풍산 (103140)

신동부문이 만드는 컨센서스 상회

철강/비철금속
Analyst 장재혁
jaehyeok.jang@meritz.co.kr

RA 김아현
ahyun.kim@meritz.co.kr

4Q25 Preview: 고환율과 구리 가격 강세가 컨센서스 상회 요인

연결영업이익 1,010억원(YoY +198.2%, QoQ +137.2%), 컨센서스를 +18% 상회할 전망이다. 3Q25 일회성 비용 소멸의 기저효과와 더불어, 우호적인 매크로 환경(달러 강세 및 구리 가격 상승)이 맞물린 결과다. 이러한 영업환경의 호조는 1Q26까지 지속될 것으로 관측되는 바, 1Q26에도 신동 중심의 견조한 실적 모멘텀이 이어진다.

별도-신동부문: 구리 가격 상승 궤적 감안 시, 4Q25-1Q26에 걸친 메탈 게인 확대가 예상된다. 이에 기반한 신동 부문 영업이익은 4Q25 298억원, 1Q26 496억원이다. 과거 구리 급등기(1Q21, 2Q21, 2Q24) 가격 상승폭, 영업이익을 현 시점(4Q25, 1Q26)과 비교해보면 제시된 추정치는 달성 가능한 합리적인 수준이다.

1Q21: Cu **+1,056**천원/톤, **299**억원　　**4Q25**: Cu **+1,554**천원/톤, **298**억원
2Q21: Cu **+1,736**천원/톤, **509**억원　　**1Q26**: Cu **+2,700**천원/톤, **496**억원
2Q24: Cu **+1,710**천원/톤, **480**억원

별도-방산부문: 트럼프의 상호관세 부과에 따른 소구경탄 이익 훼손은 이미 시장 눈높이에 반영되었다. 3분기 실적 하회의 주원인이었던 추락시험 관련 납품 지연 물량이 4분기로 이연되어 매출로 인식됨에 따라, 연간 방산 매출 목표인 1.2조원은 무난히 달성 가능하다. 방산 부문의 추가적인 실적 우려는 제한적이다.

해외 자회사: PMX(美 신동)의 경우, 지난 분기(3Q25) 대규모 메탈 로스(약 -100억원) 및 관세 선수요 이슈 등이 해소되고, CME 구리 가격 반등으로 인한 실적 정상화를 예상한다. PMC(美 스포츠탄)는 관세로 인해 비우호적 영업환경이 지속된다.

부담스럽지 않은 밸류에이션

우호적 신동부문 영업환경이 지속되는 가운데, '26E P/B는 1.3배, P/E는 13배로 방산 업종 peer 대비 밸류에이션 또한 부담스럽지 않다. 아울러, 현 시점에서 가능성을 높게 단정할 수는 없겠으나, 만약 미국 대법원 판결로 트럼프의 IEEPA 관세가 무효화될 경우 동사의 북미향 소구경탄 관세비용 해소 및 가격경쟁력 복원을 예상한다. 이는 실적 전망과 주가 모두에 긍정적 모멘텀으로 작용할 수 있다.

Meritz Research 2026. 1. 12

Not Rated

적정주가 (12개월)	-
현재주가 (1.9)	**120,900원**
상승여력	-

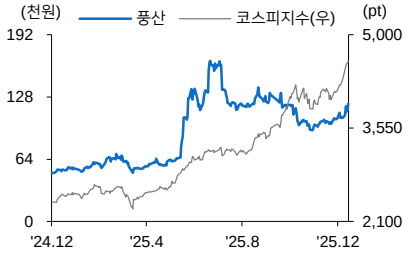
KOSPI	4,586.32pt
시가총액	33,881억원
발행주식수	2,802만주
유동주식비율	59.45%
외국인비중	17.30%
52주 최고/최저가	165,000원/50,200
평균거래대금	259.1억원

주요주주(%)

