께 고부가가치 제품 판매 비중이 낮아지며 신동부문 수익성은 기대를 하회했었다. 이러한 흐름은 3Q에도 이어진 것으로 추정된다. 방산부문은 중동향 수출이 3Q에 나타났지만 지역적 특성상 지속성을 장담할 수 없다. Target PBR을 0.6x에서 0.5x로 변경하며 이에 따라 목표주가를 기존 30,000원에서 27,000원으로 하향 조정한다. 투자의견은 HOLD를 유지한다.

	3Q19E	전년동기대비	전분기대비	컨센서스	컨센서스대비
매출액	5,994	-8.9	-0.2	6,319	-5.2
영업이익	141	23.4	66.9	213	-33.6
세전계속사업이익	122	112.4	72.1	149	-17.8
지배순이익	95	723.8	160.1	110	-13.5
영업이익률 (%)	2.4	+0.7 %pt	+1.0 %pt	3.4	-1.0 %pt
지배순이익률 (%)	1.6	+1.4 %pt	+1.0 %pt	1.7	-0.1 %pt

자료: 유안타증권

	결산 (12월)	2017A	2018A	2019F	2020F
매출액		29,450	27,745	24,643	25,157
영업이익		2,411	1,075	555	954
지배순이익		1,506	620	337	688
PER		8.4	16.2	18.6	9.1
PBR		1.0	0.7	0.4	0.4
EV/EBITDA		6.4	9.3	9.8	7.4
ROE		11.9	4.6	2.4	4.7

자료: 유안타증권

[표-1] 풍산 별도기준

(단위: 십억원, 천톤, 천원/톤)

		2018	2019E	2020E	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19	3Q19E	QoQ	YoY	4Q19E
환율 (원/달러)	분기평균	1,100	1,169	1,190	1,072	1,080	1,121	1,128	1,126	1,167	1,194	2.4%	6.5%	1,190
	1개월래깅	1,097	1,164	1,190	1,078	1,072	1,113	1,127	1,123	1,153	1,187	2.9%	6.6%	1,192
전기동가격 (달러/톤)	분기평균	6,532	5,984	5,943	6,958	6,881	6,120	6,169	6,221	6,111	5,808	-5.0%	-5.1%	5,798
	1개월래깅	6,593	6,007	5,923	6,969	6,825	6,423	6,155	6,105	6,299	5,844	-7.2%	-9.0%	5,778
매출액		2,163	1,879	1,933	517	556	491	598	433	456	442	-3.2%	-10.1%	547
	신동	1,462	1,267	1,268	374	390	344	355	333	319	301	-5.9%	-12.7%	314
	방산	700	612	665	144	166	147	243	101	137	141	3.0%	-3.9%	233
신동판매량		196.7	180.7	182.0	48.9	51.1	47.2	49.6	46.7	44.5	43.5	-2.2%	-7.9%	46.1
	판/대	147.0	133.3	134.5	36.6	38.0	34.8	37.7	34.9	32.7	31.5	-3.5%	-9.3%	34.2
	기타	49.7	47.4	47.5	12.3	13.1	12.5	11.9	11.7	11.8	12.0	1.5%	-3.8%	11.9
신동판매단가 (기타 제외)		7,433	7,010	6,968	7,638	7,630	7,293	7,160	7,124	7,183	6,913	-3.8%	-5.2%	6,818
	판/대	7,536	7,056	6,999	7,794	7,757	7,362	7,222	7,186	7,272	6,926	-4.8%	-5.9%	6,837
영업이익 <i>이익률</i>		107	63	86	36	26	22	23	13	17	17	3.4%	-20.8%	16
		4.9%	3.3%	4.4%	6.9%	4.7%	4.5%	3.9%	3.0%	3.7%	3.9%	0.3%p	-0.5%p	2.9%

