

풍산 (103140)

잠시 숨을 고르자

인건비 및 미국 관세 이슈로 둔화된 실적 모멘텀

동사의 25.2Q 별도 영업이익 [879억원, +96.7% QoQ]은 시장 예상치 [1개월 컨센서스 932억원]을 소폭 하회했다. <표 2> 방산 부문 [매출 증가, 상여금 인식 종료] 실적이 전분기 대비 큰 폭으로 개선되었고, 민수 부문 역시 상여금 인식 종료에 따른 Roll-Margin 확대로 나쁘지 않은 흐름이었다. 다만 『1) 통상 임금 관련 총당금 인식, 2) 기본 관세율 부과 이후 미국 소구경탄 수출 마진 둔화』 등으로 민수/방산 마진이 기대치에 미치지 못했다. 연결 영업이익 [936억원, +34.3% QoQ] 역시 시장 예상치 [1개월 컨센서스 1,130억원]을 하회했다. 전술한 본사 부진 외에도 1분기 호조를 보였던 PAC [미국 탄약 판매 법인, 미국 등 관세 부과 영향], FNS [탄약 신관 제조 자회사] 등 자회사 실적이 전분기 대비 부진한 흐름을 보였기 때문이다. <표 1,2,3>

25.3Q 실적 [연결 영업이익 730억원, -21.3% QoQ]은 전분기 대비 둔화될 전망이다. <표 3> 매출액 감소, 수출 비중 하락 및 미국 관세율 상향 [10%→15%] 등으로 방산 부문 실적 둔화가 불가피 하다. 신동 부문 자회사 [전기동 가격 하향 안정화] 및 탄약 관련 자회사 PAC [관세 부과 이후 수요 위축 가능성] 등 자회사 실적 역시 전분기 대비 소폭 둔화될 가능성이 높다. 참고로 동사의 2분기 본사 세전이익 가이던스는 800억원이다.

잠시 숨을 고르자

동사 방산 부문의 중장기 성장성에 대해서는 이견이 없다. 다만 세전이익률 20%를 상회하는 등 24년 이후 방산 부문의 가파른 이익 성장세는 다소 정제될 가능성이 높다. <그림 1> 가장 큰 이유는 회사 가이던스에서도 언급된 하반기 방산 수출 비중 둔화 때문인데, <그림 2> 주지하다시피 수출 비중 하락은 마진을 둔화를 의미한다. 수출 비중 하락의 원인은 다음의 두 가지로 요약된다.

첫째, 미국向 스포츠탄 수출 수익성 약화이다. 동사 전체 방산 매출에서 미국向 수출이 차지하는 비중은 20% 중반 내외로 추정된다. 미국向 수출은 관세 부과에 따른 수익성 약화 외에도 『1) 관세 부과 후 탄약 가격 상승으로 인한 현지 수요 위축 가능성: 현지 총기 업체 주가도 부진한 흐름, <그림3> 2) 상호 관세 부과 후 내수/수입 업체간 경쟁 심화 <그림4>』 등 도전적인 단기 영업 환경이 전망된다.

둘째, 24년 국내 업체의 가파른 성장세를 견인했던 미국 외 국가로의 탄약 수출 성장세가 25년 소폭 둔화된 흐름을 보이고 있다. <그림 7,8> 특정 월에 매출이 집중될 수 있고 지정학적 불확실성 감안 시 언제든 탄약 수요가 급증할 가능성은 있으나, 유럽 등 경쟁 업체의 증설 동향 역시 염두에 두어야 한다.

동사에 대한 목표주가로 15만원을 제시한다. 이 중 방산 가치가 13~14만원 [25년 방산 연결 매출 1.33조원, 방산 부문 세전이익률 20%, Target P/E 20x] 정도를 설명할 수 있다. 또한 목표주가 산정시 『1) 민수 부문 가치는 보수적으로 산정 [Target P/E 7x]: 24년 연결 세전이익 중 민수 부문 비중 15% 미만, 2) 연결기준 방산 세전이익률 20% 가정: 과거 최대 방산 세전이익률은 24년 22.7%의 두 가지도 가정했다. 다만 목표주가 대비 주가 상승 여력이 15%를 하회하므로 투자 의견은 'Hold'로 하향 조정한다.

