SMIC
SNU Midas Investment Club

풍산(005810)

실적 기대에 더해진 자산가치

2007년 4월7일

비철금속 제조

BUY

Valuation

Target Price: 41,388

Price: 25,400

Margin of Safety:62.5%

MktCap.(100mn): 7,808

ROE: 15.32%

Op.Magin: 7.33%

PER: 14.49

PBR: 0.71

Dividend Yield: 3.02%

Major Sh.Holder:

류진 외 10인 16.39%

Foreign Shr.: 12.61%

52weeks Beta: 1.22257

52weeks High/Low:

24,500 / 16,050

기업분석 3팀

고한성, 김세환, 박봉휘, 정진욱, 허은혜

1. 풍산, 뭐하는 회사인가?

풍산은 주로 구리, 니켈, 아연 등의 비철금속을 가공해 제품을 판매하는 전형적인 제조업체이다. 그에 더해 화약 등을 생산하는 방위산업 부분에도 진출해 있다. 비철금속공업은 크게 원광석을 괴로 만드는 '제조 부문' 과 제조 부문에서 완성된 괴를 이용해서 제품을 만드는 '가공 부문'으로 볼 수 있는데 풍산 은 '가공 부문'에 속하는 기업이다.

제품은 크게 비철금속제품 부문과 특수제품 부문으로 나누어 볼 수 있다. 비철금속제품은 판/대, 봉/선, 관, 스테인리스 산업, 소전 사업으로 나눠지며 특수제품은 군용탄약 과 특수탄약 및 스포츠용 탄약 등으로 나눠진다. 소전 산업은 동전을 만드는 것을 말하는데, 현재 세계 시장의 52%를 점유하고 있다. 방산 부문은 개인화기뿐 아니라 전차포, 곡사포와 같은 모든 탄환에 들어가는 탄약을 제조해 판매하고 있다.

풍산의 BM은 매우 단순하다. 원재료를 구입해 가공한 뒤 판매하는 단순 구조이다. 주요원재료는 비철금속들이다. 니켈은 수입물량만 존재하는데 반해서, 그 외의 원재료들은 국내물량과 외국물량을 둘 다 활용하고 있다. 가장 큰 비중을 차지하고 있는 원재료인 '전기동'을 비롯해서 수입물량이 다수를 차지하고 있다. 제품 가공은 풍산이 소유하고 있는 4곳의 생산공장에서 이루어진다. 비철금속제조를 주로 하는 인천 부평공장과 울주 온산 공장, 탄약 제조를 주로 하는 부산 동래 공장과 경주 안강 공장으로 나누어진다. 판매는 직판의 비중이 75%로 가장 크며 다수의 공급처에 공급하고 있다.

풍산은 6개의 국내 자회사와 9개의 해외 법인을 가지고 있다. 지분법 평가 손익에 영향을 미칠 수 있는 주요 자회사로는 풍산마이크로텍과 PMX를 들 수 있다. 풍산마이크로텍은 반도체 산업 관련 비철금속 제조에 특화된 기업으로서 리드프레임이 주 생산 품목이며, PMX는 미국 현지법인으로서 현지 압연시장의 20% 이상을 점유하고 있다.

2. 안정적인 사업구조

2.1.안정적 재무구조

계정과목명	단위	2006/12	2005/12	2004/12	2003/12	2002/12	2001/12	2000/12
유동비율	%	163.42	157.29	132.30	115.21	122.53	103.87	106.66
당좌비율	%	56.21	63.41	54.81	54.36	57.32	50.31	53.20
고정비율	%	96.01	102.66	108.49	112.99	111.20	124.38	131.17
고정장기적합률	%	77.39	83.18	88.90	94.70	93.49	98.55	97.29
부채비율	%	68.31	59.67	63.99	60.92	53.29	73.64	89.77
유동부채비율	%	44.24	36.24	41.95	41.61	34.35	47.42	54.94
고정부채비율	%	24.07	23.43	22.04	19.31	18.94	26.22	34.82
자기자본비율	%	59.42	62.63	60.98	62.14	65.24	57.59	52.70

부채 비율, 유동 부채 비율이 매년 낮은 값을 유지하고 있어 재무적 위험도가 낮음을 알 수 있다. 위의 여러 안전성 비율 중, 당좌 비율을 제외한 모든 재무비율들이 풍산이 재무적으로 매우 안정적임을 말해 준다. 당좌 비율이 낮은 이유는 현금성 자산이 작기 때문인데, 현금성 자산이 작기 때문에 단기 채무 지불 능력이 작다고 의심해 볼 수 있으나 부채 비율, 유동 부채 비율이 낮아 그 위험은 낮다고 할 수 있다. 그리고 매출 발생시 현금 대신 받는 매출채권의 90% 이상이 6개월 미만의 단기 매출채권이어서 재무적 안정성을 해칠 정도는 아니라고 판단된다.

