

풍산 (103140)

방산, 큰 폭의 성장 뒤에 이어지는 안정적 흐름

달러 강세에 하락 압력 받은 구리 가격

월 평균가격 기준 5월을 고점으로 6~8월, 3개월 연속 하락했던 구리 가격은 9~10월 중국 경기 부양 기대감에 잠시 반등했으나 11~12월 다시 약세. 10월 초 이후 미국 트럼프 대통령 당선인의 승리 가능성이 높아지고 실제로 같은 결과가 이어지며 달러 인덱스는 강세를 나타내는 중. 달러 강세에 따라 전반적인 비철금속 가격이 약세 국면 보여. 수급적인 측면에서는 중국 구리 제련업체들의 생산능력 확대에 따라 중국 구리 정광 수입량이 '21~'24년, 4년 연속 증가하며 금속 생산량은 확대됐으나 수요는 그에 미치지 못하며 구리 가격에 부정적 영향을 끼친 것으로 추정. '25년 구리 가격은 전년대비 소폭 하락할 것으로 전망.

다만, 별도 기준 신동부문 수출 판매량이 내수보다 큰 바 높아진 원/달러 환율이 매출액 및 영업이익에 긍정적 효과를 가져올 것으로 사료되고 전체 신동 판매량도 증가가 예상되어 신동부문 영업이익은 전년과 유사 또는 소폭 개선이 가능할 것으로 기대.

'25년 방산 매출액 견조, 수익성은 소폭 감소 전망

'23~'24년 연결 기준 매출액 및 영업이익 증가를 이끌었던 방산부문은 '25년에도 견조한 매출액을 보여줄 것으로 기대되나 수익성(OPM)은 전년대비 하락할 가능성 있어. 방산 세전이익은 '20년 780억원, '21년 1,250억원, '22년 1,480억원, '23년 1,790억원, '24년 1Q~3Q 2,170억원으로 증가했으며 이익률 또한 '20년 10%대 초반에서 '24년 20%대 중반까지 상승. 이는 수출에서 우호적인 환율과 함께 상대적으로 고부가가치 제품인 대구경탄 판매 비중이 확대됐기 때문으로 판단. 전통적 수출 지역인 미국과 중동 외에 전쟁 이슈 등으로 상대적으로 정세가 불안정한 유럽 지역 수출 증가.

여전히 유럽 지역의 대구경탄 수요는 견조하나 러시아의 우크라이나 침공이 3년 가까이 지나면서 단기적인 수요는 상당 부분 충족되어 지난 2~3년 동안 보여준 수출 증가세는 다소 주춤해질 것으로 예상. 이에 따라 방산부문에서 상대적으로 수익성이 좋은 수출 대신 내수 판매 비중이 올라갈 것으로 보여 수익성(OPM) 측면에서는 소폭 감소할 가능성 있어.

Quarterly earning Forecasts

(십억원, %)

	4Q24E	전년동기대비	전분기대비	컨센서스	컨센서스대비
매출액	1,363	22.4	20.7	1,324	3.0
영업이익	102	75.9	37.2	101	1.1
세전계속사업이익	91	82.2	45.5	97	-5.9
지배순이익	69	88.7	45.7	70	-0.8
영업이익률 (%)	7.5	+2.3 %pt	+0.9 %pt	7.6	-0.1 %pt
지배순이익률 (%)	5.1	+1.8 %pt	+0.9 %pt	5.3	-0.2 %pt

자료: 유안타증권

Forecasts and valuations (K-IFRS 연결)

(십억원, 원, %, 배)

결산 (12월)	2022A	2023A	2024F	2025F
매출액	4,373	4,125	4,689	4,993
영업이익	232	229	392	369
지배순이익	175	156	265	260
PER	4.7	6.7	5.3	5.6
PBR	0.4	0.5	0.6	0.6
EV/EBITDA	5.1	4.2	4.6	4.6
ROE	9.9	8.2	12.7	11.2

자료: 유안타증권



이현수 철강/금속/자동차
hyunsoo.yi@yuantakorea.com

BUY (M)

