

2025. 10. 20



## ▲ 철강/비철금속

Analyst 장재혁

02. 6454-4882

jaehyeok.jang@meritz.co.kr

## Not Rated

적정주가 (12개월)

현재주가 (10/17) 117,000 원

상승여력

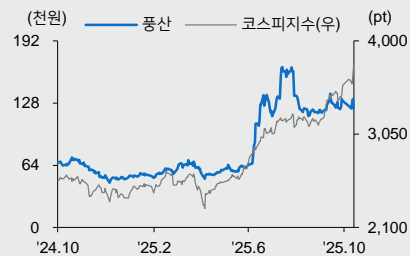
KOSPI	3,748.89pt
시가총액	32,788억원
발행주식수	2,802만주
유동주식비율	59.45%
외국인비중	21.21%
52주 최고/최저가	165,000원/46,150원
평균거래대금	453.0억원

## 주요주주(%)

풍산홀딩스 외 4 인	38.02
국민연금공단	8.17

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	-11.4	113.9	80.6
상대주가	-19.4	40.9	25.7

## 주가그래프



## 풍산 103140

단기 불확실성은 미국 관세,  
중장기 방향성은 견고

- ✓ 연결영업이익 619억원(-16.7% YoY, -33.9% QoQ), 컨센서스 하회 전망
- ✓ 방산 부문의 미국 관세 영향과 신동 부문의 메탈게인 부진이 주요 원인
- ✓ 다만 최근 환율 상승, 구리가격 상승이 4Q25에는 신동부문 수익에 크게 기여
- ✓ 미국 관세 제외 시, 방산 부문 중장기 실적 방향성 견고
- ✓ 전세계 방산 업종 대비 저평가. 미국 관세 불확실성 해소 후 매수 접근 가능

## 3Q25 Preview: 미국 관세 불확실성의 해소 필요

연결영업이익 619억원(-16.7% YoY, -33.9% QoQ)으로, 컨센서스를 하회할 전망이다. 방산 부문의 미국 관세 영향과 신동 부문의 메탈게인 부진이 주요 원인이다.

미국 관세는 풍산(별도)의 부산 안강공장 생산 소구경탄을 미국 자회사 PMC에 판매하는 과정에서 발생한다. 2Q25에는 약 50억원 비용이 발생(2Q25 PMC 매출 470억원의 10.6%에 해당)했다. 가격 전가가 이뤄지지 않았다면 분기별 50억원 내외 규모의 비용을 풍산(별도)과 PMC가 부담해야 한다. 관세 규모의 확인이 필요하다.

신동 부문 실적은 구리 가격(1개월 래깅, 원화 기준)이 2Q25 1,354만원/톤에서 3Q25 1,346만원/톤으로 소폭 하락함에 따라 메탈게인이 없을 것으로 예상된다. 1·2분기 메탈게인과 달리 부진이 불가피하다. 다만 최근 원/달러 환율 상승과 구리 가격 상승으로 4Q25에는 신동 부문 수익이 크게 확대될 가능성이 있다.

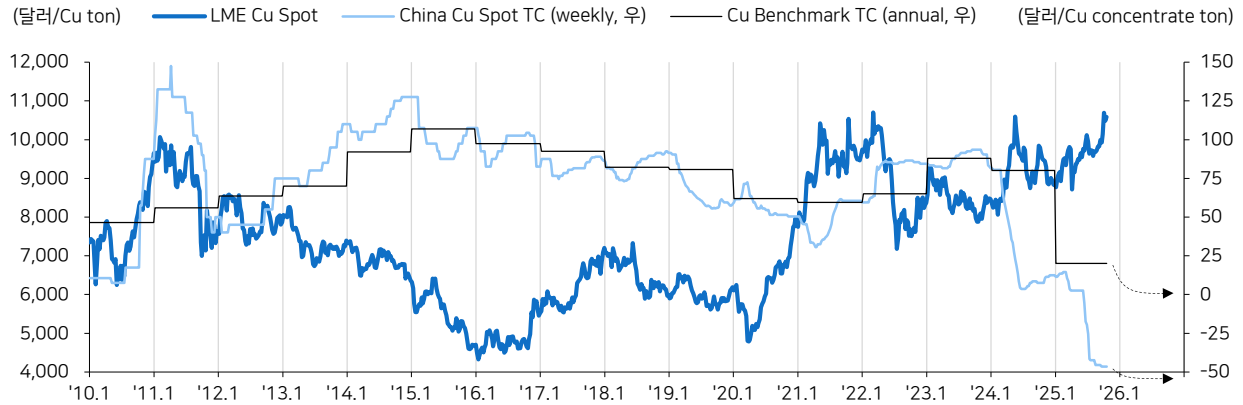
방산 부문 중장기 실적은 변함없다. 지난 분기 통상임금 총당금 100억원을 고려하면 수출 마진은 31%로 견고하다. 분기별 인도 시점 차이로 매출 지연이 발생할 수 있으나, 연간 실적 가이던스는 충분히 달성 가능하다.

