

풍산 (103140)

더 강한 모멘텀이 필요하다

3분기 실적 시장 기대치 큰 폭 하회. 4분기는 소폭 개선

동사의 25.3Q 별도 영업이익 [424억원, -51.8% QoQ]은 시장 예상치 [1개월 컨센서스 593억원]을 큰 폭으로 하회했다. <표 2> 전분기 인식했던 통상 임금 인식 효과가 소멸되었음에도 불구하고, 방산 부문 부진 [일부 내수 매출액 4분기 이연, 수출 비중 하락 및 미국 소구경탄 관세율 상향 (10%→15%)로 인한 마진율 하락] <그림1> 및 민수 부문 Roll-Margin 축소로 전분기 대비 부진한 실적을 시현했다. 연결 영업이익 [426억원, -54.5% QoQ] 역시 시장 예상치 [1개월 컨센서스 719억원]을 하회했다. <표1,2,3> 전술한 본사 실적 부진은 물론, 미국 신동 자회사 PMX가 판매량 부진 및 관세 정책 확정 전후 CME 전기동 급등락에 따른 Metal loss 여파로 큰 폭의 적자를 시현했기 때문이다.

25.4Q 실적 [연결 영업이익 890억원, +108.0% QoQ]은 전분기 대비 개선될 전망이다. <표 3> 상여금 인식에도 불구하고, 신동 [판매량 증가 및 전기동 가격 상승에 따른 Metal Gain] 및 방산 [내수 매출 증가] 두 부문 모두 전분기 대비 좋아진다. 아쉬운 점은 방산 부문 실적 개선 폭이 수출 비중 하락 <그림1>으로 그다지 크지 않다는 점이다. 그러나 자회사 실적은 전기동 가격 강세로 인한 신동 부문 자회사의 Metal gain 효과로 큰 폭으로 개선될 전망이다. 참고로 동사 4분기 본사 세전이익 가이드는 630억원이다.

목표주가 12.5만원: 더 강한 모멘텀이 필요하다

동사의 펀더멘털은 여전히 양호하다. 동사 연결기준 세전이익은 방산 부문의 성장과 더불어 20년 이후 무려 5배 이상 성장했고, <그림2> 주가 역시 가파르게 상승했다. 다만 이 같은 가파른 성장 속도는 소폭 정체될 전망이다.

동사의 방산 부문은 『1) 12~16년 성장기: 내수 성장 및 Sandy Hook 초등학교 총격 [12년 12월 4일 발생, 총 26명 사망] 등 다수 총기 사고 발생 등 불안감 확산에 따른 수요 증가 및 민주당 정부의 엄격한 총기 규제 전후 발생한 총기 가수요 효과, 2) 20~24년 성장기: ① 러/우 전쟁 발발, 중동 등 글로벌 지정학적 위기 확산 등에 따른 대구경탄 수요 급증, ② 20년 미 대선 전후 정국 불안 및 [바이든 당선 전] 가수요 효과』의 두 시기를 통해 급격히 성장해 왔다. <그림3> 문제는 이 같은 성장을 견인해 온 방산 수출이 둔화 [미국 스포츠탄 관세 부과, 전쟁 장기화에 따른 재고 비축 일단락 등 탄약 수요 위축]되고 있다는 점이다. 성장 모멘텀 정체를 시사한다. <그림4,5>

또한 전기동 가격 강세 전망을 동사의 성장/주가 모멘텀으로 보기에는 무리가 있다. 지나치게 높은 전기동 [원료] 가격, 즉 원료비 상승은 동사 신동 제품에 대한 마진 축소 및 수요 위축으로 나타날 가능성이 있기 때문이다. 최근 높은 전기동 가격 하에서 동사 신동 부문 판매량이 정체 또는 감소하고 있음을 유념해야 한다. <그림6,7>

동사에 대한 목표주가로 12.5만원을 제시한다. 이 중 방산 가치는 11~12만원 [26년 방산 연결 매출 1.43조원, 방산 부문 세전이익률 17%, Target P/E 18x] 수준이다. 또한 목표주가 산정시 『1) 민수 부문 가치는 보수적으로 산정 [Target P/E 7x]: 연결 세전이익 중 민수 부문 비중 15% 미만, 2) 연결기준 방산 세전이익률 17% 가정: 역대 2번째로 높았던 23년 세전이익률 [17.1%] 수준』의 두 가지를 가정했다. 다만 목표주가 대비 현 주가 상승 여력이 15%를 하회하므로 투자 의견은 'Hold'를 유지한다.

