

# 풍산 (103140/KS)

## 과도한 우려, 상반기 기대할 게 많다

**SK증권 리서치센터**

### 매수(유지)

목표주가: 84,000 원(유지)

현재주가: 52,900 원

상승여력: 58.8%


**Analyst  
이규익**

 kyuik@sks.co.kr  
3773-9520

#### Company Data

발행주식수	2,802 만주
시가총액	1,482 십억원
주요주주	
풍산홀딩스(외3)	38.02%
국민연금공단	9.20%

#### Stock Data

주가(25/01/15)	52,900 원
KOSPI	2,496.81pt
52주 최고가	77,300 원
52주 최저가	36,150 원
60일 평균 거래대금	17 십억원

#### 주가 및 상대수익률



### 컨센서스 소폭 상회하는 실적

동사의 4 분기 연결 실적은 매출액 1.33 조원(+19.6% YoY, +17.9% QoQ), 영업이익 1,010 억원(+19.6% YoY, +70.1% QoQ)으로 컨센서스(938 억원, 최근 한 달 기준)를 소폭 상회한 것으로 추정된다. 신동 판매량은 4.3 만 톤(+0.6% YoY, +4.1% QoQ)으로 가이던스 4.5 만 톤을 하회했는데, 중국 수요 부진의 영향인 것으로 파악된다. 신동 이익률 3.4%, 방산 이익률 21.3%으로 견조한 이익률을 시현했지만 일회성 판관비 200 억원이 반영되어 연결 영업이익은 7.6% 수준에 그친 것으로 추정된다.

### 25년도 증익 가능할 것

동사의 25 년 연결 실적은 매출액 5.3 조원(+12.8% YoY), 영업이익 4,269 억원(+9.2% YoY)을 전망한다. 신동 판매량은 18.7 만 톤(+4.6% YoY)을 기록할 것으로 예상된다. 최근 중국 구리 수입 프리미엄이 23 년 12 월 이후 최고치를 기록하는 등 중국 구리 수요 개선되고 있으며, 올해 이구환신 정책 강화가 구리 수요의 추가적인 개선을 이끌 것으로 전망한다. 연 평균 구리 가격도 24 년 대비 5% 상승할 것으로 예상되어 신동 부문의 이익률도 3.8%로 견조할 것으로 예상된다. 방산 부문도 증설, 환율 효과 반영되며 소폭 증익은 가능할 것으로 전망한다.

### 과도한 우려가 반영된 주가, Top-pick 으로 지속 제시

구리 가격 하락, 25 년 방산 감익 가능성, 국내 방산 업체들의 추가 수주 지연 등의 이유로 동사의 주가는 10 월 고점 대비 25% 하락했다. 그러나 올해 구리 생산량 증가 제한적인 상황에서 중국 구리 수요 개선세 나타나는 등 구리 펀더멘털 개선은 지속되고 있다. 또한 환율 및 증설 효과 그리고 2Q24 부터 반영되었던 높은 수익성 물량들이 올해 온전히 반영된다는 점 감안하면 감익에 대한 우려도 과도하다. 국내 방산 업체들의 추가 수주가 지연되고 있다는 점은 아쉽지만, 시간 문제라고 판단하며 국내 방산 업체들 수주 이후 동사의 포탄 추가 수주 가능성 매우 높다. 아울러, 상반기 내 밸류업 관련 공시가 동사의 리레이팅을 이끌 것으로 예상되고, 25 년 예상 ROE 가 12.5%라는 감안하면 현재 PBR 0.66X 수준의 주가는 과도하게 저평가되어 있다고 판단한다. 동사를 커버리지 내 Top-pick 으로 지속 제시한다.

#### 영업실적 및 투자지표

구분	단위	2020	2021	2022	2023	2024E	2025E
매출액	십억원	2,594	3,509	4,373	4,125	4,658	5,252
영업이익	십억원	121	314	232	229	391	427
순이익(지배주주)	십억원	72	243	175	156	264	291
EPS	원	2,565	8,682	6,250	5,582	9,413	10,374
PER	배	10.9	3.6	5.4	7.0	5.3	5.1
PBR	배	0.5	0.5	0.5	0.6	0.6	0.6
EV/EBITDA	배	6.6	4.1	5.4	4.3	4.7	4.3
ROE	%	5.1	15.6	9.9	8.2	12.6	12.5

풍산 실적 추정 테이블(연결 기준)

(단위: 십억원)

