

풍산 (103140)

여전히 업종 내 최선호주

25.1Q 실적 서프라이즈, 2Q에도 실적 개선세 지속

동사의 25.1Q 별도 영업이익 [447억원, -33.5% QoQ]은 시장 예상치 [1개월 컨센서스 385억원]을 상회했다. 매출 감소 및 마진을 하락 [상여금 인식 및 수출 비중 하락]으로 방산 부문 실적이 부진했음에도, 전기동 가격 강세에 따른 Metal gain 및 Roll-Margin 확대에 따른 민수 부문 실적 호조가 이를 일정 상쇄했다. 연결 영업이익 [697억원, +105.8% QoQ]은 시장 예상치 [1개월 컨센서스 523억원]을 큰 폭으로 상회했는데, PMX 등 신동 자회사 실적이 전기동 가격 강세로 호조를 보였고, 전분기 상여금 인식으로 큰 폭의 적자를 시현했던 PAC [미국 탄약 판매 법인], FNS [탄약 신관 제조 자회사] 등 방산 자회사 실적이 호조를 보였기 때문이다. <표 1,2,3>

동사의 25.2Q 실적 [연결 영업이익 1,200억원, +71.9% QoQ]은 방산 부문 매출 증가 및 [상여금 인식 종료에 따른] 민수/방산 부문 마진을 개선 등에 따른 본사 실적 호조 [별도 영업이익 1,080억원, +141.9% QoQ]로 전분기 대비 큰 폭으로 개선될 전망이다. <표 3> 다만 자회사 실적은 전기동 가격 안정화로 전분기 대비 소폭 둔화될 전망이다. 참고로 동사의 2분기 본사 세전이익 가이드는 1,000억원이다

목표주가 7.7만원: 여전히 양호한 방산 부문 마진

현재 동사의 영업 환경은 24년 대비 우호적이지는 않다.

첫째, 25년에도 민수 부문 부진은 지속될 전망이다. 정광 및 미국 스크랩 수출 제한 가능성 등 공급 차질 이슈, 미국 전기동 정광/제품 관세 부과 움직임으로 연초 이후 전기동 가격은 타 품목 대비 양호한 흐름을 보이고 있다. 다만 이 같은 공급 충격으로 가격이 지속적으로 상승하기는 어렵다. <그림 1> 이미 현 가격은 실물 경기 대비 높다는 것이 당사의 판단이다. 동사 민수 판매량이 여전히 부진한 가운데, 원자재 절반을 소비하고 있는 중국의 경기 부진이 지속되고 있음을 감안해야 한다. <그림 2> 수요 위축 국면인 것이다.

둘째, 25년 미국向 스포츠탄 수출 둔화 가능성이 있다. 미국의 상호 관세 부과로 수입산 탄약의 시장 점유율이 전반적으로 하락할 가능성이 높다. <그림 3> 여기에 최근 수입산 탄약 중 한국산 점유율도 하락하고 있음을 감안해야 한다. <그림 4>

다만 하기 긍정적 포인트가 이러한 부정적 요인을 상쇄할 것이다. 첫째, 미국 외 지역의 방산 수출, 즉 대구경탄/소구경탄 수출 호조이다. 25년 1분기 한국의 미국 외 지역 탄약 수출액은 전년비 큰 폭으로 증가했고, <그림 5> 동사의 2분기 수출 비중 계획이 60%에 달하는 점 등 <그림 6> 지정학적 갈등에 기반한 동사의 대구경탄 수출 호조는 25년에도 지속될 것이다. 둘째, 방산 부문 모멘텀 둔화를 가정하더라도 동사 주가는 여전히 매력적이다. 보수적으로 산정한 방산 부문 가치는 주당 7.2만원 [시가총액기준 208조원, 25년 예상매출액 1.26조원, 세전이익률 19%, P/E 11x] 수준으로, 현 주가 (4/30 종가 59,300원)를 상회한다. 적용한 세전이익률은 24년 [20% 상회] 대비 보수적 수치이다.

동사에 대한 투자 의견 Buy를 유지하고 목표주가를 7.7만원 [기존 7.2만원]으로 상향 조정한다. 목표주가 상향은 방산 부문 가치를 기존 주당 6.7만원 (세전이익률 18%)에서 주당 7.2만원 (세전이익률 19%)으로 상향 조정했기 때문이다. 업종 내 최선호주를 유지한다.

