

풍산 (103140)

흥분하지 말고 차분하게 Re-rating을 기대하자

비철금속

Results Comments
2013. 10. 28

(Maintain) **Trading Buy**

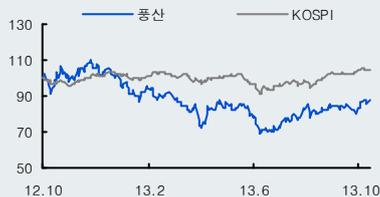
목표주가 (원, 12M) **31,000**

현재주가(13/10/29,원) **28,350**

상승여력 **9%**

영업이익(13F,십억원)	142
Consensus 영업이익(13F,십억원)	127
EPS 성장률(13F,%)	6.6
MKT EPS 성장률(13F,%)	17.7
P/E(13F,x)	12.1
MKT P/E(13F,x)	10.9
KOSPI	2,051.76
시가총액(십억원)	794
발행주식수(백만주)	28
유동주식비율(%)	66.6
외국인 보유비중(%)	9.6
베타(12M,일간수익률)	1.47
52주 최저가(원)	21,500
52주 최고가(원)	35,900

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	4.4	6.6	-6.1
상대주가	2.4	0.9	-14.6



철강/비철금속

전승훈

02-768-2713
sh.jeon@dwsec.com

이준기

02-768-3297
aiden.lee@dwsec.com

3Q13 Review: 기대이상의 호실적

3분기 연결 기준 매출액과 영업이익은 각각 7,532억원(QoQ 1.3%, YoY 5.7%), 522억원(QoQ 138.6%, YoY 42.0%) 으로 **시장 예상치인 358억원을 상회하는 어닝 서프라이즈**를 기록하였다. 특히 분기 500억 이상의 영업이익은 2011년 1분기 이후 10분기 만이다.

3분기에는 Metal loss가 약 80억 반영되었음에도 불구하고 재고자산평가손실 환입 30억원, 방산 부문의 일시적 수익성 급증 등으로 실적이 호조를 보였다. 일반적으로 방산 부문의 영업이익률은 12~15% 수준이나 3분기에는 17%에 달한 것으로 추정된다. 미국 PMX등 해외 법인들의 영업이익도 흑자로 전환되었다. 이에 따라 연결 영업이익(522억원)이 별도 영업이익(499억원)을 상회했다.

한편 당기순이익이 세전이익에 비해 크게 작은 이유는 일회성 세금 증가 때문이다. 4분기 이후 세율은 과거 수준으로 회귀할 전망이다.

4Q13 전망 및 주가의 Catalyst

4분기는 방산 사업부의 계절적인 성수기로 매출액은 전분기 대비 3.3% 증가할 것으로 예상되나 영업이익은 전분기 대비 21.8% 감소할 전망이다. **방산 부문의 수익성이 정상 수준으로 하락하고 연말 성과급 지급이 예상되기 때문이다.** 그러나 여전히 영업이익률은 5%를 상회하고 영업이익도 400억원을 상회할 가능성이 높다는 점에 주목할 필요가 있다.

동사의 장기적 주가는 계단식으로 증가하는 방산 사업부의 가치가 견인하며 단기적 주가는 동 가격 방향성이 결정한다. 구리는 2014년부터 본격적으로 공급이 확대될 것으로 예상되는 품목이다. 그러나 광산 개발 시기가 당초 예상보다 지연되고 있고 경기 회복 기대감과 양적 완화 축소 시점의 지연이 구리 가격을 7천 달러 이상에서 지지해줄 가능성이 높다.

투자의견 Trading Buy, 목표주가 31,000원 유지

장기적인 관점에서 방산 사업부의 성장에 따른 점진적인 re-rating이 시작되는 국면이다. 연결 기준 이익 변동성이 작은 방산 부문의 세전이익이 2010년 650억원에서 2012년에는 892억원으로 증가했다. 방산 사업부는 매년 8% 이상의 외형성장을 보여줄 것으로 기대한다. 현재 동사 시가총액은 방산 사업부 가치 수준에서 거래되고 있다. 이것이 2010년과 2011년과 다른 모습이다.

다만 단기적으로 동사의 실적이 3분기를 고점으로 2014년 1분기까지 조정을 보일 가능성이 있어 공격적인 추격 매수 보다는 일시적 동 가격 하락에 따라 주가 조정이 깊게 나타날 경우 매수하는 전략을 추천한다.