풍산홀딩스 외 4 인	38.02
국민연금공단	8.17

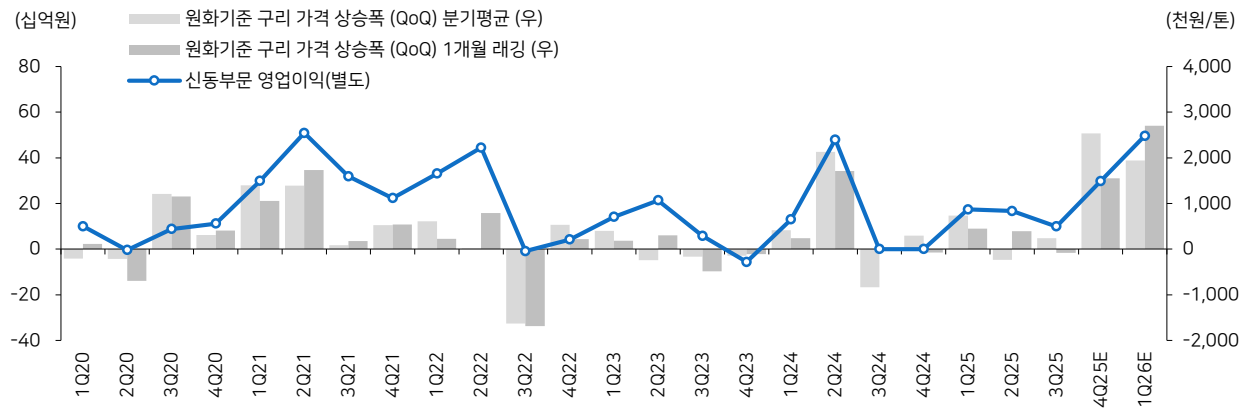
주가상승률 (%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	15.7	-5.4	126.8
상대주가	4.5	-35.4	24.7

주가그래프



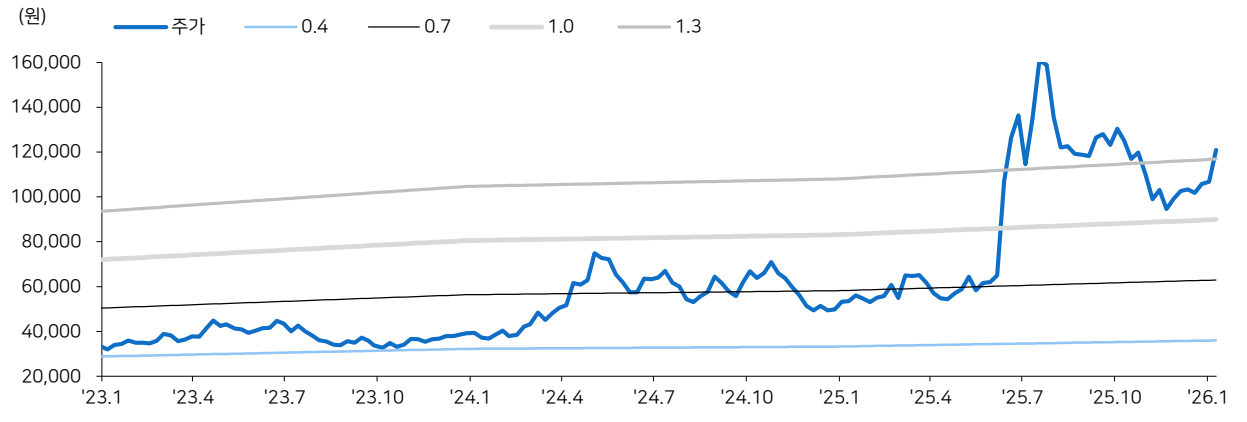
(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2023	4,125.3	228.6	156.4	5,582	-10.7	70,152	7.0	0.6	4.3	8.2	86.2
2024	4,554.4	323.8	236.1	8,423	50.9	78,479	5.9	0.6	4.5	11.3	86.3
2025E	5,101.0	306.9	206.2	7,356	-12.7	82,952	14.5	1.3	9.1	9.1	97.2
2026E	6,219.4	385.8	257.9	9,201	25.1	89,619	13.1	1.3	8.4	10.7	97.3
2027E	6,435.9	385.0	258.8	9,235	0.4	96,320	13.1	1.3	8.1	9.9	92.6