Company Brief

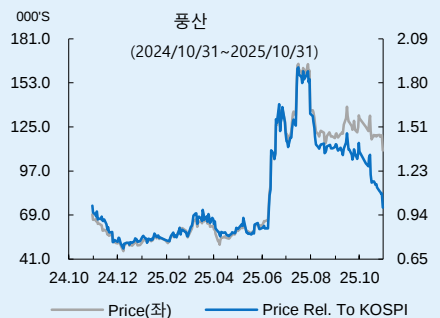
Hold (Maintain)

목표주가(12M)	125,000원(하향)
증가(2025.10.31)	110,000원
상승여력	13.6 %

Stock Indicator	
자본금	140십억원
발행주식수	2,802만주
시가총액	3,083십억원
외국인지분율	21.2%
52주 주가	46,150~165,000원
60일평균거래량	327,819주
60일평균거래대금	41.2십억원

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-11.8	-31.6	85.5	58.5
상대수익률	-31.7	-58.2	24.8	-2.2

Price Trend



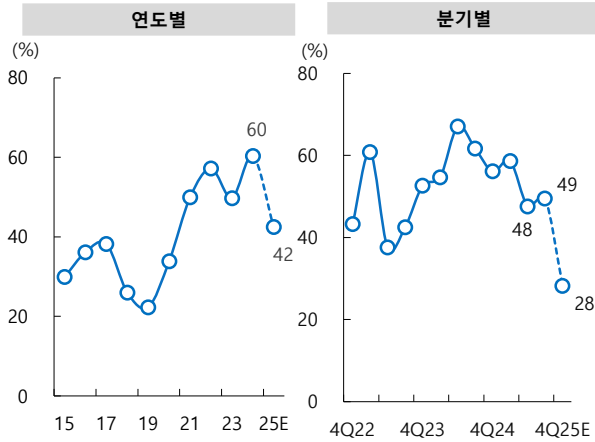
FY	2024	2025E	2026E	2027E
매출액(십억원)	4,554	5,049	5,088	5,228
영업이익(십억원)	324	295	328	338
순이익(십억원)	236	199	227	240
EPS(원)	8,423	7,087	8,092	8,573
BPS(원)	78,478	84,105	91,029	98,434
PER(배)	5.9	15.5	13.6	12.8
PBR(배)	0.6	1.3	1.2	1.1
ROE(%)	11.3	8.7	9.2	9.1
배당수익률(%)	5.2	2.4	2.1	2.1
EV/EBITDA(배)	4.5	9.6	8.1	7.6

주:K-IFRS 연결 요약 재무제표

[철강/비철금속]

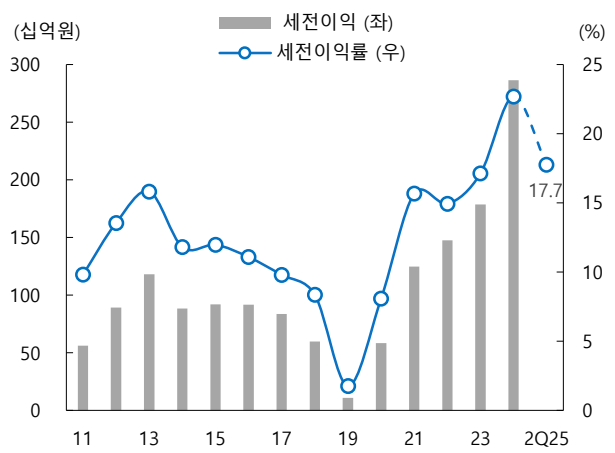
김윤상 2122-9205
yoonsang.kim@imfnsec.com
[RA]
공도연 2122-9199
dykong@imfnsec.com

