



2017/04/28

풍산(103140)

서프라이즈, 여전히 매력적인 주가 수준

■ 17.1Q 실적, 시장 예상치 큰 폭 상회

동사의 17.1Q 연결 영업이익 [817억원, +36% q-q]은 시장 기대치 [610억원]을 큰 폭으로 상회했다. <표 1> 이유는 다음과 같다.

첫째, 민수 부문 실적이 큰 폭으로 개선되었다. 이는 전기동 가격 강세로 본사 및 해외 자회사에서 200억원 이상의 대규모 Metal gain이 발생했기 때문이다. 17.1Q 민수 부문 영업이익률은 9~10% 수준으로, 이는 5~6%의 통상 마진 수준을 크게 상회하는 수치이다.

둘째, 17.1Q 방산 부문 영업이익이 매출 감소 [16.4Q 2,900억원 → 17.1Q 1,790억원]에도 전 분기 대비 오히려 30~40억원 증가했다. 이는 『높은 마진』의 해외 긴급 수주 분 매출 영향이다.

■ 17.2Q도 양호한 실적 흐름 지속

동사의 17.2Q 연결 영업이익은 610억원 [-25.6%, q-q]으로, 양호한 흐름을 이어갈 것이다. 최근 전기동 가격 둔화에 따른 Metal Gain 감소 및 방산 부문 마진이 정상 수준으로 복귀하면서 17.1Q 대비 큰 폭의 감익이 불가피하나, 17.1Q 상여금 인식 종료 효과가 이를 일정 상쇄 할 것이다. 2Q 감익은 17.1Q 실적이 너무 좋았기 때문에 발생한 역기저 효과이지, 수익성 자체로는 여전히 양호하다.

■ 안정적인 전기동 가격, 미국向 방산 수출 우려도 완화될 것

동사를 둘러싼 제반 영업 환경도 우호적이다.

첫째, 전기동 공급 Risk는 이제 완연한 해소 국면에 진입했다. 파업 영향으로 칠레 전기동 정광 생산량이 급감하고 있고, <그림1> Las Bambas 등 페루의 대규모 증설 물량도 대부분 시장에 출회된 상황이다. <그림2> 이같은 공급 Risk 축소는 최근 위험자산 선호 현상과 더불어, 전기동 가격을 강력히 지지하는 요인이다. 이는 16년 전기동 가격 안정화 국면에서 가파른 개선을 보였던 동사 민수 부문 실적이 향후에도 유지될 수 있음을 시사한다. <그림3>

철강/비철금속 김윤상

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

Buy (Maintain)

목표주가(6M)	52,000원
종가(2017/04/27)	40,150원

Stock Indicator

자본금	140십억원
발행주식수	2,802만주
시가총액	1,125십억원
외국인지분율	22.6%
배당금(2016)	700원
EPS(2017E)	6,258원
BPS(2017E)	50,198원
ROE(2017E)	13.3%
52주 주가	28,650~44,600원
60일평균거래량	175,065주
60일평균거래대금	7.0십억원

Price Trend



둘째, 17.2Q까지는 둔화가 불가피하나, 미국향 탄약 수출 역시 하반기부터 개선될 가능성이 높다. 선행 지표인 미국 FBI 총기류 구매 관련 신원 조회 건수 y-y 증감률도 최근 개선되고 있고, 『절대 수치』 또한 역사적 고점 수준에서 형성되고 있다. <그림4> 트럼프 당선 이후 급락했던 미국 총기류 업체 주가 역시 최근 반등하고 있다. <그림5>

■ 투자의견 Buy, 목표주가 5.2만원

동사에 대한 투자의견 Buy를 유지하고, 수익 예상 조정<표4>에 따른 BPS 추정치 상향으로 목표주가를 기존 4.9만원에서 5.2만원으로 상향 조정한다. 목표주가는 12개월 Forward 예상 BPS 51,518원에 Target PBR 1.01x [12개월 Forward ROE 10.9%, COE 11%]를 적용하여 산출했다. 현 주가는 P/B 0.8x 수준으로 여전히 높은 Valuation 매력을 보유하고 있다.