	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24E	1Q25E	2Q25E	3Q25E	4Q25E	2023	2024E	2025E
매출액	964	1,234	1,129	1,332	1,200	1,381	1,248	1,423	4,125	4,658	5,252
풍산 별도	715	978	830	1,050	882	1,090	913	1,117	3,091	3,565	4,001
풍산 이외	248	256	300	282	318	291	335	306	1,025	1,086	1,251
영업이익	54.2	161.3	74.4	101.0	65.3	133.1	109.0	119.5	230.0	391.0	426.9
풍산 별도	35.2	140.9	70.6	96.1	55.7	119.9	93.7	110.2	190.3	342.8	379.4
풍산 이외	19.0	20.4	3.8	4.9	9.6	13.3	15.3	9.3	39.7	48.2	47.5
순이익	36.9	111.3	47.6	68.0	41.0	92.7	74.4	82.6	156.4	263.8	290.7

자료: SK 증권

풍산 실적 추정 테이블(별도 기준)

(단위: 십억원)

	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24E	1Q25E	2Q25E	3Q25E	4Q25E	2023	2024E	2025E
매출액	715	978	830	1,050	882	1,090	913	1,117	3,091	3,565	4,001
신동	541	640	558	607	692	728	625	658	2,101	2,338	2,703
내수	240	277	237	254	298	315	271	284	969	1,008	1,167
수출	298	360	319	353	395	413	354	374	1,132	1,330	1,536
방산	174	338	272	443	190	362	288	459	990	1,227	1,298
내수	79	111	104	203	81	114	106	207	497	498	508
수출	95	227	168	240	109	248	182	252	492	729	791
영업이익	35.2	140.9	70.6	96.1	55.7	119.9	93.7	110.2	190	344	379
신동	13.5	48.0	1.7	10.6	21.0	33.2	28.5	19.9	36	74	103
방산	22.7	92.9	69.0	85.5	34.7	86.7	65.2	90.3	155	270	277
영업이익률	4.9%	14.4%	8.5%	9.2%	6.3%	11.0%	10.3%	9.9%	6.2%	9.6%	9.5%
신동	2.5%	7.5%	0.3%	1.8%	3.0%	4.6%	4.6%	3.0%	1.7%	3.2%	3.8%
방산	13.0%	27.5%	25.4%	19.3%	18.3%	24.0%	22.6%	19.7%	15.6%	22.0%	21.3%

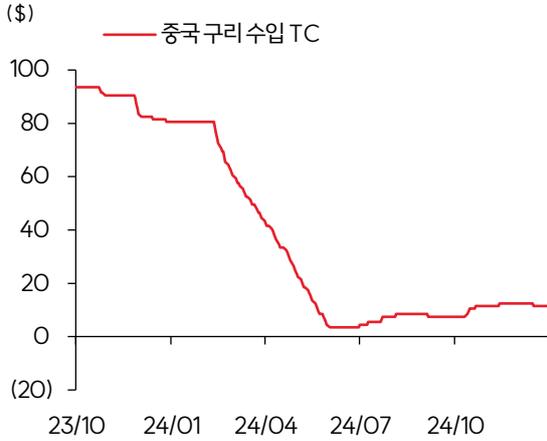
자료: SK 증권

풍산 실적추정 변경표

구분	변경전		변경후		변경율 (%)	
	2024F	2025F	2024F	2025F	2024F	2025F
매출액	4,722	5,116	4,658	5,252	-1.4	2.7
영업이익	399	464	391	427	-2.0	-8.0
순이익	270	318	264	291	-2.2	-8.5
OPM (%)	8.5	9.1	9.6	9.5		
NPM	5.7	6.7	5.7	5.5		

