

## 풍산(103140)

### 매수(유지)

목표주가: 39,000원(유지)

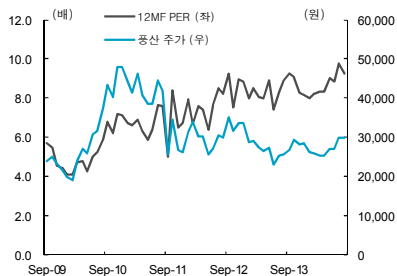
#### Stock Data

KOSPI(7/18)	2,075
주가(7/18)	30,000
시가총액(십억원)	841
발행주식수(백만)	28
52주 최고/최저(원)	30,050/24,400
6개월 일평균 거래대금(백만원)	4,404
유동주식비율/외국인지분율(%)	66.6/11.2
주요주주(%)	풍산홀딩스 외 2인 33.4
	국민연금공단 12.2

#### 주가상승률

	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	0.8	16.3	15.6
상대주가(%p)	(1.2)	11.4	5.6

#### 12MF PER 추이



자료: WISEin 컨센서스

### 호재가 가득한 하반기

#### 3분기 연결 영업이익 640억원으로 전분기대비 242% 증가 예상

3분기 연결 영업이익이 당초 예상대로 640억원으로 전분기대비 242% 증가할 전망이다. 우리는 3분기에 적용되는 동 가격(6~8월 평균)을 6,900달러로 예상했는데, 실제로는 이와 유사한 6,980달러일 가능성이 높다. 우리는 재고자산평가의 기준이 되는 9월 평균 가격을 7,150달러로 예상하는데 현재 동 가격은 7,096달러(8월 26일 기준)로 우리 예상과 유사하다. 이에 따라 3분기는 1) 평균 동 가격 상승(2분기 6,789달러, 3분기 6,980달러)으로 metal gain이, 2) 기말 동 가격 상승(6월 평균 6,821달러, 9월 평균 예상 7,150달러)으로 재고자산평가이익이 발생할 것이다. 여기에 마진이 가장 높은 방산 수출의 호조까지 더해지며 3분기 연결 영업이익은 당초 예상대로 640억원 달성이 가능할 것이다.

#### 연결 영업이익, 상반기 487억원에서 하반기에는 1,177억원으로 증가할 전망

4분기에는 주지하는 바와 같이 내수 방산 매출액이 크게 증가한다. 이에 따라 동 가격이 3분기와 같이 상승하지 않더라도 3분기와 유사한 영업이익이 예상된다. 다만, 4분기에는 2013년과 같이 100억원에 달하는 성과급이 지급될 가능성이 높다. 이를 반영한 우리의 4분기 연결 영업이익 전망은 537억원이다. 결국, 하반기에 연결 영업이익이 1,177억원으로 상반기 487억원대비 142% 증가할 전망이다.

#### 동래공장 개발 가능성도 주목할 부분

풍산은 안강(경주)과 동래(부산) 등 두 군데의 방산 공장이 있다. 이 중 동래공장은 해운대구 반여동에 위치해 있으며, 부산의 명소인 센텀시티와 거리가 6키로에 불과하다. 최근 부산시는 풍산의 동래공장이 위치한 반여동 일대에 일명 '반여 도시첨단산업단지'를 조성하는 계획을 수립했다(표2). 부산시가 9월에 이 제안을 국토교통부에 제출할 계획인 것으로 파악된다. 이 제안서가 선정이 되면 풍산의 동래공장은 산업단지로 지정이 되며, 이 경우 현재 '개발제한구역'으로 분류되어 있는 토지의 용도가 해제된다. 현재 동래공장(1,413,130㎡)의 장부가치는 1,811억원(㎡당 12.8만원)인데, 만약 반여동의 평균 공시지가인 ㎡당 72.8만원을 대입할 경우 토지의 가치는 1조원을 상회한다(표3).

#### 동 가격의 추가 상승 없이도 주가 상승 가능

추가로 동 가격이 상승하지 않더라도 하반기 연결 영업이익이 상반기보다 두 배가 넘게 증가한다. 여기에 자산 가치까지 부각되며 주가 상승 요인이 될 것이다. 투자 의견 '매수'와 방산과 신동의 가치를 별도로 산출해 합산한 목표주가 39,000원을 유지한다(표1).