<표 1> 풍산 17.1Q Review

(단위: 십억원)

	1Q15	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17(a)	y-y	q-q	컨센서스(b)	차이(a-b)
매출액	614	710	697	811	707	15.2%	-12.8%	705	0.3%
영업이익	39	60	59	60	82	107.6%	35.0%	61	34.2%
세전이익	31	54	48	49	71	126.5%	46.7%	53	33.7%
지배주주순이익	23	41	37	37	56	148.2%	52.8%	40	39.2%
영업이익률	6.4%	8.4%	8.4%	7.5%	11.5%			8.6%	2.9%p
세전이익률	5.1%	7.7%	6.9%	6.0%	10.1%			7.6%	2.5%p
지배주주순이익률	3.7%	5.7%	5.4%	4.5%	8.0%			5.7%	2.2%p

자료: 풍산, 하이투자증권 리서치

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

(단위: 십억원)

	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	2016	1Q17	2Q17E	3Q17E	4Q17E	2017E
매출액	431	511	485	607	2,034	528	535	513	623	2,199
영업이익	31	51	41	47	170	64	50	48	50	212
영업이익률	7.1%	9.9%	8.5%	7.7%	8.3%	12.2%	9.4%	9.3%	8.0%	9.6%

자료: 풍산, 하이투자증권 리서치

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

(단위: 십억원)

	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	2016	1Q17	2Q17E	3Q17E	4Q17E	2017E
매출액	614	710	697	811	2,832	707	717	688	836	2,948
영업이익	39	60	59	60	218	82	61	57	59	259
세전이익	31	54	48	49	182	71	54	50	52	228
지배주주순이익	23	41	37	37	138	56	41	38	40	175
영업이익률	6.4%	8.4%	8.4%	7.5%	7.7%	11.5%	8.5%	8.3%	7.1%	8.8%
세전이익률	5.1%	7.7%	6.9%	6.0%	6.4%	10.1%	7.5%	7.3%	6.3%	7.7%
지배주주순이익률	3.7%	5.7%	5.4%	4.5%	4.9%	8.0%	5.7%	5.5%	4.8%	5.9%

자료: 풍산, 하이투자증권 리서치

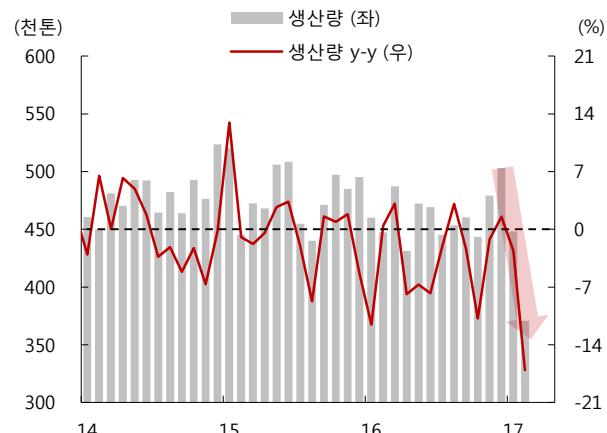
<표 4> 풍산 수익추정 변경 요약 (K-IFRS 연결 기준)

(단위: 십억원)

항목	신규추정(a)		기존추정(b)		GAP(a/b-1)	
	2017E	2018E	2017E	2018E	2017E	2018E
매출액	2,948	2,973	3,076	3,103	-4.2%	-4.2%
영업이익	259	218	220	223	17.5%	-2.3%
세전이익	228	196	189	196	20.3%	0.1%
지배주주순이익	175	149	140	145	25.4%	3.2%
영업이익률	8.8%	7.3%	7.2%	7.2%	1.6%p	0.1%p
세전이익률	7.7%	6.6%	6.2%	6.3%	1.6%p	0.3%p
지배주주순이익률	5.9%	5.0%	4.5%	4.7%	1.4%p	0.4%p

