

Company Update



김민수
Analyst
chris.m.kim@samsung.com
02 2020 7788

■ AT A GLANCE

SELL HOLD **BUY**

목표주가	36,000원(19.2%)		
현재주가	30,200원		
Bloomberg code	103140 KS		
시가총액	8230억원		
Shares (float)	28,024,278주 (66.61%)		
52주 최저/최고	22,850원/36,400원		
60일-평균거래대금	85.3억원		
One-year performance	1M	6M	12M
풍산 (%)	-17%	-2%	-15%
Kospi 지수 대비 (%pts)	-5%	-5%	-1%

■ KEY CHANGES

(원)	New	Old	Diff (%)
투자 의견	BUY	BUY	
목표주가	36,000	34,000	5.8
2012E EPS	1,452	1,452	13.0
2013E EPS	2,962	2,622	11.6
2014E EPS	3,654	3,275	8.5

■ 분기 실적

(십억원)	3Q12	증감 (%)		차이 (%)	
		전년 동기 대비	전분기 대비	삼성증권 추정	컨센서스
매출액	713	3.5	(4.2)	3.7	7.2
영업이익	41	234.3	23.5	5.1	14.1
세전계속사업이익	28	nm	60.6	0.0	2.9
순이익	21	nm	108.3	(0.8)	1.6
이익률 (%)					
영업이익	5.8				
세전계속사업이익	4.0				
순이익	3.0				

자료: 풍산, 삼성증권 추정

풍산 (103140)

동 평균가격 하락에도 방산 및 연결 자회사 실적개선으로
컨센서스 상회

WHAT'S THE STORY?

Event: 시장 컨센서스를 상회한 3분기 영업실적 발표.

Impact: 예상을 상회한 3분기 영업실적은 방산매출 성장과 자회사 실적개선 및 9월 동 평균가격 회복에 따른 재고평가이익 발생 등에 기인. 과거 풍산은 동가격에 따른 이익 변동성이 높은 수준이었으나 방산부분 이익기여도 상승으로 실적 가시성은 높아졌으며 방산/신동부문 생산능력 증설로 외형 성장도 지속될 전망.

Action: 'BUY', 목표주가 '36,000원'으로 5.8% 상향조정.

THE QUICK VIEW

3Q review - 신동부문 부진에도 방산매출성장 및 연결자회사 실적개선으로 시장 컨센서스 상회

풍산의 3분기 연결기준 매출액은 7,127억원 (3.5% yoy, -4.2% qoq), 영업이익은 412억원 (234.3% yoy, 23.5% qoq)으로 시장 기대치 및 당사 예상치 상회. 이는 계절적 비수기를 맞아 신동 판매량이 전분기 대비 2.6% 감소하였고, 신동부문 ASP도 하락하였으나 방산사업부문 매출이 1,500억원으로 전년 동기(1,030억원) 대비 성장하였으며, 연결 자회사 실적도 개선 되었기 때문. 5월 이후 동가격의 추세적인 하락에 따라 metal loss(160억원)가 발생하였으나, 9월 동평균가격이 USD8,000을 회복함에 따라 재고평가이익 발생으로 이를 일부 상쇄함. 연결 자회사인 PMX는 3분기 흑자전환.

방산매출 성장으로 4분기 영업실적 회복지속

동사의 4분기 별도기준 영업이익은 전분기 대비 43.9% 증가한 520억원이 예상되는데 이는 1) 방산사업부문의 설비증설에 따른 외형성장이 기대되며 2) 판매 출하증가로 신동부문 실적개선도 예상되기 때문. 향후 판매 출하량과 마진은 동가격 향방과 유사한 모습을 보일 전망. 과거 동가격 상승기에는 수요산업에서의 재고 re-stocking진행으로 동사의 판매량은 증가하였지만 가격 하락기에는 구매지연이 있었음.

투자 의견 'BUY' 유지, 목표주가 36,000원으로 5.8% 상향조정

안정적인 방산사업부문 성장성을 감안하여 2013~14년 EPS 추정치를 각각 11.6%, 8.5% 조정. 동사에 대한 목표주가를 36,000원으로 5.8% 상향(2013E PER 10x). 투자 의견 'BUY' 유지. 동사에 대한 투자포인트는 1) 동가격에 따른 이익 변동성은 높은 수준이었으나 방산부분 이익기여도 상승으로 실적 가시성은 높아졌으며 2) 방산부문 생산능력 증설과 수출비중 증가로 외형성장이 예상되고 3) 판매생산능력 증설 및 동가격 회복으로 신동사업부문 이익률 개선이 기대된다는 점.

