

# EARNINGS PREVIEW

27 Jan. 2026

이정우 철강 | jungwoo@daolfn.com

## BUY

	현재	직전	변동
투자의견	BUY		유지
적정주가	160,000		유지
Earnings			유지

### Stock Information

현재가 (01/26)	124,800원
예상 주가상승률	28.2%
시가총액	34,974억원
비중(KOSPI내)	0.08%
발행주식수	28,024천주
52주 최저가/최고가	50,200 - 165,000원
90일 일평균거래대금	284억원
외국인 지분율	17.5%
주요주주지분율(%)	
풍산홀딩스 (외 5인)	38.0
국민연금공단 (외 1인)	8.2
자사주 (외 1인)	2.5

Valuation wide	2024	2025E	2026E
PER(배)	5.9	17.2	15.0
PBR(배)	0.6	1.5	1.4
EV/EBITDA(배)	4.5	10.3	9.3
배당수익률(%)	5.2	2.1	2.1

Performance	1M	6M	12M	YTD
주가상승률 (%)	18.0	(21.5)	128.6	17.2
KOSPI 대비 상대수익률	(1.9)	(76.3)	33.5	(0.3)

DAOL 다올투자증권

# 풍산 (103140)

## 구리의 외형성장은 계속된다

### Issue

4Q25E Preview

### Pitch

4Q25E 실적 컨센서스 부합 전망. 구리 가격의 구조적 상승기로 신동부문의 이익률이 뒷받침하고 있으며 방산부문의 성장 스토리가 지속 중. 방산부문 수출비중은 2025E 44%에서 2026E 53%로 증가 전망. 동사는 카타르 국영 방산기업과의 파트너십으로 인도네시아 탄약 공장 설립 논의도 진행 중이며, 자회사 FNS의 신관 성장 스토리도 유효

### Rationale

- 4Q25E 연결 매출액과 영업이익 각각 1.4조원(YoY +14.7%, QoQ +20.0%), 956억원(YoY +182.3%, QoQ +124.5%) 전망. 3Q25부터 지속되어 온 구리 가격 상승으로 전사 신동부문의 영업이익률은 4.0% 예상. 방산부문은 3Q25 내수 대구경관 수락시험 지연으로 이연된 물량이 4Q25E에 전량 소화되지 않아 1Q26E로 일부 이연해 기존 제시한 매출 가이드선 4.732억원보다 소폭 낮은 4,334억원 예상. PMX는 3Q25 발생한 COMEX 구리 가격 급락과 같은 이벤트가 없어 영업이익 흑자 기대
- 2026E 연결 매출액과 영업이익 각각 5.5조원(YoY +9.4%), 3,451억원(YoY +14.5%) 전망. 수급 불균형에 있는 구리의 가격은 높은 수준 지속을 예상. 다만, 예상했던 속도보다 빠르게 상승한 바 있어 2026E 연내 급격한 구리가격의 상승을 기대하기보다 구리가격과 함께 상승할 판가에 기반한 외형성장에 주목할 필요. 별도 신동 매출액 3.0조원(YoY +16.5%), 영업이익 1,196억원(YoY +32.1%) 추정. 방산 부문의 이익률은 2025E 대비 수출비중이 증가함에 따라 15.3%(YoY +1.3%p) 전망
- 투자의견 BUY, 적정주가 16만원 유지. 제한적인 공급 환경 속 수요는 증가 중에 있어 구리의 가격 상승은 지속되는 중. 안정적인 신동부문 실적과 매년 증가하는 본사 방산부문의 수주잔고, FNS의 신관 외형 성장, 인도네시아 탄약 공장 설립 논의도 진행되어 동사의 지속적인 성장 기대

### 4Q25 Preview

(단위: 십억원, %, %p)

