

2017/02/10

풍산(103140)

중장기 접근은 여전히 유효

■ 16.4Q 실적 소폭 부진. 17.1Q 둔화는 매년 반복되는 이슈

동사의 16년 4분기 연결기준 영업이익은 600억원 [+2.5%, q-q]으로 시장 컨센서스 [670억원]을 소폭 하회했다. 전기동 가격 강세로 본사 및 전기동 관련 자회사가 Metal gain을 상당 인식했음에도, 실적이 기대치에 미치지 못한 이유는 다음과 같다. 첫째, 방산 부문 마진 하락이다. 이는 16.4Q 매출 증가(3Q 1,880억원 → 4Q 2,900억원)의 대부분이 수출 대비 마진율이 낮은 내수向 매출이었고, 내수 판매 중에서도 상대적으로 수익성이 떨어지는 특정 품목의 매출이 일시적으로 증가했기 때문이다. 두번째, 미국 자회사 PMX 실적이 판매량 감소로 소폭 부진했다. 동사의 17.1Q 연결 영업이익은 전분기 대비 27.1% 감소한 440억원으로 추정된다. 이는 방산 매출의 계절적 감소 [2,900억원 → 1,430억원] 및 Metal gain 축소 때문이다. 그러나 1분기 방산 매출 감소는 매년 반복되는 계절적 이슈이므로 우려할 필요는 전혀 없다.

■ 단기 모멘텀은 소폭 둔화, 중장기 긍정적 접근은 여전히 유효

최근 동사의 주가는 미국向 방산 수출 둔화 우려로 하락했다. 일시적인 이유 이기는 하나, 현 시점에서 방산 마진이 하락하였고, 미국 PMX 판매량이 감소했다는 점은 단기 주가에 부담 요인으로 작용할 수 있다. 그러나 중장기 긍정적 접근은 여전히 유효하다.

첫째, 전기동 가격은 중장기는 물론 단기적으로도 긍정적인 흐름을 보일 것이다. <그림 1> 특히 글로벌 최대 규모인 칠레 Escondida 광산(글로벌 생산량의 5% 생산)의 2/9 가동 중단 및 파업 돌입으로 전기동 가격은 단기적으로도 강세를 보일 것이다.

둘째, 미국向 수출 둔화 우려 역시 점진적으로 해소될 전망이다. 최근 미국 총기 구매 관련 신원 조회 건수가 전년대비 큰 폭으로 감소한 것은 『역 거제 효과』 때문이다. <그림 2> 비교 기간인 『15년 12월 / 16년 1월』은 오바마의 총기 규제 행정 명령 발표 전후 가수요가 폭발, 신원 조회 건수가 '역사적' 최고치를 경신하던 시기이다. 이를 배제하고 보면 최근 신원 조회 건수는 나쁘지 않은 수치이다. 미국 주요 총기 업체 중 하나인 American Outdoors Brand Corp [Smith Wesson]의 17년[18FY] 실적 예상치 또한 미국 내 상황이 지나치

철강/비철금속 김윤상

(2122-9205) yoonsang.kim@hi-ib.com

Buy (Maintain)

목표주가(6M)	49,000원
종가(2017/02/09)	40,100원

Stock Indicator

자본금	140십억원
발행주식수	2,802만주
시가총액	1,124십억원
외국인지분율	26.2%
배당금(2015)	500원
EPS(2016E)	4,910원
BPS(2016E)	43,493원
ROE(2016E)	11.9%
52주 주가	24,650~44,600원
60일평균거래량	164,270주
60일평균거래대금	6.9십억원

Price Trend



게 비관적이지 않음을 시사한다. <그림 3>미국으로의 수출 둔화는 15년 이후 급증하고 있는 중동 등 타 지역으로의 수출량 증대로 상쇄할 수 있을 것이다. <그림 4>

■ 투자 의견 Buy. 목표주가 4.9만원

동사에 대한 투자 의견 Buy를 유지하고, 16.4Q 실적 부진에 따른 BPS 하락분을 반영, <표4> 목표주가를 기존 5.2만원에서 4.9만원으로 하향 조정한다. 목표주가는 17년 예상 BPS 48,137원에 Target PBR 1.02x [17년 예상 ROE 10.9%, COE 11%]를 적용하여 산출했다.

