

풍산 (103140)

1Q24와 유사하게 시작할 1Q25

'25년 방산부문 이익 비중 감소 전망

세전이익 기준 방산부문 비중은 '21년 41%를 저점으로 3년 연속 증가하며 '24년 90%를 기록했으나 '25년은 방산부문 이익 비중 감소 전망. '25년 본사 기준 신동 판매량은 yoy +2% 증가가 예상되고 구리 가격은 달러 약세 이슈와 실물경기 우려가 뒤섞이며 전년과 유사한 톤당 9,100달러 수준 추정. 방산부문은 수출 대비 상대적으로 수익성이 낮은 내수 판매 확대 이슈 존재로 이익률은 하락할 것으로 판단. '20~'23년, 4년 연속 한국 탄약 수출 1위 국가는 미국이었으나 '24년은 폴란드가 1위 차지. 1Q25 폴란드향 수출은 없는 것으로 파악되며 미국 비중은 40%. '24년 폴란드향 탄약 수출은 현대로템 및 한화에어로스페이스와 맺은 공급계약에 의한 것으로 추정. '24년 사업보고서에 따르면 현대로템 계약잔액은 약 2,310억원(~'27년말), 한화에어로스페이스 계약잔액은 약 690억원(~'25년 4월말)으로 파악.

인적분할, 검토 가능성 낮아 보여

방산업종 내 타 종목 대비 낮은 Valuation이 방산부문 인적분할 이슈 발생시켜. 당사는 '08년 풍산홀딩스와 풍산으로 인적분할하며 최대주주 지배력 강화. 당시 10%대였던 류진 회장의 지분율은 현물출자에 의한 유상증자로 풍산홀딩스 지분을 30%대까지 확대. 그러나 현 시점에서는 조직관리 이슈와 자사주 신주배당 금지 등으로 인적분할이 최대주주 및 경영진에게 매력적이지는 않을 것으로 판단. 4Q는 계절적으로 판관비율이 높아지는 시기이기는 하나 4Q24는 예상을 상회한 수출제비용 및 매출채권 대손상각으로 전분기비 +4.8%p 상승한 10% 기록. 1Q25는 판관비가 다시 안정되며 신동부문 수익성 개선 전망. 방산부문 매출액은 yoy 유사할 것으로 예상되나 전분기비로는 계절성 등이 반영되며 -47% 감소 추정. 국내 주요 방산업체 '25~'26년 추정 ROE(컨센서스)가 17~24%이며 PER(12M fwd EPS)은 20~25x를 보이는 중. 당사의 '25~'26년 추정 ROE는 9%대로 방산과 함께 신동사업을 같이 영위하고 있는 점을 감안할 시 적정 PER 및 PBR은 9x 및 0.9x 수준으로 판단하며 '25년 영업이익 추정치 하향 등을 고려하여 목표주가를 74,000원으로 소폭 하향 조정.



이현수 철강/금속
hyunsoo.yi@yuantakorea.com

BUY (M)

목표주가 **74,000원 (D)**

직전 목표주가 **80,000원**

현재주가 (4/16) **54,800원**

상승여력 **35%**

시가총액	15,357억원
총발행주식수	28,024,278주
60일 평균 거래대금	224억원
60일 평균 거래량	369,476주
52주 고/저	77,300원 / 46,150원
외인지분율	20.37%
배당수익률	5.21%
주요주주	풍산홀딩스 외 4인

주가수익률 (%)	1개월	3개월	12개월
절대	(15.3)	0.7	(6.3)
상대	(11.2)	4.0	(0.1)
절대 (달러환산)	(13.7)	2.9	(8.4)

Quarterly earning Forecasts

(십억원, %)

	1Q25E	전년동기대비	전분기대비	컨센서스	컨센서스대비
매출액	1,093	13.5	-11.0	1,083	1.0
영업이익	49	-9.8	44.4	56	-12.7
세전계속사업이익	43	-13.2	-18.9	46	-5.6
지배순이익	33	-10.5	-18.0	35	-6.1
영업이익률 (%)	4.5	-1.1 %pt	+1.7 %pt	5.2	-0.7 %pt
지배순이익률 (%)	3.0	-0.8 %pt	-0.3 %pt	3.2	-0.2 %pt