	변경 후		변경 전		시장 컨센서스		전년 동기		전분기	
	2025.12(E)	2025.12(E)	vs Chg	2025.12(E)	vs Con	2024.12(A)	YoY	2025.09(A)	QoQ	
매출액	1,408.7	1,450.1	-2.9	1,479.1	-4.8	1,228.0	14.7	1,174.2	20.0	
영업이익	95.6	105.1	-9.0	92.6	3.2	33.9	182.3	42.6	124.5	
지배주주순이익	64.4	71.3	-9.7	65.2	-1.2	40.3	59.9	32.6	97.8	
OPM	6.8%	7.2%	-0.5%p	6.3%	0.5%p	2.8%	4.0%p	3.6%	3.2%p	
NIM	4.6%	4.9%	-0.3%p	4.4%	0.2%p	3.3%	1.3%p	2.8%	1.8%p	

Note: K-IFRS 연결 기준

Source: 다올투자증권

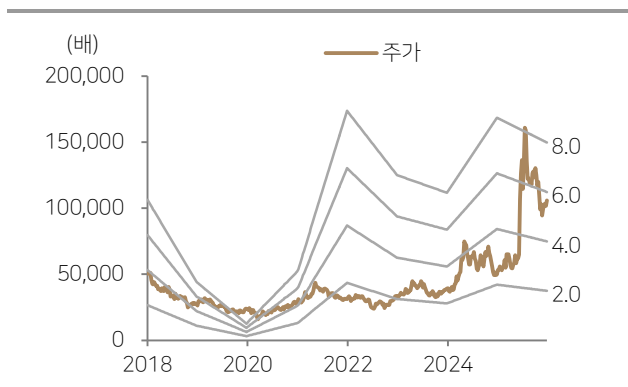
Fig. 1: Valuation Table

(단위: 십억원, %, 천주)

	금액	비고
영업가치(십억원)	3,902	
신동(십억원)	680	2026E EBITDA * 글로벌 광산 peer EV/EBITDA 6.0 배 30% 할인 적용
방산(십억원)	3,221	2026E EBITDA * 한국 방산 peer EV/EBITDA 17.0 배에 30% 할인 적용
비영업가치(십억원)	0	
기업가치(십억원)	3,902	
순차입금(십억원)	652	
주주가치(십억원)	4,554	
주식수(천주)	28,024	
적정주가(원)	160,000	
현재주가	124,800	
상승여력	28%	

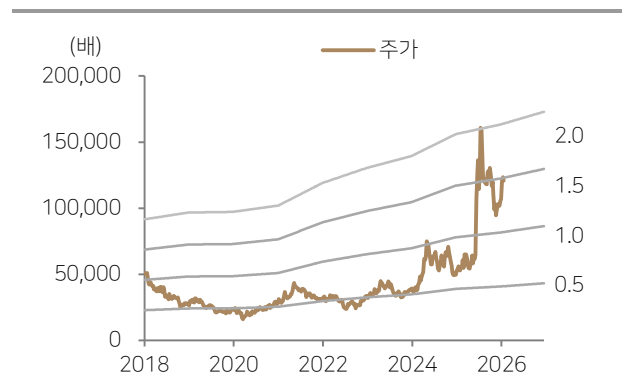
Source: 풍산, 다올투자증권

Fig. 2: P/E 밴드



Source: Quantwise, 다올투자증권

Fig. 3: P/B 밴드



Source: Quantwise, 다올투자증권

Fig. 4: 풍산 실적변경

(단위: 십억원, %, %p)

	변경 전				변경 후				차이			
	2025.12	2026.03	2026.06	2026.09	2025.12	2026.03	2026.06	2026.09	2025.12	2026.03	2026.06	2026.09
매출액	1,450.1	1,233.7	1,346.3	1,200.2	1,408.7	1,317.0	1,436.5	1,269.5	(2.9)	6.8	6.7	5.8
영업이익	105.1	71.9	89.5	67.8	95.6	83.9	103.9	76.0	(9.0)	16.8	16.1	12.1
영업이익률	7.2	5.8	6.6	5.6	6.8	6.4	7.2	6.0	(0.5)	0.5	0.6	0.3
EBITDA	130.1	97.7	116.1	95.2	120.6	109.8	130.7	103.6	(7.3)	12.4	12.6	8.9
EBITDA이익률	9.0	7.9	8.6	7.9	8.6	8.3	9.1	8.2	(0.4)	0.4	0.5	0.2
당기순이익	71.3	46.7	60.8	43.9	64.4	56.2	72.3	50.6	(9.7)	20.6	19.0	15.2

