

Issue Comment

2025. 8. 4

풍산 103140

일회성비용 걷어내면 견조한 본업,
그러나 관세 이슈는 상존

● 철강/비철금속

Analyst 장재혁

02. 6454-4882

jaehyeok.jang@meritz.co.kr

2Q25 Review: 컨센서스 하회의 원인은 명확, 일회성비용 및 미국 관세

연결영업이익 936억원(YoY -42.0%, QoQ +34.2%)으로, 컨센서스(1개월 기준 1,155억원)를 -18.9%(-219억원) 하회했다. 실적 하회의 주된 요인은 아래와 같다.

- 일회성 비용 (약 150억원): 대법원의 통상임금 범위 확대 판결에 따른 퇴직급여충당금 추가 반영
- 구조적 비용 (약 50억원): 미국으로 수출하는 소구경탄에 대한 관세 부과 관련 비용

방산 부문, 일회성 비용 제외 시 여전히 높은 수익성 입증

이번 실적의 핵심은 방산 부문의 수익성을 파악하는 것이다. 150억원의 일회성 비용은 풍산의 인건비 구조(방산 67%, 신동 33%)를 고려할 때, 약 100억원이 방산 부문에, 50억원이 신동 부문에 영향을 미친 것으로 추정된다.

2Q25 별도기준 방산 부문 매출액은 3,454억원, 영업이익률은 약 20% 초반 수준으로 700억원을 소폭 상회하는 수준으로 파악된다. 여기에 일회성 비용 100억원을 제거하고 본래의 수익성을 계산하면, 조정 영업이익은 약 800억원, 영업이익률은 23.5% 부근일 것이다.

내수 영업이익률을 13%로 가정할 경우, 조정 후 수출 마진은 약 31% 수준으로 추정된다. 이는 전년 동기(약 34%) 대비 하락한 수치인데, 그 차이는 이번 분기부터 반영되기 시작한 소구경탄 관세 비용(50억원)의 영향일 것이다. 즉, 관세 이슈를 제외하면 대구경탄을 중심으로 한 주력 수출 사업의 수익성은 2Q24~4Q24 기간과 유사한 30% 이상의 높은 수준을 유지하고 있음을 시사한다.

향후 실적 전망: 관세 부담 vs. 자회사(풍산FNS)의 성장

향후 풍산의 실적 전망은 두 가지 상반된 요인, 풍산FNS의 실적 성장(긍정적)과 관세 비용(부정적)에 의해 결정될 것이다.

부정적 요인 (관세): 미국향 소구경탄 관세는 구조적 이슈로 자리 잡아 분기당 최소 50억원, 연간 200억원 규모의 이익 감소 요인으로 작용할 수 있다. 향후 실적 추정치 하향 조정이 불가피한 이유다.

긍정적 요인 (풍산FNS): 자회사 풍산FNS의 업황 호조와 증설 효과에 힘입어 가파른 성장을 보일 전망이다. FNS의 세전이익은 2024년 54억원에서 2025년 180억원, 2026년 이후 200억원 이상으로 확대되며 이익 증분이 관세 부담을 일부 상쇄할 수 있다.

두 요인을 모두 고려하면, 풍산FNS의 이익 증분(연간 세전이익 약 126억원)만으로 연간 200억원을 초과하는 규모의 관세 부담을 완전히 상쇄하기에는 역부족이기에, 미국의 관세가 유지되는 한 실적 추정치 하향은 불가피하다.

그럼에도 불구하고, 풍산은 여전히 국내 방산 업체 중 가장 낮은 Valuation 매력을 보유하고 있다. 일회성 비용이라는 노이즈가 겹치고 구조적 비용의 규모가 명확해진 지금, 조정된 실적 기대치 하에서도 동종 업계 대비 저평가 매력은 여전히 유효하다.