2.2. 안정적 수주

2006년 풍산의 매출액 중 82.2%는 민수부문, 17.8%는 방산부문이 차지했다.

품 목	납기	수주총액		기납품액		수주잔고	
		수량	금액	수량	금액	수량	금액
판대	'06.1-12월	116,493	718,977	116,493	718,977	-	-
	'07.1월 이후	6,060	37,399	-	-	6,060	37,399
	계	122,553	756,376	116,793	718,977	6,060	37,399
소전	'06.1-12월	19,577	182,690	19,577	182,690	-	-
	'07.1월 이후	9,529	88,928	-	-	9,529	88,928

	계	29,106	271,618	19,577	182,690	9,529	88,928
기타	'06.1-12월	90,155	537,145	90,155	537,145	-	-
	'07.1월 이후	-	-	-	-	-	-
	계	90,155	537,145	90,155	537,145		
합계	'06.1-12월	228,225	1,438,812	226,225	1438,812	-	-
	'07.1월 이후	15,589	126,327	-	-	15,589	126,327
	계	241,814	1,565,139	226,225	1,438,812	15,589	126,327

(출처 : 사업보고서)

100톤 미만의 소액 수주는 누락되어 있고, 내수부문은 비교적 단기수주인 관계로 수주 파악에 어려움이 있지만, 지난 해와 비교할 때 비슷하거나 오히려 많은 양의 수주를 해오고 있는 것을 볼 수 있다.

2.3 독식하고 있는 방산부문

방산의 경우 국내 시장 점유율 100%의 독점 업체로서, 우리 군이 존재하는 한 안정적인 수요처를 확보하고 있다고 볼 수 있는데, 실제 지난 3년간 방산 부문 매출액은 안정적인 모습을 보여주었다. 이 부문은 군 현대화에 맞추어 고급 제품의 비중이 늘어날 전망이어서 앞으로도 꾸준한 매출 증대가 기대된다.

	2006 년	2005 년	2004 년
수출	54,671	63,190	28,226
내수	257,002	248,806	205,987
합계	311,673	311,996	234,213

(단위 : 백만원, 사업보고서)

2.4 지속적으로 높은 시장점유율

품명	2006 년	2005 년	2004 년
판,대	60-70%	55-65%	65-75%
관	25-35%	15-30%	20-40%
봉	15-25%	10-15%	15-30%
특수제품	100%	100%	100%

(출처 : 사업보고서)

주요 제품의 시장 점유율 역시 큰 변동 없이 안정적인 모습이다. 국내 유일의 종합신동업체로서, M/S 유지를 잘 해나가고 있으며, 적극적 해외 진출로 수출 물량을 증대시키고 있다. 소전의 경우 전세계 물량의 50% 이상을 점유하고 있는 최대업체로서 호주와 2008년까지 주화 공급 계약을 하는 등 그 지배력을 키워가고 있는 모습이다.

3. 구리가격 상승의 효과는?

기업 평가에 있어서 기초가 되는 자료는 현재도 아닌 과거의 데이터이며, 따라서 가치평가에 있어서 미래에 대한 예측은 불가결한 과정이다. 그리고, 예측이 내포하고 있는 불확정성을 고려할 때 기업의 안정성은 가치평가에 있어서 핵심요소로 작용한다.

원재료의 61%를 전기동이 점유하고 있다는 점[1]에서 구리 원자재 가격의 추이는 풍산의 매출총이익률, 영업이익율에 결정적인 영향을 끼치는 점은 자명하다. 원자재 가격에 흔들리는 풍산의 BM은 풍산의 가치 평가를 불가능하게 만들 수도 있지만, 역으로 풍산을 실시간으로 감시하는 도구로 작용할 수 있다.

