

2025. 11. 3



▲ 철강/비철금속

Analyst 장재혁

02. 6454-4882

jaehyeok.jang@meritz.co.kr

Not Rated

적정주가 (12개월) -

현재주가 (10.31) 110,000 원

상승여력 -

KOSPI	4,107.50pt
시가총액	30,827억원
발행주식수	2,802만주
유동주식비율	59.45%
외국인비중	20.40%
52주 최고/최저가	165,000원/46,150원
평균거래대금	412.5억원

주요주주(%)

풍산홀딩스 외 4 인	38.02
국민연금공단	8.17

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	-11.8	85.5	58.5
상대주가	-26.5	15.5	-1.4

주가그래프



풍산 103140

대미 관세 비용의 불확실성 확인

- ✓ 연결영업이익 426억원(-38.9% QoQ, -73.6% YoY)으로 컨센서스를 대폭 하회
- ✓ 신동 부문, 메탈게인 부진과 PMX 메탈 로스(약 100억원) 겹쳐 실적 악화
- ✓ 방산 부문, 미국 소구경탄 관세 120억원, 전분기(50억원) 대비 확대되며 실적 악화
- ✓ 풍산FNS의 역대 최고 분기영업이익 기록을 제외하면, 전 사업부 부진한 실적 기록
- ✓ 4분기 신동부문 실적 개선, 낮은 밸류에이션 매력 유효

3Q25 Preview: 신동 부진은 예상범위, 미국 소구경탄 관세 타격은 예상 초과

연결영업이익 426억원(-38.9% QoQ, -73.6% YoY)으로 컨센서스를 대폭 하회했다.

별도 - 신동: 구리 가격의 변동폭이 미미했던 탓에 메탈 게인이 거의 발생하지 않았으며, 가공마진 수준의 이익에 그쳤다. 4Q25에는 달러 강세, 구리 가격 상승, 판매량 확대가 반영되어 실적 회복이 가능하다.

별도 - 방산: 소구경탄 관세가 약 120억원 발생, 전분기(50억원) 대비 확대되었다. 미국향 수출에 대한 보편관세 15%에 대한 협상이 부재할 경우, 향후 분기별 영업이익을 추가 하향 조정해야 한다. 또한, 추락시험 관련 납품 지연이 발생하여 4분기 매출이 지연된 효과도 있었다.

별도외 - 신동 (PMX, Siam 등): PMX에서 큰 폭의 영업적자가 발생했다. 관세 선수요 효과로 인한 3Q25 판매 감소와 COMEX 구리 가격 급락으로 발생한 메탈 로스(약 100억원)의 영향이다. 다만 메탈 로스는 일시적 요인이다. 미국 내 구리 시장(관세, COMEX 스프레드) 불확실성이 해소된 만큼 4Q25부터 안정화된 영업 환경으로 복귀, 평년 수준 실적으로 회복될 가능성이 높다.

별도외 - 방산 (PMC, 풍산FNS 등): 글로벌 방산 업황 호조로 풍산FNS가 역대 최고 수준의 분기 영업이익을 달성했다. PMC는 미국 스포츠탄 시장 환경 부진으로 BEP 수준에 머물렀을 것으로 예상한다.

신동 부문 잠재력과 밸류에이션 매력 유효

3Q25 실적은 신동과 방산 부문 모두 부진했다. 다만 신동 부진의 부진 시기는 이미 지나갔다. 2Q25~3Q25 방산부문 미국 관세로 인한 실적 하향조정이 있었던 만큼, 이제는 신동부문의 서프라이즈를 기대할 수 있다. 연초 벤치마크 TC 협상 시기 구리 가격 상승 가능성이 높다. '26E P/E 또한 12.6배로, 국내 peer 평균 24.3배(한화시스템 제외), 미국 19.9배, 유럽 25.9배 대비 낮아 멀티플 부담이 적다.

