

풍산 (103140)

건조한 신동 실적, 예열이 필요한 방산

철강/비철금속

Analyst 장재혁

jaehyeok.jang@meritz.co.kr

RA 김아현

ahyun.kim@meritz.co.kr

4Q25 Review: 신동 호조, 방산 수익성 둔화

연결영업이익 915억원(QoQ +115.0%, YoY +170.3%)으로 컨센서스(916억원)에 부합했으나, 당사 추정치(1,010억원)는 하회했다.

별도영업이익은 720억원(QoQ +70.0%, YoY +7.1%)을 기록했다. 신동 판매량은 4.65만톤(QoQ +2.4%, YoY +7.5%)으로 양호했고, 동가격 상승(4Q25 11,107\$/t, QoQ +13.3%)이 신동부문 실적 호조를 견인했다. 반면 방산 부문은 소구경탄 업황 둔화와 저마진 내수 매출 확대로 수익성이 지난 분기 14.3%에서 이번 분기 11.3%로 하락했다. 별도외에서는 미국(CME) 구리 가격 안정화로 PMX 영업이익이 정상화(3Q25 -150억원 적자, 4Q25 30억원 흑자)되었다.

구리 가격 상승 궤적을 고려하면, 신동부문 영업이익은 4Q25 256억원에서 1Q26 517억원으로 대폭 개선될 전망이다. 과거 구리 가격 급등기 이익 규모를 고려한다면 현실적인 추정이다. 강력한 신동 부문 모멘텀을 바탕으로 1Q26 연결영업이익 998억원(QoQ +9.0%, YoY +43.2%)을 예상한다.

조금 아쉬운 2026년 방산부문 가이던스

2026년 방산 매출액 가이던스는 1조 3,720억원(YoY +15%)이다. 증가분의 대부분이 내수 매출이기 때문에 기존 전망 대비 이익 개선의 강도가 다소 약화된다. 단, 2027년부터는 다시 수출 중심 매출 확대가 예상되는 바, 이익 개선 강도가 강화될 것이다. 올해 연중 방산부문 수익성이 약화되었던 이유는 내수 매출비중 확대 이외에도, 미국 상호관세에 따른 소구경탄 실적 둔화가 주 요인이다. 다만, 가이던스 기반 매출액 확대분은 대구경탄 중심이며, 이에 따라 절대적인 수익성은 2026년부터 점차 회복 가능하다고 판단한다.

밸류에이션은 여전히 편안하다

우호적인 신동 업황에도 불구하고 내수 위주의 방산 가이던스는 다소 아쉽다. 그러나 단기적으로 강력한 신동 실적 모멘텀과 방산 부문의 장기 성장성은 여전히 유효하다. 현 주가는 27E P/E 12.5배 수준이다. 글로벌 Peer(한국 23.4배, 미국 21.2배, 유럽 22.0배) 대비 매력은 충분하다.

Meritz Research 2026. 2. 12

Not Rated

적정주가 (12개월)

현재주가 (2.11)

111,600원

상승여력

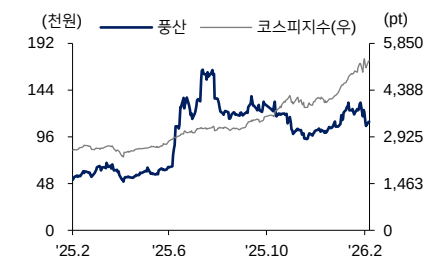
KOSPI	5,354.49pt
시가총액	31,275억원
발행주식수	2,802만주
유동주식비율	59.45%
외국인비중	16.69%
52주 최고/최저가	165,000원/50,200원
평균거래대금	310.9억원

주요주주(%)

풍산홀딩스 외 4 인	38.02
국민연금공단	8.17

주가상승률 (%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	-7.7	-7.3	103.3
상대주가	-20.9	-44.5	-3.6