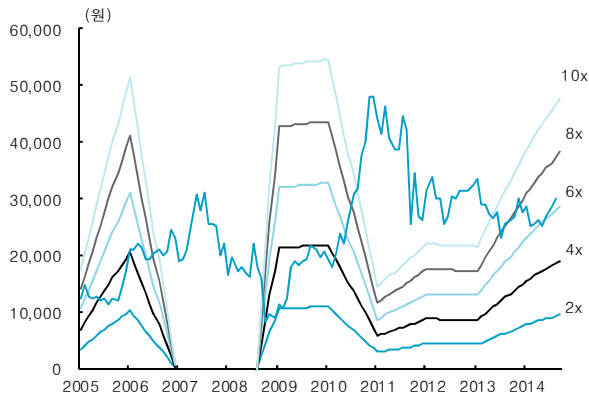
	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EPS (원)	증감률 (%)	EBITDA (십억원)	PER (x)	E/EBITDA (x)	PBR (x)	ROE (%)	DY (%)
2012A	2,900	128	62	2,199	51.4	183	15.3	12.1	1.0	6.5	1.3
2013A	3,022	133	60	2,156	(2.0)	196	13.3	10.6	0.8	6.2	1.6
2014F	3,028	166	108	3,873	79.6	236	7.4	8.6	0.8	10.6	2.3
2015F	3,339	206	146	5,225	34.9	290	5.5	6.9	0.7	13.1	3.3
2016F	3,439	221	157	5,621	7.6	307	5.1	6.4	0.6	12.7	3.3

주: 순이익, EPS 등은 지배주주지분 기준

최문선 3276-6182  
moonsun@truefriend.com

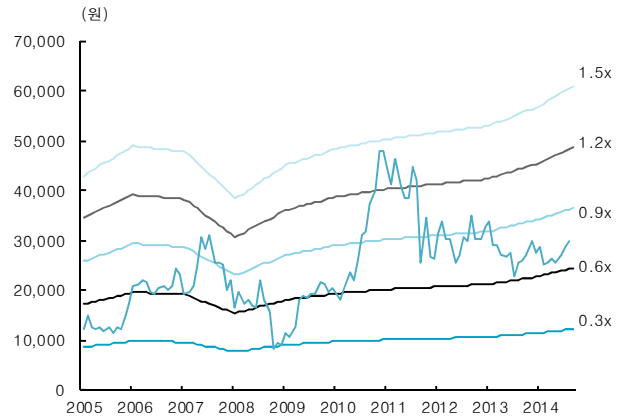
박선영 3276-6195  
sunyoung.park@truefriend.com

[그림 1] PER band



자료: 한국투자증권

[그림 2] PBR band



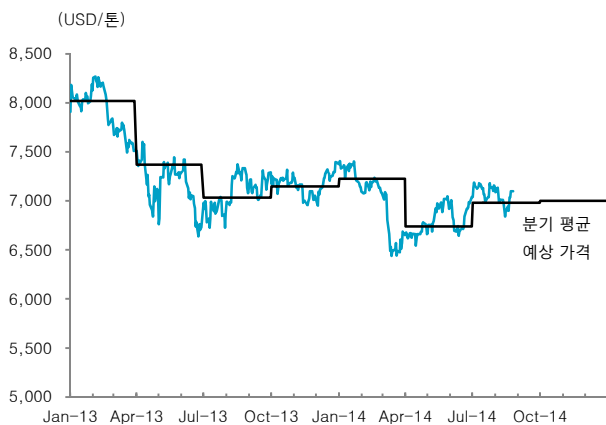
자료: 한국투자증권

<표 1> 목표주가 산출 내역

	신동	방산	비고
사업내용	동 가공 및 판매	탄약 제조 및 판매	
이익기여도	34%	66%	
2014F EPS(원)	1,317	2,556	
목표 PER	6 배	12 배	
근거	역사적 저점 PER	Peer 그룹 평균 40% 할인	국내 방산업체 평균 PER 20 배
목표주가(원)	7,901	30,673	
<b>합계 목표주가(원)</b>		<b>39,000</b>	

