**BUY(유지)**

목표주가 / 현재주가 (5월23일) / 상승여력 : **36,000원** / **26,550원** / **35.6%**

# 풍산 (103140)

## 저평가 밸류에이션의 정당화

토러스투자증권 리서치센터 Analyst **유지웅** 709-2719 jwyoo@taurus.co.kr

### 방산부문 견고한 실적 지속+전기동 가격 하락세 마무리 = 밸류에이션 매력 존재

- 풍산의 밸류에이션은 2013년 기준 PER 9.0배, PBR 0.76배 수준으로 저평가 매력 존재. 동사의 역사적 PBR 밴드는 0.7~0.9배 수준으로, 저가매수 가능한 구간으로 판단
- 당사의 방산부문 세전이익률은 10% 수준으로, 올해도 전체 이익의 절반 이상에 해당하는 700억원 이상 달성 가능할 것으로 판단. 동 사업부의 신동사업부문 대비 높은 이익 가시성은 현재 풍산 주가의 저평가매력에 대한 설명력 강화
- LME 전기동 가격은 2013년을 기점으로 공급우위로 전환. 다만, 미국의 주택지표 호조, 미 연준의 QE 지속의사 발표, 최근 Freeport의 인도네시아 광산 운영 중단 등을 감안시, 추세적 하락보다는 당분간 톤당 $7,300~$7,500 내외에서의 거래는 가능할 것으로 전망

### 2Q13: 판매 호조 확인. 메탈 loss 150억원 수준 예상되나, 구리 sell hedge로 30억원수준 상쇄

- 4월 신동부문 판매량은 17,000톤 기록, 1Q13 대비 호조세 나타내고 있음. 2Q13 판매량은 50,000~51,000톤 달성 가능할 것으로 보여짐
- 동사의 판가에 1개월 lagging되어 적용되는 LME 가격은 1Q13 평균 $8,019/t → 2Q13 현재 평균 $7,382/t 으로 분기 평균 기준으로는 약 $600/t 수준의 차이 발생. 재고비축이 통상적으로 2개월~2.5개월 수준 유지된다는 점을 감안시 2분기 메탈 loss는 약 150억원 발생 할 것으로 예상
- 2Q13 방산부문 매출은 스포츠탄 수요 지속, 국내 장사정탄 교체수요 증가로 1,650억원 수준 달성할 전망. 방산부문 매출은 기존 연간 가이던스인 7,000억원 대비 100 ~ 200억원 초과 달성할 가능성 높은 것으로 보임
- 2Q13 별도기준 영업이익은 281억원(+3% QoQ, -34% YoY), 세전이익은 구리 셀헷지로 +30억원 효과 나타나 310억원 (+22% QoQ, -22% YoY) 기록할 것으로 추정. 미국 PMX는 전기동 가격의 하락에도 불구, 2분기도 16,000톤 이상 판매량 달성 가능할 것으로 예상되어 소폭의 적자를 기록하는 수준에 그칠 것으로 전망

### 투자의견 BUY유지, 목표주가 36,000원으로 하향: 방산부문 견고한 실적 가시성으로 저평가 매력 정당화

- 투자의견 BUY는 유지하나, 목표주가는 36,000원으로 하향. 최근 메탈가격 하락에 따른 소폭의 실적조정은 불가피하나, 현재 주가 수준은 entry 시점으로 가능하다는 판단. 목표주가는 2013년 BPS 36,254원에 기존 Target PBR 1.0배 적용
- 투자포인트는 1)동사 세전이익의 절반을 넘어서는 방산사업부문의 견고한 실적 가시성 지속 2)메탈가격 하락세 마무리로 3분기부터 메탈loss 발생여부 감소 3)4월 메탈가격 하락에 따른 주가하락 이후 반등폭은 크지 않아 저평가 매력 여전히 부각된다는 점

| 12월 결산 (십억원) | 2011A | 2012A | 2013F |
|---|---|---|---|
| 매출액 | 2,881 | 2,900 | 2,971 |
| 영업이익 | 123 | 128 | 131 |
| 세전이익 | 67 | 87 | 126 |
| 순이익 | 41 | 62 | 90 |
| EPS(원) | 1,452 | 2,199 | 3,202 |
| PER(H/L)(배) | 36.4/15.5 | 16.6/10.3 | 8.3 |
| PBR(H/L)(배) | 1.6/0.7 | 1.1/0.7 | 0.7 |
| EV/EBITDA(H/L)(배) | 16.1/11.3 | 12.5/10.4 | 11.0 |
| ROE(%) | 4.3 | 6.5 | 9.1 |

| 주가지수 및 상대주가추이 | | |
|---|---|---|
| (%) | 절대수익률 | 상대수익률 |
| 1M | 9.5 | 6.7 |
| 3M | -8.3 | -6.0 |
| 6M | -17.7 | -20.1 |
| 시가총액 | 744 | 십억원 |
| 발행주식수 | 28,024 | 천주 |
| 60일 평균거래량 | 283 | 천주 |
| 60일 평균거래대금 | 7,597 | 백만원 |
| 주요주주 | 풍산홀딩스 외 2인 | 33.35% |