표1 주요 자회사 풍산FNS 실적 및 가이드نس

(단위: 십억원)	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025E	증장기
매출액	18.8	20.1	19.6	27.7	29.4	40.2	96.9	120.0
매출원가	18.0	17.7	17.8	23.2	25.0	30.9		
판매비와관리비	1.5	2.2	1.2	2.2	1.6	3.2		
영업이익	-0.8	0.3	0.6	2.2	2.8	6.1		
세전계속사업이익	-0.2	0.2	0.2	1.8	2.7	5.4	18.0	20.0
당기순이익	-0.2	0.2	0.1	1.3	2.1	4.3		

자료: 풍산, QuantiWise, 메리츠증권 리서치센터

표2 가이드نس 대비 251억원 하회하는 별도세전이익을 발표

(단위: 억원)			1Q25	2Q25		3Q25	
			발표	가이던스	발표	가이던스	
매출	신동		6,228	6,729	6,686	6,534	
	방산		2,036	3,290	3,454	2,772	
		내수		1,183	1,298	1,467	1,534
		수출		853	1,992	1,987	1,238
계			8,264	10,019	10,140	9,306	
구리 가격 (\$/t)			9,343	9,300	9,500	9,700	
환율 (원/달러)			1,450	1,420	1,402	1,370	
세전이익			506	1,000	749	800	

자료: 풍산, 메리츠증권 리서치센터

표3 풍산 2Q25 영업이익, 일회성비용 반영으로 컨센서스 하회

(십억원)	2Q25P	2Q24	(% YoY)	1Q25	(% QoQ)	당사 예상치	(% diff.)	컨센서스	(% diff.)
매출액	1,294.0	1,233.6	4.9	1,155.9	11.9	1,287.2	0.5	1,291.5	0.2
영업이익	93.6	161.3	-42.0	69.7	34.2	114.5	-18.3	115.5	-18.9
세전이익	77.4	151.9	-49.0	57.8	33.9	109.0	-29.0	101.6	-23.8
지배순이익	64.2	111.3	-42.3	41.6	54.5	80.7	-20.4	76.6	-16.2
영업이익률(%)	7.2	13.1		6.0		8.9		8.9	
세전이익률(%)	6.0	12.3		5.0		8.5		7.9	
순이익률(%)	5.0	9.0		3.6		6.3		5.9	

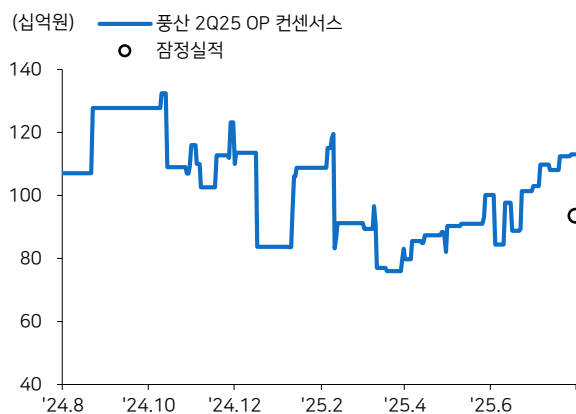
자료: Bloomberg, 풍산, 메리츠증권 리서치센터

표4 일회성 비용 반영하여 2025년 연간 실적 추정치 하향 조정

(십억원)	2025E	2024	(% YoY)	기존 추정치	(% diff.)	컨센서스	(% diff.)
매출액	4,996.2	4,554.4	9.7	4,879.6	2.4	5118.2	-2.4
영업이익	323.4	323.8	-0.1	333.6	-3.1	370.2	-12.6
세전이익	285.2	318.3	-10.4	307.5	-7.2	335.3	-14.9
지배순이익	209.9	236.0	-11.1	226.4	-7.3	248.8	-15.6
영업이익률(%)	6.5	7.1		6.8		7.2	
세전이익률(%)	5.7	7.0		6.3		6.6	
순이익률(%)	4.2	5.2		4.6		4.9	