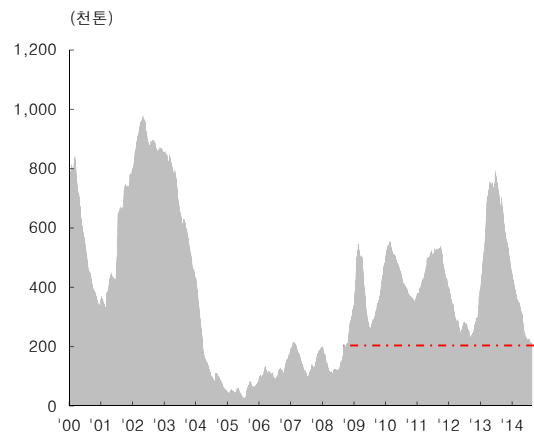
자료: 한국투자증권

[그림 3] 동 가격 추이 - 하반기부터 안정화



자료: 한국투자증권

[그림 4] LME + SHFE 동 재고 - 2008년 이후 최저



자료: 한국투자증권

<표 2> 빈여 도시첨단산업단지 조성 계획

시기	내용
2014년 9월	부산시가 국토교통부에 산업단지 조성 계획 제안서 제출
2015년 6월	산업단지 지구 지정 절차 완료
2018년 12월	산업단지 완공

자료: 한국투자증권

<표 3> 동래공장 토지 가치 산출 내역

구분	면적 (㎡)	장부가치 (백만원/㎡)	장부가치 (십억원)	평균 공시지가 (백만원/㎡)	공시지가 가치 (십억원)
동래공장	1,413,130	0.128	181.1	0.728	1,028.5

주: 평균 공시지가는 빈여동 전체 평균

자료: 한국투자증권

<표 4> 별도기준 실적 전망

(단위: 십억원)

	1Q13	2Q13	3Q13	4Q13	1Q14	2Q14	3Q14F	4Q14F	2013	2014F	2015F
매출액	553	587	587	645	499	545	574	662	2,373	2,280	2,639
- 신동	417	424	411	387	366	383	381	374	1,639	1,504	1,768
- 방산	136	163	176	259	133	162	193	288	734	775	870
영업이익	27	32	50	29	25	24	63	53	138	164	213
- 신동	10	13	12	(10)	14	5	34	15	26	68	87
가공이익	15	32	36	6	21	17	21	16	89	76	97
재고평가이익(손실)	(0)	(6)	(16)	(8)	(8)	1	10	(3)	(31)	1	3
Metal gain(loss)	(5)	(12)	(7)	(7)	1	(13)	2	2	(32)	(9)	3
- 방산	17	19	38	38	10	19	29	38	112	96	126
영업이익률	4.9%	5.4%	8.5%	4.4%	5.0%	4.4%	10.9%	8.0%	5.8%	7.2%	8.1%
법인세차감전순이익	28	30	44	24	32	20	58	48	125	157	206
순이익	19	25	22	18	24	15	45	37	85	122	161
기본가정											
원/달러 환율	1,085	1,123	1,111	1,062	1,069	1,029	1,018	1,013	1,095	1,032	1,015
기말 원/달러 환율	1,104	1,137	1,085	1,056	1,071	1,019	1,020	1,000	1,055	1,000	1,020
동 가격(USD/톤, M-1 평균 기준)	8,016	7,370	7,033	7,146	8,016	6,739	6,900	7,000	7,392	6,966	7,200
기말 동 가격(USD/톤)	7,646	7,000	7,159	7,221	6,650	6,821	7,150	7,200	7,221	7,200	7,150
신동 ASP(천원/톤)	8,370	8,182	8,007	7,592	7,370	6,969	7,094	7,166	8,035	7,145	7,888
신동 출하량(천톤)	46.4	49.7	48.2	48.6	45.4	49.9	50.2	48.7	193	194	212

자료: 한국투자증권

<표 5> 연결기준 실적 전망

(단위: 십억원)

	1Q13	2Q13	3Q13	4Q13	1Q14	2Q14	3Q14F	4Q14F	2013	2014F	2015F
매출액	714	743	753	812	686	751	749	842	3,022	3,028	3,339
- 신동	417	424	411	387	366	383	381	374	1,639	1,504	1,768
- 방산	136	163	176	259	133	162	193	288	734	775	870
- 자회사	161	156	166	166	187	206	175	180	649	748	700
영업이익	28	22	52	31	19	30	64	54	133	166	206
- 신동	10	13	12	(10)	14	3	34	15	26	66	87
- 방산	17	19	38	38	10	21	29	38	112	99	126
- 자회사	0	(10)	2	3	(6)	6	1	1	(5)	2	(7)
영업이익률	3.9%	2.9%	6.9%	3.9%	2.7%	4.0%	8.5%	6.4%	4.4%	5.5%	6.2%
법인세차감전순이익	25	14	41	20	22	22	56	46	101	146	196
지배지분순이익	17	10	19	15	16	17	42	34	60	108	146

자료: 한국투자증권

### 기업개요 및 용어해설

풍산은 1968년에 설립된 동 가공 업체이다. 동 및 동 합금소재와 가공품을 생산하며 각종 탄약류 또한 생산하고 있다. 사업부문은 크게 신동사업부문과 방산사업부문으로 나눌 수 있으며 2013년 기준 매출 비중은 신동 65%, 방산 35%이다.