그림1 풍산 신동부문 영업이익, QoQ 구리 가격 변화폭에 의해 결정



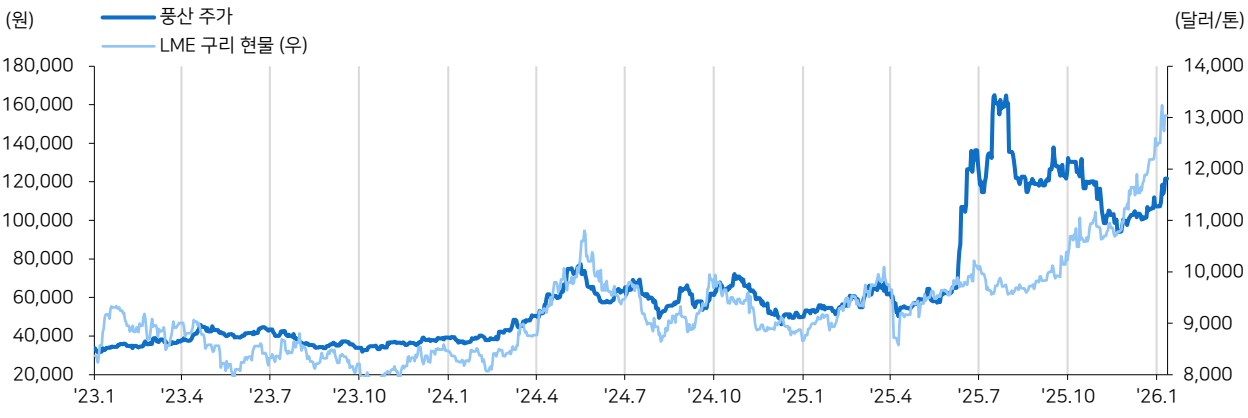
자료: Bloomberg, 풍산, DART, 메리츠증권 리서치센터

그림2 풍산 P/B Band Chart



자료: QuantiWise, 메리츠증권 리서치센터

그림3 풍산 주가와 LME 구리 가격 추이



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

표1 풍산 4Q25 영업이익, 업달러 강세 및 구리 가격 상승으로 컨센서스 상회 전망

(십억원)	4Q25E	4Q24	(% YoY)	3Q25	(% QoQ)	기존 추정치	(% diff.)	컨센서스	(% diff.)
매출액	**1,477.0**	1,228.0	20.3	1,174.2	25.8	1,198.8	23.2	1,416.0	4.3
영업이익	**101.0**	33.9	198.4	42.6	137.3	72.6	39.2	85.5	18.2
세전이익	**87.5**	53.6	63.3	40.7	114.9	67.4	29.8	-	-
지배순이익	**67.8**	40.3	68.3	32.6	108.2	50.0	35.6	-	-
영업이익률(%)	**6.8**	2.8		3.6		6.1		6.0	
세전이익률(%)	**5.9**	4.4		3.5		5.6		-	
순이익률(%)	**4.6**	3.3		2.8		4.2		-	

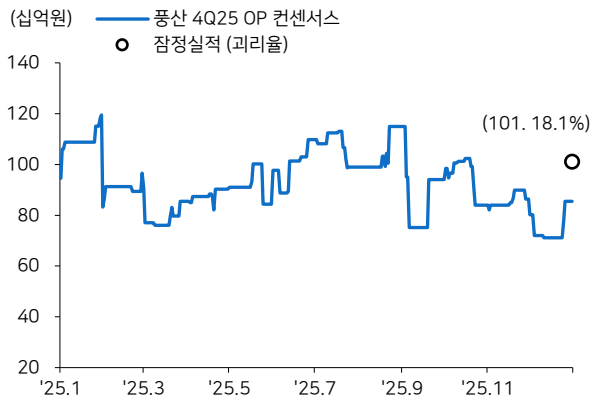
자료: Bloomberg, 풍산, 메리츠증권 리서치센터

표2 풍산 2025 연간 영업이익, 우호적인 영업환경으로 실적 추정치 소폭 상향 조정

(십억원)	2025E	2024	(% YoY)	기존 추정치	(% diff.)	컨센서스	(% diff.)
매출액	**5,101.0**	4,554.4	12.0	5,101.9	0.0	5040.0	1.2
영업이익	**306.9**	323.8	-5.2	291.2	5.4	291.0	5.5
세전이익	**263.5**	318.3	-17.2	255.8	3.0	255.0	3.3
지배순이익	**206.2**	236.0	-12.7	200.3	2.9	197.0	4.6
영업이익률(%)	**6.0**	7.1		5.7		5.8	
세전이익률(%)	**5.2**	7.0		5.0		5.1	
순이익률(%)	**4.0**	5.2		3.9		3.9	