그림1. 풍산 연도별/분기별 방산 부문 수출 비중 추이 및 전망



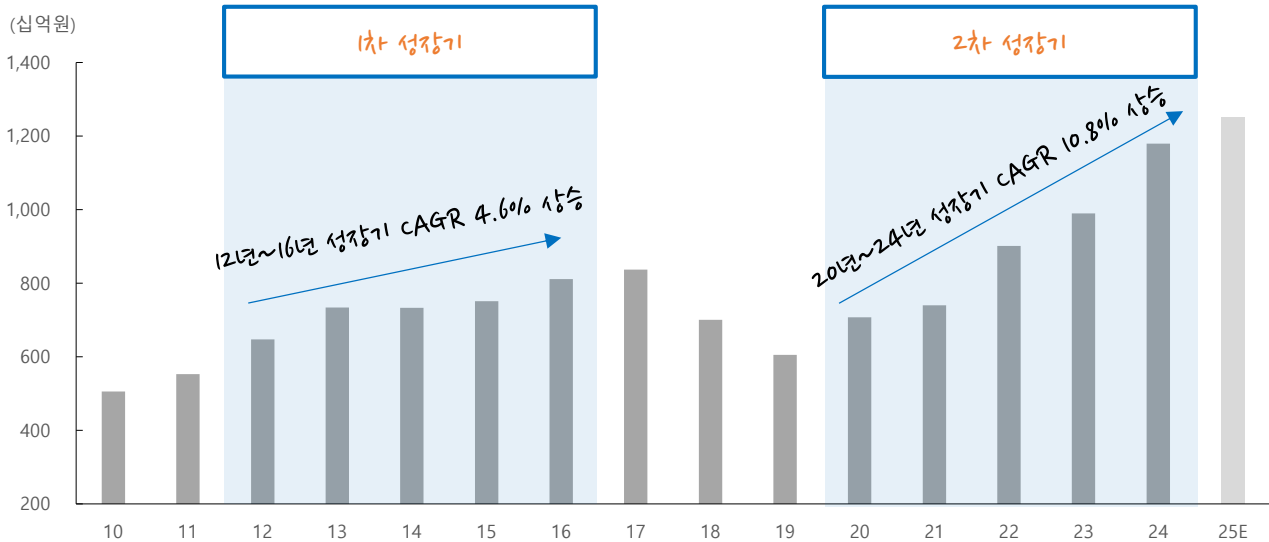
주: 25년 4분기 수출비중은 풍산 가이드런스
자료: 풍산, iM증권 리서치본부

그림2. 풍산 방산 부문 세전이익 및 세전이익률 추이



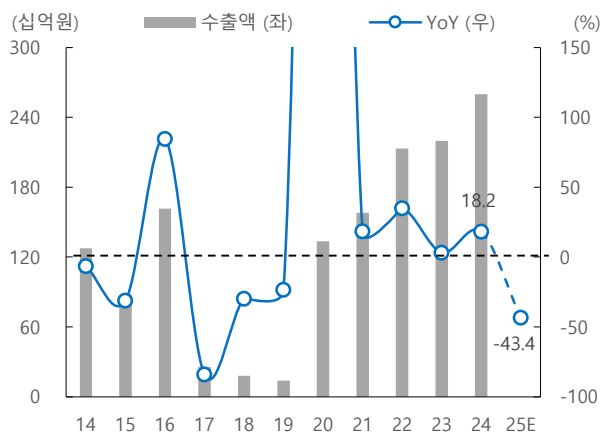
주: 연결기준, 25년은 2분기까지 누적
자료: 풍산, iM증권 리서치본부