자료: 유안타증권

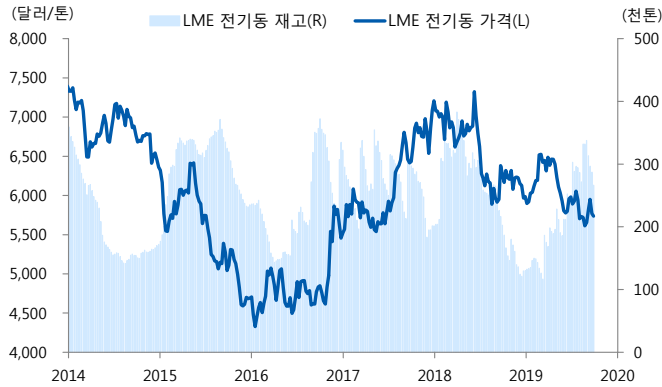
[표-2] 풍산 연결기준

(단위: 십억원)

		2018	2019E	2020E	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19	3Q19E	QoQ	YoY	4Q19E
매출액		2,774	2,464	2,516	670	709	658	738	580	601	599	-0.2%	-8.9%	684
	별도	2,163	1,879	1,933	517	556	491	598	433	456	442	-3.2%	-10.1%	547
	¹⁾ 기타	1,150	1,048	1,053	289	298	294	269	255	260	269	3.8%	-8.3%	263
	(연결조정)	538	462	471	136	145	127	130	108	115	112	-	-	127
영업이익 <i>이익률</i>		108	56	95	45	32	11	19	16	8	14	66.9%	23.4%	17
		3.9%	2.3%	3.8%	6.7%	4.4%	1.7%	2.6%	2.7%	1.4%	2.4%	0.9%p	0.6%p	2.5%
	별도	107	63	86	36	26	22	23	13	17	17	3.4%	-20.8%	16
	¹⁾ 기타 (연결조정)	1 0	-5 2	10 0	12 2	4 -1	-12 -1	-3 1	2 -1	-5 3	-3 0	적지 -	적지 -	1 0
세전이익 <i>이익률</i>		87	46	89	47	27	6	8	11	7	12	72.2%	112.5%	15
		3.1%	1.8%	3.5%	7.0%	3.8%	0.9%	1.0%	2.0%	1.2%	2.0%	0.9%p	1.2%p	2.2%
지배순이익 <i>이익률</i>		62	34	69	37	21	1	3	9	4	10	160.3%	726.1%	11
		2.2%	1.4%	2.7%	5.6%	2.9%	0.2%	0.4%	1.6%	0.6%	1.6%	1.0%p	1.4%p	1.7%

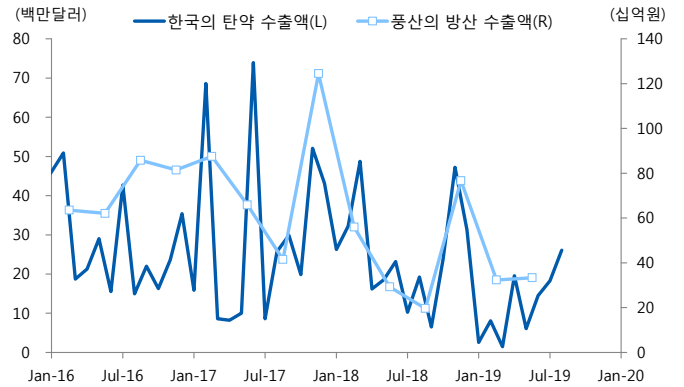
자료: 유안타증권, 주 1) 매출액과 영업이익의 기타부문 및 연결조정은 당사 추정, 주 2) 연결조정은 차감항목