결산기 (12월)	12/10	12/11	12/12	12/13F	12/14F	12/15F
매출액 (십억원)	2,708	2,881	2,900	2,989	3,079	3,140
영업이익(십억원)	241	99	128	142	171	178
영업이익률 (%)	8.9	3.4	4.4	4.8	5.6	5.7
순이익(십억원)	153	41	62	66	87	93
EPS (원)	5,458	1,452	2,199	2,344	3,111	3,334
ROE (%)	17.3	4.3	6.5	6.6	8.2	8.2
P/E (배)	8.8	18.1	15.3	12.1	9.1	8.5
P/B (배)	1.5	0.8	1.0	0.8	0.7	0.7

주: K-IFRS 연결 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익
자료: 풍산, KDB대우증권 리서치센터

표 1. 풍산의 3Q13 실적 추정치 비교

(십억원)

	3Q12	2Q13	3Q13P			차이 (%)
			실제 (A)	KDB대우 추정	Consensus (B)	(A/B)
매출액	713	743	753	715	710	6.1
영업이익	37	22	52	38	36	45.9
영업이익률 (%)	5.2	2.9	6.9	5.4	5.0	
지배주주순이익	21	10	19	26	21	-8.1

자료: 풍산, Bloomberg(컨센서스는 8월 이후 추정치 기준), KDB대우증권 리서치센터 추정

표 2. 풍산의 수익예상 변경내용

	변경전		변경후		변경률(%)	
	2013F	2014F	2013F	2014F	2013F	2014F
매출액 (십억원)	2,944	3,057	2,989	3,079	1.5	0.7
영업이익 (십억원)	133	170	142	171	7.1	0.6
영업이익률 (%)	4.5	5.6	4.8	5.6		
지배주주순이익 (십억원)	76	86	66	87	-13.8	1.5
판매량(톤)	195,426	199,511	195,135	199,521	-0.1	0.0
동 가격 (달러/톤)	7,382	7,550	7,399	7,550	0.2	0.0
환율 (원/달러)	1,104	1,080	1,102	1,080	-0.2	0.0

자료: 풍산, KDB대우증권 리서치센터 추정

표 3. 풍산의 분기별 영업실적 추이 및 전망

	2012					2013F					3Q13 증감률	
	1Q	2Q	3Q	4Q	FY	1Q	2Q	3QP	4QF	FY	QoQ	YoY
매출액 (십억원)	669	744	713	774	2,900	714	743	753	778	2,989	1.3	5.7
영업이익 (십억원)	40	28	37	23	128	28	22	52	40	142	138.7	42.0
세전 이익 (십억원)	24	18	28	17	87	25	14	41	26	106	197.6	46.3
지배주주순이익 (십억원)	18	10	21	12	62	17	9.7	19	20	66	94.9	-10.5
영업이익률 (%)	6.0	3.7	5.2	3.0	4.4	3.9	2.9	6.9	5.2	4.8		
세전이익률 (%)	3.7	2.4	4.0	2.2	3.0	3.5	1.9	5.5	3.3	3.5		
순이익률 (%)	2.7	1.4	3.0	1.6	2.1	2.4	1.3	2.5	2.6	2.2		
동 가격 (달러/톤)	8,009	8,220	7,509	7,951	7,922	8,019	7,375	7,032	7,170	7,399	-4.7	-6.3
판매량 (천톤)	49,000	50,525	49,206	45,960	194,691	48,513	50,852	49,184	46,577	195,126	-3.3	0.0
환율(원/달러)	1,131	1,152	1,133	1,090	1,127	1,085	1,123	1,111	1,090	1,102	-1.1	-2.0

