

풍산 (103140)

저평가 요인 해소 가능

투자의견 매수, 목표주가 37,000원 유지

풍산에 대한 투자의견 매수와 목표주가 37,000원을 유지한다. 투자의견을 매수로 제시하는 이유는 1) 셀헛지 전략으로 구리가격 변화에 따른 이익 변동성이 축소될 전망이고, 2) 방산부문 매출비중 확대로 장기적 이익증가가 지속되고, 3) 민수부분 판매량이 8월을 저점으로 회복될 것으로 예상되기 때문이다. 목표주가는 방산부문 이익 기여도 증가와 구리가격에 따른 이익 변동성이 축소되면서 ROE 증가를 고려한 2012년과 2013년 평균 BPS 38,042원과 적정 P/B 1.0 배를 적용하여 37,000원으로 산출되었다.

2012년 3분기 영업이익은 360억원 예상

IFRS 별도기준 2012년 3분기 영업이익은 360억원(QoQ -29.6%, YoY +36.5%)으로 예상된다. 영업이익이 전분기 대비 감소하는 이유는 1) 분기평균 구리가격이 전분기 대비 7,500달러로 전분기 대비 718달러 하락하면서 메탈로스가 100억원 반영되고, 2) 계절적 비수기의 영향으로 민수부분 판매량이 48,381톤으로 4.3% 감소한 영향으로 판단된다. 이익 기여도가 높은 방산부문 매출액은 2분기와 비슷한 1,461억원으로 예상되지만, 4분기에 2,500억원으로 증가하고, 민수부분 판매량이 8월을 저점으로 9월 이후 증가할 것으로 예상되어 4분기 영업이익은 491억원으로 증가할 전망이다.

방산부문 이익기여도 증가와 구리가격에 따른 변동성 축소가 긍정적 변화

지속적인 투자로 방산부문 매출액의 매출기여도는 2012년 27.4%에서 2014년에 31.4%로 확대되고, 2015년에 1조원까지 증가하면서 장기적인 이익증가 모멘텀이 확대될 전망이다. 구리가격의 변동성에 따른 이익 변화를 축소하기 위하여 셀헛지 전략으로 영업이익의 변동성이 축소되는 긍정적인 효과가 기대된다. 셀헛지(2만톤 재고 가정)의 효과로 구리가격이 1,000달러 변동할 때 이익 변동성은 ±250억원에서 ±50억원으로 축소될 전망이다.

철강비철금속 | 기업코멘트

Analyst **김강오** 02. 3772-7163

kokim@hanwha.com

RA **박혜민** 02.3772-7454

hmpark@hanwha.com

Buy(maintain)

목표주가: 37,000원(유지)

주가(9/6): 29,550원

Financial Data	2010	2011	2012E	2013E	2014E
매출액(십억원)	2,708	2,881	2,895	3,047	3,231
영업이익(십억원)	215	123	175	218	257
세전계속사업손익(십억원)	190	67	114	155	191
순이익(십억원)	149	41	86	124	153
EPS(원)	5,312	2,570	3,062	4,417	5,443
증감률(%)	0.9	-51.6	19.1	44.3	23.2
PER(배)	9.0	10.2	9.6	6.7	5.4
PBR(배)	1.4	0.8	0.8	0.7	0.7
EV/EBITDA(배)	9.6	11.6	8.9	7.6	6.5
영업이익률(%)	7.9	4.3	6.1	7.2	8.0
EBITDA 마진(%)	7.9	4.9	7.9	8.9	9.6
ROE(%)	16.5	4.3	8.8	11.6	12.9
순부채비율(%)	117.5	138.3	118.7	110.3	97.0