[그림-1] LME 전기동 가격 및 재고



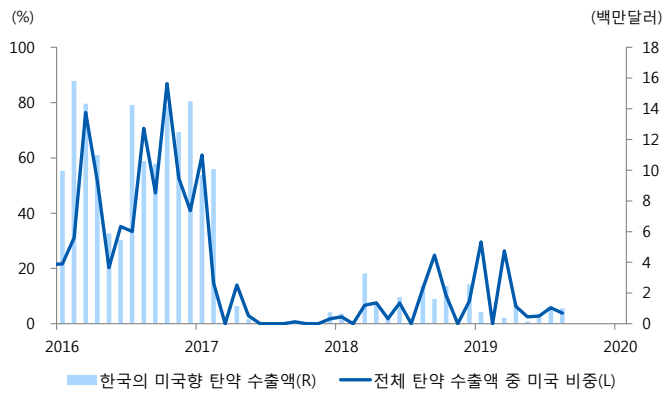
자료: Bloomberg

[그림-2] 한국 탄약 수출액과 풍산 방산 수출액



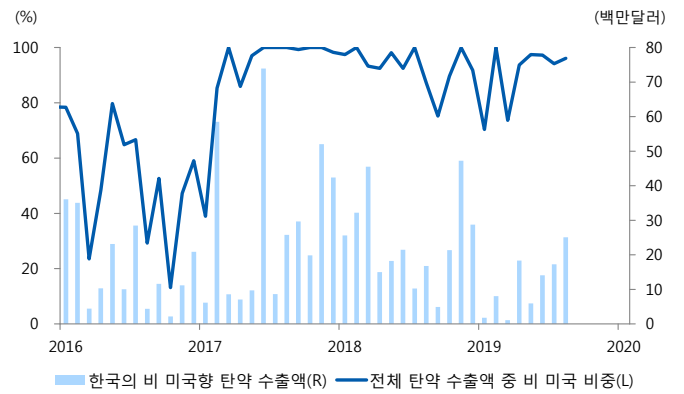
자료: 유안타증권

[그림-3] 한국의 미국향 탄약 수출액



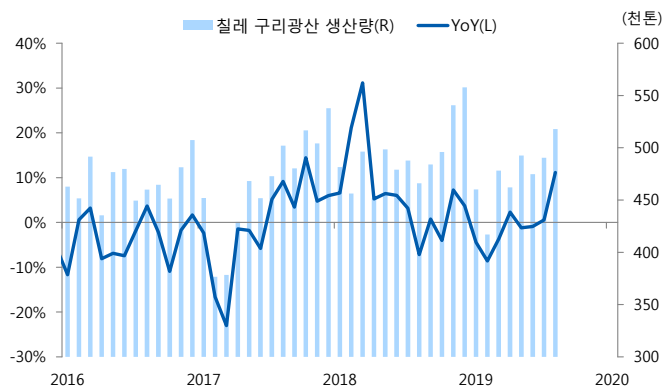
자료: 유안타증권

[그림-4] 한국의 비 미국향 탄약 수출액



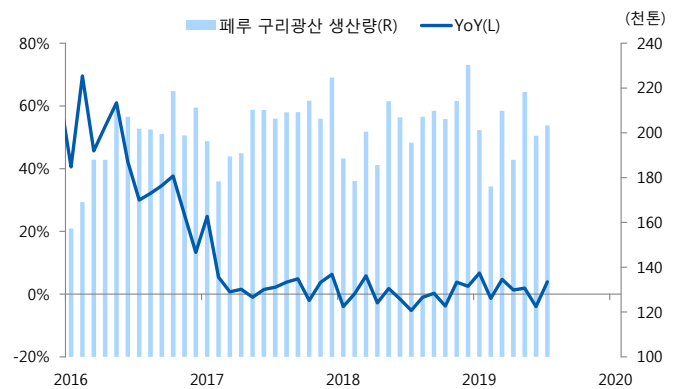
자료: 유안타증권

[그림-5] 칠레 구리광산 생산량



자료: National Institute of Statistics

[그림-6] 페루 구리광산 생산량



자료: Ministry of Energy and Mines

풍산 (103140) 추정재무제표 (K-IFRS 연결)

