

풍산 (103140)

폴란드 2차 물량 대기 중

투자의견

BUY(유지)

목표주가

75,000 원(유지)

현재주가

54,900 원(02/11)

시가총액

1,539(십억원)

철강/금속 이유진_02)368-6141_eugenelee@eugenefn.com

■ 4Q24 Review: 연결 매출액 1조 2,280억원, 영업이익 339억원 기록(OPM 2.8%)

- 4분기는 연결 자회사들의 영업이익 부진(PMX, PAC 각각 -150억원, -130억원)과 더불어 성과급 반영으로 컨센서스를 대폭 하회하는 실적 기록. 별도 영업이익은 성과급을 반영해도 큰 폭의 영업이익 감소는 없었음(별도 영업이익 673억원, OPM 6.9%)

■ 보수적인 2025년 가이던스

- 2024년 최대 실적을 달성하게 해준 방산 수출 매출액 가이던스를 2024년 대비 20.3% 감소한 5,557억원 제시. 폴란드 1차 물량이 대부분 소화된 것으로 판단. 다만 풍산은 2/11 한화에어로스페이스의 폴란드 K9 2차 물량에 함께 나가는 포탄 수주 공시(2025년 2월~2029년 6월까지 3,585억원). 참고로 1차 때 풍산은 에어로스페이스와 1,647억원 계약을 체결한 바 있음. 올해는 방산 수출의 일시적 공백이 발생하겠지만, 현대로템의 폴란드 2차 계약도 가시성이 높아지고 있는 만큼 늘어난 CAPA에 대응하는 수주 확보에는 문제 없을 것이라 판단

■ 투자의견 'BUY', 목표주가 75,000원 유지

주가(원,02/11)	54,900
시가총액(십억원)	1,539

발행주식수	28,024천주
52주 최고가	78,900원
최저가	38,100원
52주 일간 Beta	0.86
60일 일평균거래대금	128억원
외국인 지분율	21.9%
배당수익률(2024F)	2.4%

주주구성	
풍산홀딩스 (외 4인)	38.0%
국민연금공단 (외 1인)	9.2%

주가상승(%)	1M	6M	12M
상대기준	1.7	5.5	47.8
절대기준	2.6	3.6	44.7

(원, 십억원)	현재	직전	변동
투자의견	BUY	BUY	-
목표주가	75,000	75,000	-
영업이익(25)	280	430	▼
영업이익(26)	320	466	▼

12월 결산(십억원)	2023A	2024P	2025E	2026E
매출액	4,125	4,554	4,912	5,154
영업이익	229	324	280	320
세전손익	201	318	220	254
당기순이익	156	236	164	190
EPS(원)	5,582	8,421	5,862	6,785
증감률(%)	-10.7	50.9	-30.4	15.7
PER(배)	7.0	6.5	9.4	8.1
ROE(%)	8.2	11.5	7.5	8.1
PBR(배)	0.6	0.7	0.7	0.6
EV/EBITDA(배)	4.3	4.2	4.7	4.0

자료: 유진투자증권

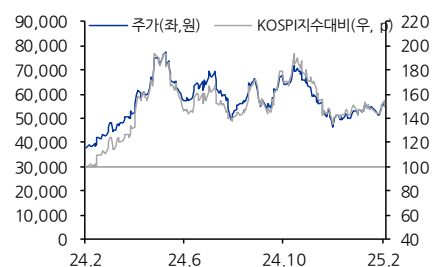
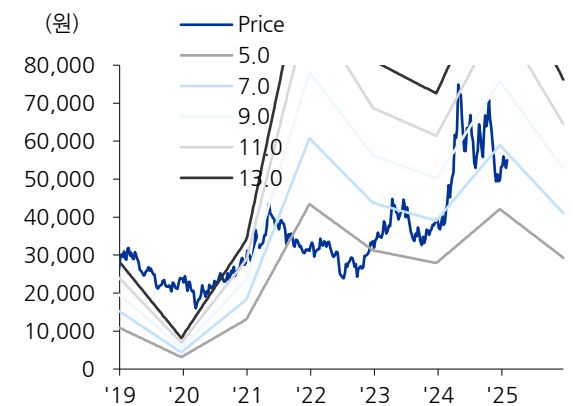


