2010. 2. 8 (월)

풍산(103140)

4분기 실적은 양호한 수준, 너무 싸진 주가

| 철강/금속 | 엄진석 (Tel. 3771-9445,jsampm@iprovest.com)

풍산에 대해 투자의견 매수 및 목표주가 32,500원을 유지한다. 목표주가는 10년 BPS에 목표 PBR 1배를 적용했다. 신동부분 고부가가치 제품 확대에 따른 마진 개선과 자산가치 현실화 가능성에도 불구하고, 현재주가 기준 10년 PER과 PBR이 각각 5.1배, 0.59배에 불과해 극심한 저평가로 판단된다. 09년 결산배당을 주당 800원 결의함에 따라 배당관점 매력도 되살아난 상황이다. 전기동가격도 달러강세, 재고증가 등으로 약세를 띄고 있지만 타 비철금속 대비 수급이 양호해 반등 가능성을 감안한 투자가 유망한 시점이다.

투자포인트

1) 4 분기 실적 – 일회성 감익 요인에도 견조한 수익성 이어져

4분기 매출액 5,420억원(YoY +25.0%, QoQ +16.9%), 영업이익 539억원(YoY +73.6%, QoQ -16.2%)을 기록했다. 영업이익 기준 컨센서스(537억원) 수준으로 성과급 반영(200억원)과 방산 매출 지연 등을 감안 시 호실적으로 판단된다. 신동부문 판매량은 계절적 요인에 의한 봉/관 판매 감소로 4.7만톤으로 전분기비 1.8% 하락했지만, 고마진인 판대(3.2만톤, QoQ +5.4%) 및 소전(0.4만톤, QoQ +21.2%)은 회복세를 이어갔다. 방산은 고폭탄 사고에 의한 매출 지연에도 불구하고, 매출액 1,739억원(YoY +10.9%, QoQ +55.6%)으로 분기 기준 사상 최대 매출을 시현했다.

2) 10 년 Metal Gain 감소하겠지만, 이익 증가 가능

10년 매출액 2.23조원(YoY +27.6%), 영업이익 1,586억원(YoY +5.5%)으로 전망한다. 09년과 같은 전기동 가격 급등(LME기준 141.4% 상승)은 어려워 Metal Gain 감소는 불가피하나, 신동부문 판매량 증가(20.1만톤, YoY +14.9%) 및 전기동 가격 상향 안정화(LME기준 6,000~8,000$/MT)에 따른 추정이다. 방산부문도 국방예산 증가 및 소구경탄 플랜트 기술 수출 등으로 12.7% 증가한 5,269억원으로 예상된다. 10~12년 신규투자 2,700억원을 계획하고 있는데, 고부가제품인 박판재(신동), 정밀단조(방산) 위주이다. 고부가제품 비중확대는 Metal 가격에 따른 이익변동성을 감소시켜준다는 점에서 긍정적이다.

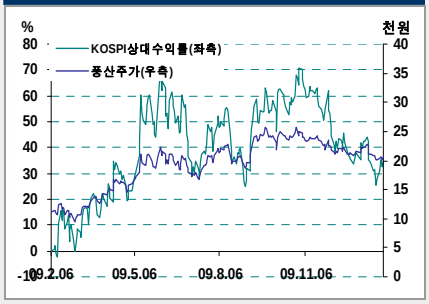
매 수(유지)

목표주가: 32,500 원
현재가(2/5): 24,650 원

Company Data

액면가	5,000 원
52주 최고가(보통주)	25,750 원
52주 최저가(보통주)	9,500 원
KOSPI(2/05)	1,567.12p
KOSDAQ(2/05)	497.37p
자본금	1,401 억원
시가총액	5,451 억원
발행주식수(보통주)	2,802 만주
발행주식수(우선주)	0 만주
평균거래량(60일)	32 만주
평균거래대금(60일)	75 억원
외국인지분(보통주)	12.95%
주요주주: (주)풍산홀딩스	32.22%