Company Brief

Buy (Maintain)

목표주가(12M)	77,000원(상향)
종가(2025.04.30)	59,300원
상승여력	29.8%

Stock Indicator	
자본금	140십억원
발행주식수	2,802만주
시가총액	1,662십억원
외국인지분율	20.0%
52주 주가	46,150~77,300원
60일평균거래량	361,688주
60일평균거래대금	22.0십억원

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-4.4	11.9	-14.6	-8.8
상대수익률	-7.4	10.3	-14.6	-3.7

Price Trend



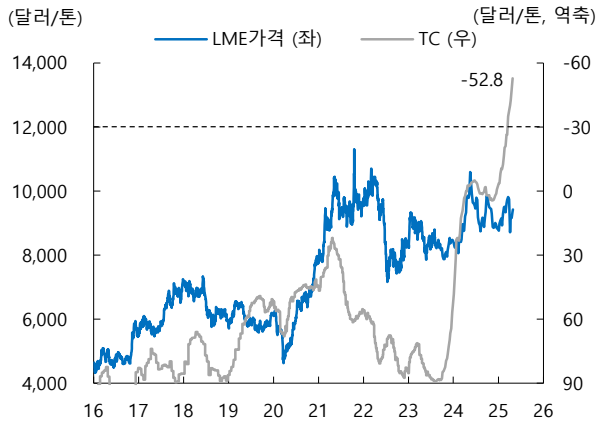
FY	2024	2025E	2026E	2027E
매출액(십억원)	4,554	5,006	5,132	5,256
영업이익(십억원)	324	365	321	329
순이익(십억원)	236	246	224	234
EPS(원)	8,423	8,772	7,979	8,365
BPS(원)	78,478	85,790	92,600	99,796
PER(배)	5.9	6.8	7.4	7.1
PBR(배)	0.6	0.7	0.6	0.6
ROE(%)	11.3	10.7	8.9	8.7
배당수익률(%)	5.2	4.4	3.9	3.9
EV/EBITDA(배)	4.5	4.6	4.6	4.1

주:K-IFRS 연결 요약 재무제표

[철강/비철금속]

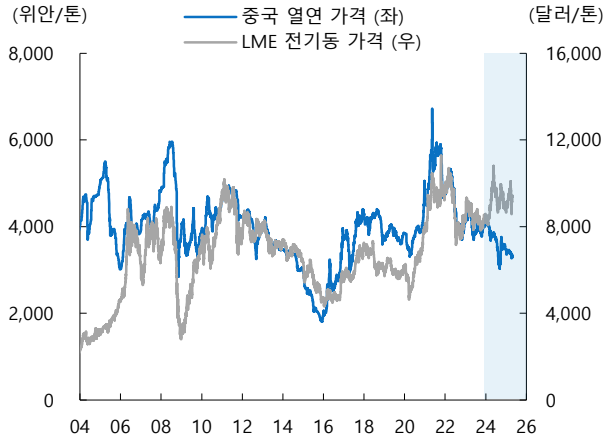
김윤상 2122-9205
 yoonsang.kim@imfnsec.com
 [RA]
 공도연 2122-9199
 dykong@imfnsec.com

