2025.02.11

풍산 (103140)

모멘텀 둔화에도 여전히 업종 내 최선호주

24.4Q 실적 단기 바닥, 25년 상반기 실적 지속적 개선

동사의 24.4Q 별도 영업이익 [673억원, -4.7% QoQ]은 시장 예상치 [1개월 컨센서스 540억원]을 하회했다. 이는 방산 부문 실적이 『1) 매출 가이던스 하회: [4,558억원 → 3,952억원] 2) 연말 상여금 인식 등에 따른 마진율 하락』 등으로 예상 대비 부진했기 때문이다. 연결 영업이익 [339억원, -54.4% QoQ]이 별도 영업이익을 하회했는데, PMX [미국 신동 자회사], PAC [미국 탄약 판매 법인] 등 자회사 실적이 인건비 등 대규모 1회성 비용 인식으로 적자 전환했기 때문이다. <표 1,2,3>

동사의 25.1Q 실적 [연결 영업이익 470억원, +38.6% QoQ]은 방산 매출 감소 등에 따른 본사 실적 부진 [별도 영업이익 340억원, -49.6% QoQ]에도 불구 자회사의 1회성 손실 인식 효과가 소멸되면서 전분기 대비 개선될 전망이다. <표 3> 동사 실적은 25.2Q에 의미있게 개선될 전망인데, 이는 2Q에 본사 상여금 인식이 완전히 종료되고, 방산 매출이 큰 폭으로 증가하기 때문이다. <표 2,3>

목표주가 7.7만원: 모멘텀 둔화에도 업종 내 최선호주

25년 동사의 영업 환경은 24년 대비 우호적이지는 않다. 구체적으로 다음과 같다.

첫째, 25년에도 민수 부문 부진은 당분간 지속될 전망이다. 신재생에너지, AI 데이터센터向 수요 증가 등 전기동 가격에 대한 긍정적 전망에도 동사 민수 판매량은 부진하다. <그림 1> Macro 불확실성, 중국 침체 등 실물 경기 부진은 물론, 공급 차질 등으로 촉발된 '높은' 전기동 가격 <그림 2>이 수요를 위축하고 있기 때문이다. 이러한 기조는 당분간 지속될 전망이다.

둘째, 여전히 호황 국면이나 25년 방산 부문 실적은 소폭 둔화될 전망이다. 25년에도 매출 증가세는 지속되나, 1) 수출 비중 하락, 2) 긴급 납기 수주 감소 등으로 마진율이 하락하기 때문이다. <그림 3> 25년 본사 기준 영업이익 가이던스 [2,594억원] 역시 24년 [3,140억원] 대비 낮게 제시된 것도 전술한 방산 부문 실적 둔화를 반영한 것이다. <그림 4> 24년 [지정학적 갈등 등으로] 업황이 지나치게 좋았던데 따른 착시효과이다. 여전히 업황은 호황이나 시장이 이를 모멘텀 둔화로 해석할 여지가 있다.

그러나 이 같은 방산 부문 모멘텀 둔화를 가정하더라도 동사 주가는 여전히 매력적이다. 보수적으로 산정한 방산 부문 가치는 주당 7.2만원 [시가총액기준 2.03조원, 25년 예상매출액 1.26조원, 세전이익률 18%, P/E 12x] 수준으로, 현 주가 (2/11 종가 54,900원)을 상회한다(이전 보고서에서 산정한 방산 부문 가치 8.2만원: 예상매출액 1.3조원, 세전이익률 18%, P/E 13x). 적용한 세전이익률은 24년 [20% 상회] 대비 보수적 수치이다. 여기에 동사의 보다 강화된 주주환원정책 역시 감안해야 한다. 동사의 24년 배당성향은 30%로 이전 3개년 평균 20% 대비 상향되었고, 주당 배당금 [DPS]은 2,600원으로 전년 [1,200원] 대비 크게 증가했다.