주가그래프



(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	5,048.6	297.4	147.2	5,251	-37.7	80,847	20.3	1.3	9.3	6.6	97.7
2026E	6,319.3	365.4	240.3	8,576	63.3	86,889	13.0	1.3	8.4	10.2	103.3
2027E	6,766.2	380.1	251.1	8,961	4.5	93,316	12.5	1.2	8.0	9.9	98.4

표1 풍산 4Q25 영업이익, 컨센서스 부합

(십억원)	4Q25P	4Q24	(% YoY)	3Q25	(% QoQ)	기존 추정치	(% diff.)	컨센서스	(% diff.)
매출액	1,424.5	1,228.0	16.0	1,174.2	21.3	1,477.0	-3.6	1,497.0	-4.8
영업이익	91.5	33.9	170.3	42.6	115.0	101.0	-9.4	91.6	0.0
세전이익	59.6	53.6	11.2	40.7	46.3	87.5	-31.9	89.4	-33.3
지배순이익	8.8	40.3	-78.1	32.6	-72.9	67.8	-87.0	68.7	-87.2
영업이익률(%)	6.4	2.8		3.6		6.8		6.1	
세전이익률(%)	4.2	4.4		3.5		5.9		6.0	
순이익률(%)	0.6	3.3		2.8		4.6		4.6	

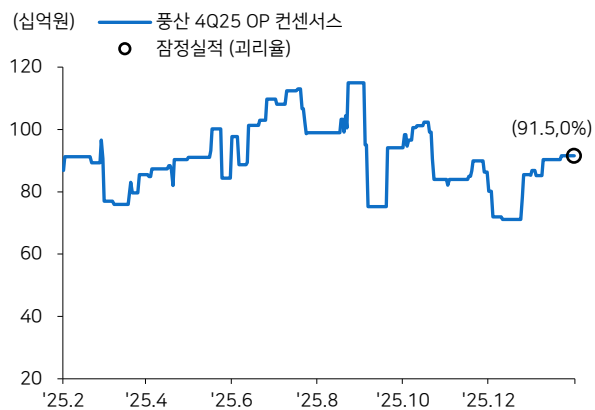
자료: 풍산, Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

표2 2025년 영업이익 컨센서스는 소폭 하회

(십억원)	2025E	2024	(% YoY)	기존 추정치	(% diff.)	컨센서스	(% diff.)
매출액	5,048.6	4,554.4	10.9	5,101.0	-1.0	5106.9	-1.1
영업이익	297.4	323.8	-8.1	306.9	-3.1	309.3	-3.8
세전이익	235.5	318.3	-26.0	263.5	-10.6	272.2	-13.5
지배순이익	147.2	236.0	-37.7	206.2	-28.6	212.2	-30.7
영업이익률(%)	5.9	7.1		6.0		6.1	
세전이익률(%)	4.7	7.0		5.2		5.3	
순이익률(%)	2.9	5.2		4.0		4.2	

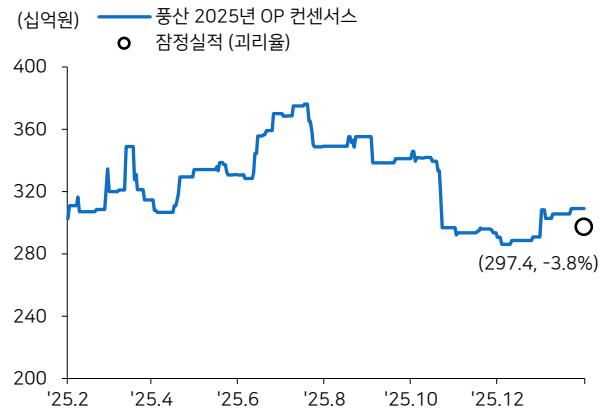
자료: 풍산, Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림1 4Q25 분기 영업이익, 컨센서스 부합



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림2 2025년 연간 영업이익, 컨센서스 -3.8% 하회