도표 1. 풍산 실적 전망

(단위: 십억원, 천톤)	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24P	1Q25E	2Q25E	3Q25E	4Q25E	2023	2024P	2025F
매출액	963.5	1,233.6	1,129.2	1,228.0	1,099.5	1,283.6	1,187.3	1,341.9	4,125.3	4,554.4	4,912.3
영업이익	54.2	161.3	74.4	33.9	62.1	69.2	74.4	74.8	228.7	323.8	280.5
영업이익률(%)	5.6	13.1	6.6	2.8	5.6	5.4	6.3	5.6	5.5	7.1	5.7
세전이익	50.1	151.8	62.8	53.5	47.6	53.9	57.8	60.4	201.1	318.3	219.7
당기순이익	37.0	111.2	47.6	40.3	35.4	40.3	43.4	45.2	156.5	236.0	164.3
출하량(천톤)	45.6	48.1	41.7	43.2	45.8	47.7	42.7	46.7	175.9	178.6	182.9
판/대	33.4	35.4	31.0	32.3	34.2	36.2	32.6	35.7	129.9	132.1	138.7
붕/선	5.7	6.7	5.2	5.4	5.8	5.8	4.5	5.4	23.3	23.0	21.4
소전	2.5	2.5	2.0	1.6	2.1	2.1	1.7	1.9	8.7	8.6	7.8
주조/기와	4.0	3.5	3.6	3.9	3.7	3.7	3.8	3.8	14.0	14.9	15.0
방산 매출액(억원)											
수출	952	2,265	1,675	2,217	762	1,699	1,424	1,774	4,922	7,110	5,658
내수	791	1,114	1,042	1,735	1,305	1,782	1,667	2,256	4,974	4,682	7,010

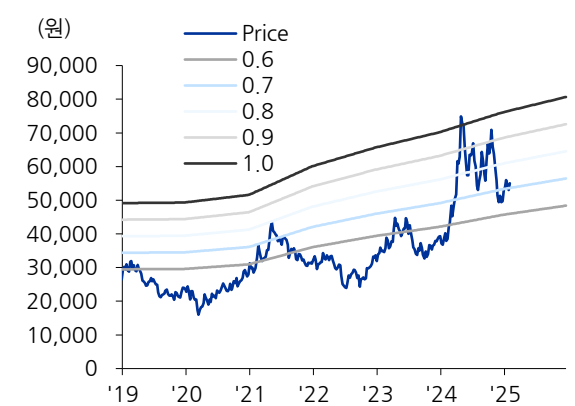
자료: 유진투자증권

도표 2. PER Band



자료: Bloomberg, 유진투자증권

도표 3. PBR Band



자료: Bloomberg, 유진투자증권

주요 Q&A

Q. 올해 가이드스 상 방산 내수 늘어나고, 수출 줄어드는 이유?

- 내수가 늘어나는게 국가에 빌려서 수출(2024 년)하고 이를 다시 만들어서 상환(2025 년)

Q. 라인메탈은 155mm에 대해 2027년까지 110만발 CAPA를 달성하겠다고 구체적인 규모를 이야기했는데, 우리도 이렇게 공유가 가능한지?

- 탄종 구분하지 않으면 30만발 이상의 생산능력

Q. 넥스포 매출액이 올해 크게 늘어나는 이유?

- 시작하는 회사이기 때문에 들어오는 설비를 고려
- 설비가 들어오면 매출액이 증가 가능하다고 판단

Q. 4분기 방산 이익률에 대한 구체적인 디테일?

- 올해 연간으로 내수는 주어진 원가 기준이 있어서 13%
- 올해 연간으로 수출은 환율 영향으로 높은 이익률

Q. 폴란드 공장 디테일?

- 폴란드 정권 바뀌고, 예산 확정 안되어 논의가 지연되고 있는 상황, 구체화된 것은 없음

Q. 배당성향 30% 지속 가능한 건지, 자사주 매입이 주주 환원을 30%안에 포함되는지?

- 평균적으로 그 수준을 유지해보겠음
- 그 안에서 자사주 매입, 배당은 검토해서 진행할 것

- 지속적인 수익성이 가장 중요하다고 판단
- 올해 가이던스 달성하도록 해보겠음

Q. 2024년 계획했던 155mm 증설 CAPEX 680억원 집행 얼마큼 되었나, 올해 CAPEX는?

- 작년 계획했던 CAPEX 1,330 억 모두 완료
- 2025 년 CAPEX 1,350 억원 계획. 이 부분은 올해 대구경 라인, 신동 박판 라인들 포함. 올해 대부분 마무리 될 것
- 수익성에 바로 기여할 수 있는 투자가 마무리 될 것