그림1. 전기동 TC와 LME 전기동 가격 추이



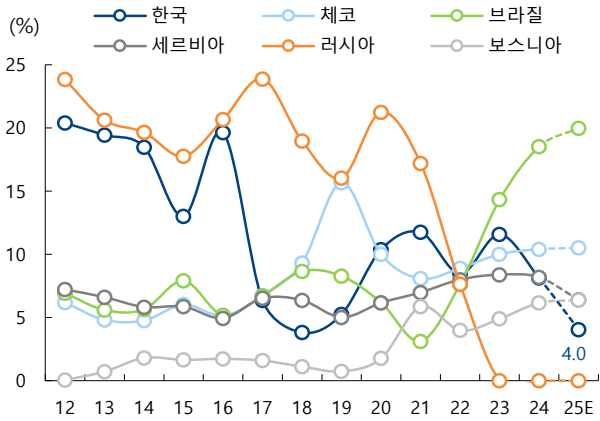
자료: Bloomberg, iM증권 리서치본부

그림2. 중국 내수 열연 가격과 LME 전기동 가격 추이



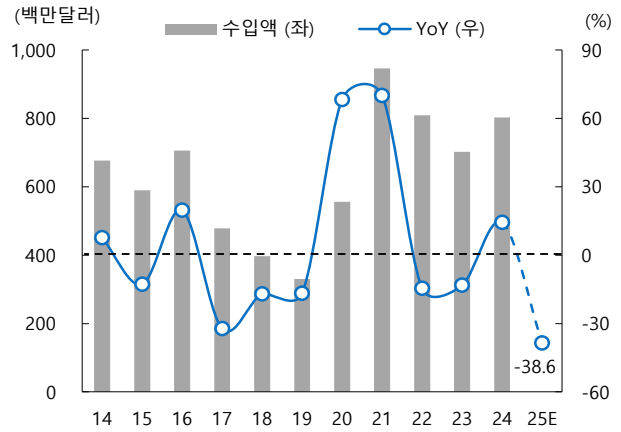
자료: Bloomberg, iM증권 리서치본부

그림3. 미국 탄약류 수입액 중 주요 국가 비중



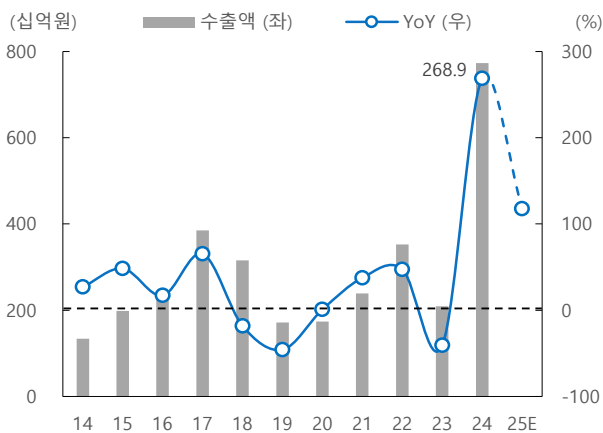
자료: KITA, iM증권 리서치본부

그림4. 미국 탄약류 수입액 및 y-y 증감률 추이



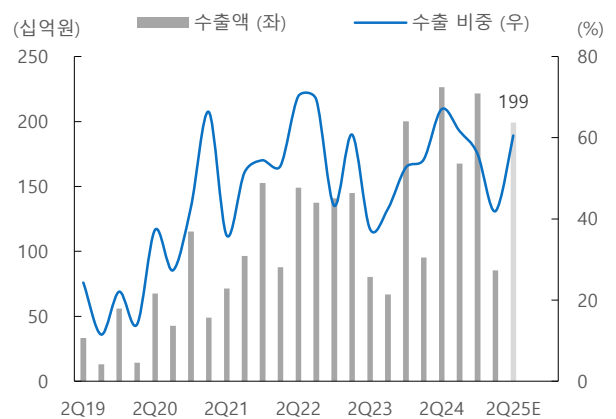
자료: KITA, iM증권 리서치본부

그림5. 한국의 연간 미국 외 지역 탄약류 수출액 및 전년비 증감률



자료: KITA, iM증권 리서치본부

그림6. 풍산 방산 부문 수출액 및 수출 비중



주: 2Q25 수출액은 기업 목표치
자료: 풍산, iM증권 리서치본부

〈표1〉 풍산 25.1Q 실적 Review (K-IFRS 연결 기준)

(십억원)	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25(a)	y-y	q-q
매출액	964	1,234	1,129	1,228	1,156	20.0%	-5.9%
영업이익	54	161	74	34	70	28.5%	105.8%
세전이익	50	152	63	54	58	15.4%	7.8%
지배주주순이익	37	111	48	40	42	12.7%	3.2%
영업이익률	5.6%	13.1%	6.6%	2.8%	6.0%		
세전이익률	5.2%	12.3%	5.6%	4.4%	5.0%		
지배주주순이익률	3.8%	9.0%	4.2%	3.3%	3.6%		

자료: 풍산, iM증권 리서치본부

〈표2〉 풍산 분기별 실적 요약 및 전망 (K-IFRS 별도 기준)

(십억원)	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	2024	1Q25P	2Q25E	3Q25E	4Q25E	2025E
매출액	715	978	830	980	3,503	826	1,004	933	1,078	3,841
영업이익	35	141	71	67	314	45	108	78	82	313
영업이익률	4.9%	14.4%	8.5%	6.9%	9.0%	5.4%	10.8%	8.4%	7.6%	8.1%

자료: 풍산, iM증권 리서치본부

〈표3〉 풍산 분기별 실적 요약 및 전망 (K-IFRS 연결 기준)