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2023	4,125.3	228.6	156.4	5,582	-10.7	70,152	7.0	0.6	4.3	8.2	86.2
2024	4,554.4	323.8	236.1	8,423	50.9	78,479	5.9	0.6	4.5	11.3	86.3
2025E	5,101.9	291.2	200.3	7,146	-15.2	82,049	15.4	1.3	9.7	8.9	97.1
2026E	5,713.7	334.3	244.3	8,718	22.0	88,232	12.6	1.2	8.4	10.2	93.7
2027E	6,100.7	366.8	271.0	9,671	10.9	95,369	11.4	1.2	7.6	10.5	89.5

표1 풍산 3Q25 연결영업이익, 컨센서스 큰 폭으로 하회

(십억원)	3Q25P	3Q24	(% YoY)	2Q25	(% QoQ)	당사 예상치	(% diff.)	컨센서스	(% diff.)
매출액	1,174.2	1,233.6	-4.8	1,155.9	1.6	1,176.0	-0.2	1,220.3	-3.8
영업이익	42.6	161.3	-73.6	69.7	-38.9	61.9	-31.2	77.5	-45.1
세전이익	40.7	151.9	-73.2	57.8	-29.6	56.5	-28.0	68.0	-40.1
지배순이익	32.6	111.3	-70.7	41.6	-21.6	43.2	-24.6	51.8	-37.1
영업이익률(%)	3.6	13.1		6.0		5.3		6.4	
세전이익률(%)	3.5	12.3		5.0		4.8		5.6	
순이익률(%)	2.8	9.0		3.6		3.7		4.2	

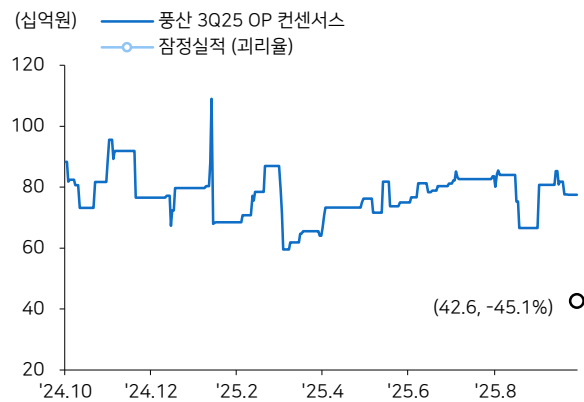
자료: 풍산, 메리츠증권 리서치센터

표2 풍산 2026년 실적 추정치, 미국 소구경탄 관세 영향 고려하여 하향 조정

(십억원)	2025E			2026E		
	신규 추정치	기존 추정치	(% diff.)	신규 추정치	기존 추정치	(% diff.)
매출액	5,101.9	5,039.6	1.2	5,713.6	5,694.7	0.3
영업이익	291.2	339.6	-14.3	334.3	386.5	-13.5
세전이익	255.8	301.1	-15.0	309.8	363.9	-14.9
지배순이익	200.3	232.7	-13.9	244.3	281.9	-13.3
영업이익률(%)	5.7	6.7		5.9	6.8	
세전이익률(%)	5.0	6.0		5.4	6.4	
순이익률(%)	3.9	4.6		4.3	5.0	

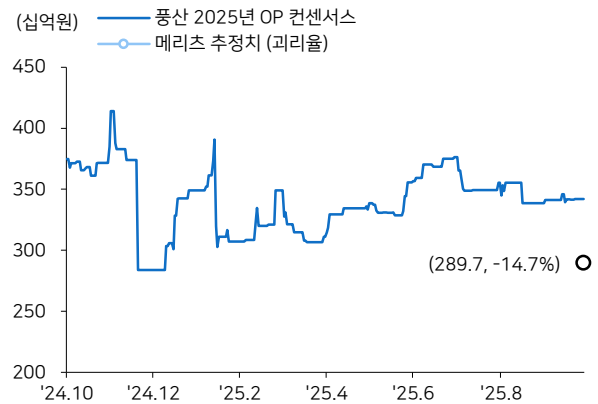
자료: 풍산, 메리츠증권 리서치센터

그림1 3Q25 분기 영업이익, 컨센서스 -45.1% 하회 기록



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림2 2025년 연간 영업이익, 컨센서스 -14.7% 하회 전망



