

풍산 (103140)

이제 방산 밸류에이션 줘요

투자의견

BUY(유지)

목표주가

158,000 원(상향)

현재주가

132,400 원(07/14)

시가총액

3,710(십억원)

철강/금속 이유진_02)368-6141_eugenelee@

- **2Q25 Preview:** 연결 매출액 1조 2,875억원, 영업이익 1,205억원 전망(OPM 9.4%)
- **폴란드 1차 물량 대부분 끝났는데도 올해 가이던스 이미 55% 달성**
 - 작년 폴란드 1차 물량으로 방산 영업이익은 2,528억원 달성(OPM 32%). 올해는 1차 물량이 대부분 끝났음에도 불구하고 지속되는 탄 수요로 견조한 영업이익이 전망됨(25년 방산 영업이익 1,819억원/OPM 34%). 나아가 풍산이 100% 지분을 들고 있는 풍산FNS(신관, 센서, 정밀부품 등; 작년 순이익 43억원, 올해 1Q 영업이익 60억원)가 제2공장을 7월 착공하면서 지속되는 방산 수요를 입증 중. 더 이상 방산 밸류에이션을 안 줄 이유가 없음. 2분기 신동, 방산 영업이익은 각각 300억원(메탈게인 +30억원), 625억원으로 추정함
- **목표주가 158,000원으로 상향, 투자의견 Buy 유지**
 - 26년, 27년부터 본격적으로 폴란드 2차 물량 납품과 더불어 한국 방산업체들의 추가 수주 파이프라인도 기대됨. 이에 따른 풍산의 실적의 구조적인 성장세 기대하여 목표주가를 158,000원으로 상향, 투자의견 Buy로 유지

주가(원, 7/14)	132,400
시가총액(십억원)	3,710

발행주식수	28,024천주
52주 최고가	149,500원
최저가	46,150원
52주 일간 Beta	1.89
60일 일평균거래대금	560억원
외국인 지분율	23.8%
배당수익률(2025E)	1.9%

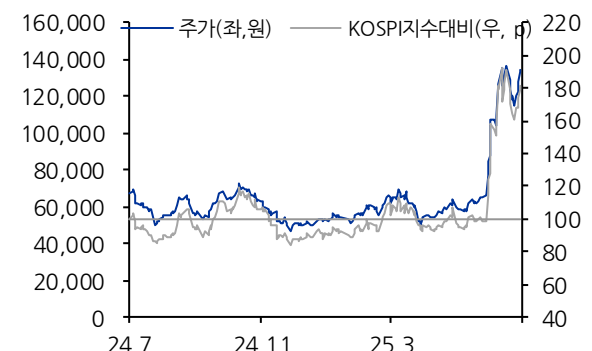
주주구성	
풍산홀딩스 (외 5인)	38.0%
국민연금공단 (외 1인)	8.2%

주가상승(%)	1M	6M	12M
상대기준	13.1	121.1	85.8
절대기준	23.7	149.3	97.9

(원, 십억원)	현재	직전	변동
투자의견	BUY	BUY	-
목표주가	158,000	85,000	▲
영업이익(25)	354	288	▲
영업이익(26)	407	423	▼

12월 결산(십억원)	2023A	2024A	2025E	2026E
매출액	4,125	4,554	5,045	5,430
영업이익	229	324	354	407
세전순이익	201	318	328	394
당기순이익	156	236	242	291
EPS(원)	5,582	8,423	8,631	10,397
증감률(%)	-10.7	50.9	2.5	20.5
PER(배)	7.0	5.9	15.3	12.7
ROE(%)	8.2	11.3	10.8	12.2
PBR(배)	0.6	0.6	1.6	1.5
EV/EBITDA(배)	4.3	4.5	8.8	7.6