목표주가 **80,000원 (M)**

직전 목표주가 **80,000원**

현재주가 (1/13) **52,300원**

상승여력 **53%**

시가총액	14,657억원
총발행주식수	28,024,278주
60일 평균 거래대금	177억원
60일 평균 거래량	295,042주
52주 고/저	77,300원 / 36,150원
외인지분율	21.59%
배당수익률	3.06%
주요주주	풍산홀딩스 외 3인

주가수익률 (%)	1개월	3개월	12개월
절대	1.9	(18.2)	40.6
상대	2.1	(14.6)	42.6
절대 (달러환산)	(0.7)	(24.9)	25.6

[표-1] 풍산 실적 추정

(단위: 십억원)

		2023	2024E	2025E	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24E	QoQ	YoY	1Q25E	2Q25E	3Q25E	4Q25E
환율 (원/달러)	분기평균	1,306	1,365	1,450	1,329	1,371	1,358	1,400	3.1%	6.0%	1,450	1,450	1,450	1,450
	1개월래깅	1,305	1,353	1,449	1,320	1,355	1,372	1,364	-0.6%	2.5%	1,446	1,450	1,450	1,450
전기동가역 (달러/톤)	분기평균	8,484	9,150	8,922	8,441	9,756	9,211	9,191	-0.2%	12.5%	8,797	8,855	8,972	9,062
	1개월래깅	8,489	9,102	8,907	8,350	9,434	9,335	9,290	-0.5%	14.2%	8,857	8,796	8,942	9,032
매출액		4,125	4,689	4,993	964	1,234	1,129	1,363	20.7%	22.4%	1,204	1,193	1,208	1,388
	별도	3,101	3,578	3,718	715	978	830	1,055	27.2%	19.8%	889	872	895	1,062
	기타	1,025	1,112	1,275	248	256	300	308	2.7%	32.2%	315	321	314	326
영업이익		229	392	369	54	161	74	102	37.2%	75.9%	82	85	85	117
	이익률	5.5%	8.4%	7.4%	5.6%	13.1%	6.6%	7.5%	0.9%p	2.3%p	6.8%	7.1%	7.1%	8.5%
	별도	190	330	298	35	141	71	83	17.7%	45.8%	64	67	68	100
	이익률	6.1%	9.2%	8.0%	4.9%	14.4%	8.5%	7.9%	-0.6%p	1.4%p	7.2%	7.6%	7.6%	9.4%
	기타	38	62	72	19	20	4	19	408.3%	1906.0%	18	18	18	18
	이익률	3.7%	5.6%	5.6%	7.7%	8.0%	1.2%	6.1%	4.9%p	5.7%p	5.7%	5.6%	5.7%	5.5%
세전이익		201	356	342	50	152	63	91	45.5%	82.2%	72	78	81	112
	이익률	4.9%	7.6%	6.9%	5.2%	12.3%	5.6%	6.7%	1.1%p	2.2%p	6.0%	6.5%	6.7%	8.0%
지배순이익		156	265	260	37	111	48	69	45.7%	88.7%	55	59	62	85
	이익률	3.8%	5.7%	5.2%	3.8%	9.0%	4.2%	5.1%	0.9%p	1.8%p	4.5%	5.0%	5.1%	6.1%

자료: 유안타증권

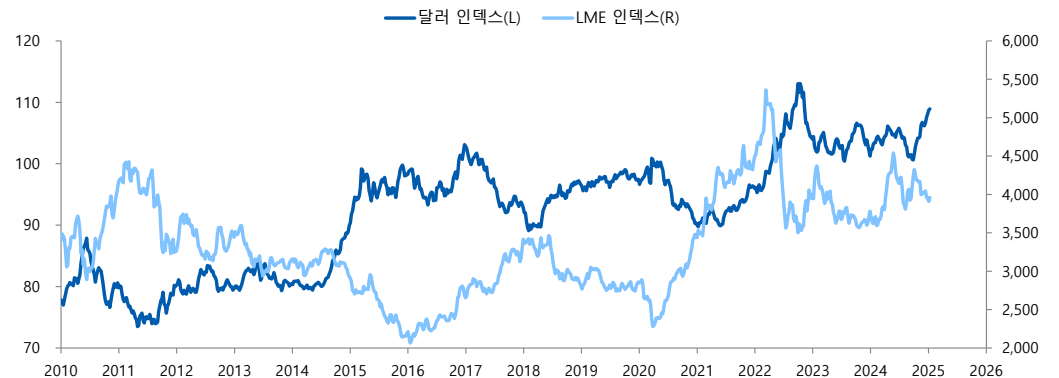
[표-2] 풍산 실적 추정 변경 내역

(단위: 십억원)