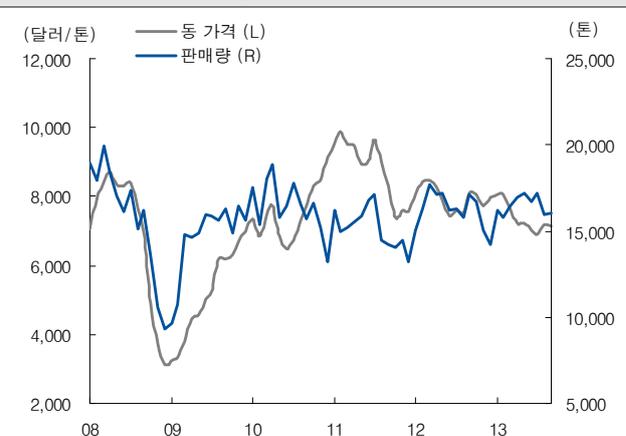
자료: 풍산, KDB대우증권 리서치센터

그림 1. 풍산의 동 제품 Roll margin은 건조



자료: 풍산, LS니코동제련, KDB대우증권 리서치센터

그림 2. 풍산의 제품 판매량도 건조

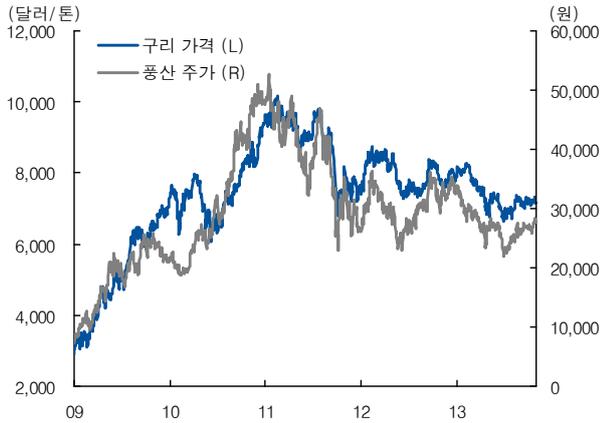


자료: 풍산, KDB대우증권 리서치센터

풍산

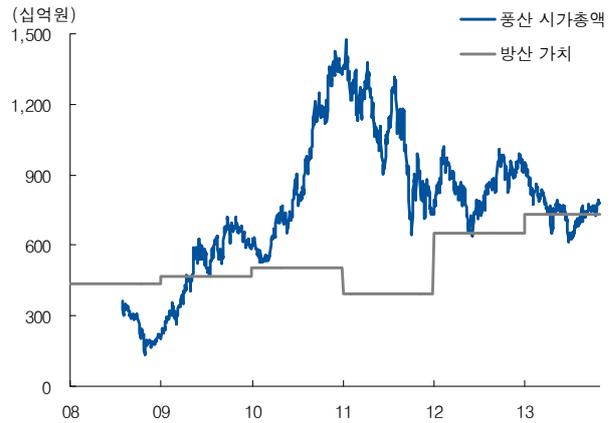
흥분하지 말고 차분하게 Re-rating을 기대하자

그림 3. 풍산 주가는 동 가격과 대체로 동행



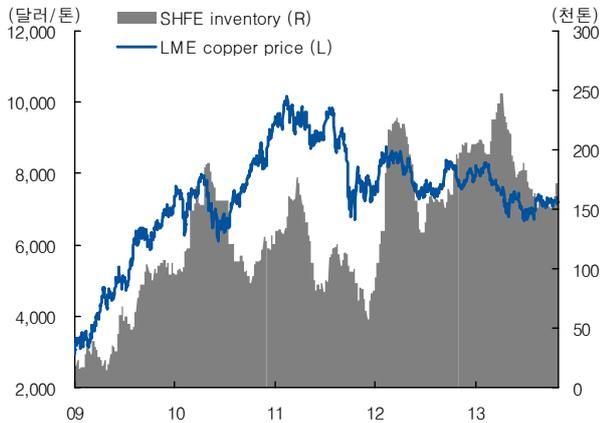
자료: Thomson Reuters, KDB대우증권 리서치센터

그림 4. 향후 방산 가치는 풍산 주가를 지지해줄 전망



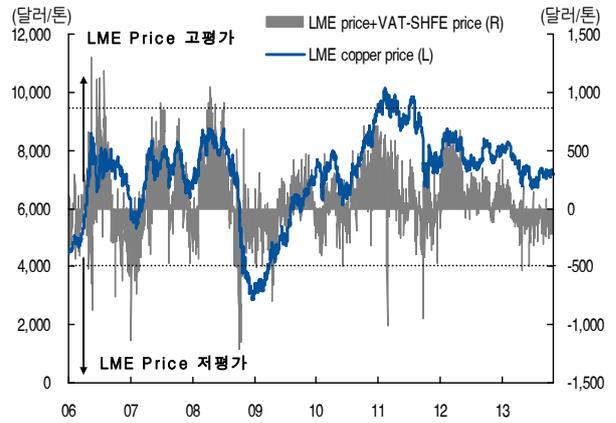
자료: Thomson Reuters, KDB대우증권 리서치센터 추정

그림 5. 중국의 Re-stocking 시작이 동 가격 견인



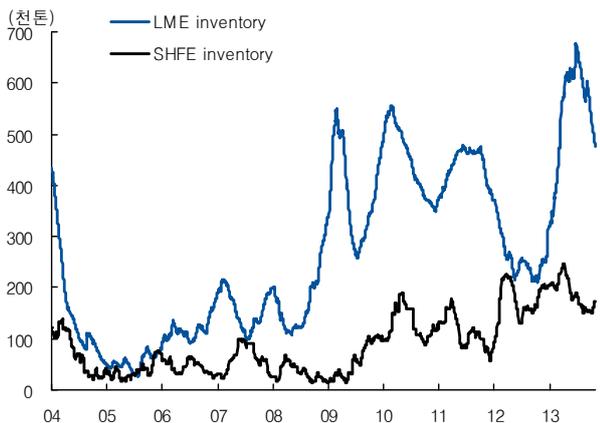
자료: Thomson Reuters, KDB대우증권 리서치센터

그림 6. LME 동 가격은 상해 가격 대비 저평가 국면에 있어



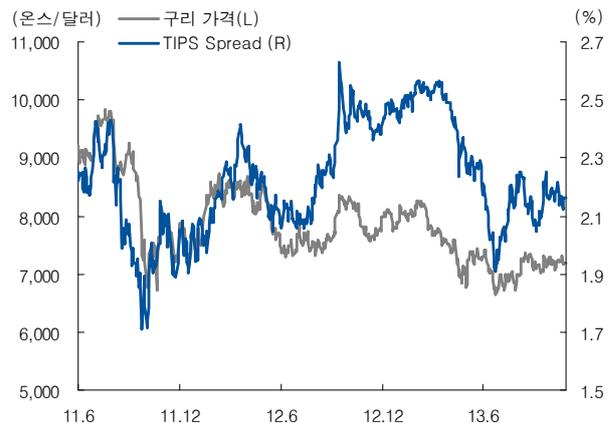
자료: Thomson Reuters, KDB대우증권 리서치센터

그림 7. LME 동 재고량은 가파르게 감소 중



자료: Thomson Reuters, KDB대우증권 리서치센터

그림 8. 기대인플레이션 지표 상승하면 구리 가격 본격 상승



자료: Thomson Reuters, KDB대우증권 리서치센터

풍산

흥분하지 말고 차분하게 Re-rating을 기대하자

풍산 (103140)

예상 포괄손익계산서 (요약)

(십억원)	12/12	12/13F	12/14F	12/15F
매출액	2,900	2,989	3,079	3,140
매출원가	2,662	2,727	2,790	2,842
매출총이익	238	261	289	298
판매비와관리비	111	119	118	120