<표 1> 풍산 16.4Q Review

(단위: 십억원)

	4Q15	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16(a)	y-y	q-q	컨센서스	차이(a-b)
매출액	731	614	710	697	811	11.0%	16.4%	793	2.2%
영업이익	26	39	60	59	60	135.0%	3.2%	67	-9.6%
세전이익	21	31	54	48	49	129.9%	1.4%	60	-19.7%
지배주주순이익	12	23	41	37	37	201.2%	-1.4%	45	-17.3%
영업이익률	3.5%	6.4%	8.4%	8.4%	7.5%			8.4%	-1.0%p
세전이익률	2.9%	5.1%	7.7%	6.9%	6.0%			7.6%	-1.6%p
지배주주순이익률	1.7%	3.7%	5.7%	5.4%	4.5%			5.6%	-1.1%p

자료: 풍산 하이투자증권 리서치

<표 2> 풍산 분기별 실적 요약 및 전망 (K-IFRS 별도 기준)

(단위: 십억원)

	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	2016	1Q17E	2Q17E	3Q17E	4Q17E	2017E
매출액	431	511	485	607	2,034	472	562	534	642	2,210
영업이익	31	51	41	47	170	33	48	46	49	175
영업이익률	7.1%	9.9%	8.5%	7.7%	8.3%	6.9%	8.6%	8.6%	7.6%	7.9%

자료: 풍산 하이투자증권 리서치

<표 3> 풍산 분기별 실적 요약 및 전망 (K-IFRS 연결 기준)

(단위: 십억원)

	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	2016	1Q17E	2Q17E	3Q17E	4Q17E	2017E
매출액	614	710	697	811	2,832	657	782	743	894	3,076
영업이익	39	60	59	60	218	44	59	57	60	220
세전이익	31	54	48	49	182	36	52	49	53	189
지배주주순이익	23	41	37	37	138	27	38	36	39	140
영업이익률	6.4%	8.4%	8.4%	7.5%	7.7%	6.7%	7.6%	7.6%	6.8%	7.2%
세전이익률	5.1%	7.7%	6.9%	6.0%	6.4%	5.5%	6.6%	6.6%	5.9%	6.2%
지배주주순이익률	3.7%	5.7%	5.4%	4.5%	4.9%	4.1%	4.9%	4.9%	4.4%	4.5%

자료: 풍산 하이투자증권 리서치

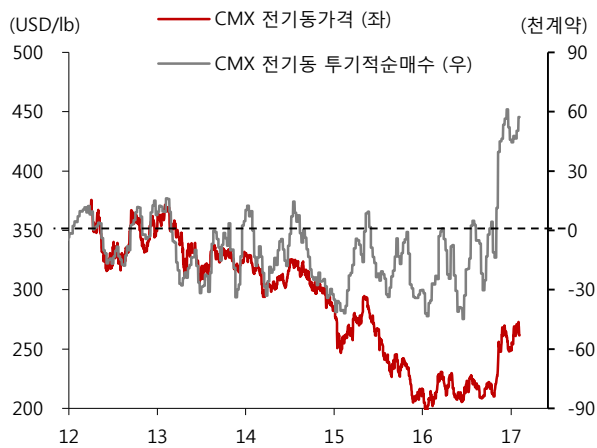
<표 4> 풍산 수익추정 변경 요약 (K-IFRS 연결 기준)

(단위: 십억원)

항목	신규추정(a)		기존추정(b)		GAP(a/b-1)	
	2017E	2018E	2017E	2018E	2017E	2018E
매출액	3,076	3,103	3,007	3,055	2.3%	1.6%
영업이익	220	223	220	222	-0.1%	0.5%
세전이익	189	196	191	196	-0.9%	0.0%
지배주주순이익	140	145	141	144	-0.5%	0.5%
영업이익률	7.2%	7.2%	7.3%	7.3%	-0.2%p	-0.1%p
세전이익률	6.2%	6.3%	6.4%	6.4%	-0.2%p	-0.1%p
지배주주순이익률	4.5%	4.7%	4.7%	4.7%	-0.1%p	0.0%p