## 관세가 아쉽지만, 견고한 탄약/포탄 업황과 신동 서프라이즈 가능성을 보자

연말/연초 구리 Benchmark TC 협상 시기와 AI 데이터센터 수요 증가로 공급부족 논리 재부각될 수 있기에, 가격 하방보다는 상방을 주시해야 한다. 실적 서프라이즈는 구리 신고가 돌파 시 2Q24 경험했던 바와 같이 신동 부문에서 발생할 가능성이 크다. 방산업황 호조가 지속되므로 풍산 FNS의 실적 개선 여지도 유효하다. 전세계 방산 업종 대비 저평가된 만큼, 실적 발표 후 미국 관세 비용 규모만 구체화된다면 매수 접근 유효하다고 판단한다.

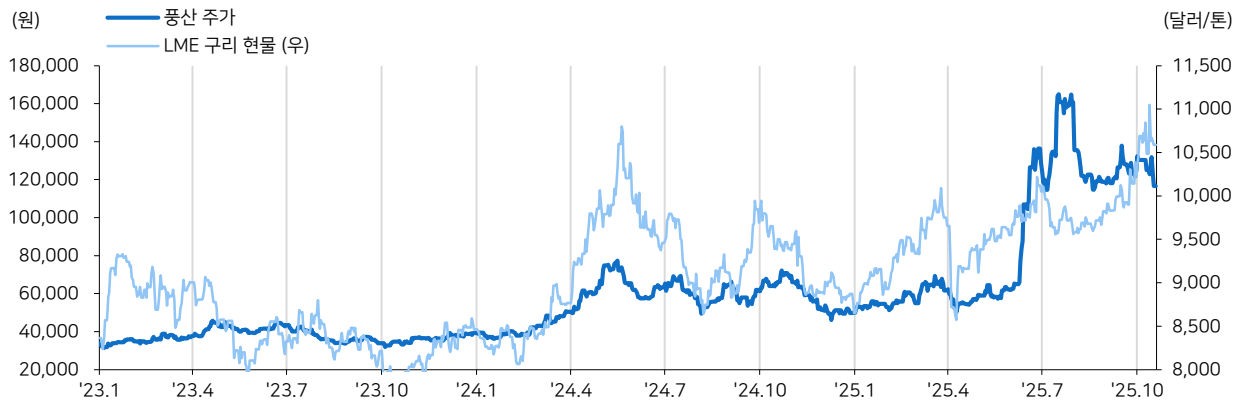
(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2023	4,125.3	228.6	156.4	5,582	-10.7	70,152	7.0	0.6	4.3	8.2	86.2
2024	4,554.4	323.8	236.1	8,423	50.9	78,479	5.9	0.6	4.5	11.3	86.3
2025E	5,039.6	339.6	232.8	8,305	-1.4	83,208	14.1	1.4	8.8	10.3	93.4
2026E	5,694.7	386.5	281.9	10,058	21.1	90,732	11.6	1.3	7.7	11.6	90.2
2027E	6,027.2	420.0	309.7	11,051	9.9	99,249	10.6	1.2	6.9	11.6	84.7