자료: 유진투자증권



실적 추정 및 Valuation

도표 1. 풍산 실적 전망

(단위: 십억원, 천톤)	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25E	3Q25E	4Q25E	2023	2024	2025E
매출액	963.5	1,233.6	1,129.2	1,228.0	1,156.0	1,287.5	1,200.8	1,400.3	4,125.3	4,554.4	5,044.5
영업이익	54.2	161.3	74.4	33.9	69.7	120.5	63.7	99.7	228.7	323.8	353.7
영업이익률(%)	5.6	13.1	6.6	2.8	6.0	9.4	5.3	7.1	5.5	7.1	7.0
세전이익	50.1	151.8	62.8	53.5	57.6	115.9	59.4	95.2	201.1	318.2	328.0
당기순이익	37.0	111.2	47.6	40.2	41.4	85.8	44.1	70.2	156.4	235.9	241.6
출하량(천톤)	45.6	48.1	41.7	43.2	44.4	47.3	42.3	46.2	175.9	178.6	180.2
판/대	33.4	35.4	31.0	32.3	32.9	35.6	32.0	35.0	129.9	132.1	135.5
봉/선	5.7	6.7	5.2	5.4	5.6	5.7	4.5	5.3	23.3	23.0	21.1
소전	2.5	2.5	2.0	1.6	2.3	2.2	1.8	2.0	8.7	8.6	8.3
주조/기와	4.0	3.5	3.6	3.9	3.7	3.8	4.0	3.8	14.0	14.9	15.3
방산 매출액(억원)											
수출	952	2,265	1,675	2,217	853	1,996	1,089	1,641	4,922	7,110	5,578
내수	791	1,114	1,042	1,735	1,183	1,300	1,875	2,672	4,974	4,682	7,031

자료: 유진투자증권

도표 2. 풍산 목표주가 산출

구분	기업가치	비고(단위: 십억원, 배, 천주)
영업가치(A)	4,693.9	
신동	646.0	12MF EBITDA 에 비철금속 업체 Peer EV/EBITDA 를 할인한 4 배 적용
방산	4,048.0	12MF EBITDA 에 방산 업체 Peer EV/EBITDA 14 배 적용
비영업가치(B)	-	
순차입금(C)	254.7	25 년 예상 순차입금
기업가치(D)	4,439.2	(D) =(A)+(B)-(C)
발행 주식수(E)	28,024	천주
적정주가(원)	158,407	
목표주가(원)	158,000	

자료: 유진투자증권

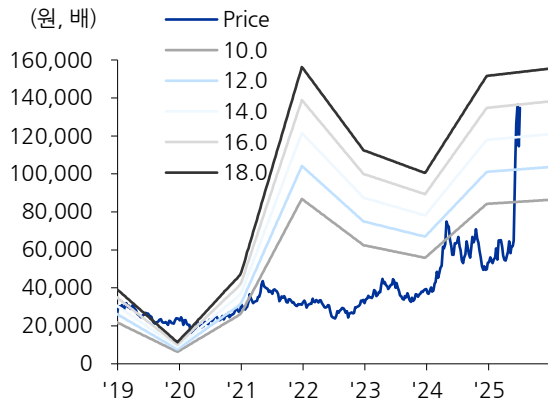
도표 3. Peer Valuation

	기업	시가총액	2025F 밸류에이션(배, %)					2026F 밸류에이션(배, %)				
		(조원)	PER	PBR	EV/EB ITDA	PSR	ROE	PER	PBR	EV/EB ITDA	PSR	ROE
분석기업	풍산	3.7	16.1	1.6	9.7	0.7	10.0	12.2	1.4	7.7	0.7	12.2
방산	한국항공우주	8.3	35.3	4.4	21.4	2.0	13.4	22.0	3.8	14.8	1.6	18.1
	한화에어로스페이스	39.3	24.0	4.9	14.3	1.6	25.1	19.2	3.9	11.8	1.4	24.3
	현대로템	20.8	26.5	7.4	18.6	3.7	31.9	19.5	5.4	13.6	3.0	31.3
	LIG 넥스원	13.0	44.0	8.9	28.5	3.3	21.7	32.8	7.3	21.3	2.8	23.8
	한화시스템	10.1	53.8	3.8	25.1	2.7	7.3	35.5	3.4	19.9	2.4	10.2
	RHEINMETALL	136.5	62.9	16.1	34.6	6.7	27.4	42.3	12.5	24.4	5.0	32.3
비철금속	고려아연	17.1	25.1	2.2	13.7	1.2	8.5	22.9	2.1	13.5	1.1	8.6
	BOLIDEN	12.5	12.8	1.2	5.9	1.0	9.8	9.6	1.1	4.8	0.9	11.9
	HINDUSTAN ZINC	29.6	18.1	14.0	11.0	5.5	71.3	16.5	11.2	9.6	5.3	71.5
	스미토모금속광산	9.5	22.5	0.5	17.0	0.6	2.5	13.1	0.5	12.4	0.6	4.1
	LS	6.0	15.5	1.2	8.6	0.2	8.0	12.6	1.1	7.8	0.2	9.2