- 신동: 동이나 동 합금을 가공하여 판, 관, 봉, 선 등으로 생산
- 방산: 동을 소재로 탄약과 포탄을 제조하여 판매. 매출액의 65%가 내수이며, 수출이 35%를 차지
- 재고평가손익: 기말 마지막 월의 원화로 환산한 평균 동 가격의 차이에 의해 발생하는 손익. 상승(하락)하면 이익(손실)
- Metal gain(loss): 분기 평균 동 가격 차이에 의해 발생하는 손익. 상승(하락)하면 이익(손실)

재무상태표

(단위: 십억원)

	2012A	2013A	2014F	2015F	2016F
유동자산	1,356	1,387	1,452	1,534	1,580
현금성자산	23	39	45	50	52
매출채권및기타채권	452	467	484	534	550
재고자산	867	865	878	901	929
비유동자산	1,278	1,297	1,328	1,394	1,424
투자자산	12	10	10	11	11
유형자산	1,108	1,135	1,165	1,215	1,240
무형자산	27	26	26	28	29
자산총계	2,633	2,684	2,780	2,929	3,005
유동부채	925	1,059	1,042	1,078	1,063
매입채무및기타채무	208	170	212	234	241
단기차입금및단기사채	499	513	444	394	364
유동성장기부채	167	306	331	371	391
비유동부채	741	633	670	670	637
사채	170	169	169	144	124
장기차입금및금융부채	457	324	354	364	346
부채총계	1,666	1,692	1,712	1,749	1,701
지배주주지분	965	990	1,066	1,177	1,301
자본금	140	140	140	140	140
자본잉여금	495	495	495	495	495
기타자본	(0)	(0)	(0)	(0)	(0)
이익잉여금	335	366	456	576	707
비지배주주지분	2	2	2	3	3
자본총계	967	992	1,068	1,180	1,304

현금흐름표

(단위: 십억원)

	2012A	2013A	2014F	2015F	2016F
영업활동현금흐름	149	75	177	215	192
당기순이익	62	61	109	147	158
유형자산감가상각비	54	61	68	81	84
무형자산상각비	2	2	2	2	2
자산부채변동	38	(53)	(2)	(24)	(54)
기타	(7)	4	0	9	2
투자활동현금흐름	(130)	(88)	(143)	(161)	(124)
유형자산투자	(149)	(100)	(98)	(131)	(109)
유형자산매각	1	2	0	0	0
투자자산순증	17	10	(15)	(9)	(7)
무형자산순증	(0)	(1)	(2)	(5)	(3)
기타	1	1	(28)	(16)	(5)
재무활동현금흐름	(30)	33	(27)	(49)	(67)
자본의증가	0	0	0	0	0
차입금의순증	(30)	33	(9)	(22)	(40)
배당금지급	0	0	(13)	(18)	(27)
기타	0	0	(5)	(9)	0
기타현금흐름	(2)	(4)	0	0	0
현금의증가	(12)	16	6	5	2

주: K-IFRS (연결) 기준

손익계산서

(단위: 십억원)