그림1 구리 TC와 구리 가격의 방향은 반대. 2026년 Benchmark TC의 하락 협상에 또 주목



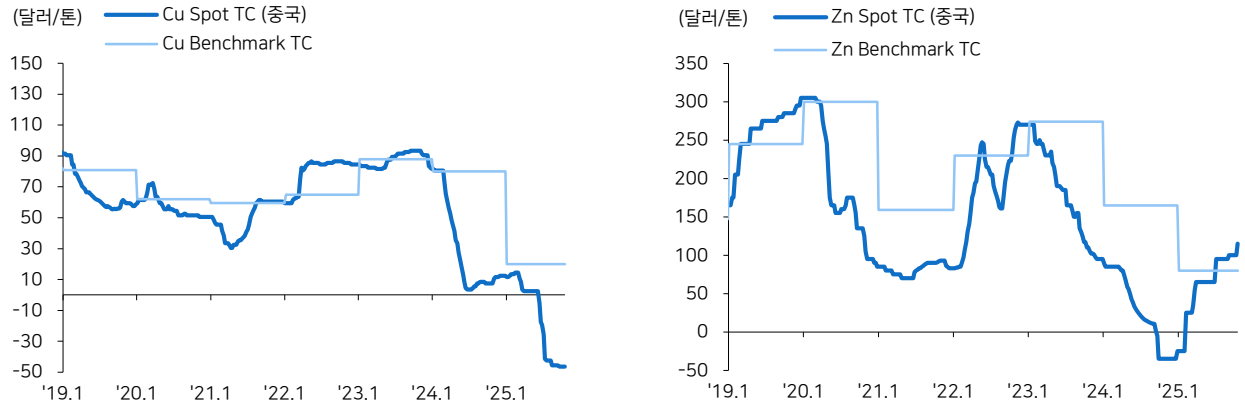
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림2 구리 가격 상승기, 동사 주가는 대부분 상승



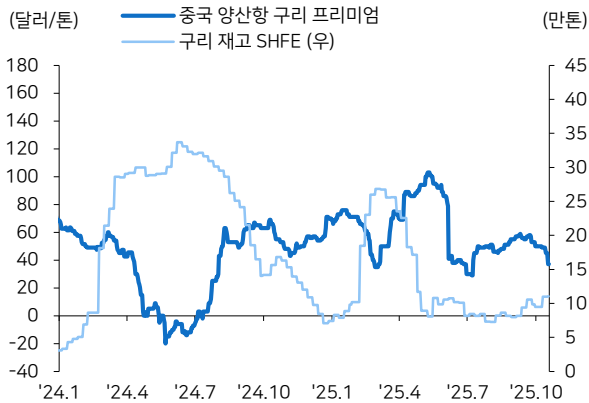
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림3 Cu Spot TC와 Zn Spot TC의 디커플링



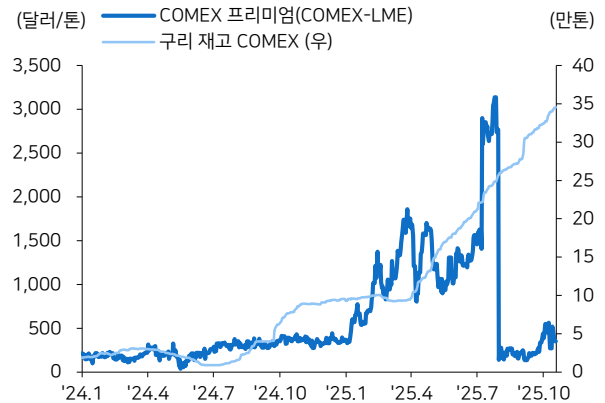
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림4 중국 양산항 구리 프리미엄 유지 중