그림3. 풍산 연도별 방산 매출액 추이



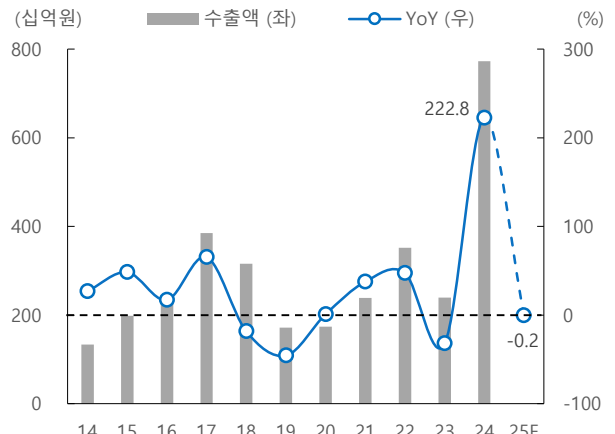
자료: 풍산, iM증권 리서치본부

그림4. 국내 미국向 탄약류 수출금액 및 전년비 증가율



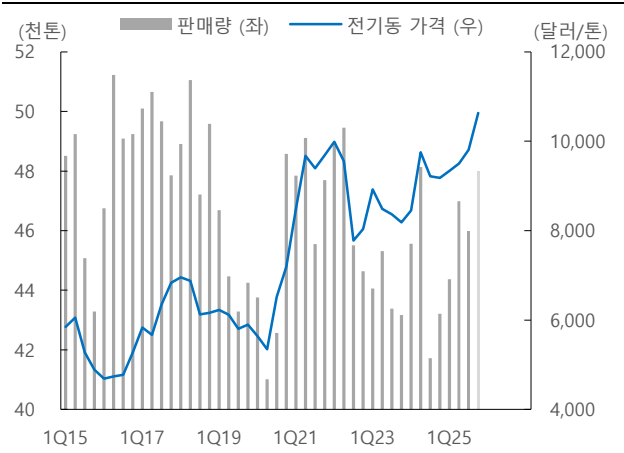
자료: KITA, iM증권 리서치본부

그림5. 국내 미국 외 지역 向 탄약류 수출금액 및 전년비 증가율



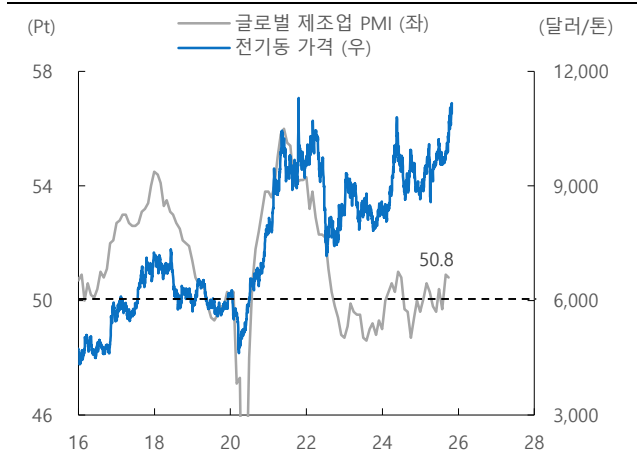
자료: KITA, iM증권 리서치본부

그림6. 풍산 민수 부문 판매량 및 전기동 가격 추이



주: '25년 4분기 판매량은 풍산 가이던스
 자료: Bloomberg, 풍산, iM증권 리서치본부

그림7. 글로벌 제조업 PMI 및 전기동 가격 추이



자료: Bloomberg, iM증권 리서치본부

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

(십억원)	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25(a)	y-y	q-q
매출액	1,129	1,228	1,156	1,294	1,174	4.0%	-9.3%
영업이익	74	34	70	94	43	-42.7%	-54.5%
세전이익	63	54	58	77	41	-35.2%	-47.5%
지배주주순이익	48	40	42	64	33	-31.5%	-49.2%
영업이익률	6.6%	2.8%	6.0%	7.2%	3.6%		
세전이익률	5.6%	4.4%	5.0%	6.0%	3.5%		
지배주주순이익률	4.2%	3.3%	3.6%	5.0%	2.8%		