주가차트

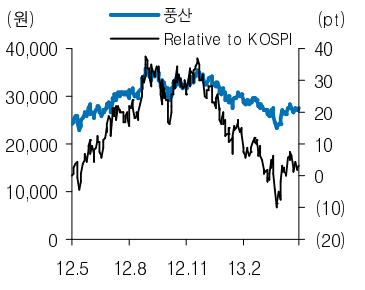
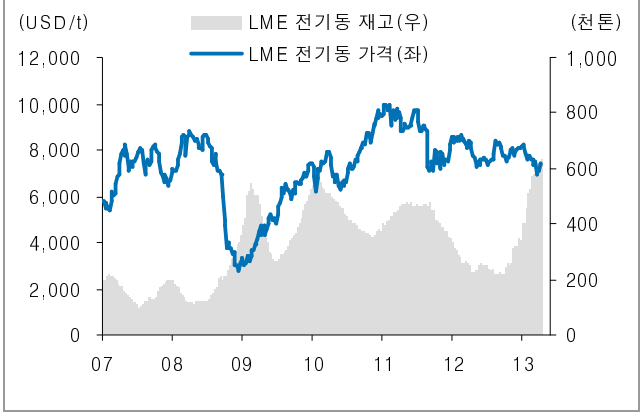
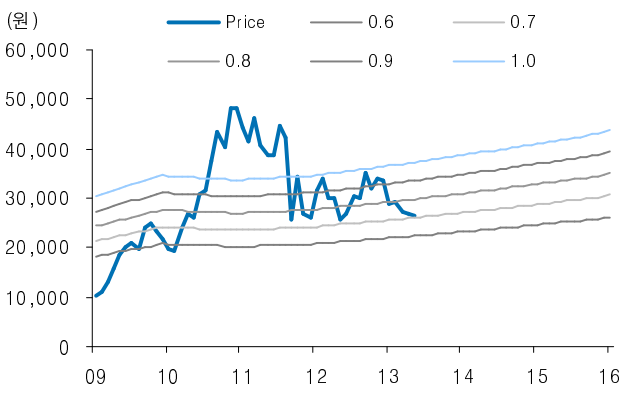