Company Brief

Hold (Downgrade)

목표주가(12M)	150,000원(상향)
종가(2025.08.01)	135,500원
상승여력	10.7 %

Stock Indicator	
자본금	140십억원
발행주식수	2,802만주
시가총액	3,797십억원
외국인지분율	23.9%
52주 주가	46,150~165,000원
60일평균거래량	654,749주
60일평균거래대금	76.0십억원

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	12.8	130.1	164.6	149.5
상대수익률	12.7	108.2	137.5	133.0

Price Trend



FY	2024	2025E	2026E	2027E
매출액(십억원)	4,554	4,898	4,923	5,072
영업이익(십억원)	324	321	327	336
순이익(십억원)	236	220	228	240
EPS(원)	8,423	7,858	8,146	8,560
BPS(원)	78,478	84,876	91,854	99,245
PER(배)	5.9	17.2	16.6	15.8
PBR(배)	0.6	1.6	1.5	1.4
ROE(%)	11.3	9.6	9.2	9.0
배당수익률(%)	5.2	1.9	1.7	1.7
EV/EBITDA(배)	4.5	10.5	9.6	9.1

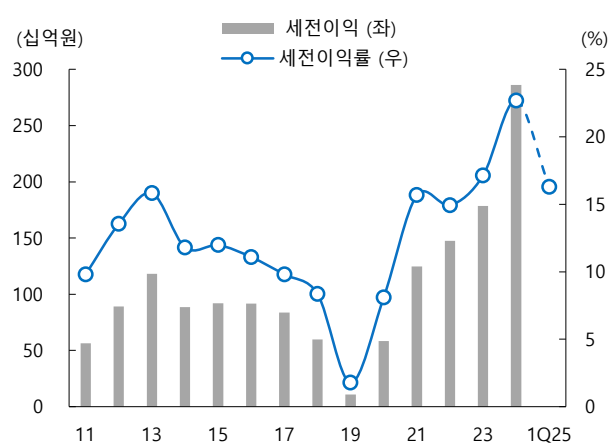
주:K-IFRS 연결 요약 재무제표

[철강/비철금속]