	변경 전			변경 후			변경 전 대비		
	4Q24E	2024E	2025E	4Q24E	2024E	2025E	4Q24E	2024E	2025E
매출액	1,212	4,499	4,789	1,363	4,689	4,993	12.4%	4.2%	4.3%
영업이익	92	371	355	102	392	369	11.4%	5.7%	3.9%
OPM	7.6%	8.2%	7.4%	7.5%	8.4%	7.4%	-0.1%p	0.1%p	0.0%p
지배순이익	67	261	258	69	265	260	2.9%	1.5%	0.9%

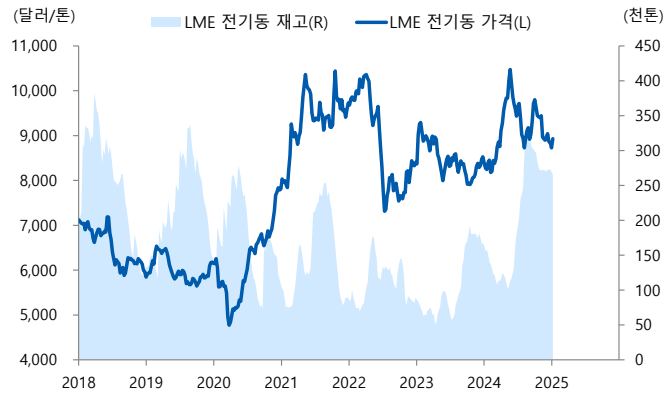
자료: 유안타증권

[그림-1] 달러 인덱스 및 LME 인덱스



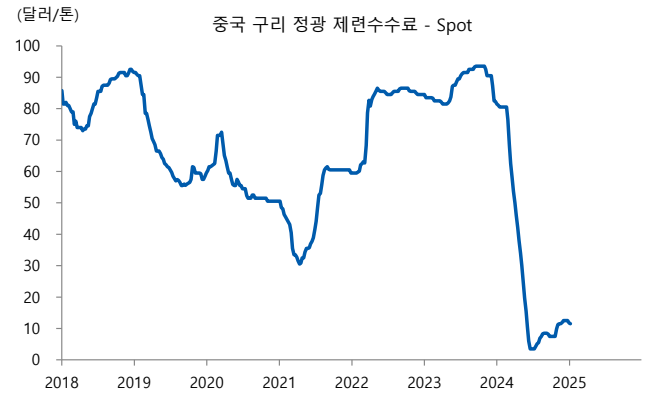
자료: Bloomberg, 주: 1/10 일 기준

[그림-2] LME 전기동 가격 및 재고



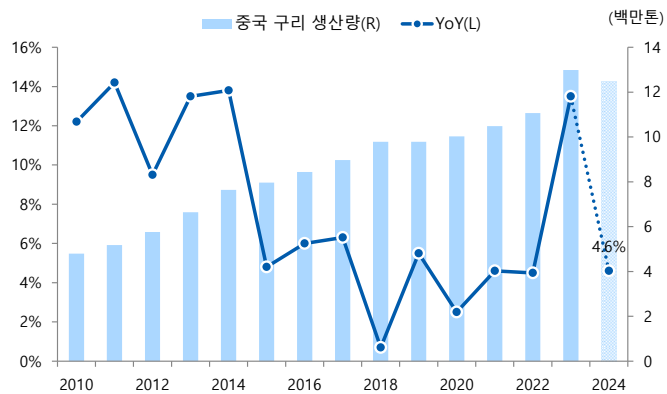
자료: Bloomberg, 주: 1/10 일 기준

[그림-3] 중국 구리 정광 Spot TC



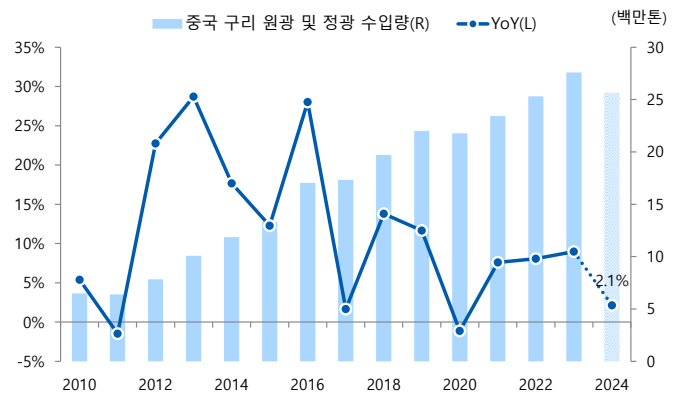
자료: Bloomberg, 주: 1/10 일 기준

[그림-4] 중국 구리 생산량 - 연간



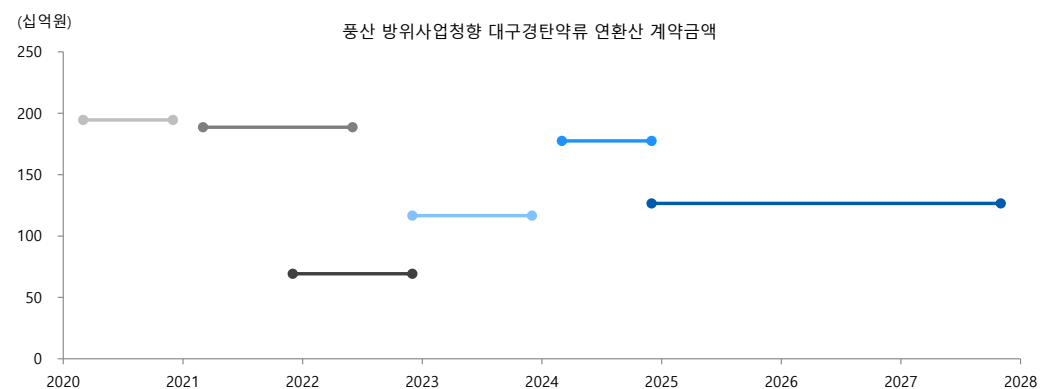
자료: National Bureau of Statistics

[그림-5] 중국 구리 원광 및 정광 수입량 - 연간



자료: General Administration of Customs

[그림-6] 풍산 방위사업청항 대구경탄약류 연환산 계약금액



자료: 풍산, 주: 공시된 자료만 정리

풍산 (103140) 추정재무제표 (K-IFRS 연결)

손익계산서	(단위: 십억원)				
결산(12월)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
매출액	4,373	4,125	4,689	4,993	5,190
매출원가	3,911	3,684	4,054	4,364	4,547
매출총이익	462	441	635	629	644
판매비	230	212	243	260	270