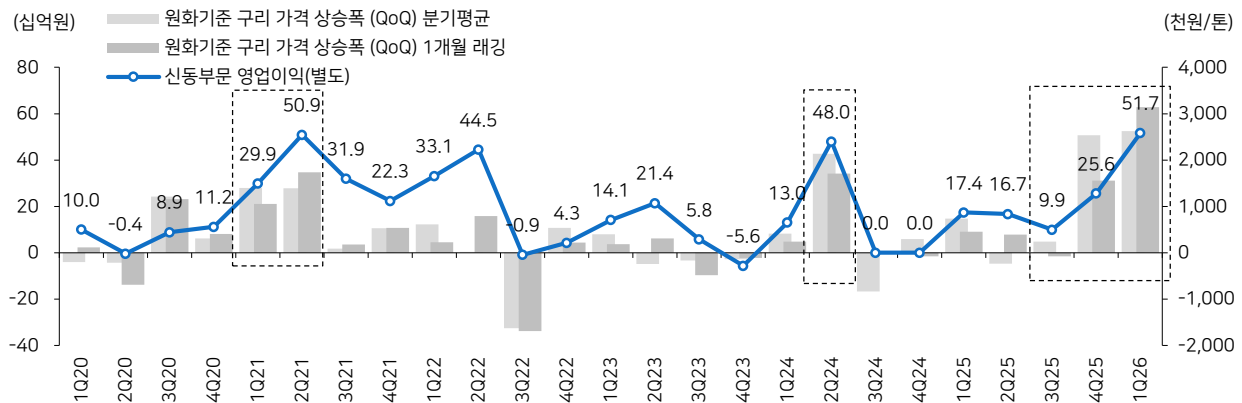


자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

표3 풍산 실적 Snapshot														
(십억원)		1Q25	2Q25	3Q25	4Q25P	1Q26E	2Q26E	3Q26E	4Q26E	2025P	2026E	2026E		
매출액		1,155.9	1,294.0	1,174.2	1,424.5	1,447.1	1,658.7	1,479.7	1,733.8	5,048.6	6,319.3	6,766.2		
	별도		826.4	1,014.0	871.4	1,137.3	1,079.1	1,287.0	1,165.8	1,389.0	3,849.1	4,921.0	5,322.3	
		신동	622.8	668.6	644.5	726.4	855.3	905.4	879.0	909.3	2,662.4	3,549.0	3,813.3	
			방산	203.6	345.4	226.9	410.9	223.8	381.6	286.8	479.7	1,186.8	1,372.0	1,509.0
		내수	118.3	147.7	113.3	241.7	132.9	189.6	161.4	313.3	621.0	797.2	779.7	
			수출	85.3	197.7	113.6	169.2	90.9	192.0	125.4	166.4	565.8	574.8	729.2
	별도외		329.5	280.0	302.8	287.2	368.0	371.7	313.8	344.8	953.5	1,115.8	1,024.7	
		PMX	212.3	210.9	173.3	203.4	255.1	264.3	225.1	243.4	799.9	987.9	1,019.4	
			Siam	88.6	80.0	78.9	91.2	105.0	97.8	90.6	97.5	338.6	390.9	396.6
			기타	28.7	-10.9	50.6	-7.4	7.9	9.7	-1.9	3.9	61.0	19.5	28.0
영업이익		69.7	93.6	42.6	91.5	99.8	96.7	74.2	94.7	297.4	365.4	380.1		
	별도		44.7	88.0	42.4	72.0	79.8	75.3	63.8	88.3	247.2	307.2	312.0	
		신동	17.4	16.7	9.9	25.6	51.7	12.7	18.1	14.6	69.6	97.0	49.9	
			방산	27.3	71.2	32.4	46.4	28.2	62.6	45.8	73.6	177.3	210.2	262.1
	별도외		25.0	5.6	0.2	19.5	20.0	21.4	10.4	6.5	50.3	58.2	68.1	
영업이익률 (%)		6.0	7.2	3.6	6.4	6.9	5.8	5.0	5.5	5.9	5.8	5.6		
세전이익		57.8	77.4	40.7	59.6	89.9	85.6	63.0	84.1	235.5	322.6	337.1		
지배주주순이익		41.6	64.2	32.6	8.8	67.0	63.8	47.0	62.7	147.2	240.3	251.1		
지배주주순이익률 (%)		3.6	5.0	2.8	0.6	4.6	3.8	3.2	3.6	2.9	3.8	3.7		
판매량														
별도 - 신동	(천톤)	44.4	47.0	45.4	46.5	46.1	47.9	45.5	46.2	183.2	185.6	188.5		
PMX	(천톤)	16.7	17.1	14.2	15.1	16.4	16.8	14.0	14.8	63.2	62.0	60.7		
Siam	(천톤)	6.2	5.8	5.3	5.7	6.2	5.7	5.3	5.6	23.0	22.8	22.5		
환율, 구리 가격														
환율 (분기평균)	(원/달러)	1,453	1,404	1,385	1,451	1,440	1,400	1,420	1,425	1,423	1,421	1,410		
환율 (1개월 레깅)	(원/달러)	1,445	1,432	1,377	1,424	1,440	1,400	1,420	1,425	1,420	1,421	1,410		
구리 (분기평균)	(달러/톤)	9,343	9,500	9,802	11,107	13,015	13,271	13,469	13,673	9,938	13,357	14,183		
구리 (1개월 레깅)	(달러/톤)	9,094	9,454	9,772	10,541	12,608	13,209	13,407	13,610	9,715	13,208	14,119		
구리 (분기평균)	(천원/톤)	13,573	13,339	13,578	16,116	18,742	18,580	19,126	19,484	14,151	18,983	19,997		
QoQ Δ	(천원/톤)	+739	-234	+240	+2,537	+2,626	-162	+547	+357					
구리 (1개월 레깅)	(천원/톤)	13,143	13,537	13,459	15,014	18,155	18,492	19,038	19,394	13,788	18,770	19,907		
QoQ Δ	(천원/톤)	+451	+394	-78	+1,554	+3,142	+337	+546	+357					