■ Valuation summary

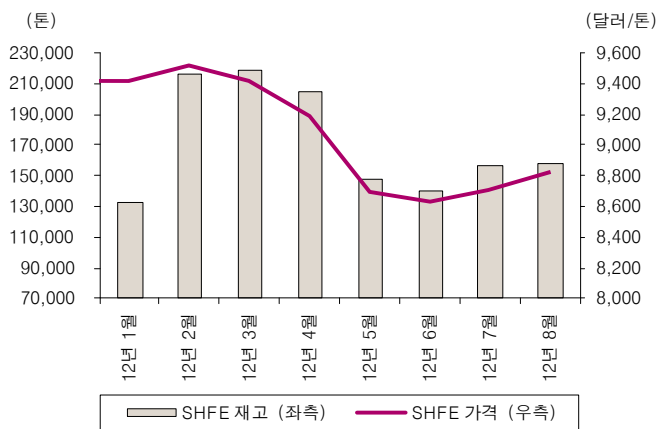
	2011	2012E	2013E
Valuation (배)			
P/E	20.8	10.2	8.3
P/B	0.9	0.9	0.8
EV/EBITDA	12.6	11.6	10.3
Div yield (%)	2.7	0.0	2.7
EPS 증가율 (%)	(77.2)	104.0	23.4
ROE (%)	4.3	8.5	9.7
주당지표 (원)			
EPS	1,452	2,962	3,654
BVPS	32,618	35,202	38,117
DPS	800	-	800

분기별 실적 예상

(십억원)	4Q11	1Q12	2Q12	3Q12A	(전분기대비, %)	(전년대비, %)	3Q 컨센서스	4Q12E
Consolidation								
매출액	740	669	744	713	(4.2)	3.5	665	819
영업이익	1	39	33	41	23.5	234.3	36	57
세전이익	(16)	24	18	28	60.6	nm	27	44
순이익	(18)	18	10	21	108.3	nm	21	34
영업이익률 (%)	0.1	5.8	4.5	5.8			5.4	7.0
세전이익률 (%)	(2.1)	3.7	2.4	4.0			4.1	5.4
Parent								
매출액	597	534	598	578	(3.5)	7.0	549	671
영업이익	21	31	51	39	(24.4)	46.3	36	52
영업이익률 (%)	3.5	5.9	8.5	6.7			6.6	7.8