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

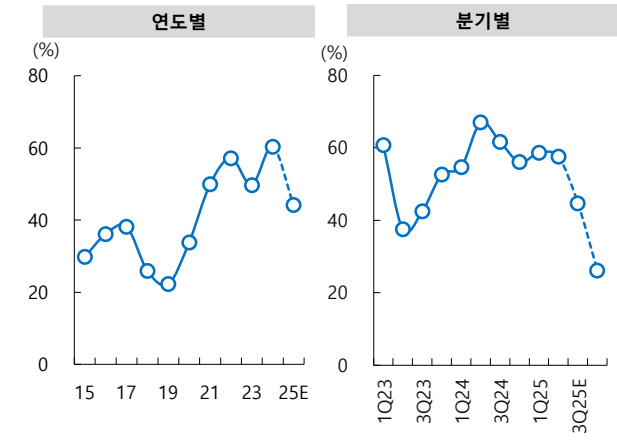
공도연 2122-9199
dykong@imfnsec.com

그림1. 풍산 방산 부문 세전이익 및 세전이익률 추이



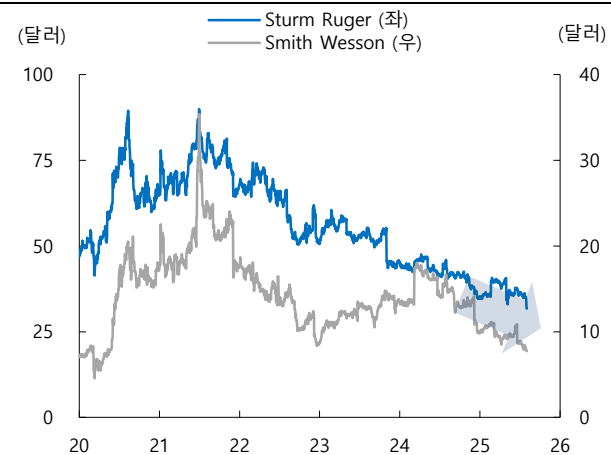
주: 25년 1분기까지
자료: 풍산, iM증권 리서치본부

그림2. 풍산 연도별/분기별 방산 부문 수출 비중 추이 및 전망



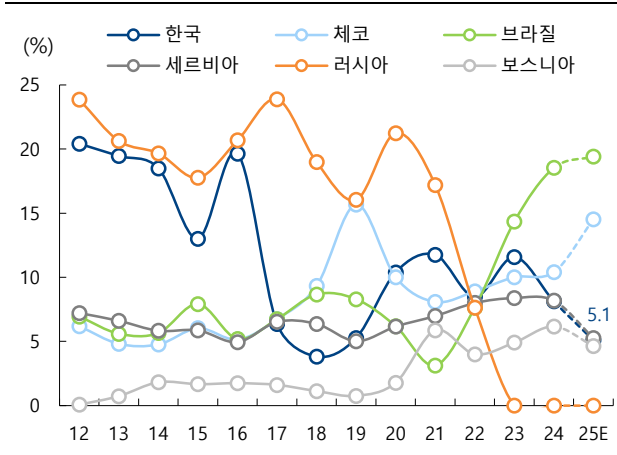
주: 25년 4분기 수출비중은 풍산 가이던스를 기준으로 역산한 수치
자료: 풍산, iM증권 리서치본부