조정영업이익	128	142	171	178
영업이익	128	142	171	178
비영업손익	-41	-36	-58	-57
순금융비용	57	53	61	60
관계기업등 투자손익	0	0	0	0
세전계속사업손익	87	106	113	122
계속사업법인세비용	25	40	26	28
계속사업이익	62	66	87	94
중단사업이익	0	0	0	0
당기순이익	62	66	87	94
지배주주	62	66	87	93
비지배주주	0	0	0	0
총포괄이익	35	71	92	99
지배주주	35	71	92	99
비지배주주	0	0	0	0
EBITDA	183	201	236	244
FCF	77	-146	143	108
EBITDA마진율 (%)	6.3	6.7	7.7	7.8
영업이익률 (%)	4.4	4.8	5.6	5.7
지배주주귀속 순이익률 (%)	2.1	2.2	2.8	3.0

예상 현금흐름표 (요약)

(십억원)	12/12	12/13F	12/14F	12/15F
영업활동으로 인한 현금흐름	218	4	227	191
당기순이익	87	78	87	94
비현금수익비용가감	126	143	149	150
유형자산감가상각비	54	57	63	64
무형자산상각비	2	2	2	2
기타	-12	-5	0	0
영업활동으로인한자산및부채의변동	15	-171	17	-25
매출채권 및 기타채권의 감소(증가)	-14	-53	6	-10
재고자산 감소(증가)	11	-119	11	-20
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	20	-13	-2	3
법인세납부	-10	-46	-26	-28
투자활동으로 인한 현금흐름	-129	-94	-70	-69
유형자산처분(취득)	-148	-96	-70	-70
무형자산감소(증가)	0	-1	-1	-1
장단기금융자산의 감소(증가)	3	0	0	0
기타투자활동	16	3	1	2
재무활동으로 인한 현금흐름	-98	133	-76	-76
장단기금융부채의 증가(감소)	-30	142	0	0
자본의 증가(감소)	0	0	0	0
배당금의 지급	-11	-13	-14	-14
기타재무활동	-58	-54	-62	-62
현금의증가	-12	43	82	46
기초현금	35	23	66	148
기말현금	23	66	148	195