자료: Bloomberg, 유진투자증권

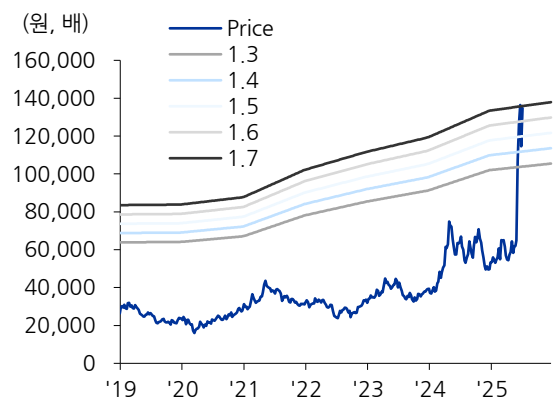
Key Charts

도표 4. PER Band



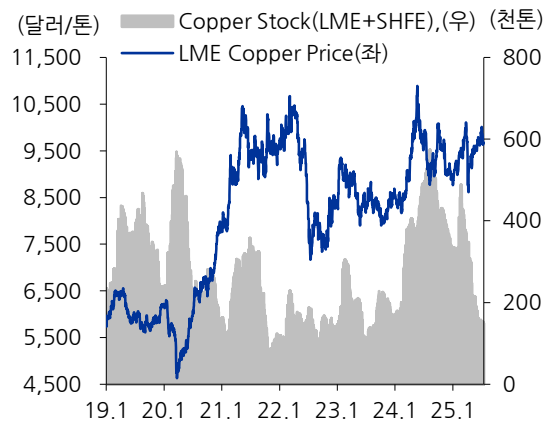
자료: 유진투자증권

도표 5. PBR Band



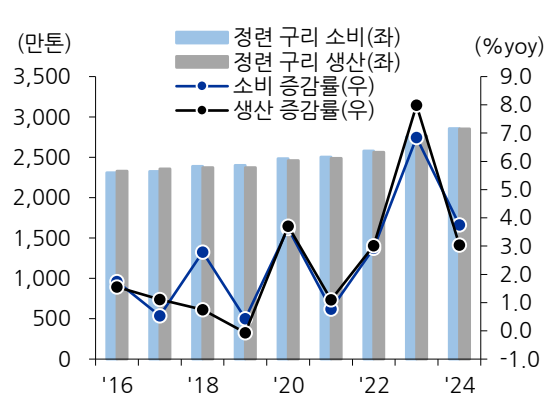
자료: 유진투자증권

도표 6. 구리 재고와 가격 추이



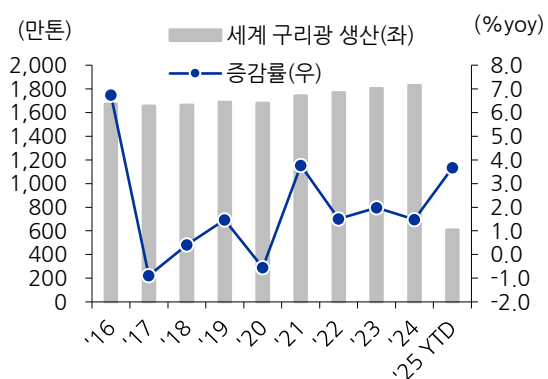
자료: Bloomberg, 유진투자증권

도표 7. 세계 구리 소비 및 생산 추이



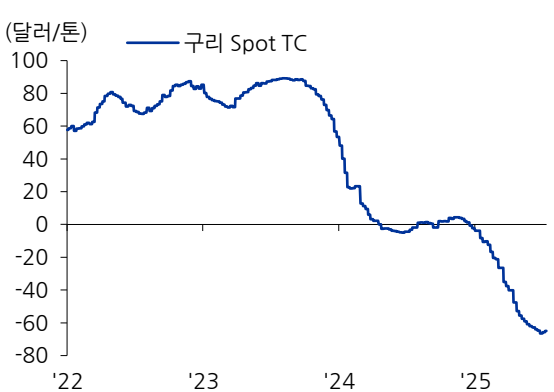
자료: Bloomberg, 유진투자증권

도표 8. 세계 구리광 생산 추이



자료: 스틸데일리, 유진투자증권

도표 9. 구리 TC 추이



자료: Bloomberg, 유진투자증권

풍산(103140.KS) 재무제표

대차대조표

(단위:십억원)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
자산총계	3,661	4,097	5,279	5,837	6,117
유동자산	2,239	2,562	3,674	4,131	4,340
현금성자산	417	361	1,639	2,022	2,169
매출채권	560	671	583	605	623
재고자산	1,227	1,459	1,381	1,432	1,475
비유동자산	1,421	1,535	1,605	1,706	1,777
투자자산	225	213	188	195	203
유형자산	1,183	1,309	1,384	1,458	1,502
기타	12	13	33	53	72
부채총계	1,695	1,897	3,006	3,342	3,421
유동부채	1,352	1,359	2,475	2,795	2,862
매입채무	344	354	414	430	442
유동성이자부채	474	597	1,649	1,949	1,999
기타	534	408	412	416	420
비유동부채	342	539	530	547	559
비유동이자부채	232	245	245	245	245
기타	111	294	286	302	314