동사에 대한 투자의견 Buy를 유지하나, 목표주가를 7.7만원 [기존 8.3만원]으로 하향 조정한다. 수익 예상은 환율 상승 등을 반영하여 소폭 상향 조정했으나 <표 4> 방산 부문 모멘텀 둔화를 고려, 전술한 방산 부문 valuation 배수를 하향 조정했다. 목표주가는 12개월 예상 Forward BPS 80,898원에 Target P/B 0.95x [12개월 Forward ROE 9.0%]을 적용하여 산출했다. 트럼프 정부의 관세 부과 등 소재 업종 전반적으로 불확실성이 확대되는 시기, 동사의 안정적인 방산 부문 성장성은 분명 차별화된 포인트이다. 업종 내 최선호주를 유지한다.

iM증권

Company Brief

Buy (Maintain)

목표주가(12M)	77,000원(하향)
종가(2025.02.11)	54,900원
상승여력	40.3 %

Stock Indicator	
자본금	140십억원
발행주식수	2,802만주
시가총액	1,539십억원
외국인지분율	22.2%
52주 주가	37,950~77,300원
60일평균거래량	236,748주
60일평균거래대금	12.8십억원

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	2.6	-12.4	3.6	44.7
상대수익률	1.7	-12.7	5.5	47.8

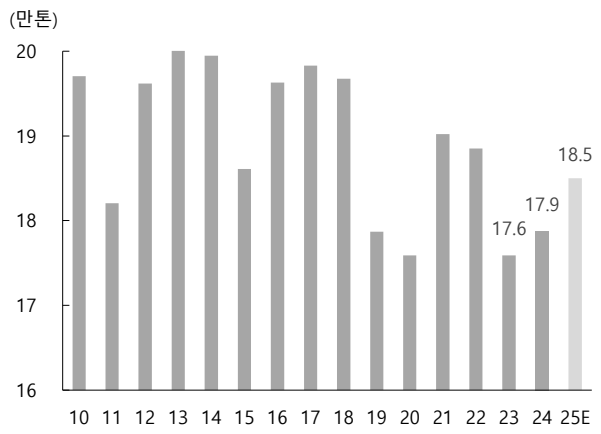
Price Trend

FY	2023	2024E	2025E	2026E
매출액(십억원)	4,125	4,554	4,850	5,007
영업이익(십억원)	229	324	295	297
순이익(십억원)	156	236	197	201
EPS(원)	5,582	8,422	7,043	7,157
BPS(원)	70,152	75,922	80,898	85,989
PER(배)	7.0	6.5	7.8	7.7
PBR(배)	0.6	0.7	0.7	0.6
ROE(%)	8.2	11.5	9.0	8.6
배당수익률(%)	3.1	4.7	3.6	3.6
EV/EBITDA(배)	4.3	4.6	4.9	4.5

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 민수 부문 판매량 및 전망

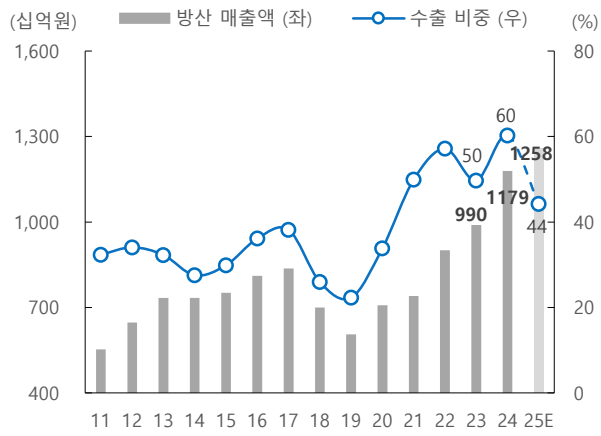


자료: 풍산, iM증권 리서치본부

그림2. LME 전기동 가격 및 TC 추이

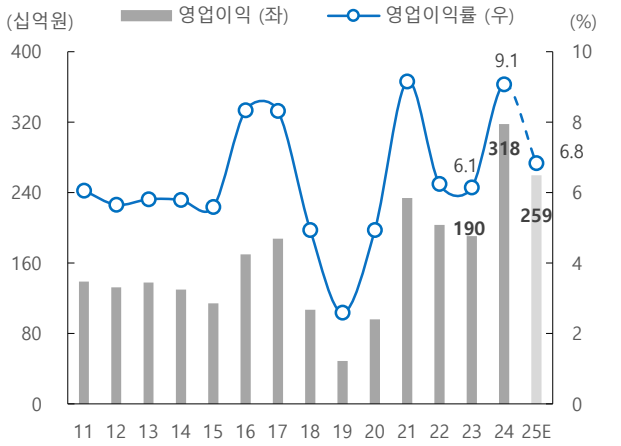
자료: Bloomberg, Fastmarkets, iM증권 리서치본부

그림3. 풍산 방산 부문 실적 및 25년도 회사 가이던스



자료: 풍산, iM증권 리서치본부

그림4. 풍산 별도 영업이익 추이 및 회사 가이던스



자료: 풍산, iM증권 리서치본부

〈표1〉 풍산 24.4Q 실적 Review (K-IFRS 연결 기준)