Price & Relative Performance



주가수익률	1 개월	6 개월	12 개월
절대주가	-12.8%	-17.1%	71.4%
상대주가	-5.9%	-17.8%	28.8%

| 풍산 | 영업실적 및 투자지표 요약

결산기	매출액 (십억원)	YoY (%)	영업이익 (십억원)	OP마진 (%)	순이익 (십억원)	EPS (원)	YoY (%)	PER (배)	PCR (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)
*2008.12	2,013.2	NA	152.1	7.6	-132.7	-4,736	NA	NA	NA	NA	NA	NA
2008.12	1,007.8	NA	83.7	8.3	-183.8	-6,560	NA	NA	NA	0.29	5.8	-51.4
2009.12P	1,745.8	73.2	150.4	8.6	147.5	5,263	흑전	4.1	3.2	0.73	5.4	18.9
2010.12E	2,228.3	27.6	158.6	7.1	106.2	3,789	-28.0	5.1	3.8	0.59	5.0	12.0
2011.12E	2,151.4	-3.5	155.3	7.2	117.1	4,178	10.3	4.7	3.4	0.54	4.9	12.0

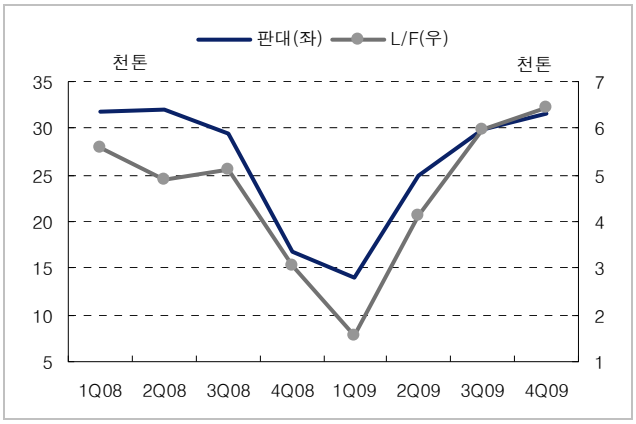
자료: 풍산, 교보증권 리서치센터
주: *는 분할전 풍산 실적 포함

<도표 1> 풍산 4분기 영업실적 요약 (단위: 십억원, %, %p)

구분	4Q09P	QoQ	YoY	3Q09	4Q08
매출액	542.0	16.9	25.0	463.8	433.5
(신동)	368.1	4.6	33.0	352.0	276.7
(방산)	173.9	55.6	10.9	111.8	156.8
영업이익	53.9	-16.2	73.6	64.3	31.1
세전이익	55.9	-26.2	흑전	75.7	-187.8
순이익	45.2	-25.5	흑전	60.7	-177.4
영업이익률	9.9	-3.9	2.8	13.9	7.2
세전이익률	10.3	-6.0	53.6	16.3	-43.3
신동판매량	47.0	-1.8	39.5	47.8	33.7
판/대	31.5	5.4	87.5	29.9	16.8
관	5.3	-21.6	1.7	6.7	5.2
봉	5.7	-19.1	-10.7	7.0	6.4
소전	3.8	21.2	-2.9	3.1	3.9