자본총계	1,966	2,199	2,274	2,495	2,696
지배지분	1,966	2,199	2,274	2,495	2,696
자본금	140	140	140	140	140
자본잉여금	495	495	495	495	495
이익잉여금	1,315	1,491	1,662	1,883	2,084
기타	16	74	(23)	(23)	(23)
비지배지분	0	0	0	0	0
자본총계	1,966	2,199	2,274	2,495	2,696
총차입금	706	842	1,894	2,194	2,244
순차입금	288	480	255	171	74

현금흐름표

(단위:십억원)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
영업현금	696	40	421	360	349
당기순이익	156	236	242	291	271
자산상각비	91	90	97	106	112
기타비현금성손익	115	162	(72)	15	10
운전자본증감	454	(343)	173	(54)	(45)
매출채권감소(증가)	33	(73)	94	(21)	(18)
재고자산감소(증가)	(29)	(189)	89	(51)	(43)
매입채무증가(감소)	90	(32)	36	15	13
기타	360	(49)	(46)	3	3
투자현금	(137)	(217)	(198)	(207)	(183)
단기투자자산감소	8	5	(1)	(1)	(1)
장기투자증권감소	0	0	28	0	0
설비투자	136	196	190	177	153
유형자산처분	1	1	0	0	0
무형자산처분	(1)	(0)	(22)	(22)	(22)
재무현금	(306)	90	1,088	230	(20)
차입금증가	(306)	90	1,088	300	50
자본증가	0	0	(71)	(70)	(70)
배당금지급	0	0	71	70	70
현금 증감	253	(63)	1,276	383	146
기초현금	155	408	345	1,621	2,003
기말현금	408	345	1,621	2,003	2,150
Gross Cash flow	362	488	279	413	394
Gross Investment	(310)	565	23	260	227
Free Cash Flow	672	(77)	257	153	167