Q. 올해 평균 구리 가격 9,800 불로 봤는데, 가격 강세를 전망하는 이유?

- 구리 가격은 9,800 불, 환율 1,350 원로 가정
- 미국 관세 불확실성 끝나면 구리 강세, 환율 안정화 전망

Q. 4분기 일회성 비용 디테일?

- 성과급 480 억원

Q. 방산 수출이 감소하는 금액은 대부분 폴란드향 수주인건지? 폴란드와 미국 비중?

- 방산 수출 감소분은 전체적으로 내수 증가 부분은 상환 부분임. 그 상환 부분이 빠져가지고 내수가 발생하는 것
- 상환은 폴란드, 미국 등, 여러 국가

Q. 주주 환원의 효율성, 예측 가능성을 건의

- 홀딩스 뿐만 아니라 풍산은 밸류 고민을 계속 해왔다, 주주환원 준비하고 있음

Q. 가이드스 상 이익이 전년 대비 감소하는 것에 대한 구체적인 이유?

- 가이드스를 세전이익으로 발표하는 이유는 메탈, 환 평가분 변동폭이 크기 때문
- 2024년에는 메탈, 환 변동이 매우 컸음
- 2024년 신동부문은 70억원 정도의 세전이익 시현. 2025년은 신동부문은 650억원으로 보고 있음

Q. 4분기 연결 실적의 부진 이유?

- 지분법 평가가 줄었고 연결 자회사들의 영업 적자 등

도표 4. 2025년 전망 가이드스(2025-02-11 발표)

2025년 계획 (별도)

- 매출액 3.8조, 세전이익 (지분법 포함) 2,800억원

구 분		'24년 실적	'25년 계획	단위 : 억원 증 감
매 출	신 동	23,235	25,414	+2,179
	판매량 (천톤)	(179)	(185)	(+6)
	방 산	11,791	12,580	+789
	(내 수)	(4,819)	(7,023)	(+2,204)
	(수 출)	(6,972)	(5,557)	(-1,415)
계		35,026	✓ 37,994	+2,968
세전이익 (지분법포함)		3,175	✓ 2,800	-375

※ 적용기준 : '24년 Cu U\$9,147/MT, 환율 1,364원/U\$ (연평균 기준)
'25년 Cu U\$9,800/MT, 환율 1,350원/U\$ (사업계획 기준)

자료: 풍산, 유진투자증권

풍산(103140.KS) 재무제표

대차대조표

(단위:십억원)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
자산총계	3,395	3,661	4,454	4,926	5,144
유동자산	2,013	2,239	2,962	3,365	3,538
현금성자산	177	417	1,110	1,345	1,485
매출채권	600	560	538	588	598
재고자산	1,204	1,227	1,278	1,397	1,419
비유동자산	1,382	1,421	1,492	1,561	1,606
투자자산	233	225	236	246	256
유형자산	1,138	1,183	1,243	1,303	1,339
기타	11	12	12	12	11
부채총계	1,553	1,695	2,321	2,666	2,732
유동부채	1,118	1,352	1,923	2,261	2,323
매입채무	252	344	350	382	388
유동성이자부채	675	474	1,034	1,334	1,384
기타	192	534	539	545	550
비유동부채	435	342	398	405	410
비유동이자부채	333	232	273	273	273
기타	102	111	125	132	137
자본총계	1,842	1,966	2,132	2,260	2,411
지배지분	1,840	1,966	2,132	2,260	2,411
자본금	140	140	140	140	140
자본잉여금	495	495	495	495	495
이익잉여금	1,195	1,315	1,520	1,648	1,799
기타	10	16	(23)	(23)	(23)
비지배지분	2	0	0	0	0
자본총계	1,842	1,966	2,132	2,260	2,411
총차입금	1,008	706	1,307	1,607	1,657
순차입금	831	288	198	263	173