영업이익	232	229	392	369	374
EBITDA	326	319	482	462	470
영업외손익	-12	-28	-36	-27	-21
외환관련손익	10	4	3	1	7
이자손익	-31	-34	-30	-30	-25
관계기업관련손익	0	0	0	0	0
기타	9	2	-10	2	-4
법인세비용차감전순이익	220	201	356	342	353
법인세비용	44	45	91	82	85
계속사업순이익	175	156	265	260	268
중단사업순이익	0	0	0	0	0
당기순이익	175	156	265	260	268
지배지분순이익	175	156	265	260	268
포괄순이익	209	153	283	260	268
지배지분포괄이익	208	153	283	260	268

주: 영업이익의 산출 기준은 기존 k-GAAP과 동일. 즉, 매출액에서 매출원가와 판매비만 차감

현금흐름표	(단위: 십억원)				
결산(12월)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
영업활동 현금흐름	137	696	-222	576	553
당기순이익	175	156	265	260	268
감가상각비	93	90	90	92	95
외환손익	12	4	7	-1	-7
중속, 관계기업관련손익	0	0	0	0	0
자산부채의 증감	-110	454	-635	179	151
기타현금흐름	-34	-9	51	46	46
투자활동 현금흐름	-141	-137	-168	-120	-122
투자자산	-14	0	-6	0	-1
유형자산 증가 (CAPEX)	-117	-136	-153	-120	-120
유형자산 감소	0	1	1	0	0
기타현금흐름	-11	-1	-9	0	-1
재무활동 현금흐름	30	-306	442	-341	-41
단기차입금	23	-213	401	-300	0
사채 및 장기차입금	41	-90	50	0	0
자본	0	0	0	0	0
현금배당	0	0	0	-41	-41
기타현금흐름	-33	-4	-9	0	0
연결범위변동 등 기타	3	0	-127	-271	-231
현금의 증감	29	253	-76	-156	160
기초 현금	126	155	408	332	176
기말 현금	155	408	332	176	336
NOPLAT	232	229	392	369	374
FCF	20	560	-375	456	433