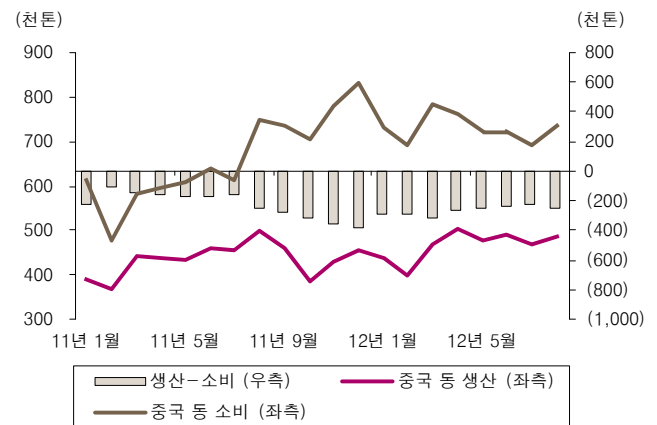
자료: 풍산, Enguide, 삼성증권 추정

SHFE 동 가격 vs 동 재고



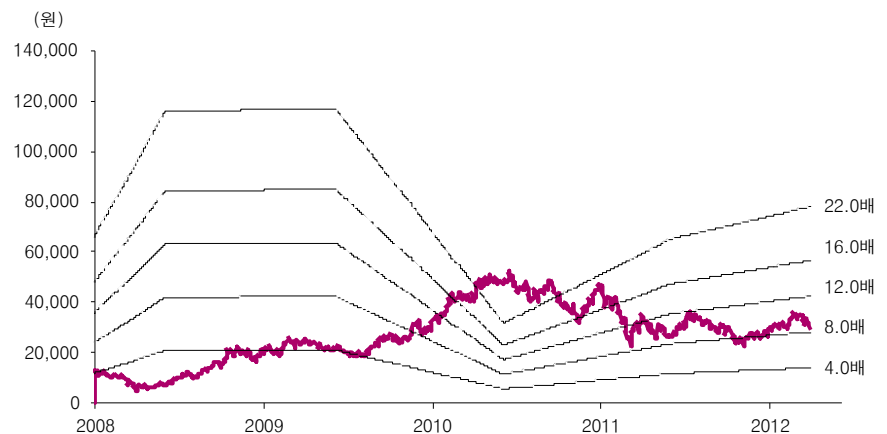
자료: 블룸버그

중국 동 수급



자료: 블룸버그

풍산 P/E Band: 과거 4년 평균 10.5배



자료: QuantWise, 삼성증권 추정

이익추정치 변경

(십억원)	2013E		차이 (%)
	변경 후	변경 전	
매출액	3,081	3,081	0.0
영업이익	176	161	9.3
세전이익	135	121	11.6
순이익	102	92	11.6
EPS (원)	3,654	3,275	11.6

자료: 삼성증권 추정

세계 철강업체: Valuation matrix

Company	Price (Local)	Market cap (USDm)	P/E (배)		P/B (배)		EV/EBITDA (배)		Operating margin (%)		ROE (%)	
			2012E	2013E	2012E	2013E	2012E	2013E	2012E	2013E	2012E	2013E
Domestic comparables												
Posco	344,500	27,159	10.3	7.5	0.9	0.8	10.8	8.5	6.0	7.5	7.4	9.6
Hyundai Steel	78,000	6,097	9.4	8.5	0.7	0.6	8.5	7.4	6.8	8.0	7.6	7.8
Hyundai Hysco	42,300	3,320	10.0	7.5	1.8	1.4	6.7	5.1	5.5	6.0	18.9	20.8
Dongkuk Steel Mill	13,900	796	nm	nm	0.3	0.3	13.4	10.6	0.3	1.7	(2.6)	0.7
Korea Zinc	456,000	7,692	12.2	9.5	2.2	1.7	7.5	5.5	17.1	18.1	18.9	20.0
Poongsan	30,200	787	11.5	9.2	0.9	0.8	11.6	10.3	5.1	5.2	7.6	9.0
Seah Besteel	29,850	971	6.2	5.3	0.8	0.7	4.1	3.4	9.8	9.7	12.8	13.4
Seah Steel Corp	101,500	552	6.5	5.6	0.6	0.5	5.8	5.2	6.4	6.6	9.6	10.0
Husteel	29,350	184	6.0	5.3	0.5	0.5	n/a	n/a	6.9	7.0	6.8	6.7
Average			9.0	7.3	1.0	0.8	8.5	7.0	7.1	7.8	9.7	10.9
Global comparables												
Asia												
Baosteel	4.6	12,830	10.9	8.9	0.7	0.7	4.7	4.0	4.9	6.1	6.7	7.8
Wuhan	2.5	4,021	23.1	24.7	0.7	0.7	6.2	5.2	1.2	3.1	1.3	1.7
Angang	4.7	4,148	nm	29.3	0.7	0.7	7.8	6.3	1.3	3.4	1.1	2.9
Maanshan	2.1	2,388	nm	19.6	0.7	0.6	7.2	5.7	1.0	2.7	(0.1)	2.6
Nippon Steel	171	20,352	10.4	7.8	0.6	0.6	6.4	5.6	4.3	5.5	5.8	7.0
JFE	1,075	8,272	7.6	6.2	0.4	0.4	6.8	6.0	3.9	4.6	4.5	5.5
Kobe	68	2,653	37.7	12.7	0.4	0.4	6.8	6.4	2.7	3.5	1.4	3.5
Tata Steel	404	7,283	6.9	6.9	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	11.4	10.3
Average			16.1	14.5	0.6	0.6	6.6	5.6	2.8	4.1	4.0	5.2
US												
US Steel	22	3,160	16.0	10.7	1.0	0.9	5.9	4.7	2.5	3.5	3.7	10.0
Nucor	40	12,816	23.9	13.3	1.7	1.6	9.2	6.4	5.5	8.4	7.3	12.5
Average			19.9	12.0	1.3	1.2	7.5	5.6	4.0	5.9	5.5	11.3
Europe												
ArcelorMittal	12	24,350	17.8	8.4	0.3	0.3	5.4	4.4	3.3	4.7	1.9	3.9
Global average (ex-Korea)			17.1	13.5	0.7	0.7	6.6	5.5	3.1	4.5	4.1	6.2
Global average			13.1	10.7	0.8	0.8	7.5	6.2	5.1	6.1	6.8	8.4