그림3. 미국 현지 총기 업체 주가 추이



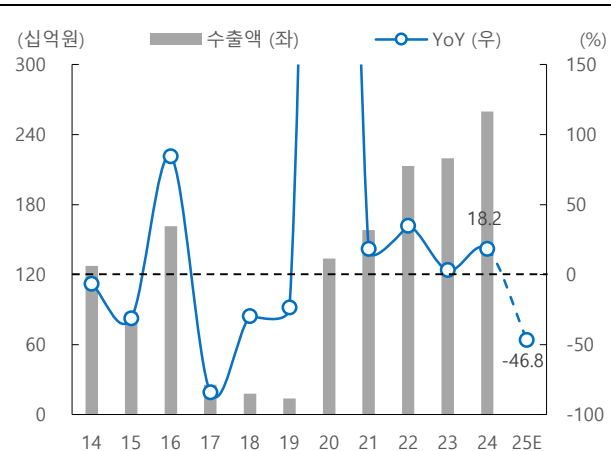
자료: Bloomberg, iM증권 리서치본부

그림4. 미국 탄약류 수입액 국가별 점유율



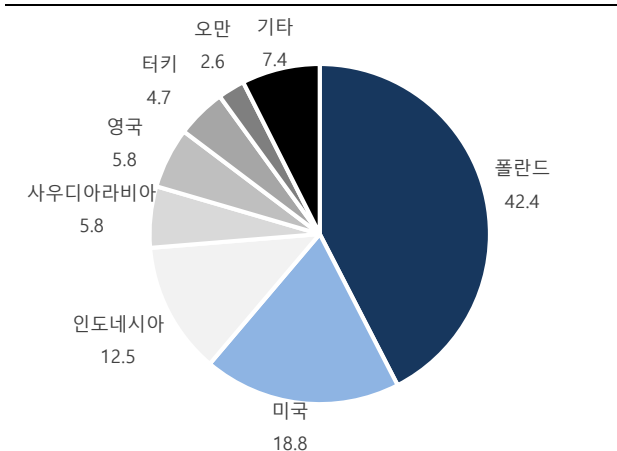
자료: KITA, iM증권 리서치본부

그림5. 국내 미국向 탄약류 수출금액 및 전년비 증가율



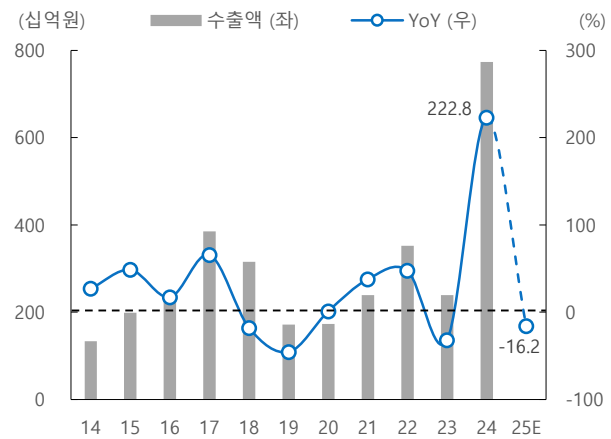
자료: KITA, iM증권 리서치본부

그림6. 25년 국내 탄약류 수출액 국가별 비중



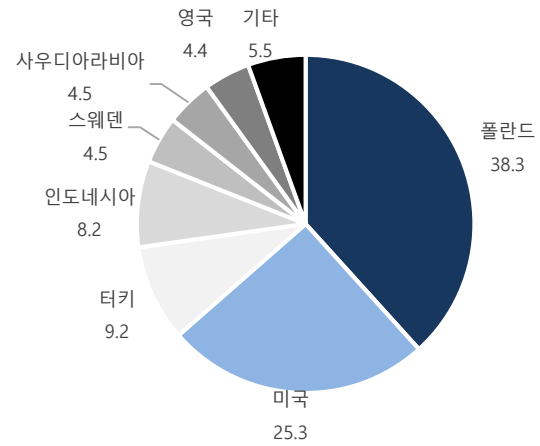
자료: KITA, iM증권 리서치본부

그림7. 국내 미국 외 向 탄약류 수출금액 및 전년비 증가율



자료: KITA, iM증권 리서치본부

그림8. 24년 국내 탄약류 수출액 국가별 비중



자료: KITA, iM증권 리서치본부

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

(십억원)	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25(a)	y-y	q-q
매출액	1,234	1,129	1,228	1,156	1,294	4.9%	11.9%
영업이익	161	74	34	70	94	-42.0%	34.3%
세전이익	152	63	54	58	77	-49.0%	34.0%
지배주주순이익	111	48	40	42	64	-42.3%	54.6%
영업이익률	13.1%	6.6%	2.8%	6.0%	7.2%		
세전이익률	12.3%	5.6%	4.4%	5.0%	6.0%		
지배주주순이익률	9.0%	4.2%	3.3%	3.6%	5.0%		

자료: 풍산, iM증권 리서치본부

〈표2〉 풍산 분기별 실적 요약 및 전망 (K-IFRS 별도 기준)

(십억원)	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	2024	1Q25	2Q25P	3Q25E	4Q25E	2025E
매출액	715	978	830	980	3,503	826	1,014	879	1,045	3,764
영업이익	35	141	71	67	314	45	88	67	73	273
영업이익률	4.9%	14.4%	8.5%	6.9%	9.0%	5.4%	8.7%	7.6%	7.0%	7.3%

자료: 풍산, iM증권 리서치본부

〈표3〉 풍산 분기별 실적 요약 및 전망 (K-IFRS 연결 기준)

(십억원)	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	2024	1Q25	2Q25P	3Q25E	4Q25E	2025E
매출액	964	1,234	1,129	1,228	4,554	1,156	1,294	1,161	1,287	4,898
영업이익	54	161	74	34	324	70	94	73	84	321
세전이익	50	152	63	54	318	58	77	75	79	290
지배주주순이익	37	111	48	40	236	42	64	56	59	220
영업이익률	5.6%	13.1%	6.6%	2.8%	7.1%	6.0%	7.2%	6.3%	6.5%	6.5%
세전이익률	5.2%	12.3%	5.6%	4.4%	7.0%	5.0%	6.0%	6.5%	6.2%	5.9%
지배주주순이익률	3.8%	9.0%	4.2%	3.3%	5.2%	3.6%	5.0%	4.8%	4.6%	4.5%

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	4,898	4,923	4,936	5,000	-0.8%	-1.5%
영업이익	321	327	382	322	-16.0%	1.8%
세전이익	290	308	348	302	-16.7%	2.2%
지배주주순이익	220	228	256	223	-14.1%	2.2%
영업이익률	6.5%	6.7%	7.7%	6.4%	-1.2%p	0.2%p
세전이익률	5.9%	6.3%	7.1%	6.0%	-1.1%p	0.2%p
지배주주순이익률	4.5%	4.6%	5.2%	4.5%	-0.7%p	0.2%p