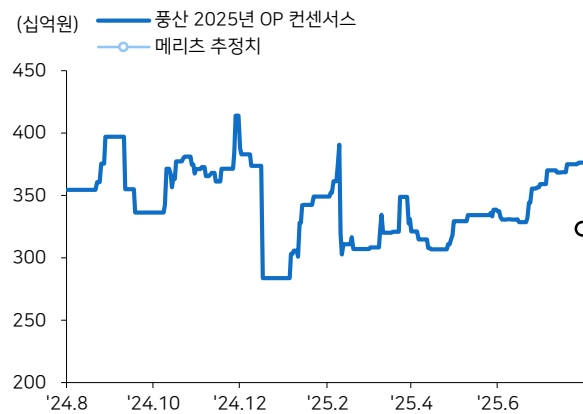
자료: Bloomberg, 풍산, 메리츠증권 리서치센터

그림1 2Q25 영업이익 컨센서스 추이



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림2 2025E 영업이익 컨센서스 추이



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

표5 풍산 실적 Snapshot

(십억원)		1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25P	3Q25E	4Q25E	2024	2025E	2026E
매출액		963.5	1,233.6	1,129.2	1,228.0	1,155.9	1,294.0	1,198.8	1,347.5	4,554.4	4,996.2	5,167.5
	별도	715.0	977.6	829.7	980.3	826.4	1,014.0	927.4	1,081.9	3,502.6	3,849.7	4,070.2
	신동	540.6	639.7	558.0	585.1	622.8	668.6	650.2	650.3	2,323.4	2,591.9	2,691.2
	방산	174.3	337.9	271.7	395.2	203.6	345.4	277.2	431.6	1,179.1	1,257.8	1,378.9
	내수	79.1	111.4	104.2	173.5	118.3	146.7	153.4	261.1	468.2	679.5	699.9
	수출	95.2	226.5	167.5	221.7	85.3	198.7	123.8	170.5	711.0	578.3	679.1
	별도외	248.5	256.1	299.6	247.7	329.5	280.0	271.4	265.5	649.2	953.5	1,115.8
	PMX	168.0	183.4	174.8	184.6	212.3	184.8	173.5	174.9	710.8	745.5	716.3
	Siam	74.9	75.0	82.8	78.3	88.6	78.6	78.9	72.9	311.0	319.1	304.0
	기타	5.6	-2.3	42.0	-15.2	28.7	24.7	19.0	17.7	30.0	90.0	77.0
영업이익		54.2	161.3	74.4	33.9	69.7	93.6	72.6	87.5	323.8	323.4	344.5
	별도	35.2	140.9	70.6	67.3	44.7	88.0	62.9	87.2	314.1	282.8	313.1
	별도외	19.0	20.4	3.7	-33.4	25.0	5.6	9.7	0.3	9.7	40.6	31.4
영업이익률 (%)		5.6	13.1	6.6	2.8	6.0	7.2	6.1	6.5	7.1	6.5	6.7
세전이익		50.1	151.9	62.7	53.6	57.8	77.4	67.4	82.6	318.3	285.2	324.5
지배주주순이익		36.9	111.3	47.6	40.3	41.6	57.3	50.0	61.0	236.0	209.9	239.5
지배주주순이익률 (%)		3.8	9.0	4.2	3.3	3.6	4.4	4.2	4.5	5.2	4.2	4.6
판매량												
별도 - 신동	(천톤)	45.6	48.1	41.7	43.2	44.4	47.0	45.9	46.7	178.6	184.0	189.8
PMX	(천톤)	16.1	16.3	15.0	15.4	16.7	15.9	14.7	15.1	62.8	62.5	61.3
Siam	(천톤)	6.3	5.9	6.2	5.7	6.2	5.8	6.2	5.7	24.1	23.9	23.6
환율(분기평균)	(원/달러)	1,328	1,371	1,359	1,397	1,453	1,404	1,380	1,350	1,364	1,397	1,350
구리(분기평균)	(달러/톤)	8,465	9,758	9,226	9,188	9,343	9,467	9,800	9,800	9,159	9,603	10,000

자료: 풍산, DART, 메리츠증권 리서치센터

Compliance Notice

본 조사분석자료는 제3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다. 당사는 자료작성일 현재 본 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다. 본 자료를 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.