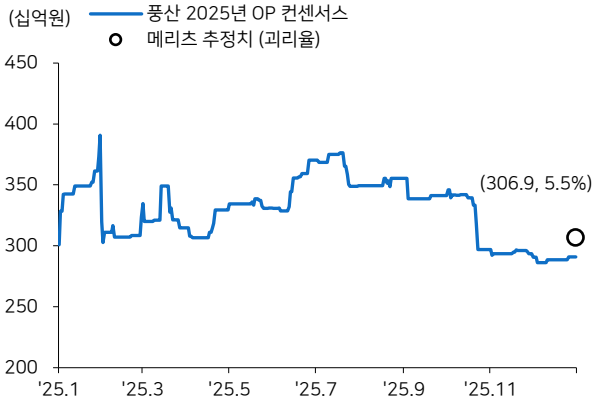
자료: Bloomberg, 풍산, 메리츠증권 리서치센터

그림1 4Q25 영업이익 컨센서스 추이



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림2 2025E 영업이익 컨센서스 추이



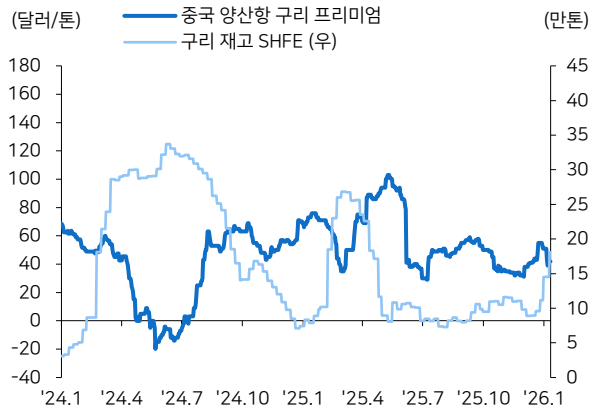
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