자료: 풍산, iM증권 리서치본부

〈표2〉 풍산 분기별 실적 요약 및 전망 (K-IFRS 별도 기준)

(십억원)	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	2024	1Q25	2Q25	3Q25P	4Q25E	2025E
매출액	715	978	830	980	3,503	826	1,014	871	1,157	3,869
영업이익	35	141	71	67	314	45	88	42	69	244
영업이익률	4.9%	14.4%	8.5%	6.9%	9.0%	5.4%	8.7%	4.9%	6.0%	6.3%

자료: 풍산, iM증권 리서치본부

〈표3〉 풍산 분기별 실적 요약 및 전망 (K-IFRS 연결 기준)

(십억원)	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	2024	1Q25	2Q25	3Q25P	4Q25E	2025E
매출액	964	1,234	1,129	1,228	4,554	1,156	1,294	1,174	1,425	5,049
영업이익	54	161	74	34	324	70	94	43	89	295
세전이익	50	152	63	54	318	58	77	41	81	257
지배주주순이익	37	111	48	40	236	42	64	33	60	199
영업이익률	5.6%	13.1%	6.6%	2.8%	7.1%	6.0%	7.2%	3.6%	6.2%	5.8%
세전이익률	5.2%	12.3%	5.6%	4.4%	7.0%	5.0%	6.0%	3.5%	5.7%	5.1%
지배주주순이익률	3.8%	9.0%	4.2%	3.3%	5.2%	3.6%	5.0%	2.8%	4.2%	3.9%

자료: 풍산, iM증권 리서치본부

〈표4〉 풍산 수익 추정 변경 요약 (K-IFRS 연결 기준)

(십억원)	신규추정(a)		기존추정(b)		GAP(a/b-1)	
항목	2025E	2026E	2025E	2026E	2025E	2026E
매출액	5,049	5,088	4,898	4,923	3.1%	3.4%
영업이익	295	328	321	327	-8.1%	0.1%
세전이익	257	306	290	308	-11.2%	-0.7%
지배주주순이익	199	227	220	228	-9.8%	-0.7%
영업이익률	5.8%	6.4%	6.5%	6.7%	-0.7%p	-0.2%p
세전이익률	5.1%	6.0%	5.9%	6.3%	-0.8%p	-0.2%p
지배주주순이익률	3.9%	4.5%	4.5%	4.6%	-0.6%p	-0.2%p