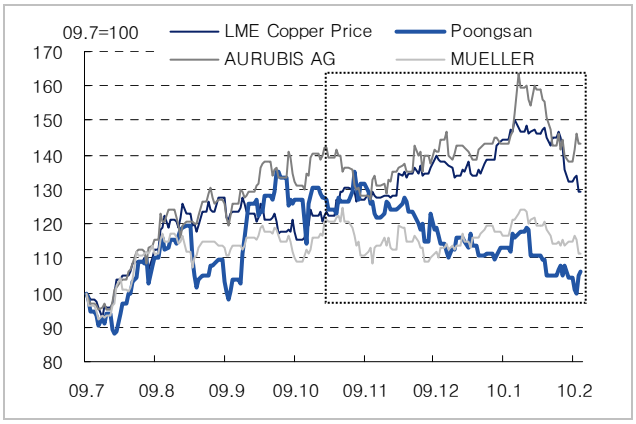
자료: 풍산, 교보증권 리서치센터

<도표 2> 판대부문 판매 회복 이어져 – L/F재는 최대치 갱신



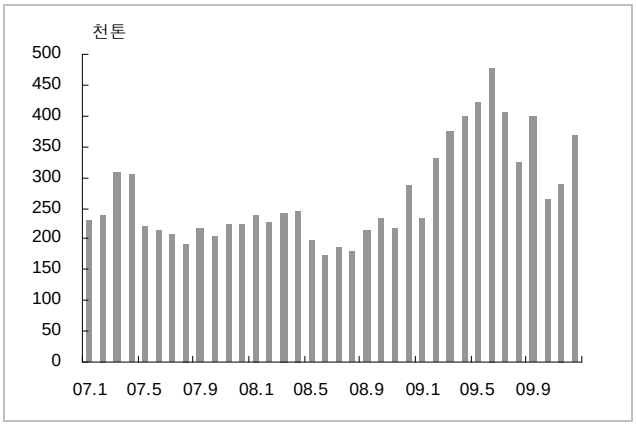
자료: 풍산, 교보증권 리서치센터

<도표 3> LME 가격 및 해외 동가공업체 대비 많이 빠진 주가



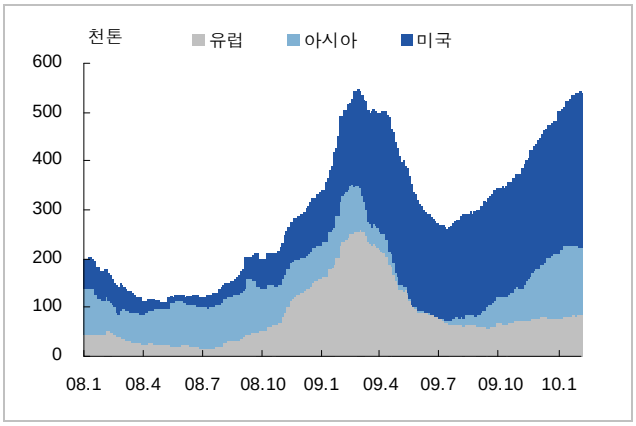
자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터

<도표 4> 중국 동제품 및 비가공 동 수입 – 12월 재차 증가



자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터

<도표 5> 전기동 재고 증가세 둔화



자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터

<도표 6> 풍산 분기별 수익 추정 (단위: 십억원)

	2009				2010					Yearly		
	1Q	2Q	3Q	4QP	1QE	QoQ%	2QE	3QE	4QE	2009E	2010E	YoY %
매출액	323.9	416.1	463.8	542.0	501.5	(7.5)	583.9	543.5	599.4	1,745.8	2,228.3	27.6
매출원가	315.3	364.6	385.6	466.6	449.2	(3.7)	525.0	499.7	525.6	1,532.0	1,999.6	30.5
										0.0	0.0	
매출총이익	8.7	51.6	78.2	75.4	52.2	(30.7)	58.9	43.8	73.8	213.8	228.7	7.0
판매관리비	14.1	14.1	13.6	21.5	15.8	(26.4)	16.3	14.9	23.0	63.4	70.1	10.5
										0.0	0.0	
영업이익	(5.4)	37.4	64.5	53.9	36.4	(32.5)	42.5	28.9	50.8	150.4	158.6	5.5
순영업외수익	(0.5)	17.6	11.2	2.0	(2.8)	적전	(2.6)	(10.9)	(11.2)	30.3	(27.5)	적전
순금융비용	(6.4)	(5.9)	(5.4)	(5.2)	(4.4)	(15.0)	(4.7)	(5.1)	(4.8)	(23.0)	(19.1)	적축
순외환이익	(8.9)	(0.6)	4.0	11.7	0.0	-	0.0	0.0	0.0	6.2	0.0	-
지분법이익	4.3	6.3	(0.6)	4.3	4.7	9.4	3.9	0.4	0.4	14.2	9.2	(34.9)
기타	10.5	17.8	13.2	(8.7)	(3.1)	적축	(1.7)	(6.1)	(6.7)	32.9	(17.7)	적전
										0.0	0.0	
세전사업이익	(6.0)	55.0	75.7	55.9	33.5	(40.0)	39.9	18.1	39.6	180.7	131.1	(27.4)
법인세비용	(2.7)	10.2	15.1	10.7	6.4	(40.3)	7.6	3.4	7.5	33.2	24.9	(25.0)
계속사업이익	(3.3)	44.9	60.7	45.3	27.2	(40.0)	32.3	14.6	32.1	147.5	106.2	(28.0)
										0.0	0.0	
순이익	(3.3)	44.9	60.7	45.3	27.2	(40.0)	32.3	14.6	32.1	147.5	106.2	(28.0)
EPS(원)	(117)	1,601	2,165	1,615	969	(40.0)	1,154	522	1,144	5,263	3,789	(28.0)