표3 풍산 실적 Snapshot

(십억원)			1Q25	2Q25	3Q25	4Q25E	1Q26E	2Q26E	3Q26E	4Q26E	2024	2025E	2026E
매출액			**1,155.9**	**1,294.0**	**1,174.2**	**1,477.0**	**1,446.7**	**1,641.9**	**1,440.9**	**1,689.8**	**4,554.4**	**5,101.0**	**6,219.4**
	별도		**826.4**	**1,014.0**	**871.4**	**1,191.1**	**1,088.0**	**1,285.3**	**1,140.9**	**1,361.7**	**3,502.6**	**3,902.9**	**4,876.0**
		신동	622.8	668.6	644.5	732.0	871.4	898.2	856.8	881.6	2,323.4	2,668.0	3,508.1
		방산	203.6	345.4	226.9	459.1	216.6	387.1	284.1	480.1	1,179.1	1,235.0	1,367.9
		내수	118.3	147.7	113.3	322.8	116.7	156.9	134.4	290.6	468.2	702.1	698.6
		수출	85.3	197.7	113.6	136.3	99.9	230.2	149.8	189.4	711.0	532.9	669.3
	별도외		**329.5**	**280.0**	**302.8**	**285.8**	**358.7**	**356.6**	**300.0**	**328.1**	**649.2**	**953.5**	**1,115.8**
		PMX	212.3	210.9	173.3	203.4	248.8	253.8	215.1	231.7	710.8	799.9	949.5
		Siam	88.6	80.0	78.9	91.2	103.5	96.0	88.8	95.3	311.0	338.6	383.6
		기타	28.7	-10.9	50.6	-8.8	6.4	6.8	-3.9	1.1	30.0	59.6	10.4
영업이익			**69.7**	**93.6**	**42.6**	**101.0**	**91.5**	**110.3**	**79.8**	**104.2**	**323.8**	**306.9**	**385.8**
	별도		**44.7**	**88.0**	**42.4**	**89.0**	**71.3**	**90.4**	**72.1**	**98.9**	**314.1**	**264.2**	**332.7**
		신동	17.4	16.7	9.9	29.8	49.6	6.8	16.1	12.6	61.0	73.9	85.1
		방산	27.3	71.2	32.4	59.2	21.7	83.6	56.0	86.3	288.5	190.1	247.6
	별도外		**25.0**	**5.6**	**0.2**	**12.0**	**20.2**	**19.9**	**7.7**	**5.3**	**9.7**	**42.8**	**53.1**
영업이익률 (%)			6.0	7.2	3.6	6.8	6.3	6.7	5.5	6.2	7.1	6.0	6.2
세전이익			57.8	77.4	40.7	87.5	77.3	95.2	64.9	89.9	318.3	263.5	327.3
지배주주순이익			**41.6**	**64.2**	**32.6**	**67.8**	**60.3**	**75.8**	**51.1**	**70.6**	**236.0**	**206.2**	**257.8**
지배주주순이익률 (%)			3.6	5.0	2.8	4.6	4.2	4.6	3.5	4.2	5.2	4.0	4.1
판매량													
별도 - 신동	(천톤)		44.4	47.0	45.4	46.7	47.7	49.2	46.2	46.8	178.6	183.4	189.9
PMX	(천톤)		16.7	17.1	14.2	15.1	16.4	16.8	14.0	14.8	62.8	63.2	62.0
Siam	(천톤)		6.2	5.8	5.3	5.7	6.2	5.7	5.3	5.6	24.1	23.0	22.8
환율, 구리 가격													
환율 (분기평균)	(원/달러)		1,453	1,404	1,385	1,451	1,440	1,400	1,420	1,425	1,364	1,423	1,421
환율 (1개월 래깅)	(원/달러)		1,445	1,432	1,377	1,424	1,440	1,400	1,420	1,425	1,353	1,420	1,421
구리 (분기평균)	(달러/톤)		9,343	9,500	9,802	11,107	12,539	12,669	12,793	12,920	9,159	9,938	12,731
구리 (1개월 래깅)	(달러/톤)		9,094	9,454	9,772	10,541	12,301	12,630	12,754	12,881	9,106	9,715	12,642
구리 (분기평균)	(천원/톤)		13,573	13,339	13,578	16,116	18,056	17,737	18,167	18,412	12,499	14,151	18,093
QoQ Δ	(천원/톤)		+739	-234	+240	+2,537	+1,941	-319	+429	+245			
구리 (1개월 래깅)	(천원/톤)		13,143	13,537	13,459	15,014	17,714	17,683	18,111	18,356	12,323	13,788	17,966
QoQ Δ	(천원/톤)		+451	+394	-78	+1,554	+2,700	-31	+428	+245			

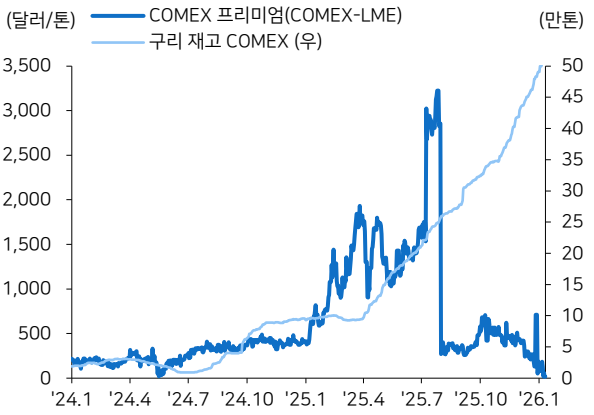
자료: Bloomberg, QuantiWise, 풍산, DART, 메리츠증권 리서치센터

그림3 중국 구리 재고 및 양산항 프리미엄



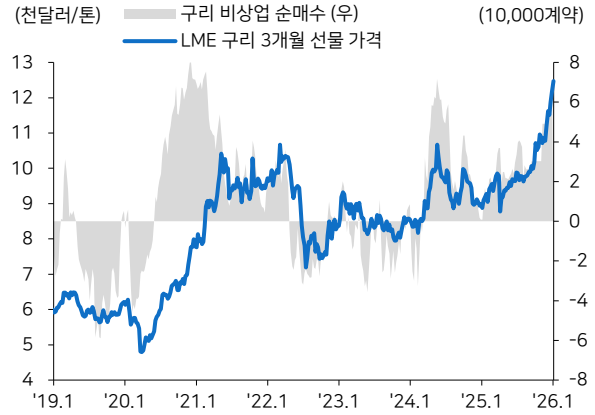
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림4 COMEX 재고 및 LME 대비 프리미엄