3.1 원자재 가격의 불확실성

국제 원자재 가격 추이	구리가격추이

<출처 : LME's Monthly Average Cost Of Cu
Reuter's Commodity Research Bureau.>

[1] 매입액 기준 2006년 사업보고서

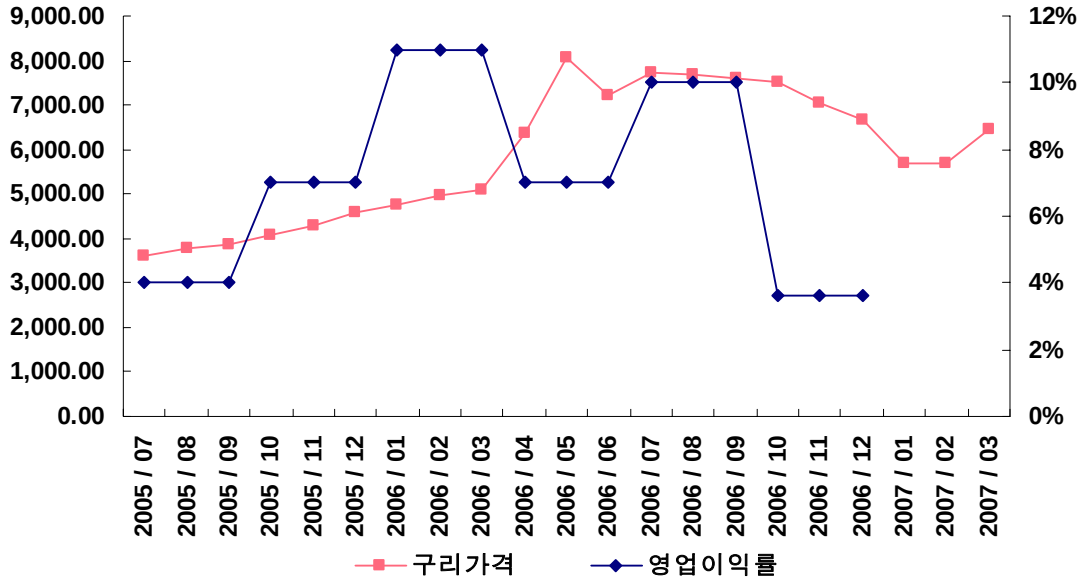
원자재 가격의 오름세를 중국 경제의 급부상, 미 달러화 가치 하락에 따른 실물자산 수요 급증, 세계 경제의 회복세 등으로 설명할 수 있으나 여전히 시장참여자들의 심리적 요인에 기인하는 바가 크다는 점에서 원자재 가격의 불확실성은 매우 커 보인다. 다만 거시적으로 1950년 이후 국제 원자재 가격의 흐름을 보았을 때, 5번째의 상승기 이후 회복기에 있는 것으로 보이며 이러한 회복세의 지속 여부에 대해서는 각 기관마다 평가가 상이하다.

국제원자재 가격의 주요 상승기(1957 년 이후)

1971. 11~1974. 2	1977. 9~1980. 1	1985. 9~1988. 6	1993. 11~1996. 5	2001. 10~2005. 12
(27 개월)	(28 개월)	(33 개월)	(30 개월)	(50 개월)
133.90%	49.00%	57.40%	28.80%	63.50%

특히 5번째 이후의 원자재 가격의 흐름에 대해서는 이전의 상승기와는 다른 모습들을 보여주고 있는 점에서 불확실성이 증대[2]되었다는 평가가 대다수이다. 그리고 이러한 원자재 가격 요동의 끝자락에는 풍산의 영업이익율도 놓여있다.

3.2 영업이익률과 구리 가격의 연동



<출처 : 분기별 사업보고서, LME Price of Cu>

[2] 2003 년 이후 원자재의 일일상승률의 표준편차가 1%를 상회하면서 원자재가격 변동성이 과거 최고 수준인 1 차 석유파동기와 비슷한 수준에 달해 원자재가격 변동성이 다시 크게 확대<한국은행해외조사실 종합분석팀>

영업이익률은 구리 가격과 2005년 이후 연동되고 있으며 이는 단순한 BM으로 인한 태생적 한계로 보인다. 다만, 영업이익률이 구리 가격과 연동되는 과정을 보다 구체적으로 분해하여, 앞으로도 양 지표 간의 연동 가능성에 대해서도 확신할 수 있다면 풍산의 퍼포먼스를 사업보고서가 아닌 구리 가격에 의해서 실시간으로 확인할 수 있을 것이다.