주: 2011년 이후는 IFRS 연결 기준임

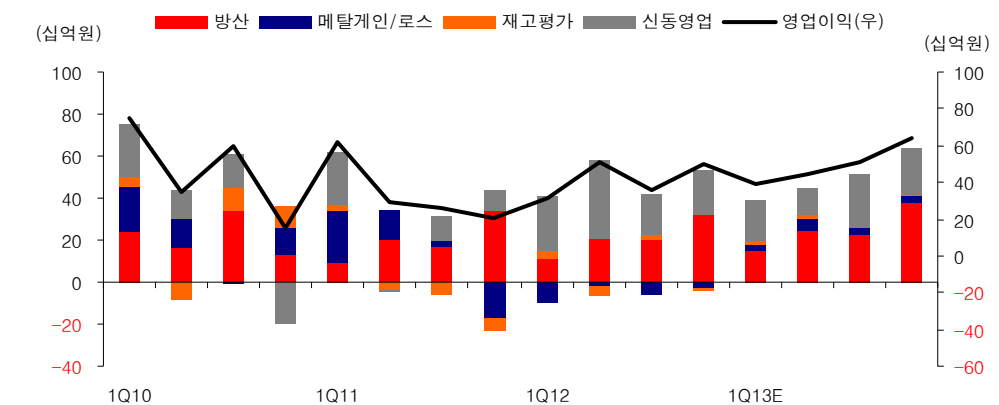
Stock Data	
KOSPI(9/6)	1,881.24pt
시가총액	8,281억원
발행주식수	28,024천주
52주 최고가 / 최저가	36,600 / 22,850원
90일 일평균거래대금	65.72억원
외국인 지분율	8.3%
배당수익률(12.12E)	2.7%
BPS(12.12E)	35,868원

방산부문 매출증가와 이익 변동성 축소의 시너지 효과 기대

풍산이 상대적으로 저평가를 받고 있는 이유는 구리가격에 따른 이익변동성이 크다는 점이다. 구리가격이 상승하는 시기에는 재고평가 환입, 메탈 게인 등으로 이익 증가폭이 확대되지만, 가격 하락기에는 반대의 효과가 발생하면서 이익 감소폭이 커지기 때문이다. 이익 변동성을 축소시키기 위하여 지난 2분기 이후 셀헛지 포지션을 통하여 가격하락에 따른 이익 감소에 대비하고 있다. 구리가격이 분기평균 1,000달러 변동될 때 헛지가 없었다면 ± 250 억원(재고 2.5만톤 가정시)의 이익변동이 가능하지만, 재고중에서 80%(2만톤)를 셀헛지로 설정하면 이익 변동성이 ± 50 억원으로 축소되어 구리가격 변동에도 불구하고 이익변동성을 축소시킬 수 있다.

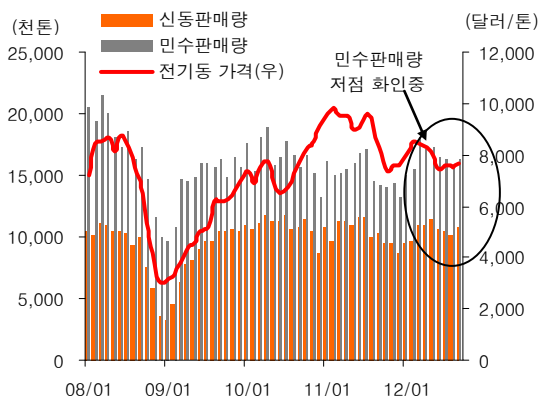
방산부문은 민수부문 대비 수익성이 2배 이상 높은 것으로 추정된다. 국내외 방산부문 매출증가로 방산부문 매출기여도가 2014년까지 31.4%로 확대되고, 2015년에 연간 매출액 1조원으로 증가할 것으로 전망되어 장기적인 성장모멘텀으로 작용할 전망이다. 구리 가격이 변동 없다고 가정할 때 민수와 방산부문의 분기 영업이익은 400~500억원으로 안정될 것으로 추정되어 이익 변동성에 따른 할인 요인은 점진적으로 제거될 것으로 판단된다.