자료: 유안타증권

Forecasts and valuations (K-IFRS 연결)

(십억원, 원, %, 배)

결산 (12월)	2023A	2024A	2025F	2026F
매출액	4,125	4,554	4,887	5,025
영업이익	229	324	301	320
지배순이익	156	236	217	234
PER	6.7	6.6	7.1	6.6
PBR	0.5	0.7	0.6	0.6
EV/EBITDA	4.2	4.9	5.3	4.4
ROE	8.2	11.3	9.5	9.6

자료: 유안타증권

금융투자분석사의 확인 및 중요 공시는 Appendix 참조

[표-1] 풍산 실적 추정

(단위: 십억원)

		2024	2025E	2026E	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25E	QoQ	YoY	2Q25E	3Q25E	4Q25E
환율 (원/달러)	분기평균	1,365	1,451	1,450	1,329	1,371	1,358	1,400	1,453	3.8%	9.3%	1,450	1,450	1,450
	1개월래깅	1,353	1,450	1,450	1,320	1,355	1,372	1,364	1,447	6.0%	9.5%	1,453	1,450	1,450
전기동가액 (달러/톤)	분기평균	9,150	9,082	9,226	8,441	9,756	9,211	9,191	9,347	1.7%	10.7%	8,957	8,910	9,112
	1개월래깅	9,102	9,065	9,211	8,350	9,434	9,335	9,290	9,080	-2.3%	8.7%	9,346	8,739	9,097
매출액		4,554	4,887	5,025	964	1,234	1,129	1,228	1,093	-11.0%	13.5%	1,279	1,162	1,353
	별도	3,503	3,767	3,869	715	978	830	980	812	-17.2%	13.5%	985	897	1,073
	별도 외	1,052	1,120	1,156	248	256	300	248	281	13.6%	13.2%	294	264	281
영업이익		324	301	320	54	161	74	34	49	44.4%	-9.8%	85	69	97
	이익률	7.1%	6.2%	6.4%	5.6%	13.1%	6.6%	2.8%	4.5%	1.7%p	-1.2%p	6.7%	6.0%	7.2%
	별도	314	257	273	35	141	71	67	36	-46.1%	2.9%	75	59	87
	이익률	9.0%	6.8%	7.1%	4.9%	14.4%	8.5%	6.9%	4.5%	-2.4%p	-0.5%p	7.6%	6.6%	8.1%
	별도 외	10	44	47	19	20	4	-33	13	흑전	-33.3%	11	10	10
	이익률	0.9%	3.9%	4.1%	7.7%	8.0%	1.2%	-13.5%	4.5%	18.0%p	-3.1%p	3.7%	3.8%	3.6%
세전이익		318	285	307	50	152	63	54	43	-18.9%	-13.2%	81	67	94
	이익률	7.0%	5.8%	6.1%	5.2%	12.3%	5.6%	4.4%	4.0%	-0.4%p	-1.2%p	6.3%	5.8%	6.9%
지배순이익		236	217	234	37	111	48	40	33	-18.0%	-10.5%	62	51	71
	이익률	5.2%	4.4%	4.6%	3.8%	9.0%	4.2%	3.3%	3.0%	-0.3%p	-0.8%p	4.8%	4.4%	5.3%

자료: 유안타증권

[표-2] 풍산 실적 추정 변경 내역

(단위: 십억원)

	변경 전			변경 후			변경 전 대비		
	1Q25E	2025E	2026E	1Q25E	2025E	2026E	1Q25E	2025E	2026E
매출액	1,204	4,993	5,190	1,093	4,887	5,025	-9.2%	-2.1%	-3.2%
영업이익	82	369	374	49	301	320	-40.3%	-18.5%	-14.3%
OPM	6.8%	7.4%	7.2%	4.5%	6.2%	6.4%	-2.3%p	-1.2%p	-0.8%p
지배순이익	55	260	268	33	217	234	-39.5%	-16.7%	-12.9%