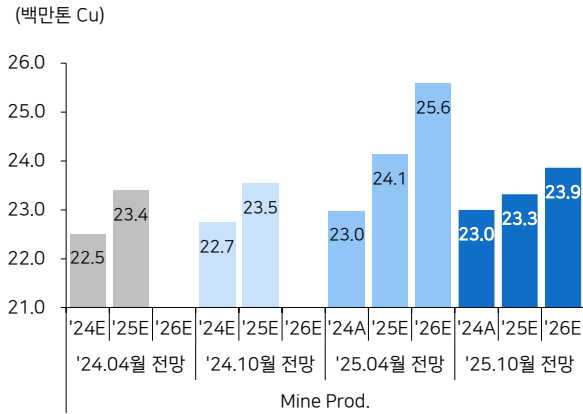
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

표3 풍산 실적 Snapshot

(십억원)		1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25P	4Q25E	2024	2025E	2026E
매출액		963.5	1,233.6	1,129.2	1,228.0	1,155.9	1,294.0	1,174.2	1,477.8	4,554.4	5,101.9	5,713.6
	별도	715.0	977.6	829.7	980.3	826.4	1,014.0	871.4	1,210.0	3,502.6	3,921.8	4,531.1
	신동	540.6	639.7	558.0	585.1	622.8	668.6	644.5	733.9	2,323.4	2,669.9	3,155.1
	방산	174.3	337.9	271.7	395.2	203.6	345.4	226.9	476.1	1,179.1	1,252.0	1,376.0
	내수	79.1	111.4	104.2	173.5	118.3	147.7	113.3	339.8	468.2	719.1	700.0
	수출	95.2	226.5	167.5	221.7	85.3	197.7	113.6	136.3	711.0	532.9	676.0
	별도외	248.5	256.1	299.6	247.7	329.5	280.0	302.8	267.8	649.2	953.5	1,115.8
	PMX	168.0	183.4	174.8	184.6	212.3	210.9	175.3	193.4	710.8	791.9	836.1
	Siam	74.9	75.0	82.8	78.3	88.6	80.0	90.1	84.0	311.0	342.7	357.7
	기타	5.6	-2.3	42.0	-15.2	28.7	-10.9	37.3	-9.7	30.0	45.5	-11.2
영업이익		54.2	161.3	74.4	33.9	69.7	93.6	42.6	85.3	323.8	291.2	334.3
	별도	35.2	140.9	70.6	67.3	44.7	88.0	42.4	84.1	314.1	259.2	310.2
	신동	13.0	48.0	0.0	0.0	17.4	16.7	9.9	22.9	61.0	67.0	64.2
	방산	22.2	92.9	70.6	102.8	27.3	71.2	32.4	61.2	288.5	192.0	246.0
	별도외	19.0	20.4	3.7	-33.4	25.0	5.6	0.2	1.2	9.7	32.0	24.1
영업이익률 (%)		5.6	13.1	6.6	2.8	6.0	7.2	3.6	5.8	7.1	5.7	5.9
세전이익		50.1	151.9	62.7	53.6	57.8	77.4	40.7	79.9	318.3	255.8	309.8
지배주주순이익		36.9	111.3	47.6	40.3	41.6	64.2	32.6	61.9	236.0	200.3	244.3
지배주주순이익률 (%)		3.8	9.0	4.2	3.3	3.6	5.0	2.8	4.2	5.2	3.9	4.3
판매량												
별도 - 신동	(천톤)	45.6	48.1	41.7	43.2	44.4	47.0	45.4	48.0	178.6	184.8	195.4
PMX	(천톤)	16.1	16.3	15.0	15.4	16.7	17.1	14.7	15.1	62.8	63.7	62.4
Siam	(천톤)	6.3	5.9	6.2	5.7	6.2	5.8	6.2	5.7	24.1	23.8	23.6
환율 (분기평균)	(원/달러)	1,328	1,371	1,359	1,397	1,453	1,404	1,385	1,410	1,364	1,413	1,386
환율 (1개월 래깅)	(원/달러)	1,320	1,355	1,373	1,363	1,445	1,432	1,377	1,410	1,353	1,416	1,386
구리 (분기평균)	(달러/톤)	8,465	9,758	9,226	9,188	9,343	9,500	9,802	10,514	9,159	9,790	11,250
구리 (1개월 래깅)	(달러/톤)	8,381	9,428	9,303	9,311	9,094	9,454	9,772	10,351	9,106	9,668	11,173
구리 (분기평균)	(천원/톤)	11,245	13,377	12,541	12,834	13,573	13,339	13,578	14,824	12,499	13,829	15,595
구리 (1개월 래깅)	(천원/톤)	11,061	12,771	12,768	12,692	13,143	13,537	13,459	14,595	12,323	13,684	15,488