현금흐름표

(단위:십억원)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
영업현금	137	696	274	142	281
당기순이익	175	156	236	164	190
자산상각비	95	91	92	101	106
기타비현금성손익	122	115	64	7	5
운전자본증감	(110)	454	(50)	(131)	(20)
매출채권감소(증가)	(94)	33	14	(50)	(9)
재고자산감소(증가)	(11)	(29)	(45)	(119)	(22)
매입채무증가(감소)	(24)	90	35	32	6
기타	18	360	(54)	5	5
투자현금	(141)	(137)	(182)	(171)	(152)
단기투자자산감소	(22)	8	8	(1)	(1)
장기투자증권감소	0	0	(0)	(1)	(1)
설비투자	117	136	165	161	141
유형자산처분	0	1	1	0	0
무형자산처분	(0)	(1)	(0)	(0)	(0)
재무현금	30	(306)	592	264	11
차입금증가	53	(306)	592	300	50
자본증가	(22)	0	(33)	(36)	(39)
배당금지급	0	0	33	36	39
현금 증감	29	253	688	234	140
기초현금	126	155	408	1,096	1,331
기말현금	155	408	1,096	1,331	1,470
Gross Cash flow	392	362	412	273	301
Gross Investment	229	(310)	240	302	172
Free Cash Flow	163	672	172	(29)	129

자료: 유진투자증권

손익계산서

(단위:십억원)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
매출액	4,373	4,125	4,554	4,912	5,154
증가율(%)	24.6	(5.7)	10.4	7.9	4.9
매출원가	3,911	3,684	3,964	4,360	4,551
매출총이익	462	441	590	553	604
판매 및 일반관리비	230	212	267	272	284
기타영업손익	24	(8)	26	2	4
영업이익	232	229	324	280	320
증가율(%)	(26.3)	(1.3)	41.6	(13.4)	14.1
EBITDA	326	319	416	382	426
증가율(%)	(20.7)	(2.1)	30.3	(8.2)	11.5
영업외손익	(12)	(28)	(15)	(112)	(128)
이자수익	1	5	10	9	9
이자비용	32	39	40	59	71
지분법손익	0	0	0	(0)	(0)
기타영업손익	19	6	15	(61)	(66)
세전순이익	220	201	318	220	254
증가율(%)	(28.4)	(8.5)	58.3	(31.0)	15.7
법인세비용	44	45	82	55	64
당기순이익	175	156	236	164	190
증가율(%)	(28.0)	(10.7)	50.9	(30.4)	15.7
지배주주지분	175	156	236	164	190
증가율(%)	(28.0)	(10.7)	50.9	(30.4)	15.7
비지배지분	0	0	0	0	0
EPS(원)	6,250	5,582	8,421	5,862	6,785
증가율(%)	(28.0)	(10.7)	50.9	(30.4)	15.7
수정EPS(원)	6,250	5,582	8,421	5,862	6,785
증가율(%)	(28.0)	(10.7)	50.9	(30.4)	15.7

주요투자지표

	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
주당지표(원)					
EPS	6,250	5,582	8,421	5,862	6,785
BPS	65,659	70,152	76,093	80,655	86,040
DPS	1,000	1,200	1,300	1,400	1,500
밸류에이션(배, %)					
PER	5.4	7.0	6.5	9.4	8.1
PBR	0.5	0.6	0.7	0.7	0.6
EV/ EBITDA	5.4	4.3	4.2	4.7	4.0
배당수익율	3.0	3.1	2.4	2.6	2.7
PCR	2.4	3.0	3.7	5.6	5.1
수익성(%)					
영업이익율	5.3	5.5	7.1	5.7	6.2
EBITDA이익율	7.5	7.7	9.1	7.8	8.3
순이익율	4.0	3.8	5.2	3.3	3.7
ROE	9.9	8.2	11.5	7.5	8.1
ROIC	7.2	7.3	10.5	8.7	9.4
안정성 (배, %)					
순차입금/자기자본	45.1	14.7	9.3	11.6	7.2
유동비율	180.1	165.6	154.0	148.9	152.3
이자보상배율	7.1	5.8	8.0	4.8	4.5
활동성 (회)					
총자산회전율	1.3	1.2	1.1	1.0	1.0
매출채권회전율	7.8	7.1	8.3	8.7	8.7
재고자산회전율	3.7	3.4	3.6	3.7	3.7
매입채무회전율	16.9	13.8	13.1	13.4	13.4

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	96%
· HOLD(중립)	추천기준일 종가대비 -10%이상 ~ +15%미만	4%
· REDUCE(매도)	추천기준일 종가대비 -10%미만	0%

(2024.12.31 기준)