(십억원)	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24(a)	y-y	q-q
매출액	1,114	964	1,234	1,129	1,228	10.3%	8.7%
영업이익	58	54	161	74	34	-41.6%	-54.4%
세전이익	50	50	152	63	54	6.9%	-14.7%
지배주주순이익	37	37	111	48	40	9.5%	-15.4%
영업이익률	5.2%	5.6%	13.1%	6.6%	2.8%		
세전이익률	4.5%	5.2%	12.3%	5.6%	4.4%		
지배주주순이익률	3.3%	3.8%	9.0%	4.2%	3.3%		

자료: 풍산, iM증권 리서치본부

〈표2〉 풍산 분기별 실적 요약 및 전망 (K-IFRS 별도 기준)

(십억원)	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	**2024**	1Q25E	2Q25E	3Q25E	4Q25E	**2025E**
매출액	715	978	830	980	**3,503**	772	997	920	1,059	**3,748**
영업이익	35	141	71	67	**314**	34	77	66	70	**247**
영업이익률	4.9%	14.4%	8.5%	6.9%	**9.0%**	4.4%	7.8%	7.1%	6.6%	**6.6%**

자료: 풍산, iM증권 리서치본부

〈표3〉 풍산 분기별 실적 요약 및 전망 (K-IFRS 연결 기준)

(십억원)	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	**2024**	1Q25E	2Q25E	3Q25E	4Q25E	**2025E**
매출액	964	1,234	1,129	1,228	**4,554**	1,052	1,280	1,215	1,303	**4,850**
영업이익	54	161	74	34	**324**	47	89	77	82	**295**
세전이익	50	152	63	54	**318**	40	82	70	75	**267**
지배주주순이익	37	111	48	40	**236**	30	61	52	55	**197**
영업이익률	5.6%	13.1%	6.6%	2.8%	**7.1%**	4.5%	7.0%	6.3%	6.3%	**6.1%**
세전이익률	5.2%	12.3%	5.6%	4.4%	**7.0%**	3.8%	6.4%	5.8%	5.7%	**5.5%**
지배주주순이익률	3.8%	9.0%	4.2%	3.3%	**5.2%**	2.8%	4.8%	4.3%	4.2%	**4.1%**

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	4,850	5,007	4,645	4,805	**4.4%**	**4.2%**
영업이익	295	297	277	289	**6.5%**	**2.8%**
세전이익	267	271	252	267	**5.8%**	**1.5%**
지배주주순이익	197	201	186	197	**6.1%**	**1.8%**
영업이익률	6.1%	5.9%	6.0%	6.0%	**0.1%p**	**-0.1%p**
세전이익률	5.5%	5.4%	5.4%	5.6%	**0.1%p**	**-0.1%p**
지배주주순이익률	4.1%	4.0%	4.0%	4.1%	**0.1%p**	**-0.1%p**

자료: 풍산, iM증권 리서치본부

K-IFRS 연결 요약 재무제표

재무상태표

(십억원)	2023	2024E	2025E	2026E
유동자산	2,239	2,493	2,656	2,833
현금 및 현금성자산	408	444	476	582
단기금융자산	22	22	23	24
매출채권	564	642	683	705
재고자산	1,227	1,366	1,455	1,502
비유동자산	1,421	1,449	1,437	1,410
유형자산	1,183	1,212	1,200	1,173
무형자산	12	12	11	11
자산총계	3,661	3,942	4,093	4,242
유동부채	1,352	1,384	1,396	1,403
매입채무	183	182	194	200
단기차입금	328	428	428	428
유동성장기부채	143	140	140	140
비유동부채	342	430	430	430
사채	150	160	160	160
장기차입금	78	118	118	118
부채총계	1,695	1,814	1,826	1,832
지배주주지분	1,966	2,128	2,267	2,410
자본금	140	140	140	140
자본잉여금	495	495	495	495
이익잉여금	1,315	1,480	1,623	1,769
기타자본항목	16	13	10	6
비지배주주지분	-	-	-	-
자본총계	1,966	2,128	2,267	2,410