Source: 풍산, 다올투자증권

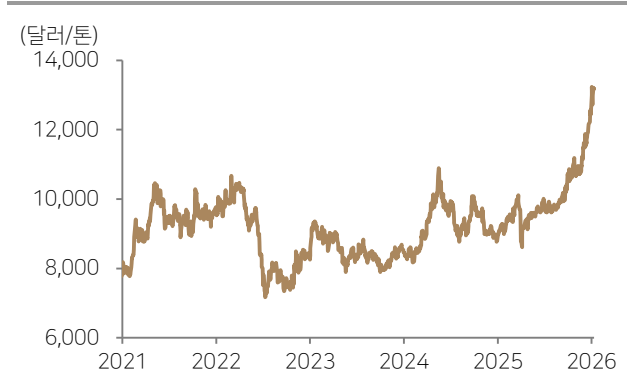
Fig. 5: 풍산 실적추정

(십억원, 천톤, 달러/톤, 원, %)

	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25E	2024	2025E	2026E
연결 매출액	964	1,234	1,129	1,228	1,156	1,294	1,174	1,409	4,554	5,033	5,507
YoY(%)	-8%	19%	21%	10%	20%	5%	4%	15%	10%	11%	9%
풍산(별도)	713	975	827	978	824	1,012	869	1,086	3,493	3,791	4,307
신동	538	637	556	583	621	666	642	652	2,314	2,581	3,006
방산	174	338	272	395	204	345	227	433	1,179	1,209	1,301
내수	79	111	103	174	118	147	114	300	466	679	611
수출	95	227	169	222	85	199	113	133	713	531	690
연결 영업이익	54	161	74	34	70	94	43	96	324	301	345
YoY(%)	-36%	199%	133%	-42%	29%	-42%	-43%	182%	42%	-7%	14%
OPM	5.6%	13.1%	6.6%	2.8%	6.0%	7.2%	3.6%	6.8%	7.1%	6.0%	6.3%
신동부문	20	23	0	48	20	23	0	48	65	91	120
OPM	2.1%	5.9%	-1.3%	-0.4%	1.8%	2.0%	0.0%	4.0%	1.6%	2.0%	2.4%
방산부문	34	104	76	68	38	65	48	52	283	204	228
OPM	12.7%	23.9%	21.0%	14.4%	13.6%	16.3%	14.0%	11.0%	18.3%	14.0%	15.3%
지배주주순이익	37	111	48	40	42	64	33	64	236	203	233
NPM	3.8%	9.0%	4.2%	3.3%	3.6%	5.0%	2.8%	4.6%	5.2%	4.0%	4.2%
판매량											
신동부문(별도)	45.6	48.1	41.7	43.2	44.4	47.0	45.4	44.0	178.6	180.4	180.4
PMX	16.1	16.3	15.0	15.4	16.7	17.1	14.2	15.2	62.8	64.7	65.3
SIAM	6.3	5.9	6.2	5.7	6.2	5.8	5.3	5.7	24.1	24.4	24.6
달러/원 환율	1,329	1,371	1,355	1,400	1,453	1,401	1,387	1,355	1,364	1,399	1,355
LME 구리 3M 선물	8,550	9,868	9,343	9,309	9,419	9,472	9,865	11,104	9,266	9,973	12,987