(단위 :천원) 분기별	2006.03	2006.06	2006.09	2006.12
매출원가	307,682,840	354,911,078	405,477,575	474,317,319
감가상각비를 제외한 판관비	13,197,708	14,483,465	17,262,863	16,856,548
감가상각비	341,519	322,148	277,839	252,365

<출처 :2006년 분기별 사업보고서>

매출원가 대비 감가삼각비는 1/100, 감가삼각비를 제외한 판관비는 1/28이며 따라서 영업과 직,간접적으로 관련된 비용 중 매출원가의 비중이 절대적이다. 매출 원가는 기초재고액과 당기매입액의 합에서 기말재고액을 빼주는 것으로 분해할 수 있고, 따라서 원재료가격 상승 시에는 매출 원가는 낮아지기 마련이다. 즉, 원재료 가격 상승 시에는 매출액 증가와 함께 영업이익률이 높아지고 원재료 가격 하락 시에는 매출액 하락과 영업이익률 하락이 발생하는 구조이다. 지난 2006년 치솟던 원자재값은 2006년 말에 하락세를 보였고 풍산의 실적 역시 이 원자재가 하락의 영향을 받을 것으로 예상된다. 그 부분은 아직 실적이 발표되지는 않았지만 1분기 재무제표에 반영이 되었을 것으로 보인다. 하지만 2006년 말 하락세를 기록했던 원자재가는 최근 다시 강하게 상승하고 있다. LME 전기동의 가격은 2분기 봄철 성수기를 맞아 톤당 7000달러 선을 돌파하였는데[3], 메탈 시장 애널리스트들은 이 상승세가 당분간 이어질 것이라는 데 이견이 없다. 그렇다면 풍산에게는 실적 향상만이 남아 있을 뿐이다.

4. 저평가 자산; 동래공장, 부평공장의 자산가치

최근 많은 증권사 보고서에서 언급하면서 주가 상승의 촉매가 되고 있는 부분이다. 부평공장은 이전 논의가 이미 진행 중에 있다. 롯데쇼핑 측에서 부지를 매각할 것을 제의했으나 풍산측은 개발 이익이 클 것으로 보고 공동 개발을 고려하고 있다. 완전한 합의에 이른 것

[3] "지금은 전기동 가격이 상승세라는 것에 대해 의심이 없다. 하지만 전기동 가격이 어디까지 올라갈 것인지는 미지수다." - DALU FUTURES 사의 애널리스트 WANG ZHENG,07.4.4.

은 아니지만 원론적 수준의 합의는 끝났다고 양측이 밝힌 상태이다.

동래공장의 경우에는 현재 풍산 공장이 있는 맞은편의 그린벨트를 부산시 측이 해제하고 도심형 첨단산업단지를 세울 예정으로 있고 이 지역으로 부산 지하철 3호선 역사가 건립될 예정이다. 따라서 이 지역 역시 조만간 개발이 이루어질 것으로 보이고 시장에서는 2008년이면 개발이 시작될 것으로 예측하고 있다. 이 두 공장 부지의 자산가치는 시가로 계산할 경우 1조 8000억원이 넘는 것으로 알려지고 있는데, 현재 풍산의 시가총액이 8000억원 정도임을 감안하면 엄청난 금액임을 알 수 있다. 이 개발 사업과 관련해서 풍산 측으로부터는 아무런 확답도 얻지 못하였지만, 부산시 측의 개발 계획과 롯데쇼핑과의 사업 진전 정도를 볼 때 2008년경부터는 개발이 시작될 것이라는 예측에 타당성이 있다고 판단된다.

5. 선물거래이익, 지분법 평가이익

전기동을 주 재료로 사용하여 제조업을 영위하는 회사로서, 풍산은 원자재값의 등락에 따른 위험을 hedge하기 위해서 선물거래를 하고 있다. 2006년의 선물거래이익은 440억원으로 2005년의 110억원과 비교해볼 때 급증한 모습을 알 수 있다. 이는 2006년에 있었던 원자재값 폭등의 결과로서 앞으로도 이와 같은 큰 금액의 선물거래이익이 발생한다고 말할 수는 없지만 최근의 전기동 가격 상승 추세를 감안할 때, 일정 정도의 선물거래이익 발생이 예상된다.