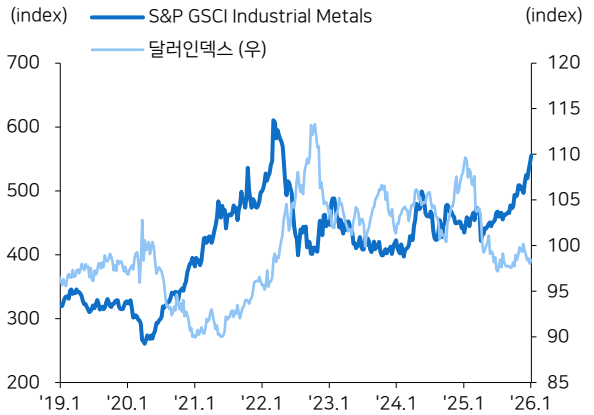
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림5 구리 비상업 순매수 추이



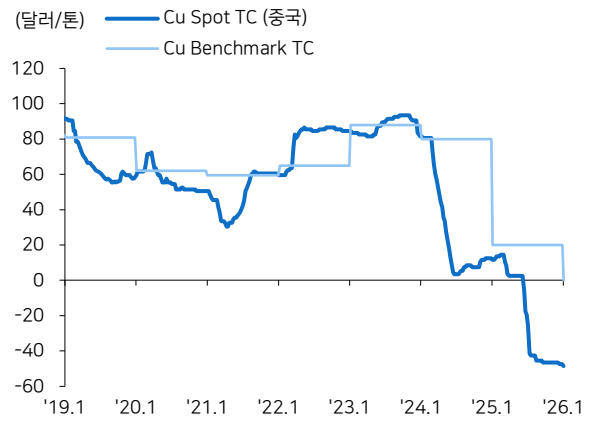
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림6 S&P 산업금속 지수와 달러인덱스 추이



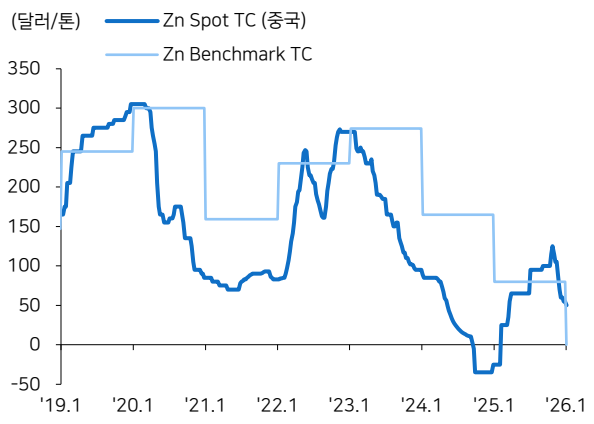
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림7 구리 TC



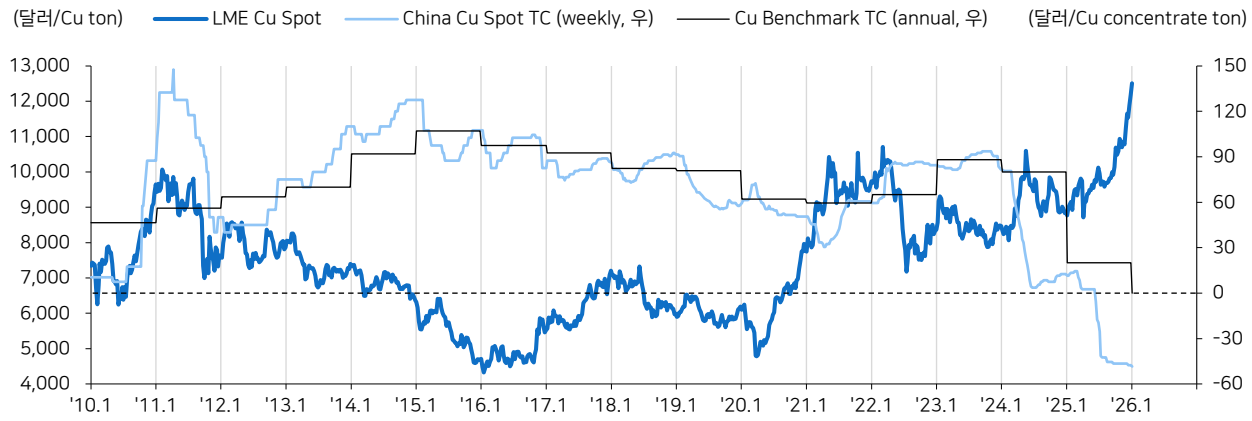
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림8 아연 TC