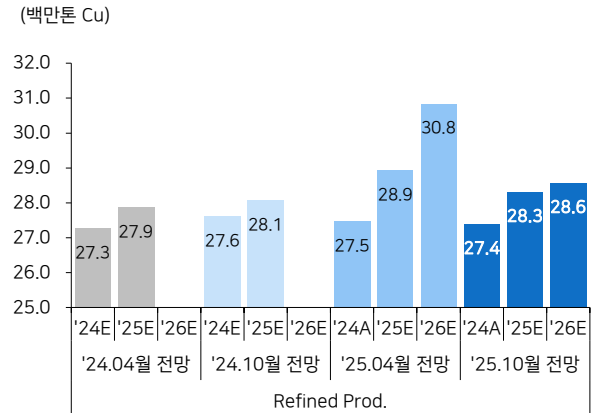
자료: 풍산, DART, 메리츠증권 리서치센터

그림1 글로벌 구리(광산) 공급 전망 하향 조정



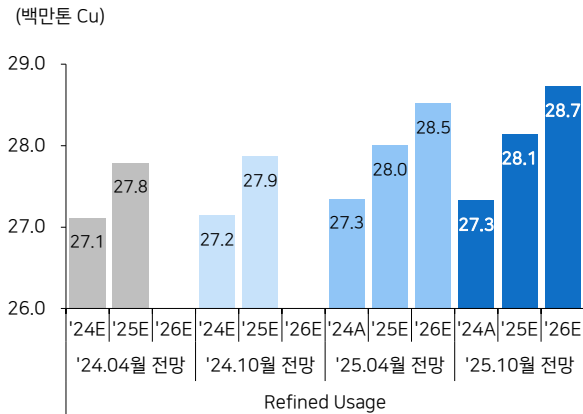
자료: ICSG, 메리츠증권 리서치센터

그림2 글로벌 구리(제련소) 공급 전망 하향 조정



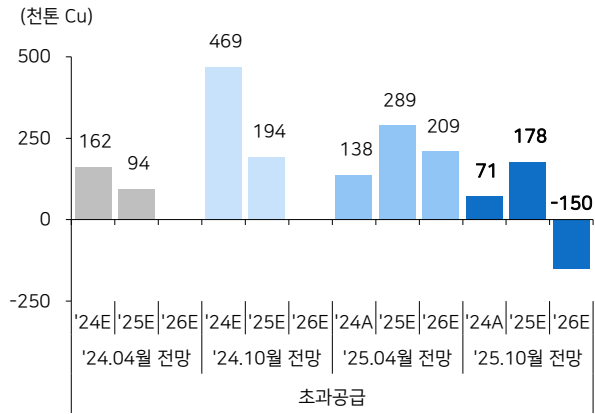
자료: ICSG, 메리츠증권 리서치센터

그림3 구리 수요 전망은 상향 조정



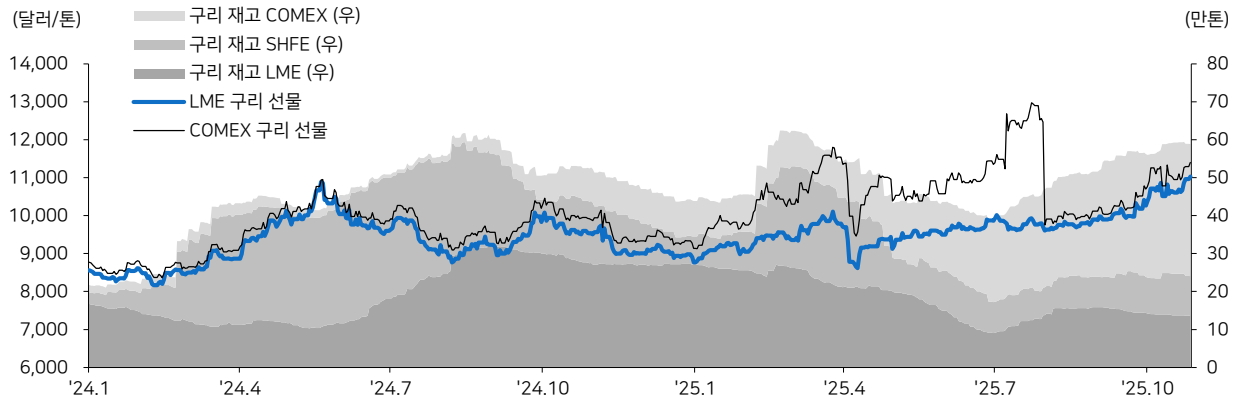