자료: 유진투자증권

손익계산서

(단위:십억원)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액	4,125	4,554	5,045	5,430	5,593
증가율(%)	(5.7)	10.4	10.8	7.6	3.0
매출원가	3,684	3,938	4,381	4,686	4,837
매출총이익	441	616	664	744	756
판매 및 일반관리비	212	292	310	337	335
기타영업손익	(8)	38	6	9	(1)
영업이익	229	324	354	407	421
증가율(%)	(1.3)	41.6	9.2	15.0	3.6
EBITDA	319	413	451	513	533
증가율(%)	(2.1)	29.5	9.1	13.7	4.0
영업외손익	(28)	(5)	(55)	(78)	(60)
이자수익	5	10	10	11	12
이자비용	39	37	47	78	89
지분법손익	0	0	1	1	1
기타영업외손익	6	22	(19)	(12)	17
세전순이익	201	318	328	394	362
증가율(%)	(8.5)	58.3	3.1	20.1	(8.3)
법인세비용	45	82	87	104	91
당기순이익	156	236	242	291	271
증가율(%)	(10.7)	50.9	2.3	20.4	(6.9)
지배주주지분	156	236	242	291	271
증가율(%)	(10.7)	50.9	2.5	20.5	(6.9)
비지배지분	0	0	(0)	(1)	(1)
EPS(원)	5,582	8,423	8,631	10,397	9,677
증가율(%)	(10.7)	50.9	2.5	20.5	(6.9)
수정EPS(원)	5,582	8,423	8,631	10,397	9,677
증가율(%)	(10.7)	50.9	2.5	20.5	(6.9)

주요투자지표

	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
주당지표(원)					
EPS	5,582	8,423	8,631	10,397	9,677
BPS	70,152	78,478	81,133	89,030	96,206
DPS	1,200	2,600	2,500	2,500	3,000
밸류에이션(배, %)					
PER	7.0	5.9	15.3	12.7	13.7
PBR	0.6	0.6	1.6	1.5	1.4
EV/ EBITDA	4.3	4.5	8.8	7.6	7.1
배당수익율	3.1	5.2	1.9	1.9	2.3
PCR	3.0	2.9	13.3	9.0	9.4
수익성(%)					
영업이익율	5.5	7.1	7.0	7.5	7.5
EBITDA이익율	7.7	9.1	8.9	9.4	9.5
순이익율	3.8	5.2	4.8	5.4	4.8
ROE	8.2	11.3	10.8	12.2	10.4
ROIC	7.3	9.8	10.0	11.6	11.6
안정성 (배, %)					
순차입금/자기자본	14.7	21.8	11.2	6.9	2.8
유동비율	165.6	188.6	148.4	147.8	151.6
이자보상배율	5.8	8.6	7.5	5.2	4.7
활동성 (회)					
총자산회전율	1.2	1.2	1.1	1.0	0.9
매출채권회전율	7.1	7.4	8.0	9.1	9.1
재고자산회전율	3.4	3.4	3.6	3.9	3.8
매입채무회전율	13.8	13.1	13.1	12.9	12.8

Compliance Notice

당사는 자료 작성일 기준으로 지난 3개월 간 해당종목에 대해서 유가증권 발행에 참여한 적이 없습니다
 당사는 본 자료 발간일을 기준으로 해당종목의 주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다
 당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다
 조사분석담당자는 자료작성일 현재 동 종목과 관련하여 재산적 이해관계가 없습니다
 동 자료에 게재된 내용들은 조사분석담당자 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다
 동 자료는 당사의 제작물로서 모든 저작권은 당사에게 있습니다
 동 자료는 당사의 동의 없이 어떠한 경우에도 어떠한 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형, 대여할 수 없습니다
 동 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다.
 따라서 어떠한 경우에도 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재에 대한 증빙자료로 사용될 수 없습니다

투자기간 및 투자등급/투자의견 비율

종목추천 및 업종추천 투자기간: 12개월 (추천기준일 종가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미함)

당사 투자의견 비율(%)

· STRONG BUY(매수)	추천기준일 종가대비 +50%이상	0%
· BUY(매수)	추천기준일 종가대비 +15%이상 ~ +50%미만	98%
· HOLD(중립)	추천기준일 종가대비 -10%이상 ~ +15%미만	2%
· REDUCE(매도)	추천기준일 종가대비 -10%미만	0%

(2025.06.30 기준)