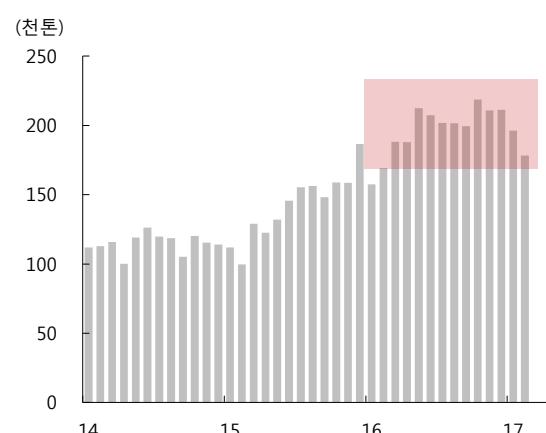
자료: 풍산, 하이투자증권 리서치

<그림 1> 철레 전기동 정광 생산량 및 y-y



자료: 하이투자증권 리서치

<그림 2> 페루 전기동 정광 생산량



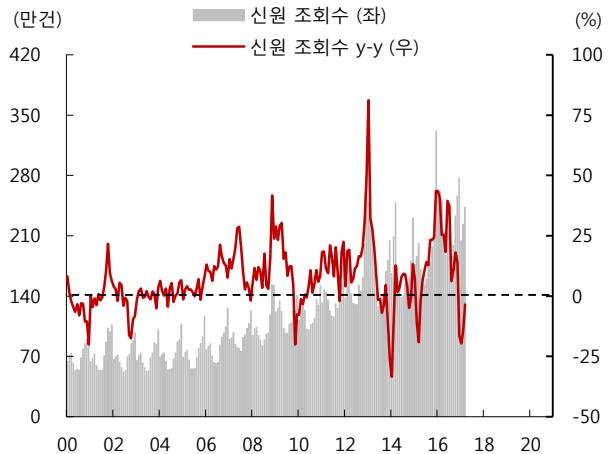
자료: 하이투자증권 리서치

<그림 3> 풍산 민수부문 세전이익 및 전기동 가격 추이



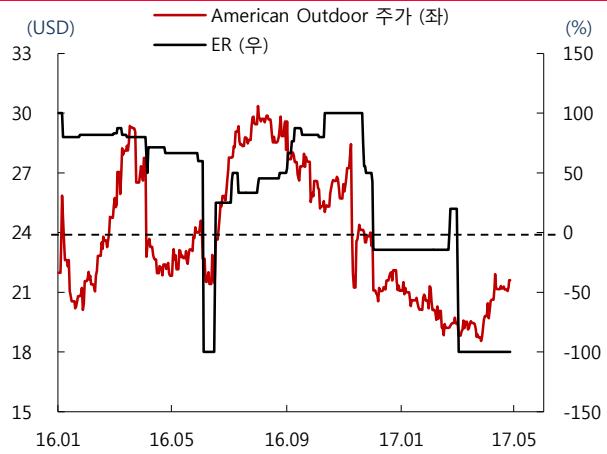
자료: 하이투자증권 리서치

<그림 4> 미국 FBI 총기류 구매 관련 신원 조회 건수 및 y-y



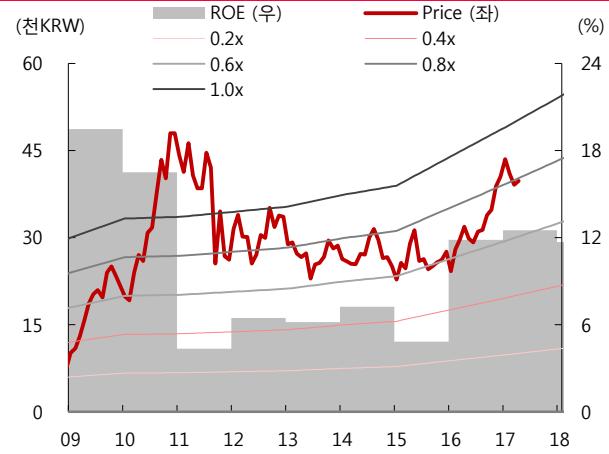
자료: 하이투자증권 리서치

<그림 5> American Outdoors 주가 및 ER 추이



자료: 하이투자증권 리서치

<그림 6> 풍산 PBR-ROE Band Chart



자료: 하이투자증권 리서치

K-IFRS 연결 요약 재무제표

재무상태표				
	2016	2017E	2018E	(단위:십억원) 2019E
유동자산	1,381	1,417	1,452	1,477
현금 및 현금성자산	73	61	86	91
단기금융자산	8	8	8	8
매출채권	548	570	575	584
재고자산	741	766	773	785
비유동자산	1,334	1,318	1,302	1,285
유형자산	1,186	1,171	1,156	1,140
무형자산	19	18	17	15
자산총계	2,715	2,735	2,755	2,762
유동부채	964	839	840	724
매입채무	178	185	187	189
단기차입금	393	293	293	273
유동성장기부채	198	166	165	66
비유동부채	517	487	358	328
사채	199	199	100	100
장기차입금	219	189	159	129
부채총계	1,480	1,326	1,198	1,051
지배주주지분	1,233	1,407	1,555	1,709
자본금	140	140	140	140
자본잉여금	495	495	495	495
이익잉여금	585	741	871	1,006
기타자본항목	13	31	49	68
비지배주주지분	2	2	2	2
자본총계	1,235	1,409	1,557	1,711