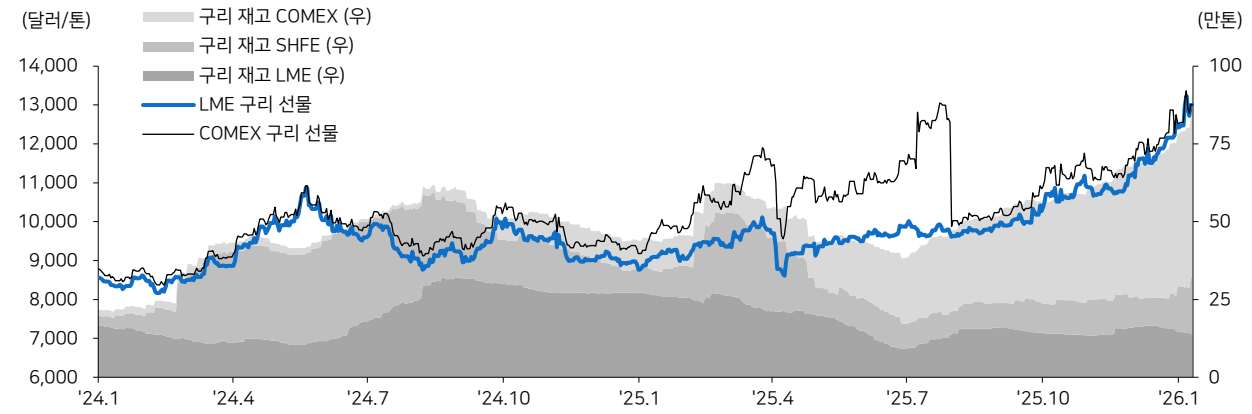
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림9 구리 Benchmark TC, Spot TC, 가격 추이



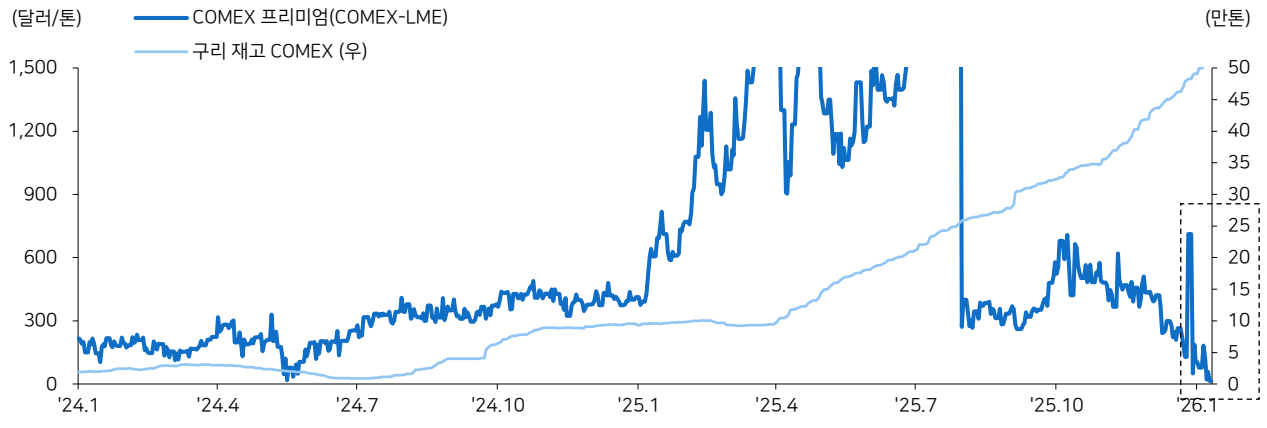
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림10 주요 거래소 구리 가격 및 재고 추이