자료: 유안타증권

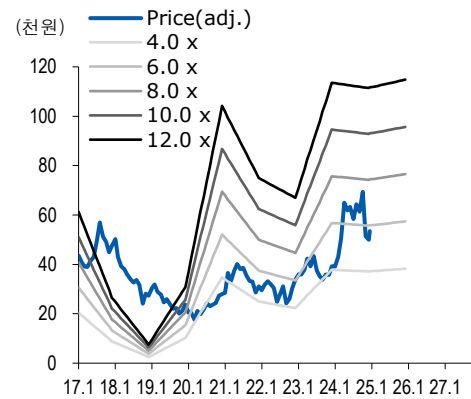
주: 1. EPS, BPS 및 PER, PBR은 지배주주 기준임
2. PER등 valuation 지표의 경우, 확정치는 연평균 주가 기준, 전망치는 현재주가 기준임
3. ROE, ROA의 경우, 자본, 자산 항목은 연초, 연말 평균을 기준으로 함

재무상태표	(단위: 십억원)				
결산(12월)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
유동자산	2,013	2,239	2,874	2,764	3,002
현금및현금성자산	155	408	332	176	336
매출채권 및 기타채권	600	560	812	826	851
재고자산	1,204	1,227	1,683	1,714	1,766
비유동자산	1,382	1,421	1,480	1,507	1,532
유형자산	1,138	1,183	1,233	1,261	1,286
관계기업 등 지분관련 자산	0	3	3	3	3
기타투자자산	37	33	40	40	41
자산총계	3,395	3,661	4,353	4,271	4,534
유동부채	1,118	1,352	1,742	1,441	1,472
매입채무 및 기타채무	252	344	310	315	325
단기차입금	539	328	728	428	428
유동성장기부채	131	143	151	151	151
비유동부채	435	342	397	397	401
장기차입금	79	78	119	119	119
사채	249	150	150	150	150
부채총계	1,553	1,695	2,139	1,837	1,873
지배지분	1,840	1,966	2,214	2,434	2,661
자본금	140	140	140	140	140
자본잉여금	495	495	495	495	495
이익잉여금	1,195	1,315	1,550	1,769	1,996
비지배지분	2	0	0	0	0
자본총계	1,842	1,966	2,214	2,434	2,661
순차입금	824	273	809	665	505
총차입금	1,008	706	1,157	857	857

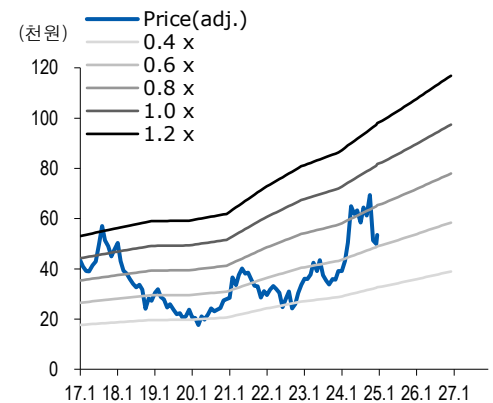
Valuation 지표	(단위: 원, 배, %)				
결산(12월)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
EPS	6,250	5,582	9,461	9,286	9,570
BPS	67,365	71,975	81,068	89,095	97,413
EBITDAPS	11,645	11,395	17,202	16,491	16,762
SPS	156,043	147,203	167,331	178,162	185,199
DPS	1,000	1,200	1,500	1,500	1,500
PER	4.7	6.7	5.3	5.6	5.5
PBR	0.4	0.5	0.6	0.6	0.5
EV/EBITDA	5.1	4.2	4.6	4.6	4.2
PSR	0.2	0.3	0.3	0.3	0.3