[그림1] 부문별 이익기여도 추정



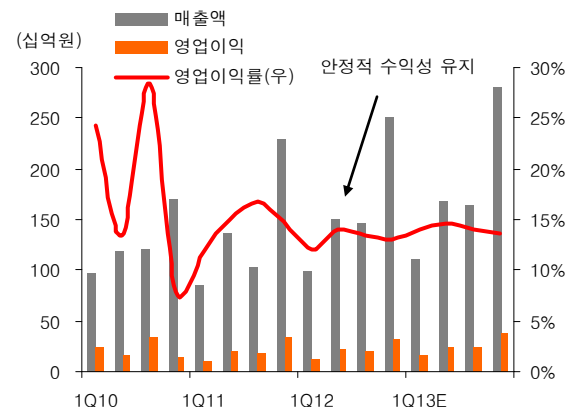
주: 헛지비율 70% 가정
자료: 풍산, 한화투자증권 리서치센터

[그림2] 민수부문 판매량 추이



자료: 풍산, 한화투자증권 리서치센터

[그림3] 방산부문 매출액과 영업이익 추이



자료: 풍산, 한화투자증권 리서치센터

[표1] 분기실적 전망

	1Q11	2Q11	3Q11	4Q11	1Q12	2Q12	3Q12E	4Q12E	2011	2012E
매출액(십억원)	552	604	540	597	534	598	556	669	2,294	2,358
영업이익	62	29	26	21	31	51	36	50	139	168
세전이익	53	19	17	9	21	41	25	39	98	126
순이익	35	20	14	3	15	32	20	31	72	99
영업이익률	11.3%	4.9%	4.9%	3.5%	5.9%	8.5%	6.5%	7.4%	6.0%	7.1%
세전이익률	9.6%	3.1%	3.2%	1.4%	3.9%	6.8%	4.6%	5.8%	4.3%	5.3%
순이익률	6.3%	3.3%	2.5%	0.5%	2.8%	5.4%	3.7%	4.7%	3.1%	4.2%
판매량(톤)										
판/대	31,729	33,769	31,935	27,704	31,409	33,182	32,794	33,772	125,137	131,157
관	3,442	4,193	3,317	3,120	4,751	3,732	4,308	4,167	855	16,959
봉선	6,154	6,341	6,789	6,807	6,893	7,407	6,821	6,312	26,091	27,233
소전	3,570	3,363	3,385	3,600	4,966	4,863	3,792	3,935	13,918	17,455
기타	1,500	546	339	421	1,281	1,341	666	657	2,806	3,945
합계	46,401	48,216	45,768	41,675	48,765	50,530	48,381	48,843	182,060	195,473
판매가격(천원)										
판/대	9,763	9,436	9,316	8,178	8,487	8,741	8,237	8,237	9,210	8,424
관	14,224	14,930	13,616	14,425	11,200	10,773	11,189	12,536	14,625	11,075
봉선	6,987	6,587	6,535	6,126	6,078	5,948	5,685	5,932	6,548	5,910
소전	16,049	15,698	13,196	13,301	11,124	10,938	12,317	12,735	14,560	11,695
구리 가격	9,525	9,336	9,235	7,738	8,011	8,218	7,500	7,700	8,958	7,857

자료: 풍산, 한화투자증권 리서치센터, IFRS 별도 기준

[표2] 실적전망 수정

구분	2012E			2013E		
	수정전	수정후	변동률	수정전	수정후	변동률
매출액(십억원)	2,954	2,895	-2.0%	3,283	3,047	-7.2%
영업이익(십억원)	184	175	-4.9%	232	218	-6.0%
세전이익(십억원)	123	114	-7.3%	163	155	-4.9%
순이익(십억원)	97	86	-11.3%	134	124	-7.5%
민수 판매량(천톤)	197,054	195,473	-0.8%	205,448	200,370	-2.5%
구리 가격(달러)	8,018	7,857	-2.0%	8,705	8,209	-5.7%