참고: 2012년 10월 29일 종가 기준

자료: Bloomberg 컨센서스, 삼성증권

포괄손익계산서

12월 31일 기준 (십억원)	2010	2011	2012E	2013E	2014E
매출액	2,187	2,881	2,919	3,081	3,230
매출원가	1,933	2,677	2,677	2,841	2,986
매출총이익	254	205	242	241	244
(매출총이익률, %)	11.6	7.1	8.3	7.8	7.6
판매 및 일반관리비	75	106	89	86	91
영업이익	179	123	168	176	175
(영업이익률, %)	8.2	4.3	5.8	5.7	5.4
순금융이익	(24)	(55)	(59)	(60)	(59)
순외환이익	(1)	4	4	23	23
순지분법이익	25	0	0	0	0
기타	9	(6)	1	(4)	0
세전이익	188	67	115	135	139
법인세	39	26	32	33	34
(법인세율, %)	20.9	38.8	27.6	24.2	24.2
순이익	149	41	83	102	105
(순이익률, %)	9.9	1.4	2.8	3.3	3.3
영업순이익*		41	83	102	105
(영업순이익률, %)		1.4	2.8	3.3	3.3
EBITDA	247	171	227	248	252
(EBITDA 이익률, %)	11.3	5.9	7.8	8.1	7.8
EPS (원)	5,312	1,453	2,966	3,656	3,759
수정 EPS (원)**	6,376	1,452	2,962	3,654	3,757
주당배당금 (보통, 원)	800	800	0	800	800
주당배당금 (우선, 원)					
배당성향 (%)	15.1	55.7	0.0	21.9	21.3

현금흐름표

12월 31일 기준 (십억원)	2010	2011	2012E	2013E	2014E
영업활동에서의 현금흐름	87	9	202	98	94
순이익	149	41	83	102	105
유·무형자산 상각비	35	49	53	53	54
순외환관련손실 (이익)		1	(3)	(17)	(17)
지분법평가손실 (이익)		0	0	0	0
Gross Cash Flow	176	58	196	263	270
순운전자본감소 (증가)	(106)	(49)	6	(165)	(176)
기타	17	0	(0)	0	0
투자활동에서의 현금흐름	(231)	(171)	(363)	(95)	(91)
설비투자	(202)	(156)	(119)	(59)	(59)
Free cash flow	(115)	(147)	83	39	35
투자자산의 감소(증가)	(27)	(14)	(244)	0	0
(배당금***)					
기타	(1)	(1)	1	(36)	(33)
재무활동에서의 현금흐름	116	151	162	24	22
차입금의 증가(감소)	138	151	162	0	0
자본금의 증가(감소)	0	0	0	0	0
배당금	22	0	0	22	22
기타	(45)	0	(0)	2	0
현금증감	(28)	(10)	1	26	25
기말현금	52	45	35	36	63
기말현금	24	35	36	63	88

참고: * 일회성 항목 제외

** 완전 회석, 일회성 항목 제외

*** 지분법증권으로부터의 배당

자료: 풍산, 삼성증권 추정

재무상태표

12월 31일 기준 (십억원)	2010	2011	2012E	2013E	2014E
유동자산	1,005	1,425	1,460	1,619	1,798
현금 및 현금등가물	24	35	36	63	88
매출채권	311	447	466	477	483
재고자산	632	897	917	1,036	1,182
기타	38	46	41	43	45
비유동자산	943	1,202	1,524	1,530	1,535
투자자산	119	126	388	388	388
유형자산	788	1,039	1,102	1,109	1,116
무형자산	13	27	26	24	23
기타	22	10	9	9	9
자산총계	1,948	2,627	2,984	3,149	3,333
유동부채	663	1,080	1,049	1,016	994
매입채무	78	130	163	123	94
단기차입금	396	608	613	613	613
기타 유동부채	189	341	273	280	287
비유동부채	316	604	920	1,038	1,162
사채 및 장기차입금	259	503	766	766	766
기타 장기부채	57	101	154	272	395
부채총계	979	1,683	1,969	2,054	2,155
자본금	140	140	140	140	140
자본잉여금	544	495	495	495	495
이익잉여금	258	306	378	458	541
기타	904	0	(0)	(0)	(0)
자본총계	969	943	1,015	1,095	1,178
순부채	694	1,317	1,485	1,458	1,433
주당장부가치 (원)	34,109	32,618	35,202	38,117	41,134