(십억원)	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	2024	1Q25P	2Q25E	3Q25E	4Q25E	2025E
매출액	964	1,234	1,129	1,228	4,554	1,156	1,291	1,233	1,326	5,006
영업이익	54	161	74	34	324	70	120	89	86	365
세전이익	50	152	63	54	318	58	113	83	80	334
지배주주순이익	37	111	48	40	236	42	84	61	59	246
영업이익률	5.6%	13.1%	6.6%	2.8%	7.1%	6.0%	9.3%	7.2%	6.5%	7.3%
세전이익률	5.2%	12.3%	5.6%	4.4%	7.0%	5.0%	8.8%	6.7%	6.0%	6.7%
지배주주순이익률	3.8%	9.0%	4.2%	3.3%	5.2%	3.6%	6.5%	5.0%	4.4%	4.9%

자료: 풍산, iM증권 리서치본부

〈표4〉 풍산 수익 추정 변경 요약 (K-IFRS 연결 기준)

(십억원)	신규추정(a)		기존추정(b)		GAP(a/b-1)	
	2025E	2026E	2025E	2026E	2025E	2026E
매출액	5,006	5,132	4,884	5,007	2.5%	2.5%
영업이익	365	321	291	283	25.3%	13.2%
세전이익	334	302	278	265	20.1%	14.0%
지배주주순이익	246	224	206	196	19.6%	14.0%
영업이익률	7.3%	6.2%	6.0%	5.7%	1.3%p	0.6%p
세전이익률	6.7%	5.9%	5.7%	5.3%	1.0%p	0.6%p
지배주주순이익률	4.9%	4.4%	4.2%	3.9%	0.7%p	0.4%p

자료: 풍산, iM증권 리서치본부

K-IFRS 연결 요약 재무제표

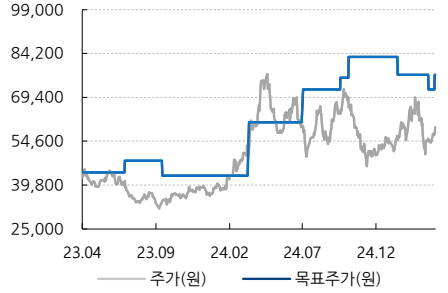
재무상태표					포괄손익계산서				
(십억원)	2024	2025E	2026E	2027E	(십억원,%)	2024	2025E	2026E	2027E
유동자산	2,562	2,628	2,803	2,936	매출액	4,554	5,006	5,132	5,256
현금 및 현금성자산	345	226	343	417	증가율(%)	10.4	9.9	2.5	2.4
단기금융자산	15	15	15	15	매출원가	3,938	4,359	4,520	4,629
매출채권	674	714	732	749	매출총이익	616	647	612	627
재고자산	1,459	1,603	1,644	1,683	판매비와관리비	292	283	291	299
비유동자산	1,535	1,542	1,512	1,487	연구개발비	13	14	14	15
유형자산	1,309	1,317	1,288	1,263	기타영업수익	-	-	-	-
무형자산	13	12	11	11	기타영업비용	-	-	-	-
자산총계	4,097	4,170	4,316	4,422	영업이익	324	365	321	329
유동부채	1,359	1,227	1,232	1,187	증가율(%)	41.6	12.6	-12.1	2.5
매입채무	185	204	209	214	영업이익률(%)	7.1	7.3	6.2	6.3
단기차입금	393	393	343	293	이자수익	10	7	10	12
유동성장기부채	196	46	96	96	이자비용	37	31	28	24
비유동부채	539	539	489	439	지분법이익(손실)	-	-	-	-
사채	150	150	100	50	기타영업외손익	23	-3	5	5
장기차입금	90	90	90	90	세전계속사업이익	318	334	302	317
부채총계	1,897	1,765	1,721	1,626	법인세비용	82	88	79	82
자배주주지분	2,199	2,404	2,595	2,797	세전계속이익률(%)	7.0	6.7	5.9	6.0
자본금	140	140	140	140	당기순이익	236	246	224	234
자본잉여금	495	495	495	495	순이익률(%)	5.2	4.9	4.4	4.5
이익잉여금	1,491	1,665	1,826	1,998	지배주주귀속 순이익	236	246	224	234
기타자본항목	74	104	134	164	기타포괄이익	30	30	30	30
비지배주주지분	-	-	-	-	총포괄이익	266	276	254	264
자본총계	2,199	2,404	2,595	2,797	지배주주귀속총포괄이익	-	-	-	-