자료: SK 증권 추정

중국 구리 수입 TC 추이



자료: Bloomberg, SK 증권

LME 구리 가격 및 재고 추이



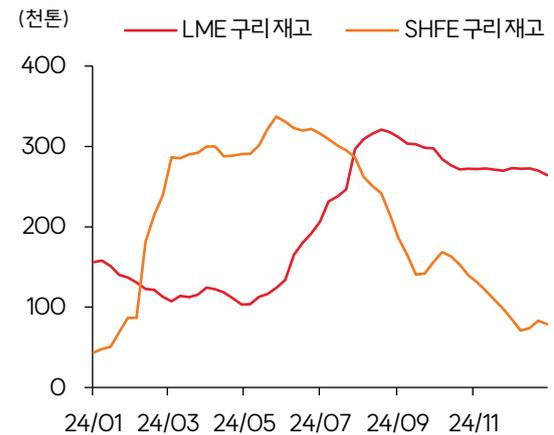
자료: Bloomberg, SK 증권

중국 양산항 구리 수입 프리미엄 추이



자료: Bloomberg, SK 증권

구리 재고 추이



자료: Bloomberg, SK 증권

풍산 PBR 밴드 차트



자료: FnGuide, SK 증권

재무상태표

12월 결산(십억원)	2021	2022	2023	2024E	2025E
<b>유동자산</b>	1,859	2,013	2,239	2,306	2,420
현금및현금성자산	126	155	408	218	334
매출채권 및 기타채권	523	600	560	640	702
재고자산	1,183	1,204	1,227	1,374	1,320
<b>비유동자산</b>	1,289	1,382	1,421	1,627	1,698
장기금융자산	30	73	64	61	63
유형자산	1,099	1,138	1,183	1,359	1,429
무형자산	15	11	12	12	12
<b>자산총계</b>	3,148	3,395	3,661	3,933	4,118
<b>유동부채</b>	1,109	1,118	1,352	1,360	1,295
단기금융부채	681	675	474	590	614
매입채무 및 기타채무	199	183	268	259	222
단기충당부채	0	0	0	0	0
<b>비유동부채</b>	354	435	342	359	373
장기금융부채	263	333	232	276	287
장기매입채무 및 기타채무	10	13	13	13	13
장기충당부채	0	0	0	0	0
<b>부채총계</b>	1,463	1,553	1,695	1,719	1,668
<b>지배주주지분</b>	1,684	1,840	1,966	2,214	2,451
자본금	140	140	140	140	140
자본잉여금	495	495	495	495	495
기타자본구성요소	-0	-23	-23	-23	-23
자기주식	-0	-23	-23	-23	-23
이익잉여금	1,034	1,195	1,315	1,548	1,784
비지배주주지분	2	2	0	0	0
<b>자본총계</b>	1,686	1,842	1,966	2,214	2,451
<b>부채외자본총계</b>	3,148	3,395	3,661	3,933	4,118

현금흐름표

12월 결산(십억원)	2021	2022	2023	2024E	2025E
<b>영업활동현금흐름</b>	-19	137	696	-5	280
당기순이익(손실)	243	175	156	264	291
비현금성항목등	168	217	205	254	205
유형자산감가상각비	95	93	90	89	81
무형자산상각비	3	2	1	1	1
기타	70	122	115	165	124
운전자본감소(증가)	-430	-110	454	-407	-95
매출채권및기타채권의감소(증가)	-107	-94	33	-88	-62
재고자산의감소(증가)	-384	-11	-29	-140	54
매입채무및기타채무의증가(감소)	20	-24	90	-56	-37
기타	-31	-234	-178	-172	-214
법인세납부	-30	-89	-59	-56	-92
<b>투자활동현금흐름</b>	-114	-141	-137	-315	-155
금융자산의감소(증가)	-1	-25	5	2	-1
유형자산의감소(증가)	-90	-117	-136	-277	-150
무형자산의감소(증가)	-0	-0	-1	-0	0
기타	-23	1	-5	-39	-5
<b>재무활동현금흐름</b>	172	30	-306	151	-19
단기금융부채의증가(감소)	61	-106	-304	1	24
장기금융부채의증가(감소)	111	158	-2	150	11
자본의증가(감소)	0	0	0	0	0
배당금지급	0	0	0	0	-55
기타	0	-22	0	0	0
<b>현금의 증가(감소)</b>	47	29	253	-190	116
기초현금	79	126	155	408	218
기말현금	126	155	408	218	334
FCF	-110	20	561	-282	130