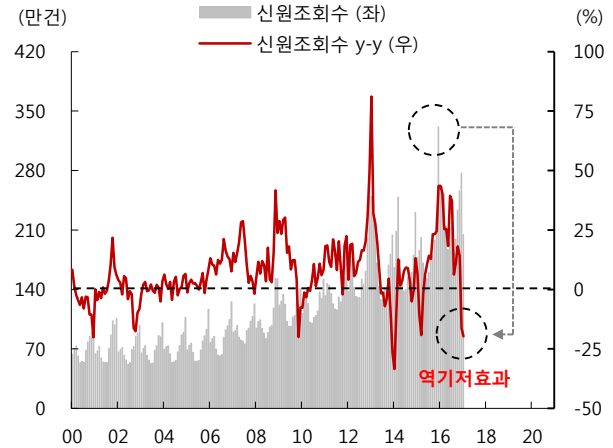
자료: 풍산, 하이투자증권 리서치

<그림 1> CMX 전기동 가격 및 투기적 포지션 : 최근 칠레 공급 차질 이슈로 재차 반등 중



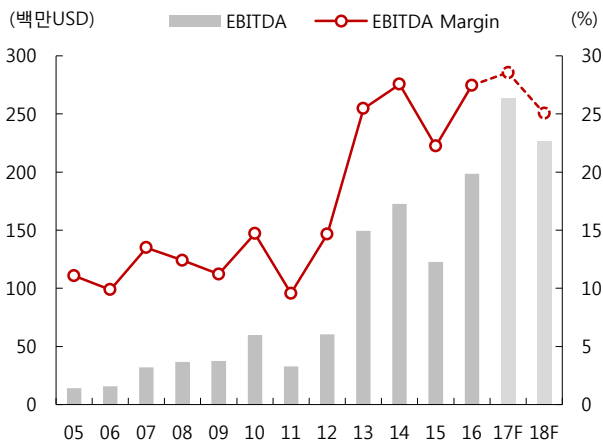
자료: 하이투자증권

<그림 2> 美 FBI 총기구매 신원조회 요청 건수 추이 및 y-y: 신원 조회 건수는 통상 연말 급증 후 다음 해 1 월에는 감소하는 흐름을 보임. 17년 1월 수치는 과거연도 1월 수치 대비 세번째로 많은 규모



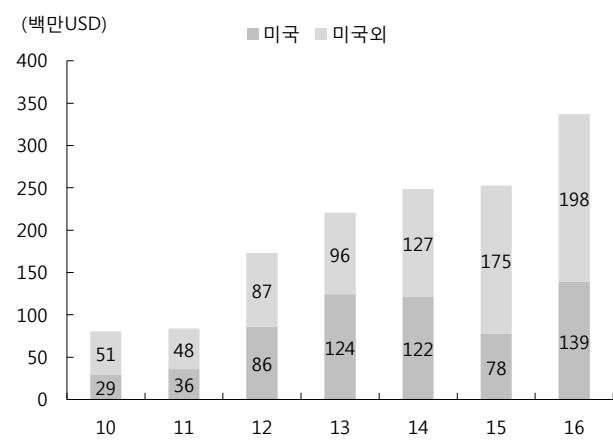
자료: 하이투자증권

<그림 3> American Outdoors Brand Corp. 실적추이 및 전망 : 둔화되었으나 나쁘지 않은 흐름



자료: 하이투자증권

<그림 4> 국내 탄약류 지역별 수출액 추이 : 미국 외 시장으로의 탄약 수출은 15년부터 급격히 증가



자료: 하이투자증권

K-IFRS 연결 요약 재무제표

재무상태표	(단위:십억원)			
	2015	2016E	2017E	2018E
유동자산	1,278	1,374	1,470	1,512
현금 및 현금성자산	54	56	40	70
단기금융자산	9	6	6	6
매출채권	468	489	530	535
재고자산	740	807	877	884
비유동자산	1,329	1,305	1,280	1,254
유형자산	1,175	1,153	1,129	1,106
무형자산	20	18	16	15
자산총계	2,608	2,679	2,750	2,766
유동부채	969	732	742	742
매입채무	118	119	129	130
단기차입금	415	415	315	315
유동성장기부채	292	55	155	154
비유동부채	546	726	656	537
사채	199	399	349	250
장기차입금	218	198	178	158
부채총계	1,515	1,458	1,398	1,279
지배주주지분	1,091	1,219	1,349	1,484
자본금	140	140	140	140
자본잉여금	495	495	495	495
이익잉여금	450	568	689	814
기타자본항목	6	16	26	35
비지배주주지분	2	2	2	3
자본총계	1,093	1,221	1,351	1,487

포괄손익계산서	(단위:십억원%)			
	2015	2016E	2017E	2018E
매출액	2,820	2,832	3,076	3,103
증가율(%)	-6.0	0.4	8.6	0.9
매출원가	2,579	2,471	2,715	2,736
매출총이익	240	360	361	366
판매비와관리비	129	142	141	143
연구개발비	6	6	6	6
기타영업수익	-	-	-	-
기타영업비용	-	-	-	-
영업이익	111	218	220	223
증가율(%)	-13.0	96.5	0.9	1.3
영업이익률(%)	3.9	7.7	7.2	7.2
이자수익	0	0	0	0
이자비용	40	32	30	26
지분법이익(손실)	0	0	0	0
기타영업외손익	9	-3	0	0
세전계속사업이익	80	182	189	196
법인세비용	28	44	49	51
세전계속이익률(%)	2.8	6.4	6.2	6.3
당기순이익	52	138	140	145
순이익률(%)	1.8	4.9	4.6	4.7
지배주주귀속 순이익	52	138	140	145
기타포괄이익	10	10	10	10
총포괄이익	62	148	150	155
지배주주귀속총포괄이익	-	-	-	-