자료: 교보증권 리서치센터

<도표 7> 풍산 분기별 판매량 및 판매단가

	1Q09	2Q09	3Q09	4Q09P	1Q10E	2Q10E	3Q10E	4Q10E	2008	2009P	2010E
매출액(십억원)	**323.9**	**416.1**	**463.8**	**542.0**	**501.5**	**583.9**	**543.5**	**599.4**	**2,013.2**	**1,745.9**	**2,228.3**
민수합	252.0	306.3	352.0	368.1	425.8	457.6	411.3	406.6	1,566.6	1,278.4	1,701.4
판·대	81.2	153.8	207.2	231.0	253.2	268.6	254.3	250.4	831.9	673.3	1,026.5
스텐레스	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	39.8	0.0	0.0
관	82.8	64.9	58.0	48.7	62.7	73.5	52.6	53.5	240.5	254.3	242.3
봉·선	25.2	29.4	35.6	29.5	37.1	40.8	34.3	34.7	162.4	119.7	146.9
소전	57.6	48.5	41.0	51.2	64.2	66.0	61.8	60.0	253.2	198.3	251.9
기타	5.3	9.8	10.1	7.7	8.6	8.7	8.3	8.1	38.9	32.9	33.7
방산	71.9	109.9	111.8	173.9	75.7	126.2	132.2	192.8	435.6	467.4	526.9
판매량(천톤)	**35.1**	**45.4**	**47.8**	**47.0**	**50.0**	**52.5**	**49.1**	**49.9**	**199.7**	**175.3**	**201.4**
판·대	14.1	24.9	29.9	31.5	31.9	33.0	32.5	32.8	110.1	100.4	130.2
스텐레스	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	8.0	0.0	0.0
관	8.7	8.5	6.7	5.3	6.3	7.1	5.3	5.5	26.5	29.2	24.2
봉·선	6.5	6.8	7.0	5.7	6.3	6.8	6.0	6.2	31.0	26.1	25.3
소전	4.9	4.2	3.1	3.8	4.4	4.4	4.3	4.3	17.2	16.0	17.4
기타	1.0	1.0	1.0	0.7	1.1	1.1	1.1	1.1	7.0	3.6	4.3
평균가(천원/톤)	**7,178**	**6,745**	**7,366**	**7,833**	**8,523**	**8,724**	**8,382**	**8,150**	**7,844**	**7,293**	**8,448**
판·대	5,776	6,166	6,932	7,331	7,940	8,135	7,836	7,627	7,556	6,705	7,885
스텐레스									4,987		
관	9,507	7,653	8,623	9,229	10,000	10,283	9,977	9,680	9,092	8,715	10,005
봉·선	3,887	4,292	5,060	5,178	5,894	5,998	5,718	5,592	5,242	4,593	5,806
소전	11,738	11,630	13,038	13,430	14,536	14,961	14,489	14,071	14,696	12,367	14,518
Cu(LME -1, $/MT)	3,177	4,241	5,438	6,380	6,891	7,018	6,668	6,531	7,257	4,809	6,777
Cu(LME)	3,426	4,663	5,858	6,640	6,932	6,902	6,622	6,405	6,946	5,147	6,715