자료: 풍산, KDB대우증권 리서치센터

예상 재무상태표 (요약)

(십억원)	12/12	12/13F	12/14F	12/15F
유동자산	1,356	1,614	1,679	1,756
현금 및 현금성자산	23	66	148	195
매출채권 및 기타채권	451	517	511	521
재고자산	867	1,002	991	1,011
기타유동자산	5	6	6	6
비유동자산	1,278	1,316	1,330	1,343
관계기업투자등	1	1	1	1
유형자산	1,108	1,155	1,162	1,168
무형자산	27	26	25	24
자산총계	2,633	2,930	3,009	3,099
유동부채	925	1,186	1,186	1,191
매입채무 및 기타채무	155	143	142	145
단기금융부채	670	937	937	937
기타유동부채	100	106	108	110
비유동부채	741	719	719	719
장기금융부채	626	600	600	600
기타비유동부채	41	40	40	40
부채총계	1,666	1,905	1,905	1,910
지배주주지분	965	1,023	1,102	1,186
자본금	140	140	140	140
자본잉여금	495	495	495	495
이익잉여금	335	389	462	541
비지배주주지분	2	2	2	3
자본총계	967	1,025	1,104	1,189

예상 주당가치 및 valuation (요약)

	12/12	12/13F	12/14F	12/15F
P/E (x)	15.3	12.1	9.1	8.5
P/CF (x)	8.0	6.4	5.2	5.0
P/B (x)	1.0	0.8	0.7	0.7
EV/EBITDA (x)	12.4	11.6	9.5	9.0
EPS (원)	2,199	2,344	3,111	3,334
CFPS (원)	4,184	4,449	5,432	5,673
BPS (원)	33,494	35,580	38,413	41,467
DPS (원)	450	500	500	500
배당성향 (%)	20.5	21.3	16.1	15.0
배당수익률 (%)	1.3	1.8	1.8	1.8
매출액증가율 (%)	0.7	3.0	3.0	2.0
EBITDA증가율 (%)	23.7	9.6	17.5	3.3
영업이익증가율 (%)	29.2	11.1	20.5	4.3
EPS증가율 (%)	51.4	6.6	32.8	7.2
매출채권 회전율 (회)	6.6	6.5	6.2	6.3
재고자산 회전율 (회)	3.3	3.2	3.1	3.1
매입채무 회전율 (회)	21.8	23.0	24.9	25.3
ROA (%)	2.4	2.4	2.9	3.1
ROE (%)	6.5	6.6	8.2	8.2
ROIC (%)	4.1	3.8	5.4	5.6
부채비율 (%)	172.2	185.7	172.6	160.7
유동비율 (%)	146.6	136.1	141.5	147.4
순차입금/자기자본 (%)	130.6	141.2	123.8	111.1
영업이익/금융비용 (x)	2.2	2.6	2.8	2.9

풍산

흥분하지 말고 차분하게 Re-rating을 기대하자

Compliance Notice

- 당사는 자료작성일 현재 해당 회사와 관련하여 특별한 이해관계가 없음을 확인함. 본 자료는 당사 홈페이지에 게시된 자료로, 기관투자자 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없음을 확인함. 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 해당 회사의 유가증권을 보유하고 있지 않으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 애널리스트의 의견이 정확하게 반영되었음을 확인함.
- 투자위험 분류 및 적용기준 (시장대비 상대이익 기준, 주가(—), 목표주가(==), Not covered(☒))
 - ▲매수(20% 이상), ■Trading Buy(10% 이상 예상되거나 주가에 영향을 주는 변수의 불확실성이 높은 경우), ●중립(±10 등락), ◆비중축소(10% 이상 하락)
- 본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 종목 선택이나 투자시기에 대한 최종 결정을 하시기 바랍니다. 따라서 본 조사분석자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료의 지적재산권은 당사에 있으므로 당사의 허락없이 무단 복제 및 배포 할 수 없습니다.