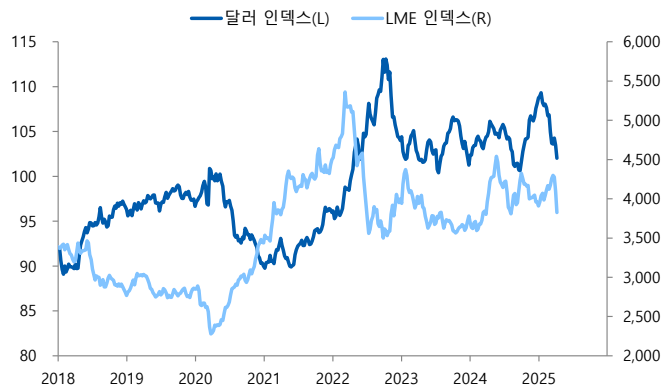
자료: 유안타증권

[표-3] 풍산 목표주가 산정

대상	항목	단위	해당 값	비고
풍산	ROE	(%)	9.6	25~26년 추정치 평균
	EPS	(원)	7,932	12M fwd EPS 추정치
	Target PER	(배)	9.0	신동사업 영위 반영
	적정주가 ¹⁾	(원)	71,388	
	BPS	(원)	85,802	25년말 추정치
	Target PBR	(배)	0.9	신동사업 영위 반영
	적정주가 ²⁾	(원)	77,222	
	1),2) 평균	(원)	74,000	100자리 반올림
비교군 ³⁾	ROE	(%)	21.8	25~26년 Consensus 평균
	PER	(배)	22.3	12M fwd EPS Consensus 평균

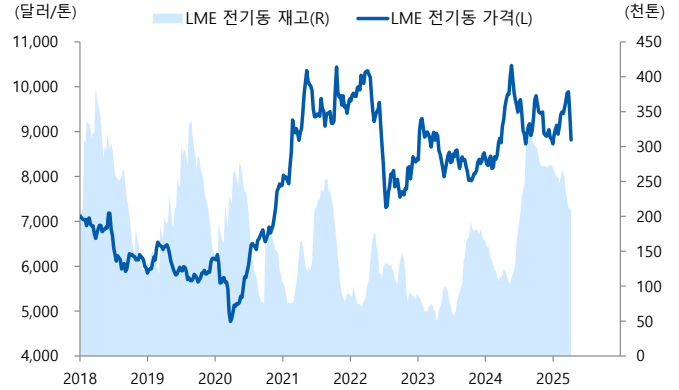
자료: 유안타증권, 주 3) 한화에어로스페이스, 한국항공우주, LG 넥스원