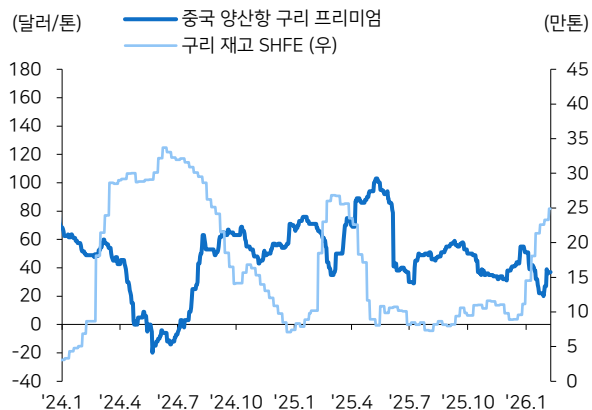
자료: Bloomberg, QuantiWise, 풍산, DART, 메리츠증권 리서치센터

그림3 분기별 구리 가격 변동폭 vs 풍산 신동부 실적 추이



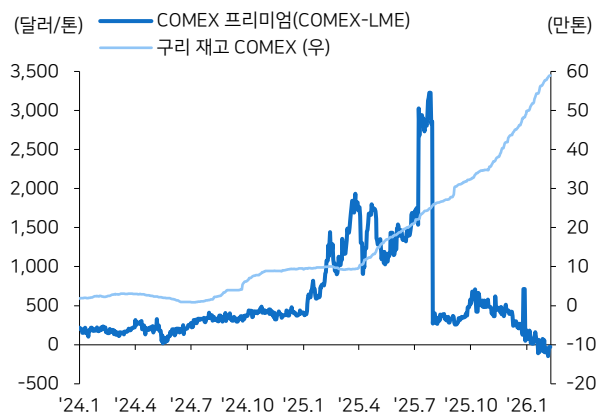
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림4 중국 구리 재고 및 양산항 프리미엄