자료: 교보증권 리서치센터

최근 2 년간 목표주가 변동추이

자료: 교보증권 리서치센터

최근 2 년간 목표주가 변동추이

일자	투자의견	목표가(원)	일자	투자의견	목표가(원)
2009. 09. 09	매수	28,500			
2009. 11. 03	매수	32,500			
2010. 02. 08	매수	32,500			

Compliance Notice

이 자료에 게재된 내용들은 작성자의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.

이 조사자료는 당사 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보증하는 것이 아닙니다. 따라서 이 조사자료는 투자참고자료로만 활용하시기 바라며, 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 또한 이 조사자료의 지적재산권은 당사에 있으므로 당사의 허락없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.

- 동 자료는 제공시점 현재 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 전일기준 당사에서 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 추천종목은 전일기준 조사분석 담당자 및 그 배우자 등 관련자가 보유하고 있지 않습니다.
- 추천종목은 당사와 계열회사 관계가 없으며, 전일기준 유가증권(DR, CB, IPO, 시장조성 등) 발행과 관련하여 최근 6개월간 당사가 주간사로 참여하지 않았습니다.

▶ **투자기간 및 투자등급** (향후 6개월 기준, 2008.7.1일 Trading Buy 등급 추가)
적극매수(Strong Buy): KOSPI 대비 기대수익률 30% 이상
Trading Buy: KOSPI 대비 10% 이상 초과수익 예상되나 불확실성 높은 경우
매도(Sell): KOSPI 대비 기대수익률 -10% 이하
매수(Buy): KOSPI 대비 기대수익률 10~30% 이내
보유(Hold): KOSPI 대비 기대수익률 -10~10%

<도표 8> 풍산 – 손익계산서 (단위: 십억원)

	2008	2009E	2010E	2011E
매출액	1,007.8	1,745.8	2,228.3	2,151.4
매출원가	886.6	1,532.0	1,999.6	1,925.3
매출총이익	121.3	213.8	228.7	226.1
판매관리비	37.5	63.4	70.1	70.9
인건비	8.4	20.2	21.3	22.4
일반관리비	8.6	16.8	17.6	17.9
판매비	20.1	25.8	30.6	30.0
기타	0.3	0.6	0.6	0.6
영업이익	83.7	150.4	158.6	155.3
(영업이익률)	8.3	8.6	7.1	7.2
영업외 수익	119.1	166.8	25.2	27.9
이자수익	2.8	7.6	7.3	5.4
외환이익	71.5	54.9	0.5	0.5
지분법이익	0.9	31.3	17.0	18.0
기타	43.9	73.0	0.4	4.1
영업외 비용	389.7	136.5	52.8	35.0
이자비용	17.6	30.6	26.4	23.5
외환손실	93.0	48.7	0.5	0.5
지분법손실	138.0	17.1	7.8	2.0
기타	141.1	40.1	18.1	9.0
(영업외수지)	-270.6	30.3	-27.5	-7.0
(지분법손익)	-137.1	14.2	9.2	16.0
세전사업이익	-186.9	180.7	131.1	148.2
법인세비용	-3.0	33.2	24.9	31.1
계속사업이익	-183.8	147.5	106.2	117.1
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	-183.8	147.5	106.2	117.1

<도표 9> 풍산 – 대차대조표 (단위: 십억원)