자료: ICSG, 메리츠증권 리서치센터

그림4 초과공급 강도 대폭 하향 조정



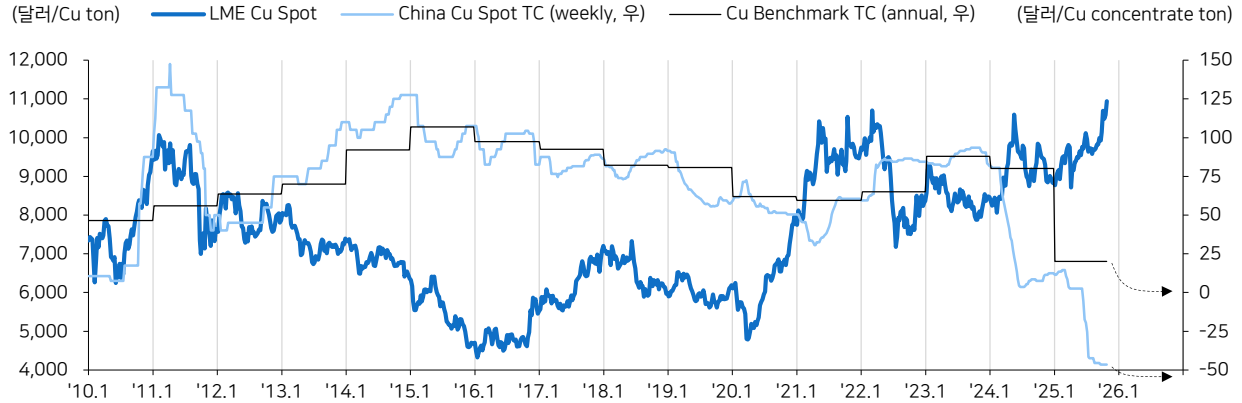
자료: ICSG, 메리츠증권 리서치센터

그림5 급락했던 미국(COMEX) 구리 가격 반등 중, 영국(LME) 가격은 신고가 기록 중



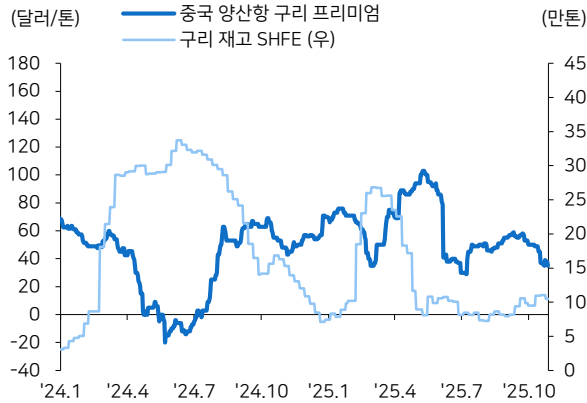
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림6 2026년 Benchmark TC 한 차례 추가 하락 전망, 구리 가격은 이에 따라 추가 상승 가능성