포괄손익계산서				
	2016	2017E	2018E	(단위:십억원%) 2019E
매출액	2,832	2,948	2,973	3,017
증가율(%)	0.4	4.1	0.8	1.5
매출원가	2,461	2,521	2,570	2,608
매출총이익	371	427	403	409
판매비와관리비	153	168	185	188
연구개발비	13	14	14	14
기타영업수익	-	-	-	-
기타영업비용	-	-	-	-
영업이익	218	259	218	221
증가율(%)	96.1	18.8	-15.7	14
영업이익률(%)	7.7	8.8	7.3	7.3
이자수익	0	0	0	0
이자비용	32	27	23	18
지분법이익(손실)	0	0	0	0
기타영업외손익	-4	-3	2	2
세전계속사업이익	182	228	196	204
법인세비용	44	52	47	49
세전계속이익률(%)	6.4	7.7	6.6	6.8
당기순이익	138	176	149	155
순이익률(%)	4.9	6.0	5.0	5.1
지배주주귀속 순이익	138	175	149	155
기타포괄이익	18	18	18	18
총포괄이익	156	194	168	174
지배주주귀속총포괄이익	-	-	-	-

현금흐름표				
	2016	2017E	2018E	(단위:십억원) 2019E
영업활동 현금흐름	246	405	412	409
당기순이익	138	176	149	155
유형자산감가상각비	83	84	85	86
무형자산상각비	1	1	1	1
지분법관련손실(이익)	0	0	0	0
투자활동 현금흐름	-101	-74	-74	-74
유형자산의 처분(취득)	-97	-70	-70	-70
무형자산의 처분(취득)	0	-	-	-
금융상품의 증감	-1	-	-	-
재무활동 현금흐름	-129	-181	-150	-169
단기금융부채의증감	-331	-131	-1	-119
장기금융부채의증감	202	-30	-129	-30
자본의증감	-	-	-	-
배당금지급	-14	-14	-14	-14
현금및현금성자산의증감	20	-12	25	5
기초현금및현금성자산	54	73	61	86
기말현금및현금성자산	73	61	86	90

주요투자지표				
	2016	2017E	2018E	2019E
주당지표(원)				
EPS	4,910	6,258	5,330	5,539
BPS	43,990	50,198	55,477	60,966
CFPS	7,911	9,322	8,410	8,645
DPS	700	700	700	700
Valuation(배)				
PER	8.2	6.4	7.5	7.2
PBR	0.9	0.8	0.7	0.7
PCR	5.1	4.3	4.8	4.6
EV/EBITDA	6.8	5.5	5.7	5.2
Key Financial Ratio(%)				
ROE	11.8	13.3	10.1	9.5
EBITDA 이익률	10.7	11.7	10.2	10.2
부채비율	119.9	94.1	76.9	61.4
순부채비율	75.1	55.2	40.0	27.5
매출채권회전율(x)	5.6	5.3	5.2	5.2
재고자산회전율(x)	3.8	3.9	3.9	3.9

자료 : 풍산, 하이투자증권 리서치센터

주가와 목표주가와의 추이



투자의견 변동 내역 및 목표주가 추이

의견제시일자	투자의견	목표주가
2017-04-28	Buy	52,000
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 기관투자가 및 제 3자에게 E-mail 등을 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 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다. (작성자:김윤상)

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

1. 종목추천 투자등급 (추천일 기준 종가대비 3등급) 종목투자의견은 향후 6개월간 추천일 종가대비 해당종목의 예상 목표수익률을 의미함.(2014년 5월 12일부터 적용)

- Buy(매수): 추천일 종가대비 +15%이상
- Hold(보유): 추천일 종가대비 -15% ~ 15% 내외 등락
- Sell(매도): 추천일 종가대비 -15%이상

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

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

하이투자증권 투자비율 등급 공시 2017-03-31 기준

구분	매수	중립(보유)	매도
투자의견 비율(%)	87.3 %	12.7 %	-