2006년 풍산의 실적에 긍정적 영향을 미친 다른 부분으로는 미국 내 동 관련 제조업체인 PMX의 흑자전환을 들 수 있다. 100% 지분 출자 자회사인 PMX는 130억 원의 당기순이익을 기록했는데, 이는 원자재 가격의 상승과 매출액 증가에 따른 실적 개선 때문인 것으로 분석된다. 원재료가 상승에 따른 수혜를 입었다고는 하지만 적자 자회사의 흑자 전환은 모회사 풍산에 긍정적인 영향을 미친다고 볼 수 있다. PMX사가 최근 '미대통령기념주화' 사업을 수주하면서 향후 10년간 매년 수백만 달러의 매출이 예상된다는 뉴스 또한 향후 실적을 긍정적으로 예측할 수 있는 근거가 될 수 있다.

한편, 56%의 지분을 보유하고 있는 풍산마이크로텍은 2개년에 걸쳐 적자를 기록하고 있는데, 풍산마이크로텍의 주력 생산품목인 리드프레임은 반도체 경기 회복과 함께 판매 호조를 보일 것으로 예상된다. 비록 반도체 산업 후방 업체로서 높은 영업이익률로 모회사에 큰 지분법 평가이익을 줄 수는 없다 하더라도 최악의 반도체 업황을 지나면서 앞으로 수익 개선이 기대된다.

6. 한미 FTA의 영향

미국 시장에서의 동제품 수요 규모는 120억달러로 그 가운데 수입하는 비중이 52억달러 정도에 달한다. 그러나 한국 기업들의 수출액은 8,000만 달러에 불과한 실정이다. 미국 내 동제품 수입의 40%를 북미자유무역협정(NAFTA) 국가가 차지하는데 이번에 체결된 한미 FTA를 계기로 한국제품 수출이 늘어날 것으로 관계자들은 기대하고 있다. 그럴 경우 국내 1위 업체인 풍산이 가장 큰 수혜를 입을 것으로 예상된다.

7. Valuation

DCF를 사용하여 영업으로 벌어들일 수 있는 부분에 대해 밸류에이션을 해 보았다. 2004년 이후부터 전기동 가격이 강하게 상승했다는 점을 감안해, 최근 5년간의 높은 성장률이 향후 이어질 전기동 가격 랠리에서도 이어진다고 가정했다. 그 이후에는 점차 연수를 늘려가며 과거 매출액 CAGR을 계산해 원자재가가 급등하지 않는 상황에서의 합리적인 매출액 성장률을 가정하였다. 그 결과 적정주가 23,666원이 도출되었다.

	2006/12	2007/12	2008/12	2009/12	2010/12	2011/12
S(E)	1,750,485,206	2,029,862,645	2,353,828,723	2,640,525,061	2,962,141,014	3,286,199,241
G/R(E)	15.96%	15.96%	12.18%	12.18%	10.94%	10.94%

2012/12	2013/12	2014/12	2015/12
3,645,709,438	4,027,779,787	4,449,891,109	4,765,388,388
10.48%	10.48%	7.09%	7.09%

한편, 동래공장이 매각될 경우의 시나리오를 생각해 보면, 매각 대금은 현재의 평당 가격과 토지의 크기를 고려해볼 때, 약 1조원 정도로 추산된다. 이 경우 현재의 장부가액인 1700 억 원과의 차이인 8300 억 원만큼의 추가적 현금 흐름이 예상된다. 이 중 동래공장의 이전 가격으로 건물, 구축물, 기계장치 등의 가격을 고려해 800억 원을 예상했다. 2009년 이 현금흐름이 발생한다고 예상하고 7500억 원을 현재 가치로 할인하여 발행주식수로 나눈 결과 17722원이 도출되었다.

전기동 가격 상승시 적정주가	23,666원
자산 매각으로 인한 상승분	17,722원
적정 주가	41,388원
현재주가(07.4.6)	25,400원
안전마진	62.5%

매각 대금액 및 회수 시점에 대한 가정과 현재 단기간에 30% 오른 주가를 고려하더라도 62.5%의 안전마진을 고려할 때, 매수를 추천한다. 다만, 구리 가격의 변동을 계속 주시할 필요가 있을 것이다.

이 보고서는 서울대 투자연구회의 리서치 결과를 토대로 한 분석보고서이며 그 정확성과 완전성을 보증하지 않습니다. 서울대투자연구회에서는 본 보고서의 내용에 의거한 어떤 행위도 책임을 지지 않습니다.