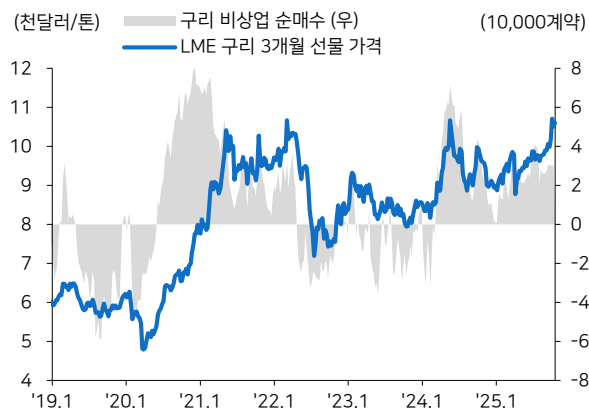
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림5 미국 거래소 재고 비축 지속 중



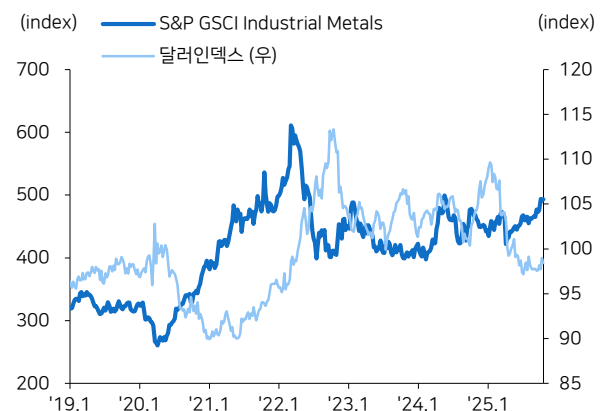
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림6 구리 비상업 순매수 유지 중



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림7 달러인덱스 하락 -> 산업금속 가격 상승



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

표1 풍산 3Q25 영업이익, 방산부문 소구경탄 미국 관세와 신동부문 메탈게인 훼손으로 컨센서스 하회 전망

(십억원)	3Q25E	3Q24	(% YoY)	2Q25	(% QoQ)	당사 예상치	(% diff.)	컨센서스	(% diff.)
매출액	1,176.0	1,129.2	4.1	1,294.0	-9.1	1,198.8	-1.9	1,234.4	-4.7
영업이익	61.9	74.4	-16.7	93.6	-33.9	72.6	-14.7	81.9	-24.4
세전이익	56.5	62.7	-9.9	77.4	-27.0	67.4	-16.1	72.8	-22.3
지배순이익	43.2	47.6	-9.2	64.2	-32.7	50.0	-13.5	54.8	-21.1
영업이익률(%)	5.3	6.6		7.2		6.1		6.6	
세전이익률(%)	4.8	5.6		6.0		5.6		5.9	
순이익률(%)	3.7	4.2		5.0		4.2		4.4	

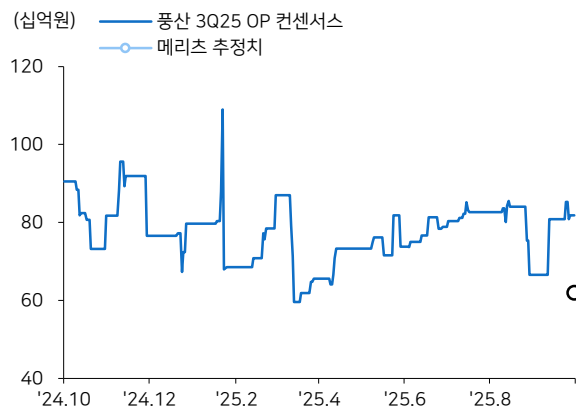
자료: Bloomberg, 풍산, 메리츠증권 리서치센터

표2 연간 영업이익 소폭 상향 조정. 환율 및 구리 가격 상승으로, 4Q25 신동부문 실적 추정치를 상향 조정한 데 기인

(십억원)	2025E	2024	(% YoY)	기존 추정치	(% diff.)	컨센서스	(% diff.)
매출액	5,039.6	4,554.4	10.7	4,996.2	0.9	5073.5	-0.7
영업이익	339.6	323.8	4.9	323.4	5.0	342.7	-0.9
세전이익	301.1	318.3	-5.4	285.2	5.6	306.2	-1.7
지배순이익	232.7	236.0	-1.4	209.9	10.9	235.3	-1.1
영업이익률(%)	6.7	7.1		6.5		6.8	
세전이익률(%)	6.0	7.0		5.7		6.0	
순이익률(%)	4.6	5.2		4.2		4.6	