포괄손익계산서

(십억원,%)	2023	2024E	2025E	2026E
매출액	4,125	4,554	4,850	5,007
증가율(%)	-5.7	10.4	6.5	3.2
매출원가	3,684	3,986	4,301	4,448
매출총이익	441	569	549	558
판매비와관리비	212	245	254	261
연구개발비	11	12	13	14
기타영업수익	-	-	-	-
기타영업비용	-	-	-	-
영업이익	229	324	295	297
증가율(%)	-1.3	41.6	-8.9	0.7
영업이익률(%)	5.5	7.1	6.1	5.9
이자수익	5	9	10	12
이자비용	39	38	38	38
지분법이익(손실)	-	-	-	-
기타영업외손익	8	23	2	2
세전계속사업이익	201	318	267	271
법인세비용	45	82	69	70
세전계속이익률(%)	4.9	7.0	5.5	5.4
당기순이익	156	236	197	201
순이익률(%)	3.8	5.2	4.1	4.0
지배주주귀속 순이익	156	236	197	201
기타포괄이익	-3	-3	-3	-3
총포괄이익	153	233	194	197
지배주주귀속총포괄이익	-	-	-	-

현금흐름표

(십억원)	2023	2024E	2025E	2026E
영업활동 현금흐름	696	39	182	230
당기순이익	156	236	197	201
유형자산감가상각비	90	92	92	97
무형자산상각비	1	1	1	1
지분법관련손실(이익)	-	-	-	-
투자활동 현금흐름	-137	-121	-81	-71
유형자산의 처분(취득)	-136	-120	-80	-70
무형자산의 처분(취득)	-1	-	-	-
금융상품의 증감	0	-	-	-
재무활동 현금흐름	-306	112	-74	-57
단기금융부채의증감	-304	97	-	-
장기금융부채의증감	-	50	-	-
자본의증감	-	-	-	-
배당금지급	-28	-28	-28	-28
현금및현금성자산의증감	253	36	32	107
기초현금및현금성자산	155	408	443	476
기말현금및현금성자산	408	443	476	582

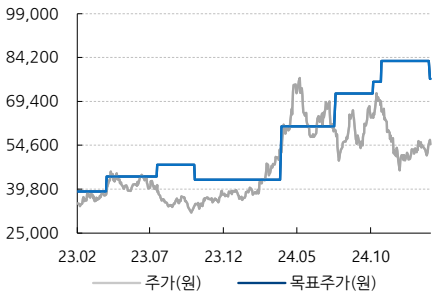
주요투자지표

	2023	2024E	2025E	2026E
주당지표(원)				
EPS	5,582	8,422	7,043	7,157
BPS	70,152	75,922	80,898	85,989
CFPS	8,819	11,709	10,331	10,632
DPS	1,200	2,600	2,000	2,000
Valuation(배)				
PER	7.0	6.5	7.8	7.7
PBR	0.6	0.7	0.7	0.6
PCR	4.4	4.7	5.3	5.2
EV/EBITDA	4.3	4.6	4.9	4.5
Key Financial Ratio(%)				
ROE	8.2	11.5	9.0	8.6
EBITDA이익률	7.7	9.1	8.0	7.9
부채비율	86.2	85.3	80.5	76.0
순부채비율	13.7	17.8	15.3	9.9
매출채권회전율(x)	7.1	7.6	7.3	7.2
재고자산회전율(x)	3.4	3.5	3.4	3.4

자료 : 풍산, iM증권 리서치본부

풍산 투자의견 및 목표주가 변동추이

일자	투자의견	목표주가	괴리율	
			평균주가대비	최고(최저)주가대비
2023-04-11	Buy	44,000	-4.8%	3.9%
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		



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 기관투자가 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 종가대비 해당종목의 예상 목표수익률을 의미함.
- Buy(매수): 추천일 종가대비 +15% 이상
- Hold(보유): 추천일 종가대비 -15% ~ 15% 내외 등락
- Sell(매도): 추천일 종가대비 -15% 이상

산업추천 투자등급
시가총액기준 산업별 시장비중대비 보유비중의 변화를 추천하는 것임
- Overweight(비중확대)
- Neutral(중립)
- Underweight(비중축소)

[투자등급 비율 2024-12-31 기준]

매수	중립(보유)	매도
92.4%	6.9%	0.7%