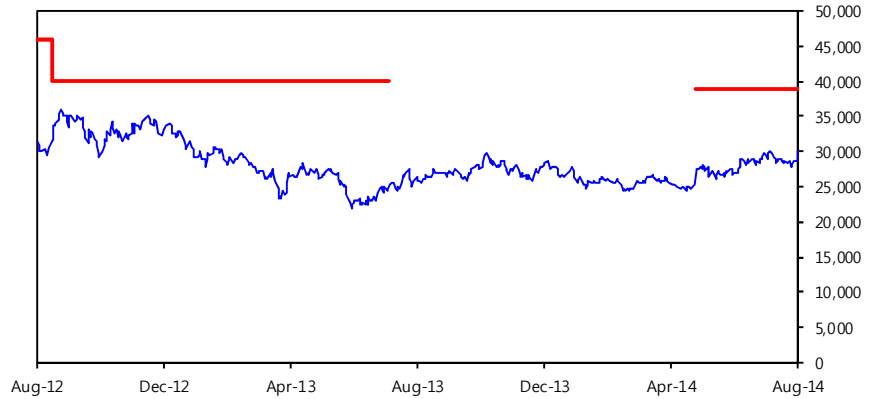
	2012A	2013A	2014F	2015F	2016F
매출액	2,900	3,022	3,028	3,339	3,439
매출원가	2,662	2,762	2,719	2,983	3,066
매출총이익	238	260	309	355	373
판매관리비	111	126	143	149	152
영업이익	128	133	166	206	221
금융수익	5	5	5	5	5
이자수익	1	0	0	0	0
금융비용	61	56	51	39	39
이자비용	57	49	47	35	35
기타영업외손익	16	18	25	23	23
관계기업관련손익	(0)	(1)	0	0	0
세전계속사업이익	87	101	146	196	210
법인세비용	25	40	38	49	53
연결당기순이익	62	61	109	147	158
지배주주지분순이익	62	60	108	146	157
기타포괄이익	(26)	(23)	(15)	(8)	(7)
총포괄이익	35	38	94	139	151
지배주주지분포괄이익	35	38	94	138	150
EBITDA	183	196	236	290	307

주요 투자지표

	2012A	2013A	2014F	2015F	2016F
주당지표(원)					
EPS	2,199	2,156	3,873	5,225	5,621
BPS	34,441	35,340	38,027	42,016	46,435
DPS	450	450	650	950	950
성장성(% YoY)					
매출증가율	0.7	4.2	0.2	10.3	3.0
영업이익증가율	29.2	4.2	25.0	24.1	7.2
순이익증가율	51.4	(2.0)	79.7	34.9	7.6
EPS증가율	51.4	(2.0)	79.6	34.9	7.6
EBITDA증가율	23.7	6.7	20.5	22.7	6.1
수익성(%)					
영업이익률	4.4	4.4	5.5	6.2	6.4
순이익률	2.1	2.0	3.6	4.4	4.6
EBITDA Margin	6.3	6.5	7.8	8.7	8.9
ROA	2.3	2.3	4.0	5.1	5.3
ROE	6.5	6.2	10.6	13.1	12.7
배당수익률	1.3	1.6	2.3	3.3	3.3
배당성향	21.0	21.7	16.7	18.5	17.2
안정성					
순차입금(십억원)	1,263	1,270	1,226	1,196	1,153
차입금/자본총계비율(%)	134.0	132.7	122.5	109.0	95.6
Valuation(X)					
PER	15.3	13.3	7.4	5.5	5.1
PBR	1.0	0.8	0.8	0.7	0.6
EV/EBITDA	12.1	10.6	8.6	6.9	6.4

투자의견 및 목표주가 변경내역

종목(코드번호)	제시일자	투자의견	목표주가
풍산(103140)	2012.09.11	매수	40,000 원
	2013.07.31	중립	-
	2014.05.20	매수	39,000 원



■ Compliance notice

- 당사는 2014년 8월 27일 현재 풍산 종목의 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료의 내용 일부를 기관투자가 또는 제3자에게 사전에 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배우자는 상기 발행주식을 보유하고 있지 않습니다.

■ 기업 투자의견은 향후 12개월간 현 주가 대비 주가등락 기준임

- 매 수 : 현 주가 대비 15% 이상의 주가 상승 예상
- 중립 : 현 주가 대비 -15~15%의 주가 등락 예상
- 비중축소 : 현 주가 대비 15% 이상의 주가 하락 예상
- 중립 및 비중축소 의견은 목표가 미제시

■ 업종 투자의견은 향후 12개월간 해당 업종의 유가증권시장(코스닥) 시가총액 비중 대비 포트폴리오 구성 비중에 대한 의견임

- 비중확대 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중보다 높게 가져갈 것을 권함
- 중립 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중과 같게 가져갈 것을 권함
- 비중축소 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중보다 낮게 가져갈 것을 권함

■ 본 자료는 고객의 증권투자를 돕기 위하여 작성된 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있으며, 당사의 동의 없이 어떤 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형할 수 없습니다.

■ 본 자료는 당사 리서치센터에서 수집한 자료 및 정보를 기초로 작성된 것이나 당사가 그 자료 및 정보의 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없으므로 당사는 본 자료로써 고객의 투자 결과에 대한 어떠한 보장도 행하는 것이 아닙니다. 최종적 투자 결정은 고객의 판단에 기초한 것이며 본 자료는 투자 결과와 관련한 법적 분쟁에서 증거로 사용될 수 없습니다.

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