	2008	2009E	2010E	2011E
유동자산	875.7	965.9	933.3	920.2
현금성자산	150.2	150.7	89.9	84.0
매출채권	232.2	251.8	260.5	261.0
재고자산	457.6	530.2	546.6	535.4
기타 유동자산	27.3	33.2	36.4	39.8
비유동자산	688.2	726.2	807.8	891.1
투자자산	47.3	69.5	78.8	94.8
유형자산	603.6	628.6	700.5	769.1
무형자산	9.9	9.9	8.4	7.1
기타비유동자산	27.3	18.2	20.1	20.1
자산총계	1,563.8	1,692.1	1,741.1	1,811.3
유동부채	642.0	627.1	588.0	528.9
매입채무	98.0	65.2	72.1	72.3
단기차입금	315.4	361.0	336.0	316.7
유동성장기부채	83.5	56.1	35.1	-4.9
기타 유동부채	145.1	144.7	144.7	144.7
비유동부채	206.1	221.6	225.9	260.7
사채	89.7	89.8	99.8	139.8
장기차입금	63.0	59.2	59.2	59.2
기타비유동부채	53.3	72.6	66.9	61.6
부채총계	848.1	848.8	814.0	789.5
자본금	140.1	140.1	140.1	140.1
자본잉여금	727.7	544.0	544.0	544.0
자본조정 등	31.7	27.4	27.4	27.4
이익잉여금	-183.8	131.9	215.7	310.3
자본총계	715.7	843.3	927.1	1,021.8
부채와 자본총계	1,563.8	1,692.1	1,741.1	1,811.3

<도표 10> 풍산 – 현금흐름표 (단위: 십억원)

	2008	2009E	2010E	2011E
당기순이익	-183.8	147.5	106.2	117.1
감가/감모상각비	21.2	39.9	38.9	42.7
운전자본	198.5	-122.3	-18.2	10.8
매출채권증감	68.8	-23.7	-8.7	-0.4
재고자산증감	117.8	-72.6	-16.4	11.1
매입채무증감	35.3	-32.2	6.9	0.1
기타	179.5	-10.9	-9.2	-16.0
영업활동 현금흐름	215.4	54.2	117.7	154.6
설비투자	-21.0	-65.6	-109.3	-109.9
투자자산 증감	-6.1	-26.1	0.0	0.0
기타	-0.6	17.5	-10.8	-8.8
투자활동 현금흐름	-27.8	-74.2	-120.2	-118.7
현금배당	0.0	0.0	-22.4	-22.4
단기차입금	-112.0	-8.5	-25.0	-19.3
사채	39.8	110.0	50.0	40.0
장기차입금	35.7	14.2	0.0	0.0
유상증자	0.7	0.0	0.0	0.0
기타	-19.0	-95.4	-61.0	-40.0
재무활동 현금흐름	-54.9	20.3	-58.4	-41.7
현금증가	132.8	0.3	-60.8	-5.8
기초현금	17.4	150.2	150.5	89.7
기말현금	150.2	150.5	89.7	83.8

<도표 11> 풍산 – 투자지표 (단위: 원, %, 배)

	2008	2009E	2010E	2011E
EPS	-6,560	5,263	3,789	4,178
수정 EPS	-5,808	5,066	3,789	4,178
BPS	25,186	29,738	32,783	36,209
CFPS	-5,803	6,688	5,179	5,701
EBITDAPS	3,745	6,792	7,051	7,063
매출총이익률	12.0	12.2	10.3	10.5
영업이익률	8.3	8.6	7.1	7.2
세전이익률	-18.5	10.4	5.9	6.9
순이익률	-18.2	8.4	4.8	5.4
EBITDA Margin	10.4	10.9	8.9	9.2
ROE	-51.4	18.9	12.0	12.0
ROA	-23.5	9.1	6.2	6.6
ROIC	15.0	10.5	10.0	9.0
매출액 증가율	NA	73.2	27.6	-3.5
영업이익 증가율	NA	79.6	5.5	-2.1
세전이익 증가율	NA	흑전	-27.4	13.1
순이익 증가율	NA	흑전	-28.0	10.3
부채비율	118.5	100.6	87.8	77.3
순차입금비율	56.1	49.3	47.5	41.8
금융비용부담율	1.7	1.8	1.2	1.1
이자보상배율	4.8	4.9	6.0	6.6
유동비율	136.4	154.0	158.7	174.0