현금흐름표	(단위:십억원)			
	2015	2016E	2017E	2018E
영업활동 현금흐름	340	171	193	312
당기순이익	52	138	140	145
유형자산감가상각비	79	82	83	84
무형자산상각비	2	2	2	2
지분법관련손실(이익)	0	0	0	0
투자활동 현금흐름	-85	-56	-59	-59
유형자산의 처분(취득)	-87	-60	-60	-60
무형자산의 처분(취득)	0	-	-	-
금융상품의 증감	0	0	0	0
재무활동 현금흐름	-246	-71	-90	-140
단기금융부채의증감	-369	-237	-	-1
장기금융부채의증감	124	180	-70	-119
자본의증감	-	-	-	-
배당금지급	-17	-17	-17	-17
현금및현금성자산의증감	14	2	-15	29
기초현금및현금성자산	40	54	56	40
기말현금및현금성자산	54	56	40	70

주요투자지표	2015	2016E	2017E	2018E
주당지표(원)				
EPS	1,841	4,910	4,992	5,166
BPS	38,930	43,493	48,137	52,954
CFPS	4,728	7,921	8,029	8,210
DPS	500	700	700	700
Valuation(배)				
PER	15.0	8.2	8.0	7.8
PBR	0.7	0.9	0.8	0.8
PCR	5.8	5.1	5.0	4.9
EV/EBITDA	9.6	7.0	6.8	6.2
Key Financial Ratio(%)				
ROE	4.8	11.9	10.9	10.2
EBITDA 이익률	6.8	10.7	9.9	9.9
부채비율	138.6	119.4	103.5	86.1
순부채비율	97.2	82.4	70.4	53.9
매출채권회전율(x)	5.7	5.9	6.0	5.8
재고자산회전율(x)	3.3	3.7	3.7	3.5

자료 : 풍산, 하이투자증권 리서치센터

주가와 목표주가의 차이



투자의견 변동 내역 및 목표주가 차이

의견제시일자	투자의견	목표주가
2017-02-10	Buy	49,000
2017-01-17	Buy	52,000
2016-11-30	Buy	46,000
2016-09-21(담당자변경)	Buy	42,000
2015-06-05(담당자변경)	Buy	33,000

Compliance notice

당 보고서 공표일 기준으로 해당 기업과 관련하여,

- ▶ 회사는 해당 종목을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- ▶ 금융투자분석사와 그 배우자는 해당 기업의 주식을 보유하고 있지 않습니다.
- ▶ 당 보고서는 기관투자자 및 제 3자에게 E-mail등을 통하여 사전에 배포된 사실이 없습니다.
- ▶ 회사는 6개월간 해당 기업의 유가증권 발행과 관련 주관사로 참여하지 않았습니다.

▶ 당 보고서에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다. (작성자:김윤상)

본 분석자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위한 참고자료이며, 따라서, 본 자료에 의한 투자자의 투자결과에 대해 어떠한 목적의 증빙자료로도 사용될 수 없으며, 어떠한 경우에도 작성자 및 당사의 허가 없이 전제, 복사 또는 대여될 수 없습니다. 무단전제 등으로 인한 분쟁발생시 법적 책임이 있음을 주지하시기 바랍니다.

1. 종목추천 투자등급 (추천일기준 증가대비 3등급) 종목투자의견은 향후 6개월간 추천일 증가대비 해당종목의 예상 목표수익률을 의미함.(2014년 5월 12일 부터 적용)

- Buy(매 수): 추천일 증가대비 +15%이상 - Hold(보유): 추천일 증가대비 -15% ~ 15% 내외 등락 - Sell(매도): 추천일 증가대비 -15%이상

2. 산업추천 투자등급 (시가총액기준 산업별 시장비중대비 보유비중의 변화를 추천하는 것임)

- Overweight(비중확대), - Neutral (중립), - Underweight (비중축소)

하이투자증권 투자비용 등급 공시 2016-12-31 기준

구분	매수	중립(보유)	매도
투자의견 비율(%)	89.2 %	10.8 %	-