**그림 1** LME 전기동 재고 및 가격 추이




자료 : Bloomberg, 토러스투자증권 리서치센터

**그림 2** 풍산 12개월 FWD PBR 밴드




자료 : Bloomberg, 토러스투자증권 리서치센터

**표** 풍산 – 주요 가정 및 실적전망

| | | 3Q12 | 4Q12 | 1Q13 | 2Q13F | 3Q13F | 4Q13F | 2012 | 2013F | 2014F |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| **기본 가정** | 단위 | | | | | | | | | |
| 평균환율 | (원/$) | 1,134 | 1,091 | 1,085 | 1,090 | 1,090 | 1,090 | 1,126 | 1,070 | 1,093 |
| LME 전기동가격 | (USD/t) | 7,757 | 7,909 | 7,920 | 7,200 | 7,300 | 7,300 | 7,954 | 7,430 | 7,300 |
| 판매량 | 천톤 | | | | | | | | | |
| 압연 | | 31.7 | 29.7 | 31.3 | 33.2 | 31.5 | 33.4 | 126 | 129 | 147 |
| 관 | | 3.9 | 3.2 | 3.5 | 3.7 | 3.5 | 3.7 | 16 | 14 | 16 |
| 봉/선 | | 7.5 | 7.4 | 6.9 | 7.4 | 7.0 | 7.4 | 29 | 29 | 33 |
| 소전 | | 4.5 | 4.1 | 4.7 | 5.0 | 4.8 | 5.1 | 18 | 20 | 22 |
| 기타 | | 1.7 | 1.5 | 2.1 | 2.3 | 2.2 | 2.3 | 6 | 9 | 10 |
| 민수사업 계 | | 49.2 | 45.9 | 48.5 | 51.5 | 48.9 | 51.8 | 195 | 201 | 228 |
| **별도기준** | | | | | | | | | | |
| 매출액 | 십억원 | | | | | | | | | |
| 신동사업 | | 423 | 384 | 431 | 416 | 401 | 425 | 1,696 | 1,673 | 1,871 |
| 방산사업 | | 153 | 246 | 136 | 165 | 155 | 262 | 647 | 718 | 740 |
| 매출액 계 | | 578 | 631 | 553 | 585 | 560 | 691 | 2,341 | 2,388 | 2,626 |
| 영업이익 | | 36 | 20 | 27 | 28 | 38 | 44 | 132 | 138 | 146 |
| 영업이익률 | % | 6.3 | 3.2 | 4.9 | 4.8 | 6.8 | 6.4 | 5.6 | 5.8 | 5.6 |
| 세전이익 | | 29 | 19 | 25 | 31 | 36 | 42 | 110 | 135 | 138 |
| 당기 순이익 | | 23 | 16 | 20 | 24 | 28 | 32 | 85 | 104 | 106 |
| **연결 기준** | | | | | | | | | | |
| 매출액 | 십억원 | 700 | 832 | 745 | 800 | 758 | 886 | 2,971 | 3,189 | 3,324 |
| 영업이익 | | 35 | 41 | 35 | 39 | 34 | 33 | 131 | 141 | 151 |
| 영업이익률 | % | 5.0 | 4.9 | 4.7 | 4.9 | 4.5 | 3.7 | 4.4 | 4.4 | 4.5 |
| 세전이익 | | 28 | 17 | 25 | 31 | 35 | 35 | 87 | 126 | 133 |
| 당기 순이익(지배) | | 26 | 25 | 25 | 29 | 24 | 22 | 90 | 99 | 103 |
| EPS | 원 | | | | | | | 2,199 | 3,544 | 3,682 |
| BPS | 원 | | | | | | | 34,435 | 36,254 | 38,416 |
| ROE | % | | | | | | | 6.5 | 9.1 | 9.5 |

자료 : 토러스투자증권 리서치센터

## Income Statement

| 12월 결산 (십억원) | 2011A | 2012A | 2013F | 2014F | 2015F |
|---|---|---|---|---|---|
| 매출액 | 2,881 | 2,900 | 2,971 | 3,189 | 3,324 |
| 매출원가 | 2,677 | 2,662 | 2,730 | 2,923 | 3,048 |
| 매출총이익 | 205 | 238 | 241 | 267 | 276 |
| 매출총이익률(%) | 7.1 | 8.2 | 8.1 | 8.4 | 8.3 |
| 판관비 | 106 | 111 | 111 | 126 | 125 |
| 영업이익 | 123 | 128 | 131 | 141 | 151 |
| 영업이익률(%) | 4.3 | 4.4 | 4.4 | 4.4 | 4.5 |
| EBITDA | 173 | 183 | 189 | 204 | 216 |
| EBITDA Margin | 6.0 | 6.3 | 6.4 | 6.4 | 6.5 |
| 영업외손익 | -57 | -41 | -5 | -8 | -13 |
| 관계기업손익 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 금융수익 | 5 | 5 | 14 | 15 | 17 |
| 금융비용 | 62 | 61 | 64 | 68 | 75 |
| 기타 | 0 | 16 | 45 | 45 | 45 |
| 법인세비용차감전순손익 | 67 | 87 | 126 | 133 | 138 |
| 법인세비용 | 26 | 25 | 36 | 33 | 34 |
| 계속사업순손익 | 41 | 62 | 90 | 100 | 103 |
| 중단사업순손익 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 당기순이익 | 41 | 62 | 90 | 100 | 103 |
| 당기순이익률(%) | 1.4 | 2.1 | 3.0 | 3.1 | 3.1 |
| 지배지분순이익 | 41 | 62 | 90 | 99 | 103 |
| 비지배지분순이익 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 매도가능금융자산평가 | 9 | 9 | 9 | 9 | 9 |
| 기타포괄이익 | -10 | -26 | -26 | -26 | -26 |
| 포괄순이익 | 31 | 35 | 64 | 73 | 77 |
| 지배지분포괄이익 | 31 | 35 | 63 | 73 | 77 |
| 비지배지분포괄이익 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |

주: K-IFRS 회계기준 개정으로 기존의 기타영업수익/비용 항목은 제외됨

자료: 풍산, 토러스투자증권 리서치센터

## Balance Sheet

| 12월 결산 (십억원) | 2011A | 2012A | 2013F | 2014F | 2015F |
|---|---|---|---|---|---|
| 비유동자산 | 1,202 | 1,278 | 1,324 | 1,342 | 1,327 |
| 유형자산 | 1,039 | 1,108 | 1,156 | 1,175 | 1,162 |
| 관계기업투자금 | 1 | 1 | 1 | 1 | 1 |
| 기타금융자산 | 1 | 2 | 2 | 2 | 2 |
| 기타비유동자산 | 160 | 167 | 165 | 164 | 162 |
| 유동자산 | 1,425 | 1,356 | 1,470 | 1,663 | 1,909 |
| 현금및현금성자산 | 35 | 23 | 43 | 98 | 205 |
| 매출채권 및 기타채권 | 456 | 452 | 484 | 553 | 646 |
| 재고자산 | 897 | 867 | 928 | 997 | 1,039 |
| 기타유동자산 | 37 | 14 | 14 | 16 | 19 |
| 자산총계 | 2,627 | 2,633 | 2,794 | 3,005 | 3,236 |
| 비유동부채 | 604 | 741 | 831 | 881 | 991 |
| 사채 | 169 | 170 | 210 | 230 | 290 |
| 장기차입금 | 334 | 457 | 507 | 537 | 587 |
| 기타비유동부채 | 101 | 115 | 115 | 115 | 115 |
| 유동부채 | 1,080 | 925 | 945 | 1,045 | 1,101 |
| 매입채무 및 기타채무 | 197 | 208 | 228 | 278 | 294 |
| 단기차입금 | 608 | 499 | 519 | 569 | 629 |
| 유동성채무 | 246 | 167 | 147 | 147 | 127 |
| 기타유동부채 | 29 | 51 | 51 | 51 | 51 |
| 부채총계 | 1,683 | 1,666 | 1,776 | 1,926 | 2,092 |
| 지배지분 | 941 | 965 | 1,016 | 1,077 | 1,141 |
| 자본금 | 140 | 140 | 140 | 140 | 140 |
| 자본잉여금 | 495 | 495 | 495 | 495 | 495 |
| 이익잉여금 | 306 | 335 | 413 | 500 | 590 |
| 기타자본변동 | 0 | -5 | -31 | -58 | -84 |
| 비지배지분 | 2 | 2 | 3 | 3 | 3 |
| 자본총계 | 943 | 967 | 1,019 | 1,079 | 1,144 |

자료: 풍산, 토러스투자증권 리서치센터

## Cashflow Statement

| 12월 결산 (십억원) | 2011A | 2012A | 2013F | 2014F | 2015F |
|---|---|---|---|---|---|
| 영업활동 현금흐름 | 9 | 150 | 90 | 89 | 63 |
| 당기순이익 | 41 | 62 | 90 | 100 | 103 |
| 비현금항목의 가감 | 116 | 126 | 154 | 159 | 167 |
| 감가상각비 | 48 | 54 | 56 | 61 | 63 |
| 외환손익 | -16 | -24 | -6 | -6 | -6 |
| 지분법평가손익 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 기타 | 84 | 96 | 103 | 104 | 110 |
| 자산부채의 증감 | -49 | 15 | -72 | -86 | -119 |
| 기타현금흐름 | -47 | -10 | -36 | -33 | -34 |
| 투자활동 현금흐름 | -171 | -130 | -108 | -84 | -54 |
| 투자자산 | -2 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 유형자산 | -156 | -148 | -105 | -80 | -50 |
| 기타 | -13 | 18 | -3 | -4 | -4 |
| 재무활동 현금흐름 | 151 | -30 | 77 | 87 | 137 |
| 단기차입금 | -8 | -90 | 20 | 50 | 60 |
| 단기사채 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 장기차입금 | 147 | 163 | 50 | 30 | 50 |
| 사채 | 60 | 20 | 40 | 20 | 60 |
| 현금배당 | 11 | 13 | 13 | 13 | 13 |
| 기타 | -47 | -122 | -33 | -13 | -33 |
| 현금의 증감 | -10 | -12 | 20 | 54 | 107 |
| 기초 현금 | 45 | 35 | 23 | 43 | 98 |
| 기말 현금 | 35 | 23 | 43 | 98 | 205 |
| NOPLAT | 132 | 86 | 93 | 106 | 113 |
| FCF | -23 | 9 | -25 | 2 | 9 |