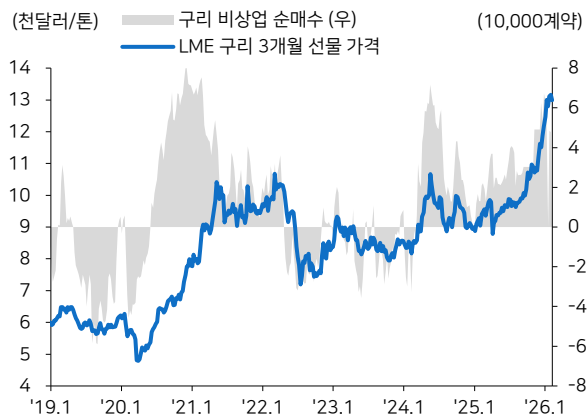
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림5 COMEX 재고 및 LME 대비 프리미엄



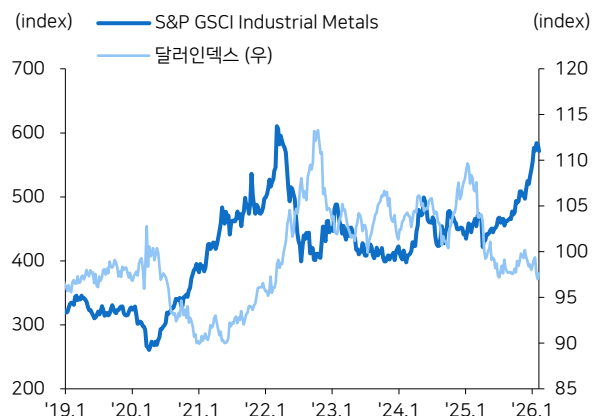
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림6 구리 비상업 순매수 추이



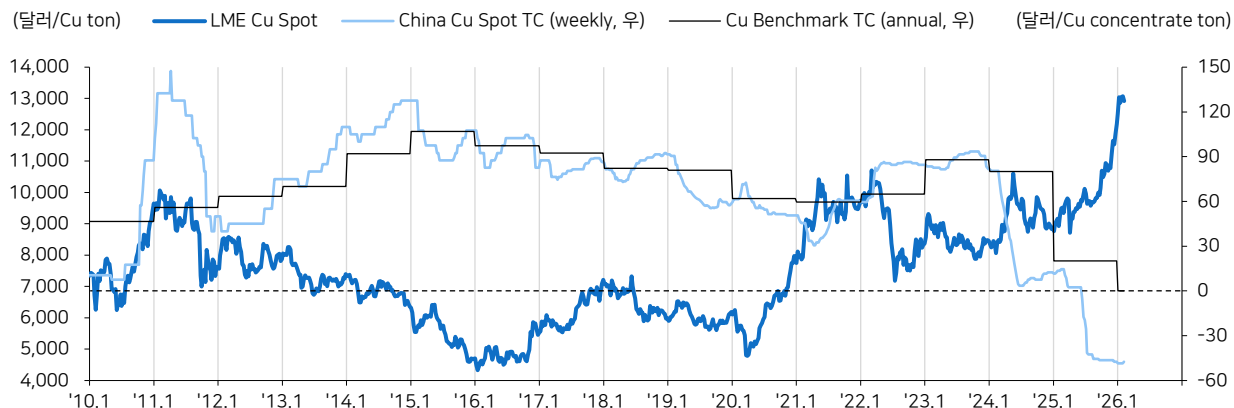
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림7 S&P산업금속 지수와 달러인덱스 추이