자료 : 풍산, SK증권 추정

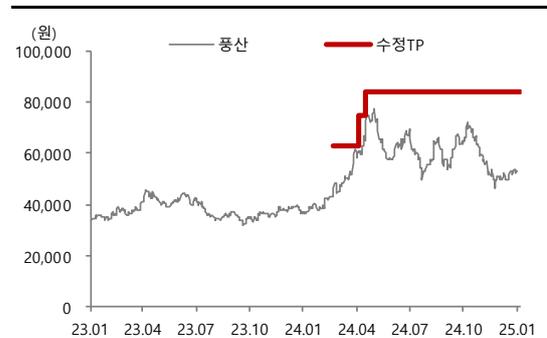
포괄손익계산서

12월 결산(십억원)	2021	2022	2023	2024E	2025E
<b>매출액</b>	3,509	4,373	4,125	4,658	5,252
<b>매출원가</b>	3,010	3,911	3,684	4,016	4,542
<b>매출총이익</b>	500	462	441	642	710
매출총이익률(%)	14.2	10.6	10.7	13.8	13.5
<b>판매비와 관리비</b>	185	230	212	251	283
<b>영업이익</b>	314	232	229	391	427
영업이익률(%)	9.0	5.3	5.5	8.4	8.1
<b>비영업손익</b>	-7	-12	-28	-37	-44
순금융손익	-19	-31	-34	-29	-30
외환관련손익	18	10	4	-3	-0
관계기업등 투자손익	0	0	0	0	0
<b>세전계속사업이익</b>	307	220	201	354	383
세전계속사업이익률(%)	8.7	5.0	4.9	7.6	7.3
<b>계속사업법인세</b>	63	44	45	90	92
<b>계속사업이익</b>	243	175	156	264	291
<b>중단사업이익</b>	0	0	0	0	0
<b>*법인세효과</b>	0	0	0	0	0
<b>당기순이익</b>	243	175	156	264	291
순이익률(%)	6.9	4.0	3.8	5.7	5.5
<b>지배주주</b>	243	175	156	264	291
지배주주귀속 순이익률(%)	6.9	4.0	3.8	5.7	5.5
<b>비지배주주</b>	0	0	0	0	0
총포괄이익	256	209	153	281	291
지배주주	256	208	153	281	291
비지배주주	0	0	0	0	0
<b>EBITDA</b>	412	326	319	480	508

주요투자지표

12월 결산(십억원)	2021	2022	2023	2024E	2025E
<b>성장성 (%)</b>					
매출액	35.3	24.6	-5.7	12.9	12.7
영업이익	159.2	-26.3	-1.3	71.0	9.2
세전계속사업이익	210.0	-28.4	-8.5	76.2	8.0
EBITDA	85.6	-20.7	-2.1	50.4	5.8
EPS	238.4	-28.0	-10.7	68.6	10.2
<b>수익성 (%)</b>					
ROA	8.5	5.4	4.4	6.9	7.2
ROE	15.6	9.9	8.2	12.6	12.5
EBITDA마진	11.7	7.5	7.7	10.3	9.7
<b>안정성 (%)</b>					
유동비율	167.7	180.1	165.6	169.6	186.9
부채비율	86.8	84.3	86.2	77.6	68.1
순차입금/자기자본	48.1	44.7	13.9	28.5	22.5
EBITDA/이자비용(배)	21.9	10.1	8.1	12.7	13.1
배당성향	11.5	15.6	21.0	20.7	23.5
<b>주당지표 (원)</b>					
EPS(계속사업)	8,682	6,250	5,582	9,413	10,374
BPS	60,080	66,466	70,959	79,825	88,250
CFPS	12,167	9,630	8,819	12,602	13,272
주당 현금배당금	1,000	1,000	1,200	2,000	2,500
<b>Valuation지표 (배)</b>					
PER	3.6	5.4	7.0	5.3	5.1
PBR	0.5	0.5	0.6	0.6	0.6
PCR	2.6	3.5	4.4	4.0	4.0
EV/EBITDA	4.1	5.4	4.3	4.7	4.3
배당수익률	3.2	3.0	3.1	3.4	4.3

일시	투자의견	목표주가	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가대비	최고(최저) 주가대비
2024.05.02	매수	84,000원	6개월		
2024.04.19	매수	75,000원	6개월	-17.26%	-10.80%
2024.03.07	매수	63,000원	6개월	-18.56%	-2.22%
2023.05.30	매수	55,000원	6개월	-30.96%	-18.82%
2023.02.02	Not Rated				
2022.04.13	매수	47,000원	6개월	-37.92%	-23.30%



**Compliance Notice**

작성자(이규익)는 본 조사분석자료에 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 신의성실하게 작성되었음을 확인합니다.  
 본 보고서에 언급된 종목의 경우 당사 조사분석담당자는 본인의 담당종목을 보유하고 있지 않습니다.  
 본 보고서는 기관투자자 또는 제 3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.  
 당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.  
 종목별 투자의견은 다음과 같습니다.  
 투자판단 3 단계(6개월기준) 15%이상 → 매수 / -15%~15% → 중립 / -15%미만 → 매도

**SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2025년 01월 16일 기준)**

매수	96.89%	중립	3.11%	매도	0.00%
----	--------	----	-------	----	-------