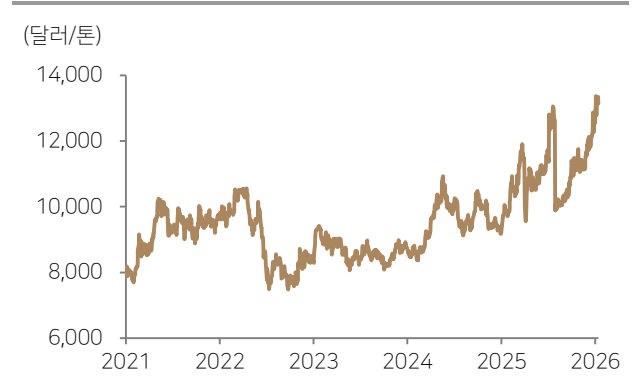
Source: 다올투자증권

Fig. 6: LME 3M 구리 선물가격 추이



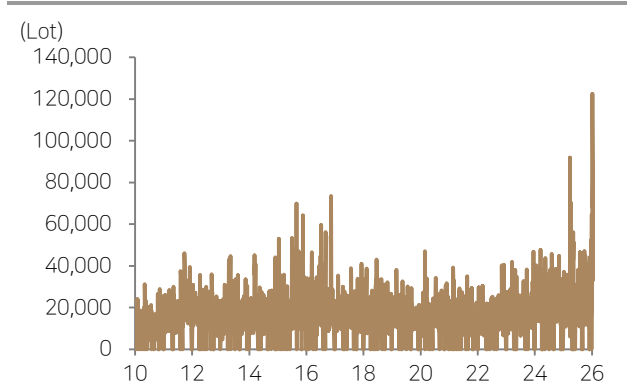
Source: Bloomberg, 다올투자증권

Fig. 7: COMEX 3M 구리 선물가격 추이



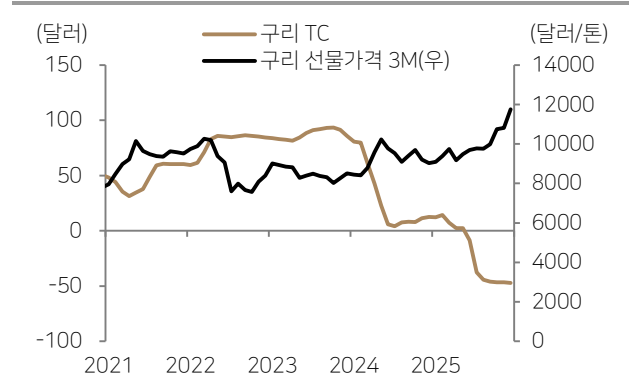
Source: Bloomberg, 다올투자증권

Fig. 8: LME 구리 선물거래량 추이



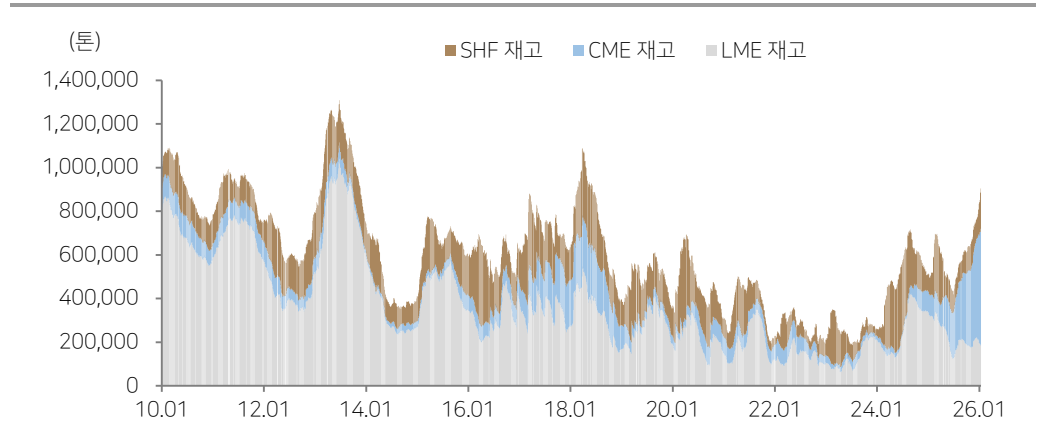
Source: Bloomberg, 다올투자증권

Fig. 9: 구리 T/C 및 구리가격 추이



Source: WIND, 다올투자증권

Fig. 10: 선물거래소 구리 재고 추이



Source: 다올투자증권

## 풍산 재무제표 (K-IFRS 연결)

### 대차대조표

(십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
유동자산	2,239.4	2,561.7	2,674.6	2,761.9	2,789.7
현금성자산	417.4	361.2	380.3	316.1	297.5
매출채권	559.8	671.3	679.3	731.7	739.3
재고자산	1,227.3	1,458.7	1,543.8	1,642.2	1,680.3
비유동자산	1,421.2	1,534.9	1,563.2	1,769.5	1,879.1
투자자산	225.4	213.4	183.4	190.8	198.6
유형자산	1,183.4	1,308.9	1,362.0	1,561.6	1,664.0
무형자산	12.4	12.6	17.8	17.1	16.5
자산총계	3,660.6	4,096.6	4,237.7	4,531.4	4,668.8
유동부채	1,352.2	1,358.5	1,298.2	1,421.2	1,387.8
매입채무	344.2	353.8	355.1	374.0	386.5
유동성이자부채	474.0	596.9	531.2	631.2	581.2
비유동부채	342.5	538.8	640.9	649.9	659.3
비유동이자부채	231.8	244.8	407.1	407.1	407.1
부채총계	1,694.7	1,897.3	1,939.1	2,071.1	2,047.1
자본금	140.1	140.1	140.1	140.1	140.1
자본잉여금	494.5	494.5	494.5	494.5	494.5
이익잉여금	1,315.0	1,490.7	1,628.4	1,790.0	1,951.4