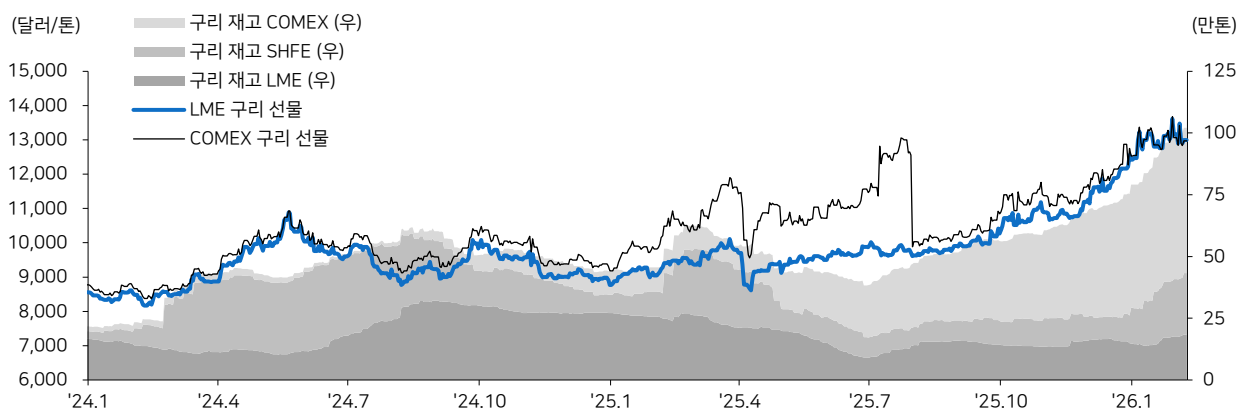
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림8 구리 Benchmark TC, Spot TC, 가격 추이



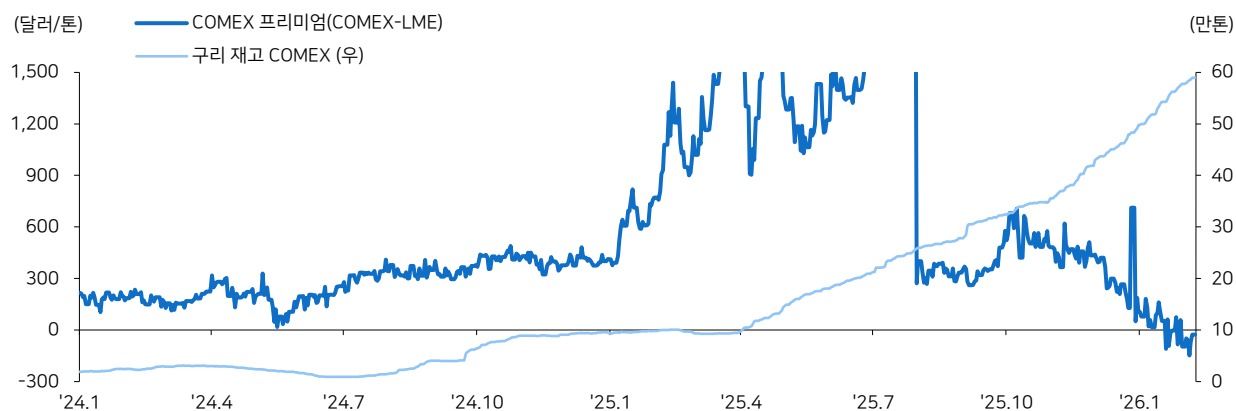
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림9 주요 거래소 구리 가격 및 재고 추이



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림10 COMEX 구리 프리미엄 및 재고 추이



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

풍산 (103140)

Income Statement

(십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
매출액	4,125.3	4,554.4	5,048.6	6,319.3	6,766.2
매출액증가율(%)	-5.7	10.4	10.9	25.2	7.1
매출원가	3,684.4	3,938.5	4,473.8	5,634.5	6,040.8
매출총이익	440.9	615.9	574.8	684.8	725.4
판매관리비	212.2	292.2	277.4	319.4	345.3
영업이익	228.6	323.8	297.4	365.4	380.1
영업이익률(%)	5.5	7.1	5.9	5.8	5.6
금융손익	-35.4	-28.4	-35.0	-48.1	-48.3
종속/관계기업손익	0.0	0.1	0.5	0.0	0.0
기타영업외손익	7.8	22.8	-27.4	5.3	5.3
세전계속사업이익	201.1	318.3	235.5	322.6	337.1
법인세비용	44.7	82.3	88.3	82.3	86.0
당기순이익	156.4	236.1	147.2	240.3	251.1
지배주주지분 순이익	156.4	236.1	147.2	240.3	251.1