재무비율	(단위: 배, %)				
결산(12월)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
매출액 증가율 (%)	24.6	-5.7	13.7	6.5	4.0
영업이익 증가율 (%)	-26.3	-1.3	71.4	-5.8	1.2
지배순이익 증가율 (%)	-28.0	-10.7	69.5	-1.9	3.1
매출총이익률 (%)	10.6	10.7	13.5	12.6	12.4
영업이익률 (%)	5.3	5.5	8.4	7.4	7.2
지배순이익률 (%)	4.0	3.8	5.7	5.2	5.2
EBITDA 마진 (%)	7.5	7.7	10.3	9.3	9.1
ROIC	7.5	7.6	11.8	9.5	9.5
ROA	5.4	4.4	6.6	6.0	6.1
ROE	9.9	8.2	12.7	11.2	10.5
부채비율 (%)	84.3	86.2	96.6	75.5	70.4
순차입금/자기자본 (%)	44.8	13.9	36.5	27.3	19.0
영업이익/금융비용 (배)	7.1	5.8	9.9	9.4	11.2

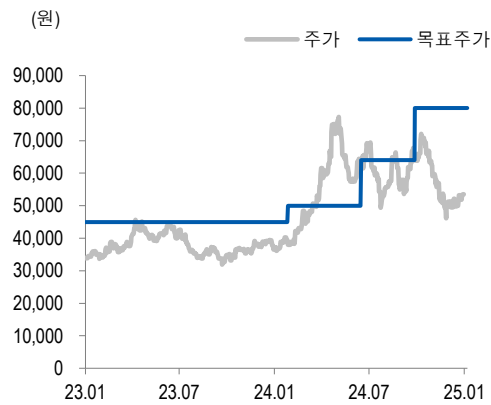
P/E band chart



P/B band chart



풍산 (103140) 투자등급 및 목표주가 추이



일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
2025-01-14	BUY	80,000	1년		
2024-10-10	BUY	80,000	1년		
2024-06-28	HOLD	64,000	1년	-5.64	8.44
2024-02-08	BUY	50,000	1년	12.45	54.60
2023-02-09	1년 경과 이후		1년	-15.32	1.56
2022-02-09	BUY	45,000	1년	-33.57	-19.89

자료: 유안타증권

주: 과리율 = (실제주가* - 목표주가) / 목표주가 X 100

* 1) 목표주가 제시 대상시점까지의 "평균주가"

2) 목표주가 제시 대상시점까지의 "최고(또는 최저) 주가"

구분	투자의견 비율(%)
Strong Buy(매수)	0
Buy(매수)	88.9
Hold(중립)	11.1
Sell(비중축소)	0
합계	100.0

주: 기준일 2025-01-14

※ 해외 계열회사 등이 작성하거나 공표한 리포트는 투자등급 비율 산정시 제외

Appendix

- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 타인의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인함. (작성자 : 이현수)
- 당사는 자료공표일 현재 동 종목 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당 기업과 관련하여 특별한 이해관계가 없습니다.
- 당사는 동 자료를 전문투자자 및 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배우자는 자료공표일 현재 대상법인의 주식관련 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 종목 투자등급 (Guide Line): 투자기간 12개월, 절대수익률 기준 투자등급 4단계(Strong Buy, Buy, Hold, Sell)로 구분한다
- Strong Buy: +30%이상 Buy: 15%이상, Hold: -15% 미만 ~ +15% 미만, Sell: -15%이하로 구분
- 업종 투자등급 Guide Line: 투자기간 12개월, 시가총액 대비 업종 비중 기준의 투자등급 3단계(Overweight, Neutral, Underweight)로 구분
- 2014년 2월21일부터 당사 투자등급이 기존 3단계 + 2단계에서 4단계로 변경

본 자료는 투자자의 투자를 권유할 목적으로 작성된 것이 아니라, 투자자의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 작성된 참고 자료입니다. 본 자료는 금융투자분석사가 신뢰할만 하다고 판단되는 자료와 정보에 의거하여 만들어진 것이지만, 당사와 금융투자분석사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없습니다. 따라서, 본 자료를 참고한 투자자의 투자의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않습니다. 또한, 본 자료는 당사 투자자에게만 제공되는 자료로 당사의 동의 없이 본 자료를 무단으로 복제 전송 인용 배포하는 행위는 법으로 금지되어 있습니다.