자본조정	16.3	74.0	35.6	35.6	35.6
자기주식	(22.6)	(22.6)	(22.6)	(22.6)	(22.6)
자본총계	1,966.0	2,199.3	2,298.6	2,460.3	2,621.7
투하자본	2,240.1	2,663.6	2,841.4	3,166.6	3,296.0
순차입금	288.4	480.5	558.0	722.2	690.8
ROA	4.4	6.1	4.9	5.3	5.1
ROE	8.2	11.3	9.0	9.8	9.1
ROIC	7.3	9.8	8.5	8.7	8.2

### 손익계산서

(십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
매출액	4,125.3	4,554.4	5,032.8	5,506.7	5,659.9
증가율 (Y-Y,%)	(5.7)	10.4	10.5	9.4	2.8
영업이익	228.6	323.8	301.5	345.1	347.6
증가율 (Y-Y,%)	(1.3)	41.6	(6.9)	14.5	0.7
EBITDA	319.3	413.4	393.6	454.0	466.6
영업외손익	(27.5)	(5.5)	(40.8)	(39.0)	(41.8)
순이자수익	(33.9)	(27.3)	(22.0)	0.2	0.2
외화관련손익	4.4	31.4	(21.8)	(27.9)	(28.5)
지분법손익	0.0	0.1	0.8	1.2	1.2
세전계속사업손익	201.1	318.3	260.7	306.1	305.8
당기순이익	156.4	236.0	202.8	232.6	232.4
지배기업당기순이익	156.4	236.0	202.8	232.6	232.4
증가율 (Y-Y,%)	(10.7)	50.9	(14.1)	14.7	(0.1)
NOPLAT	177.9	240.1	234.5	262.3	264.2
(+) Dep	90.7	89.6	92.1	108.9	118.9
(-) 운전자본투자	(449.2)	495.0	88.4	128.5	29.7
(-) Capex	136.1	195.9	195.1	330.4	243.5
OpFCF	581.7	(361.2)	43.1	(87.8)	109.9
3 Yr CAGR & Margins					
매출액증가율(3Yr)	16.7	9.1	4.8	10.1	7.5
영업이익증가율(3Yr)	23.6	1.0	9.2	14.7	2.4
EBITDA증가율(3Yr)	12.9	0.1	6.4	12.4	4.1
순이익증가율(3Yr)	29.6	(1.0)	5.0	14.1	(0.5)
영업이익률(%)	5.5	7.1	6.0	6.3	6.1
EBITDA마진(%)	7.7	9.1	7.8	8.2	8.2
순이익률(%)	3.8	5.2	4.0	4.2	4.1