손익계산서 (단위: 억원)					
결산 (12월)	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
매출액	29,450	27,745	24,643	25,157	25,756
매출원가	25,365	25,073	22,590	22,668	23,090
매출총이익	4,084	2,672	2,053	2,489	2,666
판매비	1,674	1,597	1,498	1,535	1,571
영업이익	2,411	1,075	555	954	1,094
EBITDA	3,295	1,995	1,513	1,876	2,046
영업외손익	-363	-201	-100	-68	-40
외환관련손익	-81	23	48	0	0
이자손익	-274	-280	-286	-256	-228
관계기업관련손익	1	0	-4	0	0
기타	-9	56	142	188	188
법인세비용차감전순손익	2,048	874	455	886	1,055
법인세비용	541	253	117	195	232
계속사업순손익	1,507	621	338	691	823
중단사업순손익	0	0	0	0	0
당기순이익	1,507	621	338	691	823
지배지분순이익	1,506	620	337	688	819
포괄순이익	940	963	610	964	1,095
지배지분포괄이익	939	962	610	963	1,095

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	14,360	15,140	15,524
현금및현금성자산	568	557	255	771	825
매출채권 및 기타채권	4,992	4,058	4,222	4,270	4,369
재고자산	8,385	8,712	9,482	9,697	9,928
비유동자산	13,071	13,065	12,965	12,643	12,292
유형자산	11,559	11,448	11,053	10,754	10,421
관계기업등 지분관련자산	5	5	1	1	1
기타투자자산	97	143	172	172	172
자산총계	27,295	26,681	27,325	27,783	27,816
유동부채	9,864	8,398	9,004	8,584	7,938
매입채무 및 기타채무	2,885	2,207	1,939	1,920	2,074
단기차입금	3,548	3,953	3,773	3,373	2,573
유동성장기부채	2,517	1,681	1,923	1,923	1,923
비유동부채	4,339	4,490	4,087	4,087	4,087
장기차입금	1,184	1,624	1,242	1,242	1,242
사채	1,995	1,995	1,994	1,994	1,994
부채총계	14,204	12,888	13,091	12,671	12,025
지배지분	13,071	13,772	14,213	15,089	15,768
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	7,601	8,204	8,883
비지배지분	21	21	21	23	23
자본총계	13,091	13,793	14,234	15,112	15,790
순차입금	8,564	8,595	8,559	7,643	6,789
총차입금	9,243	9,253	8,932	8,532	7,732

현금흐름표 (단위: 억원)					
결산 (12월)	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
영업활동 현금흐름	1,375	812	517	2,056	2,324
당기순이익	0	0	210	691	823
감가상각비	864	886	932	899	933
외환손익	77	-11	-13	0	0
종속, 관계기업 관련손익	0	0	0	0	0
자산부채의 증감	-1,234	-833	-850	93	200
기타현금흐름	1,668	769	236	372	369
투자활동 현금흐름	-877	-751	-600	-659	-659
투자자산	0	-11	0	0	0
유형자산 증가 (CAPEX)	-818	-738	-534	-600	-600
유형자산 감소	25	22	4	0	0
기타현금흐름	-83	-24	-70	-59	-59
재무활동 현금흐름	-565	-85	-212	-92	-548
단기차입금	-220	353	-256	-400	-800
사채 및 장기차입금	-345	-438	-180	0	0
자본	0	0	0	0	0
현금배당	0	0	224	308	252
기타현금흐름	0	0	0	0	0
연결범위변동 등 기타	-97	12	-7	-789	-1,063
현금의 증감	-164	-12	-302	516	54
기초 현금	733	568	557	255	771
기말 현금	568	557	255	771	825
NOPLAT	2,411	1,075	555	954	1,094
FCF	606	113	-14	1,159	1,406