자료: 풍산, iM증권 리서치본부

K-IFRS 연결 요약 재무제표

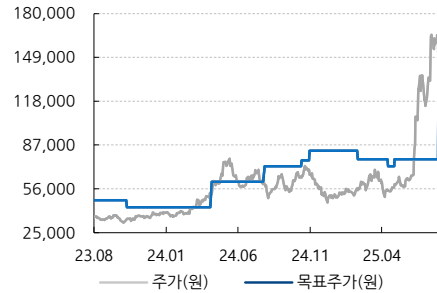
재무상태표					포괄손익계산서				
(십억원)	2024	2025E	2026E	2027E	(십억원, %)	2024	2025E	2026E	2027E
유동자산	2,562	2,532	2,659	2,748	매출액	4,554	4,898	4,923	5,072
현금 및 현금성자산	345	207	321	342	증가율(%)	10.4	7.5	0.5	3.0
단기금융자산	15	15	15	15	매출원가	3,938	4,308	4,322	4,454
매출채권	674	699	702	723	매출충이익	616	590	602	618
재고자산	1,459	1,543	1,551	1,598	판매비와관리비	292	269	274	282
비유동자산	1,535	1,545	1,516	1,489	연구개발비	13	14	14	14
유형자산	1,309	1,320	1,291	1,265	기타영업수익	-	-	-	-
무형자산	13	12	11	11	기타영업비용	-	-	-	-
자산총계	4,097	4,078	4,174	4,237	영업이익	324	321	327	336
유동부채	1,359	1,205	1,156	1,062	증가율(%)	41.6	-1.0	2.2	2.5
매입채무	185	199	200	206	영업이익률(%)	7.1	6.5	6.7	6.6
단기차입금	393	443	343	243	이자수익	10	6	9	10
유동성장기부채	196	46	96	96	이자비용	37	33	28	22
비유동부채	539	494	444	394	지분법이익(손실)	-	-	-	-
사채	150	150	100	50	기타영업외손익	23	0	5	5
장기차입금	90	90	90	90	세전계속사업이익	318	290	308	324
부채총계	1,897	1,699	1,600	1,456	법인세비용	82	70	80	84
지배주주지분	2,199	2,379	2,574	2,781	세전계속이익률(%)	7.0	5.9	6.3	6.4
자본금	140	140	140	140	당기순이익	236	220	228	240
자본잉여금	495	495	495	495	순이익률(%)	5.2	4.5	4.6	4.7
이익잉여금	1,491	1,640	1,805	1,982	지배주주귀속 순이익	236	220	228	240
기타자본항목	74	104	134	164	기타포괄이익	30	30	30	30
비지배주주지분	-	-	-	-	총포괄이익	266	250	258	270
자본총계	2,199	2,379	2,574	2,781	지배주주귀속총포괄이익	-	-	-	-

현금흐름표					주요투자지표				
(십억원)	2024	2025E	2026E	2027E		2024	2025E	2026E	2027E
영업활동 현금흐름	40	117	340	288	주당지표(원)				
당기순이익	236	220	228	240	EPS	8,423	7,858	8,146	8,560
유형자산감가상각비	89	89	99	96	BPS	78,478	84,876	91,854	99,245
무형자산상각비	1	1	1	1	CFPS	11,621	11,050	11,710	11,988
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	17.2	16.6	15.8
무형자산의 처분(취득)	0	-	-	-	PBR	0.6	1.6	1.5	1.4
금융상품의 증감	-12	-	-	-	PCR	4.3	12.3	11.6	11.3
재무활동 현금흐름	90	-174	-174	-215	EV/EBITDA	4.5	10.5	9.6	9.1
단기금융부채의증감	-59	-100	-50	-100	Key Financial Ratio(%)				
장기금융부채의증감	152	-	-50	-50	ROE	11.3	9.6	9.2	9.0
자본의증감	-	-	-	-	EBITDA이익률	9.1	8.4	8.7	8.5
배당금지급	-33	-33	-33	-33	부채비율	86.3	71.4	62.2	52.4
현금및현금성자산의증감	-63	-138	114	21	순부채비율	21.3	21.3	11.4	4.4
기초현금및현금성자산	408	345	207	321	매출채권회전율(x)	7.4	7.1	7.0	7.1
기말현금및현금성자산	345	207	321	342	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
2023-10-11	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	38.1%	114.3%
2025-08-04	Hold	150,000		



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

종목투자의견은 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 2025-06-30 기준]

매수	중립(보유)	매도
92.5%	6.8%	0.7%