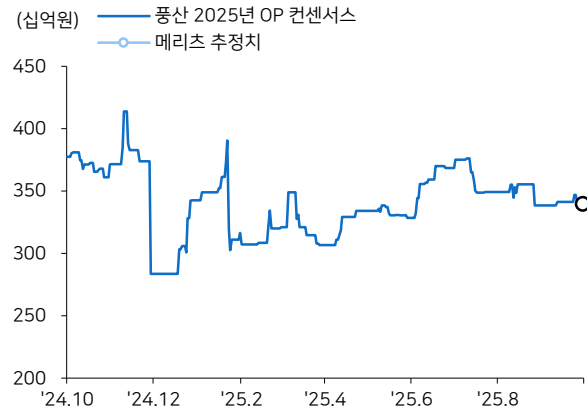
자료: Bloomberg, 풍산, 메리츠증권 리서치센터

그림8 3Q25 영업이익 컨센서스 추이



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림9 2025E 영업이익 컨센서스 추이



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

표3 풍산 실적 Snapshot

(십억원)			1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25E	4Q25E	2024	2025E	2026E
매출액			963.5	1,233.6	1,129.2	1,228.0	1,155.9	1,294.0	1,176.0	1,413.7	4,554.4	5,039.6	5,694.7
	별도		715.0	977.6	829.7	980.3	826.4	1,014.0	925.3	1,141.2	3,502.6	3,906.9	4,469.0
		신동	540.6	639.7	558.0	585.1	622.8	668.6	648.1	709.6	2,323.4	2,649.2	3,090.0
			방산	174.3	337.9	271.7	395.2	203.6	345.4	277.2	431.6	1,179.1	1,257.8
		내수	79.1	111.4	104.2	173.5	118.3	146.7	153.4	261.1	468.2	679.5	699.9
			수출	95.2	226.5	167.5	221.7	85.3	198.7	123.8	170.5	711.0	578.3
	별도외		248.5	256.1	299.6	247.7	329.5	280.0	250.7	272.4	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	850.5
		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	-14.8	-5.0	30.0	-2.0	17.6
영업이익			54.2	161.3	74.4	33.9	69.7	93.6	61.9	114.4	323.8	339.6	386.5
	별도		35.2	140.9	70.6	67.3	44.7	88.0	59.0	113.7	314.1	305.3	332.2
		신동	13.0	48.0	0.0	0.0	17.4	16.7	5.6	31.9	61.0	71.6	67.7
			방산	22.2	92.9	70.6	102.8	27.3	71.2	53.3	81.8	288.5	233.6
		별도외		19.0	20.4	3.7	-33.4	25.0	5.6	2.9	0.7	9.7	34.2
	영업이익률 (%)			5.6	13.1	6.6	2.8	6.0	7.2	5.3	8.1	7.1	6.7
세전이익			50.1	151.9	62.7	53.6	57.8	77.4	56.5	109.3	318.3	301.1	363.9
지배주주순이익			36.9	111.3	47.6	40.3	41.6	64.2	43.2	83.8	236.0	232.7	281.9
지배주주순이익률 (%)			3.8	9.0	4.2	3.3	3.6	5.0	3.7	5.9	5.2	4.6	4.9
판매량													
별도 - 신동	(천톤)		45.6	48.1	41.7	43.2	44.4	47.0	45.9	46.7	178.6	184.0	189.8
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	1,410
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	1,410
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	15,863
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	15,754

자료: 풍산, DART, 메리츠증권 리서치센터

## 풍산 (103140)

### Income Statement

(십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
매출액	4,125.3	4,554.4	5,039.6	5,694.7	6,027.2
매출액증가율(%)	-5.7	10.4	10.7	13.0	5.8
매출원가	3,684.4	3,938.5	4,432.6	5,014.1	5,288.2
매출총이익	440.9	615.9	607.0	680.7	739.0
판매관리비	212.2	292.2	267.4	294.2	318.9
영업이익	228.6	323.8	339.6	386.5	420.0
영업이익률(%)	5.5	7.1	6.7	6.8	7.0
금융손익	-35.4	-28.4	-37.7	-42.6	-39.8
종속/관계기업손익	0.0	0.1	0.2	0.0	0.0
기타영업외손익	7.8	22.8	-1.0	20.0	20.0
세전계속사업이익	201.1	318.3	301.1	363.9	400.2
법인세비용	44.7	82.3	68.3	82.0	90.5
당기순이익	156.4	236.1	232.8	281.9	309.7
지배주주지분 순이익	156.4	236.1	232.8	281.9	309.7