자료: 유안타증권

주: 1. EPS, BPS 및 PER, PBR은 지배주주 기준임

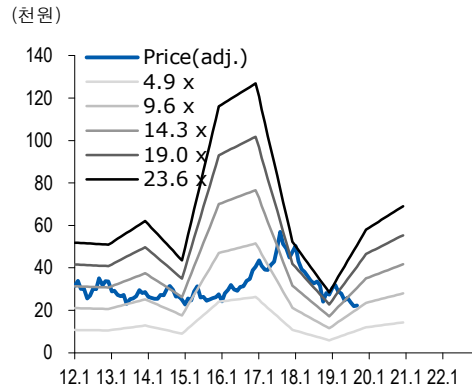
2. PER 등 valuation 지표의 경우, 확정치는 연평균 주가 기준, 전망치는 현재주가 기준임

3. ROE, ROA의 경우, 자본, 자산 항목은 연초, 연말 평균을 기준으로 함

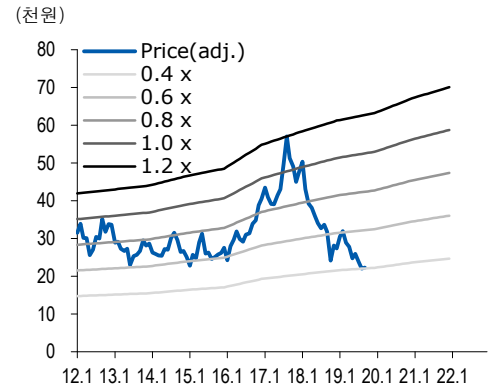
Valuation 지표 (단위: 원, 배, %)					
결산 (12월)	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
EPS	5,372	2,212	1,201	2,454	2,921
BPS	46,660	49,164	50,738	53,866	56,288
EBITDAPS	11,758	7,120	5,398	6,693	7,301
SPS	105,086	99,003	87,934	89,768	91,905
DPS	800	600	300	500	500
PER	8.4	16.2	18.6	9.1	7.6
PBR	1.0	0.7	0.4	0.4	0.4
EV/EBITDA	6.4	9.3	9.8	7.4	6.4
PSR	0.4	0.4	0.3	0.2	0.2

재무비율 (단위: 배, %)					
결산 (12월)	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
매출액 증가율 (%)	4.0	-5.8	-11.2	2.1	2.4
영업이익 증가율 (%)	10.7	-55.4	-48.3	71.8	14.7
지배순이익 증가율 (%)	9.4	-58.8	-45.7	104.4	19.0
매출총이익률 (%)	13.9	9.6	8.3	9.9	10.4
영업이익률 (%)	8.2	3.9	2.3	3.8	4.2
지배순이익률 (%)	5.1	2.2	1.4	2.7	3.2
EBITDA 마진 (%)	11.2	7.2	6.1	7.5	7.9
ROIC	8.3	3.5	1.9	3.4	3.9
ROA	5.5	2.3	1.2	2.5	2.9
ROE	11.9	4.6	2.4	4.7	5.3
부채비율 (%)	108.5	93.4	92.0	83.9	76.2
순차입금/자기자본 (%)	65.5	62.4	60.2	50.7	43.1
영업이익/금융비용 (배)	8.7	3.8	1.8	3.4	4.3

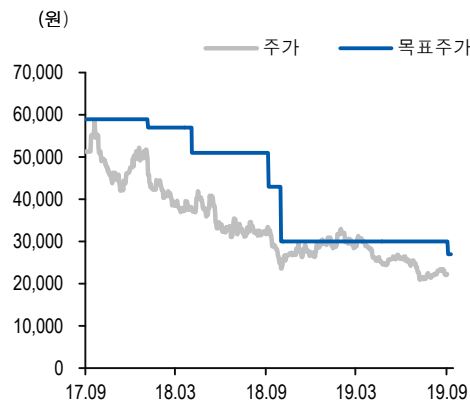
P/E band chart



P/B band chart



풍산 (103140) 투자등급 및 목표주가 추이



일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
2019-10-02	HOLD	27,000	1년		
2019-01-15	HOLD	30,000	1년	-10.99	-
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)	0.6
Buy(매수)	88.1
Hold(중립)	11.4
Sell(비중 축소)	0.0
합계	100.0

주: 기준일 2019-09-29

※ 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.