[그림-1] 달러 인덱스 및 LME 인덱스



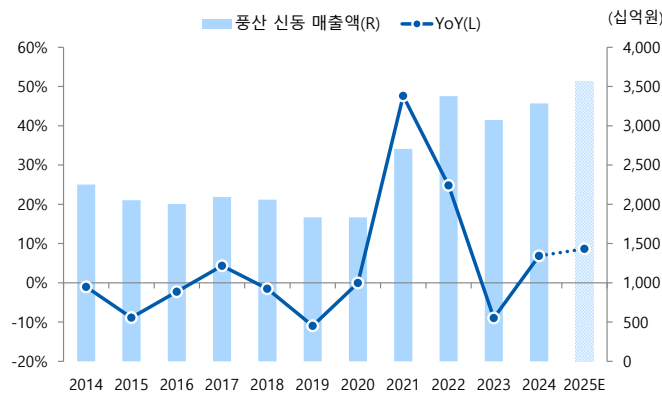
자료: Bloomberg, 주: 4/11 일 기준

[그림-2] LME 전기동 가격 및 재고



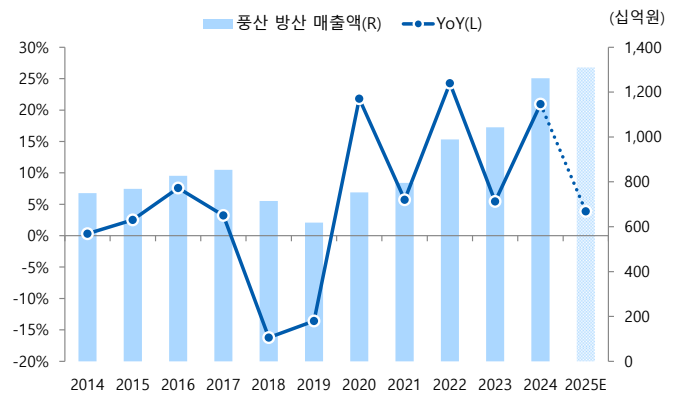
자료: Bloomberg, 주: 4/11 일 기준

[그림-3] 풍산 신동 매출액



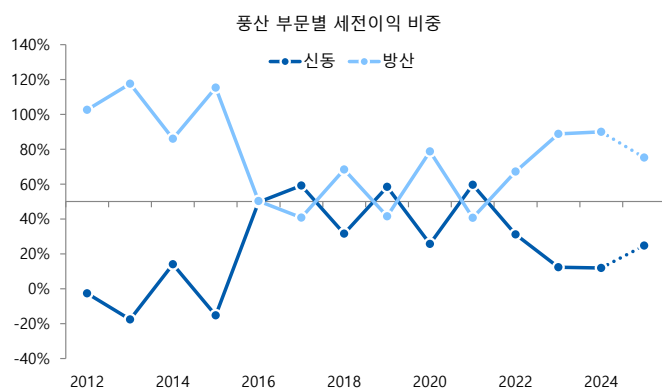
자료: 풍산, 주: '25 년은 유안타증권 추정

[그림-4] 풍산 방산 매출액



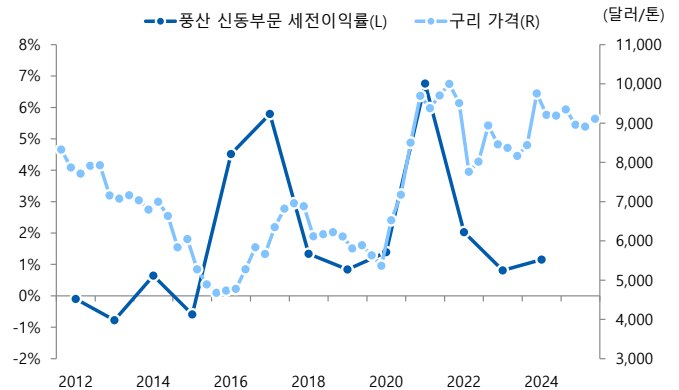
자료: 풍산, 주: '25 년은 유안타증권 추정

[그림-5] 풍산 부문별 세전이익 비중



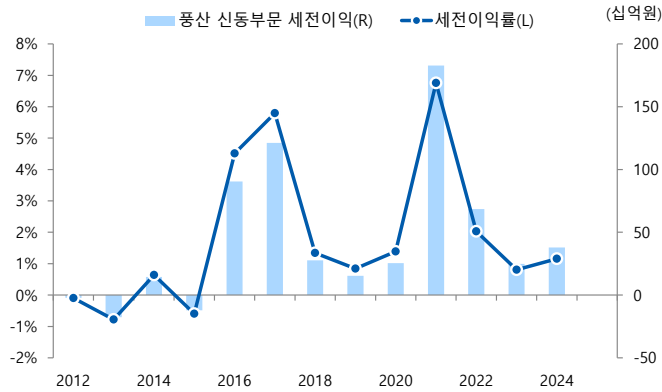