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림11 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**	**5,101.0**	**6,219.4**	**6,435.9**
매출액증가율(%)	-5.7	10.4	12.0	21.9	3.5
매출원가	3,684.4	3,938.5	4,516.1	5,519.6	5,717.0
매출총이익	440.9	615.9	585.0	699.7	718.9
판매관리비	212.2	292.2	278.1	313.9	333.9
영업이익	**228.6**	**323.8**	**306.9**	**385.8**	**385.0**
영업이익률(%)	5.5	7.1	6.0	6.2	6.0
금융손익	-35.4	-28.4	-35.0	-45.8	-43.9
종속/관계기업손익	0.0	0.1	0.5	0.0	0.0
기타영업외손익	7.8	22.8	-9.0	-12.8	-12.8
세전계속사업이익	201.1	318.3	263.5	327.3	328.4
법인세비용	44.7	82.3	57.3	69.4	69.6
당기순이익	**156.4**	**236.1**	**206.2**	**257.9**	**258.8**
지배주주지분 순이익	156.4	236.1	206.2	257.9	258.8

Statement of Cash Flow

(십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
영업활동 현금흐름	**696.2**	**39.9**	**27.1**	**161.1**	**300.8**
당기순이익(손실)	156.4	236.1	206.2	257.9	258.8
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	-192.7	-197.6	-61.7
투자활동 현금흐름	**-136.8**	**-216.8**	**-186.6**	**-135.7**	**-129.3**
유형자산의증가(CAPEX)	-136.1	-195.9	-175.1	-126.8	-126.5
투자자산의감소(증가)	0.4	-12.0	-5.6	-6.1	-1.9
재무활동 현금흐름	**-306.4**	**90.0**	**188.7**	**-69.6**	**-70.6**
차입금의 증감	-302.4	135.9	147.3	1.4	0.4
자본의 증가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	253.1	-62.7	-14.2	-44.2	100.9
기초현금	154.8	407.9	345.2	331.0	286.8
기말현금	407.9	345.2	331.0	286.8	387.7

Balance Sheet

(십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
유동자산	2,239.4	2,561.7	2,990.8	3,329.9	3,550.5
현금및현금성자산	407.9	345.2	331.0	286.8	387.7
매출채권	517.0	602.4	724.5	828.9	861.6
재고자산	1,227.3	1,458.7	1,754.5	2,007.3	2,086.3
비유동자산	1,421.2	1,534.9	1,592.5	1,624.6	1,649.3
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	53.8	59.9	61.9
자산총계	**3,660.6**	**4,096.6**	**4,583.3**	**4,954.4**	**5,199.8**
유동부채	1,352.2	1,358.5	1,497.9	1,631.3	1,673.0
매입채무	182.8	185.3	222.9	255.0	265.0
단기차입금	327.9	392.8	457.8	457.8	457.8
유동성장기부채	143.0	196.0	114.5	114.5	114.5
비유동부채	342.5	538.8	760.7	811.6	827.5
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**	**2,258.6**	**2,442.9**	**2,500.5**
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	1,631.8	1,818.6	2,006.4
비지배주주지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	**1,966.0**	**2,199.3**	**2,324.7**	**2,511.5**	**2,699.3**

Key Financial Data

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
주당데이터(원)					
SPS	147,203	162,517	182,022	221,928	229,653
EPS(지배주주)	5,582	8,423	7,356	9,201	9,235
CFPS	12,907	17,411	14,831	16,482	16,557
EBITDAPS	11,395	14,751	14,229	17,365	17,440
BPS	70,152	78,479	82,952	89,619	96,320
DPS	1,200	2,600	2,600	2,600	2,600
배당수익률(%)	3.1	5.2	2.4	2.2	2.2
Valuation(Multiple)					
PER	7.0	5.9	14.5	13.1	13.1
PCR	3.0	2.9	7.2	7.3	7.3
PSR	0.3	0.3	0.6	0.5	0.5
PBR	0.6	0.6	1.3	1.3	1.3
EBITDA(십억원)	319.3	413.4	398.8	486.6	488.7
EV/EBITDA	4.3	4.5	9.1	8.4	8.1
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	8.2	11.3	9.1	10.7	9.9
EBITDA 이익률	7.7	9.1	7.8	7.8	7.6
부채비율	86.2	86.3	97.2	97.3	92.6
금융비용부담률	1.0	0.8	0.7	0.6	0.6
이자보상배율(x)	5.8	8.6	8.2	10.2	10.2
매출채권회전율(x)	7.5	8.1	7.7	8.0	7.6
재고자산회전율(x)	3.4	3.4	3.2	3.3	3.1

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.