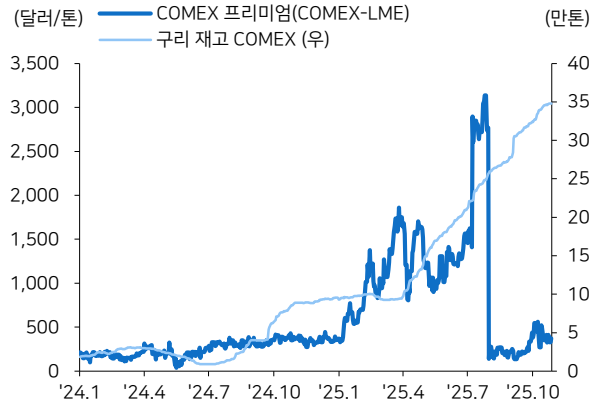
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림7 중국 양산항 프리미엄, 상해거래소 구리 재고



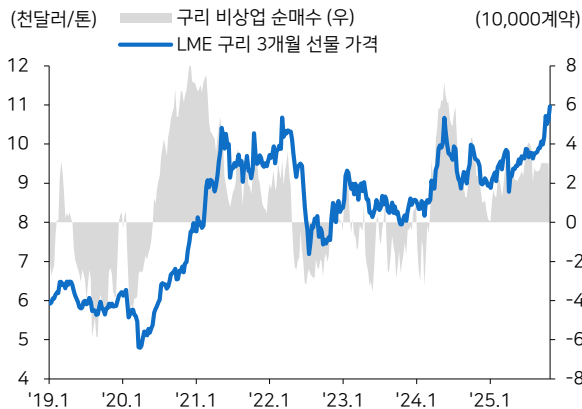
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림8 COMEX 프리미엄 유지 중, 재고비축 상승 지속



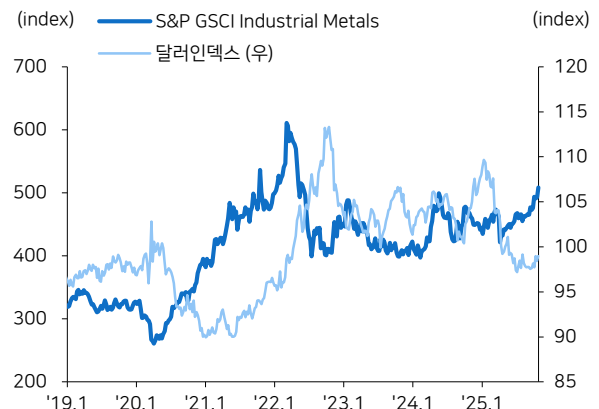
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림9 비상업 순매수 유지 중



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림10 최근 달러인덱스 횡보, 구리 가격은 상승



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

풍산 (103140)

Income Statement

(십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
매출액	4,125.3	4,554.4	5,101.9	5,713.7	6,100.7
매출액증가율(%)	-5.7	10.4	12.0	12.0	6.8
매출원가	3,684.4	3,938.5	4,534.2	5,087.4	5,415.1
매출총이익	440.9	615.9	567.8	626.3	685.5
판매관리비	212.2	292.2	276.6	292.0	318.7
영업이익	228.6	323.8	291.2	334.3	366.8
영업이익률(%)	5.5	7.1	5.7	5.9	6.0
금융손익	-35.4	-28.4	-38.1	-44.5	-43.0
종속/관계기업손익	0.0	0.1	0.2	0.0	0.0
기타영업외손익	7.8	22.8	2.5	20.0	20.0
세전계속사업이익	201.1	318.3	255.8	309.8	343.8
법인세비용	44.7	82.3	55.6	65.5	72.8
당기순이익	156.4	236.1	200.3	244.3	271.0
지배주주지분 순이익	156.4	236.1	200.3	244.3	271.0