### Balance Sheet

(십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
유동자산	2,239.4	2,561.7	2,945.6	3,246.1	3,526.3
현금및현금성자산	407.9	345.2	399.8	460.5	610.0
매출채권	517.0	602.4	693.5	758.8	794.4
재고자산	1,227.3	1,458.7	1,679.3	1,837.4	1,923.7
비유동자산	1,421.2	1,534.9	1,564.4	1,590.1	1,611.4
유형자산	1,183.4	1,308.9	1,346.5	1,368.6	1,388.1
무형자산	12.4	12.6	17.8	17.6	17.4
투자자산	36.2	48.2	42.8	46.7	48.8
자산총계	3,660.6	4,096.6	4,510.0	4,836.2	5,137.8
유동부채	1,352.2	1,358.5	1,471.2	1,554.6	1,600.2
매입채무	182.8	185.3	213.3	233.4	244.4
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	707.0	738.8	756.2
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	2,178.2	2,293.5	2,356.4
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	1,655.5	1,866.4	2,105.0
비지배주주지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	1,966.0	2,199.3	2,331.8	2,542.7	2,781.4

### Statement of Cash Flow

(십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
영업활동 현금흐름	696.2	39.9	83.5	258.3	344.6
당기순이익(손실)	156.4	236.1	232.8	281.9	309.7
유형자산상각비	90.2	89.0	92.3	99.7	102.1
무형자산상각비	0.6	0.6	0.3	0.3	0.2
운전자본의 증감	454.4	-343.1	-165.5	-123.6	-67.4
투자활동 현금흐름	-136.8	-216.8	-165.1	-127.4	-124.6
유형자산의증가(CAPEX)	-136.1	-195.9	-168.9	-121.8	-121.6
투자자산의감소(증가)	0.4	-12.0	5.5	-3.8	-2.1
재무활동 현금흐름	-306.4	90.0	186.6	-70.2	-70.5
차입금의 증감	-302.4	135.9	121.3	0.9	0.5
자본의 증가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	253.1	-62.7	54.6	60.8	149.5
기초현금	154.8	407.9	345.2	399.8	460.5
기말현금	407.9	345.2	399.8	460.5	610.0

### Key Financial Data

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
주당데이터(원)					
SPS	147,203	162,517	179,828	203,207	215,069
EPS(지배주주)	5,582	8,423	8,305	10,058	11,051
CFPS	12,907	17,411	15,944	17,643	18,926
EBITDAPS	11,395	14,751	15,424	17,358	18,640
BPS	70,152	78,479	83,208	90,732	99,249
DPS	1,200	2,600	2,600	2,600	2,600
배당수익률(%)	3.1	5.2	2.2	2.2	2.2
Valuation(Multiple)					
PER	7.0	5.9	14.1	11.6	10.6
PCR	3.0	2.9	7.3	6.6	6.2
PSR	0.3	0.3	0.7	0.6	0.5
PBR	0.6	0.6	1.4	1.3	1.2
EBITDA(십억원)	319.3	413.4	432.2	486.4	522.4
EV/EBITDA	4.3	4.5	8.8	7.7	6.9
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	8.2	11.3	10.3	11.6	11.6
EBITDA 이익률	7.7	9.1	8.6	8.5	8.7
부채비율	86.2	86.3	93.4	90.2	84.7
금융비용부담률	1.0	0.8	0.8	0.7	0.7
이자보상배율(x)	5.8	8.6	8.8	9.8	10.6
매출채권회전율(x)	7.5	8.1	7.8	7.8	7.8
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.