자료: 풍산, 토러스투자증권 리서치센터

## Valuation Indicator

| 12월 결산 (원, 배) | 2011A | 2012A | 2013F | 2014F | 2015F |
|---|---|---|---|---|---|
| EPS | 1,452 | 2,199 | 3,202 | 3,544 | 3,681 |
| PER | 18.0 | 15.3 | 8.6 | 7.8 | 7.5 |
| BPS | 33,574 | 34,435 | 36,254 | 38,416 | 40,715 |
| PBR | 0.8 | 1.0 | 0.76 | 0.7 | 0.7 |
| EBITDAPS | 5,293 | 6,546 | 6,738 | 7,274 | 7,690 |
| EV/EBITDA | 11.8 | 12.0 | 11.1 | 10.5 | 10.1 |
| SPS | 102,81 | 103,49 | 106,01 | 113,80 | 118,62 |
| PSR | 0.3 | 0.3 | 0.3 | 0.2 | 0.2 |
| CFPS | 5,587 | 6,684 | 8,697 | 9,233 | 9,649 |
| DPS | 400 | 450 | 450 | 450 | 450 |

## Financial Ratio

| 12월 결산 (%) | 2011A | 2012A | 2013F | 2014F | 2015F |
|---|---|---|---|---|---|
| 성장성 | | | | | |
| 매출액 증가율 | 6.4 | 0.7 | 2.4 | 7.4 | 4.2 |
| 영업이익 증가율 | -42.6 | 3.6 | 2.2 | 11.8 | 3.4 |
| 순이익 증가율 | -72.7 | 51.6 | 45.6 | 14.9 | 0.1 |
| 수익성 | | | | | |
| ROIC | 6.0 | 3.9 | 4.1 | 4.6 | 4.6 |
| ROA | 1.6 | 2.3 | 3.3 | 3.6 | 3.3 |
| ROE | 4.3 | 6.5 | 9.1 | 9.8 | 9.3 |
| 안정성 | | | | | |
| 부채비율 | 178.5 | 172.2 | 174.3 | 177.8 | 182.3 |
| 순차입금비율 | 138.3 | 130.6 | 130.7 | 126.5 | 122.8 |
| 이자보상배율 | 2.2 | 2.2 | 2.1 | 2.2 | 2.1 |

자료: 풍산, 토러스투자증권 리서치센터

www.taurus.co.kr

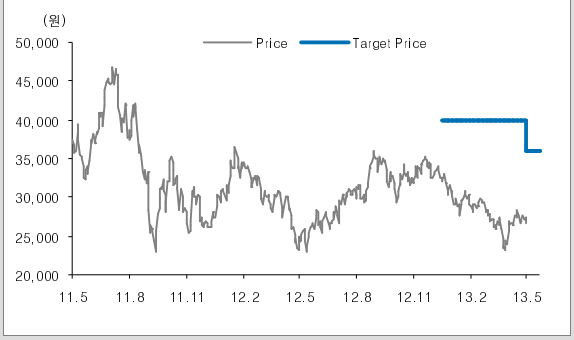
**본사** 서울 영등포구 여의대로 66 KTB빌딩 3층 T. 02 709 2300
**영업부** 서울 영등포구 여의대로 66 KTB빌딩 17층 T. 02 709 2313

## Compliance Notice

| 투자의견(향후 6개월간 주가 등락 기준) | | |
|---|---|---|
| 기업 | STRONG BUY | BUY 등급 중 High Conviction 종목 |
| | BUY | 15% 이상의 초과수익이 예상되는 경우 |
| | HOLD | -15% ~ 15% 이내의 등락이 예상되는 경우 |
| | SELL | 15% 이상의 주가 하락이 예상되는 경우 |
| | 단, 업종 및 기업 특성을 고려한 ±10%내의 조정치 감안 가능 | |
| 업종 | OVERWEIGHT<br>NEUTRAL<br>UNDERWEIGHT | 업종별 투자의견은 해당업종 투자비중에 대한 의견 |

- 당사는 자료작성일 현재 동 주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료는 2013년 5월 23일 당사 홈페이지에 게시된 자료로, 기관투자가 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 조사분석 담당자는 자료 작성일 현재 동 주식을 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.
- 동 조사자료는 고객의 투자에 참고가 될 수 있는 각종 정보제공을 목적으로 제작되었습니다. 이 조사자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 종목 선택이나 투자시기에 대한 최종 결정을 하시기 바랍니다. 따라서 이 조사자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.
- 동 조사자료의 지적재산권은 당사에 있으므로 당사의 허락없이 무단 복제 및 배포 할 수 없습니다.

### 목표주가 차트




### 종목 투자의견

| 날짜 | 투자의견 | 목표주가 |
|---|---|---|
| 2012년 11월 11일 | BUY | 40,000원 |
| 2013년 5월 24일 | BUY | 36,000원 |