자료: 풍산, iM증권 리서치본부

K-IFRS 연결 요약 재무제표

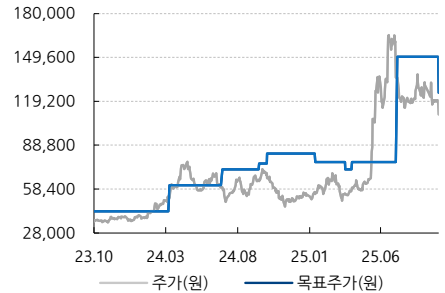
재무상태표					포괄손익계산서				
(십억원)	2024	2025E	2026E	2027E	(십억원,%)	2024	2025E	2026E	2027E
유동자산	2,562	2,582	2,687	2,756	매출액	4,554	5,049	5,088	5,228
현금 및 현금성자산	345	114	201	204	증가율(%)	10.4	10.9	0.8	2.7
단기금융자산	15	15	15	15	매출원가	3,938	4,481	4,480	4,602
매출채권	674	760	766	787	매출총이익	616	568	608	626
재고자산	1,459	1,616	1,628	1,673	판매비와관리비	292	273	281	288
비유동자산	1,535	1,534	1,504	1,478	연구개발비	13	14	14	15
유형자산	1,309	1,319	1,289	1,264	기타영업수익	-	-	-	-
무형자산	13	12	11	11	기타영업비용	-	-	-	-
자산총계	4,097	4,116	4,191	4,234	영업이익	324	295	328	338
유동부채	1,359	1,287	1,238	1,144	증가율(%)	41.6	-9.0	11.3	3.2
매입채무	185	205	207	213	영업이익률(%)	7.1	5.8	6.4	6.5
단기차입금	393	443	343	243	이자수익	10	4	6	6
유동성장기부채	196	66	116	116	이자비용	37	33	28	20
비유동부채	539	472	402	332	지분법이익(손실)	-	-	-	-
사채	150	150	100	50	기타영업외손익	23	-1	5	5
장기차입금	90	70	50	30	세전계속사업이익	318	257	306	325
부채총계	1,897	1,759	1,640	1,476	법인세비용	82	59	80	84
자배주주지분	2,199	2,357	2,551	2,759	세전계속이익률(%)	7.0	5.1	6.0	6.2
자본금	140	140	140	140	당기순이익	236	199	227	240
자본잉여금	495	495	495	495	순이익률(%)	5.2	3.9	4.5	4.6
이익잉여금	1,491	1,618	1,782	1,960	지배주주귀속 순이익	236	199	227	240
기타자본항목	74	104	134	164	기타포괄이익	30	30	30	30
비지배주주지분	-	-	-	-	총포괄이익	266	229	257	270
자본총계	2,199	2,357	2,551	2,759	지배주주귀속총포괄이익	-	-	-	-

현금흐름표					주요투자지표				
(십억원)	2024	2025E	2026E	2027E		2024	2025E	2026E	2027E
영업활동 현금흐름	40	14	332	291	주당지표 (원)				
당기순이익	236	199	227	240	EPS	8,423	7,087	8,092	8,573
유형자산감가상각비	89	90	99	95	BPS	78,478	84,105	91,029	98,434
무형자산상각비	1	1	1	1	CFPS	11,621	10,333	11,649	11,996
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	15.5	13.6	12.8
무형자산의 처분(취득)	0	-	-	-	PBR	0.6	1.3	1.2	1.1
금융상품의 증감	-12	-	-	-	PCR	4.3	10.6	9.4	9.2
재무활동 현금흐름	90	-174	-194	-235	EV/EBITDA	4.5	9.6	8.1	7.6
단기금융부채의증감	-59	-80	-50	-100	Key Financial Ratio(%)				
장기금융부채의증감	152	-20	-70	-70	ROE	11.3	8.7	9.2	9.1
자본의증감	-	-	-	-	EBITDA0이익률	9.1	7.6	8.4	8.3
배당금지급	-33	-33	-33	-33	부채비율	86.3	74.6	64.3	53.5
현금및현금성자산의증감	-63	-231	87	4	순부채비율	21.3	25.4	15.4	8.0
기초현금및현금성자산	408	345	114	201	매출채권회전율(x)	7.4	7.0	6.7	6.7
기말현금및현금성자산	345	114	201	204	재고자산회전율(x)	3.4	3.3	3.1	3.2

자료 : 풍산, iM증권 리서치본부

풍산 투자이전 및 목표주가 변동추이

일자	투자이전	목표주가	과리율	
			평균주가대비	최고(최저)주가대비
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	38.1%	114.3%
2025-08-04	Hold	150,000	-18.3%	-8.1%
2025-11-03	Hold	125,000		



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.

[투자이전]

종목추천 투자등급

종목투자이전은 향후 12개월간 추천일 증가대비 해당종목의 예상 목표수익률을 의미함.

- Buy(매수): 추천일 증가대비 +15% 이상
- Hold(보유): 추천일 증가대비 -15% ~ 15% 내외 등락
- Sell(매도): 추천일 증가대비 -15% 이상

산업추천 투자등급

시가총액기준 산업별 시장비중대비 보유비중의 변화를 추천하는 것임

- Overweight(비중확대)
- Neutral(중립)
- Underweight(비중축소)

[투자등급 비율 2025-09-30 기준]

매수	중립(보유)	매도
91%	8.3%	0.7%