재무비율 및 주당지표

12월 31일 기준	2010	2011	2012E	2013E	2014E
증감률 (%)					
매출액	25.3	31.7	1.3	5.5	4.8
영업이익	18.7	(30.9)	36.5	4.6	(0.5)
세전이익	4.2	(64.7)	72.4	17.8	2.8
순이익	0.9	(72.6)	104.1	23.3	2.8
영업순이익*			104.0	23.4	2.8
EBITDA	0.9	(30.7)	32.7	9.5	1.4
수정 EPS**	0.9	(77.2)	104.0	23.4	2.8
비율 및 회전					
ROE (%)	16.4	4.3	8.5	9.7	9.3
ROA (%)	8.2	1.8	3.0	3.3	3.3
ROIC (%)	9.7	4.0	5.4	5.7	5.3
순부채비율 (%)	71.6	139.6	146.3	133.2	121.7
이자보상배율 (배)	5.9	4.4	3.0	3.0	2.9
매출채권 회수기간 (일)	54.0	48.0	57.1	55.9	54.3
매입채무 결제기간 (일)	13.9	13.2	18.3	16.9	12.3
재고자산 보유기간 (일)	111.6	104.3	123.6	125.5	135.6
Valuations (배)					
P/E	4.7	20.8	10.2	8.3	8.0
P/B	0.9	0.9	0.9	0.8	0.7
EV/EBITDA	6.5	12.6	11.6	10.3	9.0
EV/EBIT	7.5	17.7	13.4	11.8	11.4
배당수익률 (보통, %)	2.5	2.7	0.0	2.7	2.7

■ Compliance Notice

- 당사는 10월 26일 현재 지난 3개월간 위 조사분석자료에 언급된 종목의 지분증권 발행에 참여한 적이 없습니다.
- 당사는 10월 26일 현재 위 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 본 조사분석자료의 애널리스트는 10월 26일 현재 위 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 보유하고 있지 않습니다.
- 본 조사분석자료는 기관투자자 등 제 3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 본 조사분석자료에는 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 애널리스트의 의견이 정확하게 반영되었음을 확인합니다.
- 본 조사분석자료는 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에 있습니다.
- 본 조사분석자료는 당사의 동의없이 어떠한 경우에도 어떠한 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형, 대여할 수 없습니다.
- 본 조사분석자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재에 대한 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

■ 2년간 목표주가 변경 추이



■ 최근 2년간 투자의견 및 목표주가(TP) 변경

일 자	2011/4/8	11/1	2012/1/30	2/22	6/28	10/29
투자의견	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY
TP (원)	60,000	45,000	38,000	42,000	34,000	36,000

- **투자기간 및 투자등급:** 삼성증권은 기업 및 산업에 대한 투자등급을 아래와 같이 구분합니다.

기업

- BUY★★★ (매수★★★)** 향후 12개월간 예상 절대수익률 30% 이상 그리고 업종 내 상대매력도가 평균 대비 높은 수준
- BUY (매수)** 향후 12개월간 예상 절대수익률 10% ~ 30%
- HOLD (중립)** 향후 12개월간 예상 절대수익률 -10% ~ 10% 내외
- SELL (매도)** 향후 12개월간 예상 절대수익률 -10% ~ -30%
- SELL★★★ (매도★★★)** 향후 12개월간 예상 절대수익률 -30% 이하

※ 2010년 10월 21일부터 당사 투자등급이 (BUY★★★, BUY★★☆, BUY★☆☆, HOLD, SELL)에서 (BUY★★★, BUY, HOLD, SELL, SELL★★★)로 변경되었습니다.

산업

- OVERWEIGHT(비중확대)** 향후 12개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 5% 이상 상승 예상
- NEUTRAL(중립)** 향후 12개월간 업종지수상승률이 시장수익률과 유사한 수준(± 5%) 예상
- UNDERWEIGHT(비중축소)** 향후 12개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 5% 이상 하락 예상