### 현금흐름표

(십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
영업현금	696.2	39.9	78.6	220.5	329.6
당기순이익	156.4	236.0	202.8	232.6	232.4
자산상각비	90.7	89.6	92.1	108.9	118.9
운전자본증감	454.4	(343.1)	(243.6)	(128.5)	(29.7)
매출채권감소(증가)	33.2	(73.3)	(13.8)	(52.4)	(7.6)
재고자산감소(증가)	(28.7)	(188.8)	(91.8)	(98.4)	(38.0)
매입채무증가(감소)	90.3	(32.1)	(90.8)	18.9	12.5
투자현금	(136.8)	(216.8)	(147.9)	(314.1)	(227.6)
단기투자자산감소	7.5	5.3	7.8	(0.4)	(0.4)
장기투자증권감소	0.1	0.0	27.1	0.6	0.6
설비투자	(136.1)	(195.9)	(195.1)	(330.4)	(243.5)
유무형자산감소	(0.6)	1.0	17.5	22.9	22.9
재무현금	(306.4)	89.9	137.9	29.0	(121.0)
차입금증가	(306.4)	89.9	137.9	100.0	(50.0)
자본증가	0.0	0.0	(71.0)	(71.0)	(71.0)
배당금지급	0.0	0.0	71.0	71.0	71.0
현금 증감	253.1	(62.7)	25.2	(64.6)	(19.0)
총현금흐름(Gross CF)	361.7	487.9	490.9	349.0	359.3
(-) 운전자본증가(감소)	(449.2)	495.0	88.4	128.5	29.7
(-) 설비투자	136.1	195.9	195.1	330.4	243.5
(+) 자산매각	(0.6)	1.0	17.5	22.9	22.9
Free Cash Flow	679.3	(72.0)	99.5	(93.6)	102.0
(-) 기타투자	(0.1)	0.0	(27.1)	(0.6)	(0.6)
잉여현금	679.4	(72.0)	126.6	(93.0)	102.6

자료: 다올투자증권

### 주요투자지표

(원, 배)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
Per share Data					
EPS	5,582	8,423	7,235	8,301	8,294
BPS	69,708	78,029	81,389	87,180	92,961
DPS	1,200	2,600	2,600	2,600	2,600
Multiples(x,%)					
PER	7.0	5.9	17.2	15.0	15.0
PBR	0.6	0.6	1.5	1.4	1.3
EV/ EBITDA	4.3	4.5	10.3	9.3	9.0
배당수익률	3.1	5.2	2.1	2.1	2.1
PCR	3.0	2.9	7.1	10.0	9.7
PSR	0.3	0.3	0.7	0.6	0.6
재무건전성 (%)					
부채비율	86.2	86.3	84.4	84.2	78.1
Net debt/Equity	14.7	21.8	24.3	29.4	26.3
Net debt/EBITDA	90.3	116.2	141.8	159.1	148.0
유동비율	165.6	188.6	206.0	194.3	201.0
이자보상배율	6.7	11.9	13.7	n/a	n/a
이자비용/매출액	1.0	0.8	0.6	n/a	n/a
자산구조					
투하자본(%)	77.7	82.3	83.4	86.2	86.9
현금+투자자산(%)	22.3	17.7	16.6	13.8	13.1
자본구조					
차입금(%)	26.4	27.7	29.0	29.7	27.4
자기자본(%)	73.6	72.3	71.0	70.3	72.6



[www.daolfn.com](http://www.daolfn.com)

본사 | 서울특별시 영등포구 여의나루로 60. 여의도 포스트타워

본사영업점 | 서울특별시 영등포구 여의나루로 60. 여의도 포스트타워 27층

**DAOL** 다올투자증권

본 자료는 고객의 투자 판단을 돕기 위한 정보제공을 목적으로 작성된 참고용 자료입니다. 본 자료는 조사분석 담당자가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보를 토대로 작성한 것이나, 제공되는 정보의 완전성이나 정확성을 당사가 보장하지 않습니다. 모든 투자의사결정은 투자자 자신의 판단과 책임하에 하시기 바라며, 본 자료는 투자 결과와 관련한 어떠한 법적 분쟁의 증거로 사용될 수 없습니다. 본 자료는 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에 있으며, 당사의 동의 없이 본 자료를 무단으로 배포, 복제, 인용, 변형할 수 없습니다.