Balance Sheet

(십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
유동자산	2,239.4	2,561.7	2,961.2	3,181.7	3,426.4
현금및현금성자산	407.9	345.2	299.9	349.8	437.3
매출채권	517.0	602.4	724.9	771.4	814.2
재고자산	1,227.3	1,458.7	1,755.4	1,867.9	1,971.7
비유동자산	1,421.2	1,534.9	1,571.9	1,606.7	1,637.6
유형자산	1,183.4	1,308.9	1,352.1	1,384.5	1,413.1
무형자산	12.4	12.6	17.8	17.6	17.4
투자자산	36.2	48.2	44.7	47.4	49.9
자산총계	3,660.6	4,096.6	4,533.1	4,788.4	5,064.0
유동부채	1,352.2	1,358.5	1,511.4	1,570.7	1,625.5
매입채무	182.8	185.3	223.0	237.3	250.5
단기차입금	327.9	392.8	472.0	472.0	472.0
유동성장기부채	143.0	196.0	113.2	113.2	113.2
비유동부채	342.5	538.8	722.3	745.0	765.9
사채	149.8	149.6	279.2	279.2	279.2
장기차입금	77.7	90.4	84.7	84.7	84.7
부채총계	1,694.7	1,897.3	2,233.7	2,315.7	2,391.4
자본금	140.1	140.1	140.1	140.1	140.1
자본잉여금	494.5	494.5	494.5	494.5	494.5
기타포괄이익누계액	39.0	96.6	64.4	64.4	64.4
이익잉여금	1,315.0	1,490.7	1,623.0	1,796.3	1,996.3
비지배주주지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	1,966.0	2,199.3	2,299.4	2,472.6	2,672.6

Statement of Cash Flow

(십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
영업활동 현금흐름	696.2	39.9	-8.3	257.8	294.9
당기순이익(손실)	156.4	236.1	200.3	244.3	271.0
유형자산상각비	90.2	89.0	92.6	101.1	104.7
무형자산상각비	0.6	0.6	0.3	0.3	0.2
운전자본의 증감	454.4	-343.1	-225.0	-87.9	-81.1
투자활동 현금흐름	-136.8	-216.8	-173.7	-137.5	-137.0
유형자산의증가(CAPEX)	-136.1	-195.9	-174.7	-133.5	-133.3
투자자산의감소(증가)	0.4	-12.0	3.7	-2.7	-2.5
재무활동 현금흐름	-306.4	90.0	187.0	-70.4	-70.5
차입금의 증감	-302.4	135.9	121.7	0.6	0.6
자본의 증가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	253.1	-62.7	-45.3	49.9	87.5
기초현금	154.8	407.9	345.2	299.9	349.8
기말현금	407.9	345.2	299.9	349.8	437.3

Key Financial Data

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
주당데이터(원)					
SPS	147,203	162,517	182,053	203,882	217,692
EPS(지배주주)	5,582	8,423	7,146	8,718	9,671
CFPS	12,907	17,411	14,352	15,832	17,118
EBITDAPS	11,395	14,751	13,706	15,547	16,833
BPS	70,152	78,479	82,049	88,232	95,369
DPS	1,200	2,600	2,600	2,600	2,600
배당수익률(%)	3.1	5.2	2.4	2.4	2.4
Valuation(Multiple)					
PER	7.0	5.9	15.4	12.6	11.4
PCR	3.0	2.9	7.7	6.9	6.4
PSR	0.3	0.3	0.6	0.5	0.5
PBR	0.6	0.6	1.3	1.2	1.2
EBITDA(십억원)	319.3	413.4	384.1	435.7	471.7
EV/EBITDA	4.3	4.5	9.7	8.4	7.6
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	8.2	11.3	8.9	10.2	10.5
EBITDA 이익률	7.7	9.1	7.5	7.6	7.7
부채비율	86.2	86.3	97.1	93.7	89.5
금융비용부담률	1.0	0.8	0.8	0.7	0.6
이자보상배율(x)	5.8	8.6	7.5	8.4	9.3
매출채권회전율(x)	7.5	8.1	7.7	7.6	7.7
재고자산회전율(x)	3.4	3.4	3.2	3.2	3.2

Compliance Notice

본 조사분석자료는 제3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다. 당사는 자료작성일 현재 본 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다. 본 자료에서 해당 추천 종목을 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 추천 종목과 재산적 이해관계가 없습니다. 본 자료에 게재된 내용은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 신의 성실하게 작성되었음을 확인합니다.

본 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 본 자료를 이용하시는 분은 본 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 투자 결과와 관련한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료는 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로 당사의 허락 없이 복사, 대여, 배포 될 수 없습니다.