Statement of Cash Flow

(십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
영업활동 현금흐름	696.2	39.9	16.8	54.0	255.3
당기순이익(손실)	156.4	236.1	147.2	240.3	251.1
유형자산상각비	90.2	89.0	91.1	99.8	102.7
무형자산상각비	0.6	0.6	0.7	1.0	1.0
운전자본의 증감	454.4	-343.1	-144.0	-287.1	-99.6
투자활동 현금흐름	-136.8	-216.8	-184.4	-139.7	-131.0
유형자산의증가(CAPEX)	-136.1	-195.9	-175.1	-126.8	-126.5
투자자산의감소(증가)	0.4	-12.0	-4.1	-8.9	-3.1
재무활동 현금흐름	-306.4	90.0	188.3	-34.0	-105.3
차입금의 증감	-302.4	135.9	147.0	37.0	-34.3
자본의 증가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	253.1	-62.7	-22.7	-119.7	19.0
기초현금	154.8	407.9	345.2	322.5	202.8
기말현금	407.9	345.2	322.5	202.8	221.8

Balance Sheet

(십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
유동자산	2,239.4	2,561.7	2,887.9	3,325.2	3,537.4
현금및현금성자산	407.9	345.2	322.5	202.8	221.8
매출채권	517.0	602.4	698.8	850.5	903.2
재고자산	1,227.3	1,458.7	1,692.1	2,059.6	2,187.0
비유동자산	1,421.2	1,534.9	1,591.0	1,625.8	1,651.7
유형자산	1,183.4	1,308.9	1,360.1	1,387.1	1,410.8
무형자산	12.4	12.6	17.7	16.6	15.7
투자자산	36.2	48.2	52.3	61.2	64.3
자산총계	3,660.6	4,096.6	4,478.9	4,951.1	5,189.1
유동부채	1,352.2	1,358.5	1,465.1	1,693.9	1,726.1
매입채무	182.8	185.3	215.0	261.7	277.8
단기차입금	327.9	392.8	457.8	492.8	457.8
유동성장기부채	143.0	196.0	114.5	114.5	114.5
비유동부채	342.5	538.8	748.1	822.2	847.8
사채	149.8	149.6	279.3	279.3	279.3
장기차입금	77.7	90.4	123.1	123.1	123.1
부채총계	1,694.7	1,897.3	2,213.2	2,516.1	2,574.0
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	80.9	80.9	80.9
이익잉여금	1,315.0	1,490.7	1,572.8	1,742.1	1,922.2
비지배주주지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	1,966.0	2,199.3	2,265.7	2,435.0	2,615.1

Key Financial Data

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
주당데이터(원)					
SPS	147,203	162,517	180,150	225,493	241,441
EPS(지배주주)	5,582	8,423	5,251	8,576	8,961
CFPS	12,907	17,411	13,834	16,399	17,026
EBITDAPS	11,395	14,751	13,889	16,636	17,263
BPS	70,152	78,479	80,847	86,889	93,316
DPS	1,200	2,600	2,600	2,600	2,600
배당수익률(%)	3.1	5.2	2.4	2.3	2.3
Valuation(Multiple)					
PER	7.0	5.9	20.3	13.0	12.5
PCR	3.0	2.9	7.7	6.8	6.6
PSR	0.3	0.3	0.6	0.5	0.5
PBR	0.6	0.6	1.3	1.3	1.2
EBITDA(십억원)	319.3	413.4	389.2	466.2	483.8
EV/EBITDA	4.3	4.5	9.3	8.4	8.0
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	8.2	11.3	6.6	10.2	9.9
EBITDA 이익률	7.7	9.1	7.7	7.4	7.2
부채비율	86.2	86.3	97.7	103.3	98.4
금융비용부담률	1.0	0.8	0.7	0.6	0.6
이자보상배율(x)	5.8	8.6	7.9	9.4	9.7
매출채권회전율(x)	7.5	8.1	7.8	8.2	7.7
재고자산회전율(x)	3.4	3.4	3.2	3.4	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.