자료: 풍산, 한화투자증권 리서치센터, IFRS 연결기준, 판매량은 별도기준

Financial Sheets

손익계산서	(단위: 십억원)				
12월결산	2010	2011	2012E	2013E	2014E
매출액	2,708	2,881	2,895	3,047	3,231
매출원가	2,388	2,677	2,615	2,703	2,842
매출총이익	320	205	280	345	388
판매비 및 관리비	105	106	105	109	113
기타손익	0	24	0	-17	-18
영업이익	215	123	175	218	257
EBITDA	213	141	228	271	311
영업외 손익	-25	-57	-61	-64	-66
이자수익	5	1	1	1	1
이자비용	45	56	60	62	65
외화관련손익	6	4	-4	-2	-3
지분법손익	0	0	0	0	0
세전계속사업손익	190	67	114	155	191
계속사업법인세비용	41	26	28	31	38
중단사업손익	0	0	0	0	0
당기순이익	149	41	86	124	152
지배주주지분	149	41	86	124	153
포괄손익	148	14	86	124	152
매출총이익률(%)	11.8	7.1	9.7	11.3	12.0
EBITDA마진율(%)	7.9	4.9	7.9	8.9	9.6
영업이익률(%)	7.9	4.3	6.1	7.2	8.0
당기순이익률(지배주주)(%)	5.5	1.4	3.0	4.1	4.7
ROA(%)	6.4	1.6	3.0	3.8	4.0
ROE(%)	16.5	4.3	8.8	11.6	12.9
ROIC(%)	8.5	3.4	5.9	7.7	8.6

주요지표	(단위: 십억원)				
12월결산	2010	2011	2012E	2013E	2014E
투자지표					
PER(배)	9.0	10.2	9.6	6.7	5.4
PBR(배)	1.4	0.8	0.8	0.7	0.7
PSR(배)	0.6	0.3	0.3	0.3	0.3
배당수익률(%)	1.7	1.5	2.7	2.7	2.7
EV/EBITDA(배)	9.6	11.6	8.9	7.6	6.5
성장성(% YOY)					
매출액	26.4	6.4	0.5	5.3	6.0
영업이익	20.9	-42.6	42.0	24.6	17.6
세전계속사업손익	3.4	-64.9	71.8	35.3	23.2
지배주주지분 당기순이익	-0.2	-72.7	110.9	44.3	23.2
포괄손익	1.9	-90.4	502.5	44.4	23.2
EPS	0.9	-51.6	19.1	44.3	23.2
안정성(%)					
유동비율	136.9	132.0	142.9	140.5	138.4
부채비율	152.7	178.5	195.7	213.0	230.7
이자보상배율	5.3	2.2	2.9	3.6	4.0
순차입금/자기자본	117.5	138.3	118.7	110.3	97.0
주당지표(원)					
EPS	5,312	2,570	3,062	4,417	5,443
BPS	34,576	33,810	36,234	39,849	44,490
EBITDA/Share	7,611	5,034	8,130	9,670	11,115
CFPS	6,551	3,695	6,888	6,437	7,542
DPS	800	400	800	800	800

대차대조표	(단위: 십억원)				
12월결산	2010	2011	2012E	2013E	2014E
유동자산	1,365	1,425	1,719	2,179	2,774
현금 및 현금성자산	45	35	358	699	1,198
단기금융상품	22	28	12	12	13
매출채권	412	455	477	519	553
재고자산	883	897	867	943	1,005
비유동자산	1,083	1,202	1,291	1,324	1,356
투자자산	119	136	142	148	154
유형자산	1,021	1,039	1,123	1,152	1,179
무형자산	16	27	26	25	24
자산총계	2,448	2,627	3,010	3,503	4,130
유동부채	997	1,080	1,203	1,551	2,004
매입채무	120	149	130	141	151
단기차입금	786	865	891	1,221	1,657
비유동성부채	482	604	789	833	878
장기금융부채	419	503	686	726	766
부채총계	1,479	1,683	1,992	2,384	2,881
자본금	140	140	140	140	140
자본잉여금	544	495	495	495	495
자본조정	27	0	0	0	0
기타포괄손익누계액	27	0	0	0	0
이익잉여금	256	306	381	482	612
지배회사지분	966	941	1,015	1,117	1,247
소수주주지분	2	2	2	2	2
자본총계	969	943	1,018	1,119	1,249
순차입금	1,138	1,304	1,208	1,235	1,211