현금흐름표					주요투자지표				
(십억원)	2024	2025E	2026E	2027E		2024	2025E	2026E	2027E
영업활동 현금흐름	40	187	292	292	주당지표(원)				
당기순이익	236	246	224	234	EPS	8,423	8,772	7,979	8,365
유형자산감가상각비	89	92	99	95	BPS	78,478	85,790	92,600	99,796
무형자산상각비	1	1	1	1	CFPS	11,621	12,089	11,526	11,780
지분법관련손실(이익)	-	-	-	-	DPS	2,600	2,600	2,300	2,300
투자활동 현금흐름	-217	-116	-86	-86	Valuation(배)				
유형자산의 처분(취득)	-195	-100	-70	-70	PER	5.9	6.8	7.4	7.1
무형자산의 처분(취득)	0	-	-	-	PBR	0.6	0.7	0.6	0.6
금융상품의 증감	-12	-	-	-	PCR	4.3	4.9	5.1	5.0
재무활동 현금흐름	90	-224	-124	-165	EV/EBITDA	4.5	4.6	4.6	4.1
단기금융부채의증감	-59	-150	-	-50	Key Financial Ratio(%)				
장기금융부채의증감	152	-	-50	-50	ROE	11.3	10.7	8.9	8.7
자본의증감	-	-	-	-	EBITDA이익률	9.1	9.1	8.2	8.1
배당금지급	-33	-33	-33	-33	부채비율	86.3	73.4	66.3	58.1
현금및현금성자산의증감	-63	-119	117	74	순부채비율	21.3	18.2	10.4	3.5
기초현금및현금성자산	408	345	226	343	매출채권회전율(x)	7.4	7.2	7.1	7.1
기말현금및현금성자산	345	226	343	417	재고자산회전율(x)	3.4	3.3	3.2	3.2

자료 : 풍산, iM증권 리서치본부

풍산 투자의견 및 목표주가 변동추이

일자	투자의견	목표주가	과리율	
			평균주가대비	최고(최저)주가대비
2023-07-25	Buy	48,000	-26.0%	-18.6%
2023-10-11	Buy	43,000	-7.7%	23.5%
2024-04-08	Buy	61,000	-0.3%	9.7%
2024-05-01	Hold	72,000	-9.6%	7.4%
2024-07-29	Buy	72,000	-18.2%	-5.8%
2024-10-15	Buy	76,000	-9.5%	-5.1%
2024-11-01	Buy	83,000	-34.6%	-19.4%
2025-02-11	Buy	77,000	-21.6%	-9.9%
2025-04-16	Buy	72,000	-22.8%	-20.3%
2025-04-30	Buy	77,000		



Compliance notice

당 보고서 공표일 기준으로 해당 기업과 관련하여,

- 회사는 해당 종목을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 금융투자분석사와 그 배우자는 해당 기업의 주식을 보유하고 있지 않습니다.
- 당 보고서는 기관투자자 및 제 3자에게 E-mail등을 통하여 사전에 배포된 사실이 없습니다.
- 회사는 6개월간 해당 기업의 유가증권 발행과 관련 주관사로 참여하지 않았습니다.
- 당 보고서에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

본 분석자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위한 참고자료이며, 따라서, 본 자료에 의한 투자자의 투자결과에 대해 어떠한 목적의 증빙자료로도 사용될 수 없으며, 어떠한 경우에도 작성자 및 당사의 허가 없이 전재, 복사 또는 대여될 수 없습니다. 무단전재 등으로 인한 분쟁발생시 법적 책임이 있음을 주지하시기 바랍니다.

[투자의견]

종목추천 투자등급	산업추천 투자등급
종목투자의견은 향후 12개월간 추천일 증가대비 해당종목의 예상 목표수익률을 의미함.	시가총액기준 산업별 시장비중대비 보유비중의 변화를 추천하는 것임
· Buy(매수): 추천일 증가대비 +15% 이상	· Overweight(비중확대)
· Hold(보유): 추천일 증가대비 -15% ~ 15% 내외 등락	· Neutral(중립)
· Sell(매도): 추천일 증가대비 -15% 이상	· Underweight(비중축소)

[투자등급 비율 2025-03-31 기준]

매수	중립(보유)	매도
92.5%	6.8%	0.7%