현금흐름표	(단위: 십억원)				
12월결산	2010	2011	2012E	2013E	2014E
영업활동 현금	55	9	242	81	133
당기순이익	149	67	100	124	152
비현금수익비용가감	86	116	93	57	59
유형자산감가상각비	53	48	51	51	53
무형자산상각비	1	1	2	1	1
기타현금수익비용	-1	1	41	4	4
영업활동 자산부채변동	-181	-49	95	-99	-79
매출채권 감소(증가)	13	-16	-18	-42	-34
재고자산 감소(증가)	-144	-12	29	-76	-62
매입채무 증가(감소)	-9	24	-19	11	9
기타자산, 부채변동	-41	-45	102	7	7
투자활동 현금	-203	-171	-129	-86	-87
유형자산처분(취득)	-210	-156	-140	-80	-81
무형자산 감소(증가)	-2	-1	0	0	0
투자자산 감소(증가)	1	-5	3	-1	-1
기타투자활동	8	-10	7	-5	-6
재무활동 현금	121	151	210	347	454
차입금의 증가(감소)	144	151	210	369	476
자본의 증가(감소)	-22	0	0	-22	-22
배당금의 지급	22	0	0	22	22
기타재무활동	0	0	0	0	0
현금의 증가	-29	-10	323	342	499
기초현금	74	45	35	358	699
기말현금	45	35	358	699	1,198

Compliance Notice

이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다. (작성자: 김강오, 박혜민)
상기종목에 대하여 2012년 09월 06일 기준 당사 및 조사분석 담당자는 규정상 고지하여야 할 재산적 이해관계가 없습니다.

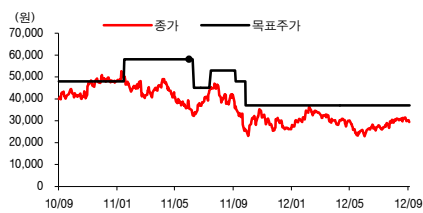
당사는 본 조사분석자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전제공한 사실이 없습니다.

당사는 2012년 09월 06일 기준으로 지난 1년간 위 조사분석자료에 언급한 종목들의 유가증권 발행에 참여한 적이 없습니다.

당사는 2012년 09월 06일 현재 상기 종목을 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.

본 자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위하여 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로서 어떠한 경우에도 복사되거나 대여될 수 없습니다. 본 조사자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사는 그 정확성이나 안전성을 보장할 수 없습니다. 따라서, 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 증권투자의 결과에 대한 법적 책임소재에 대한 증빙자료로 사용할 수 없습니다.

풍산 주가 및 목표주가 추이



투자의견 변동내역

일 시	2010.07.01	2010.09.16	2010.11.08	2011.01.18	2011.02.01	2011.02.17	2011.04.06	2011.06.13
투자의견	담당자변경	Buy	Buy	Outperform	Outperform	Outperform	Outperform	Outperform
목표가격	김강오	48,000	48,000	58,000	58,000	58,000	58,000	45,000
일 시	2011.06.30	2011.07.18	2011.08.03	2011.09.05	2011.09.08	2011.09.29	2011.11.18	2012.02.06
투자의견	Outperform	Buy	Buy	Buy	Outperform	Outperform	Outperform	Outperform
목표가격	45,000	53,000	53,000	53,000	48,000	37,000	37,000	37,000
일 시	2012.02.22	2012.04.16	2012.05.08	2012.05.11	2012.05.17	2012.06.05	2012.07.10	2012.07.16
투자의견	Outperform	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	37,000	37,000	37,000	37,000	37,000	37,000	37,000	37,000
일 시	2012.08.26	2012.09.06						
투자의견	Buy	Buy						
목표가격	37,000	37,000						

투자 등급 예시 (6개월 기준)

기업	산업
Buy(매수)	Overweight
Outperform(시장수익률 상회)	Neutral
Marketperform(시장수익률)	Underweight
Underperform(시장수익률 하회)	비중확대
N/R(Not Rated)	중립
	비중축소
	투자의견 없음