자료: 풍산, 주: '25 년은 유안타증권 추정

[그림-6] 구리 가격 및 풍산 신동부문 세전이익률



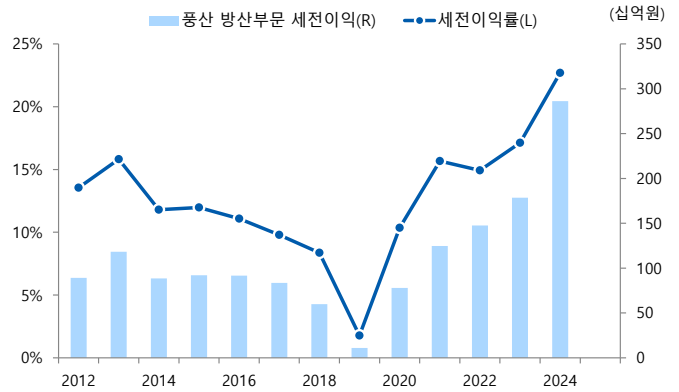
자료: Bloomberg, 풍산, 주: 2Q25~4Q25 구리 가격은 당사 추정

[그림-7] 풍산 신동부문 세전이익 및 세전이익률



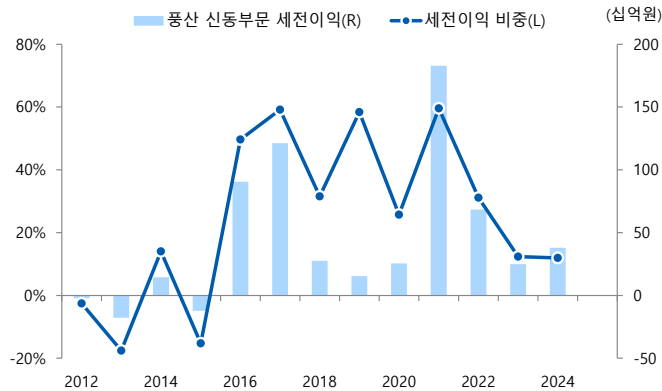
자료: 풍산

[그림-8] 풍산 방산부문 세전이익 및 세전이익률



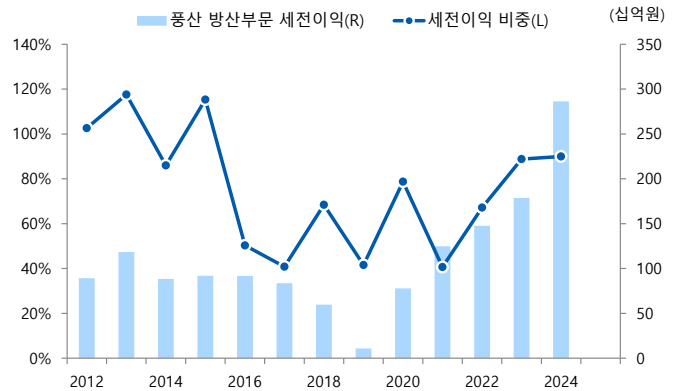
자료: 풍산

[그림-9] 풍산 신동부문 세전이익 및 비중



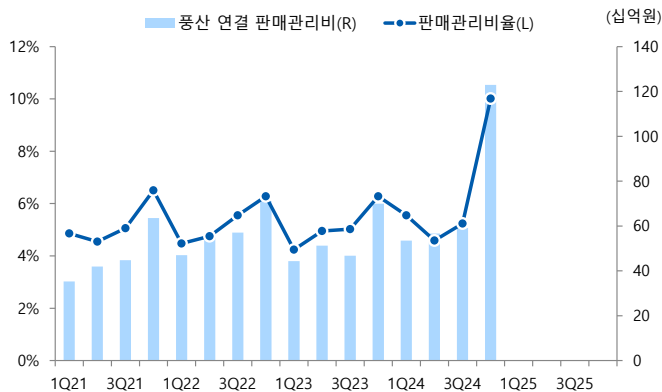
자료: 풍산

[그림-10] 풍산 방산부문 세전이익 및 비중



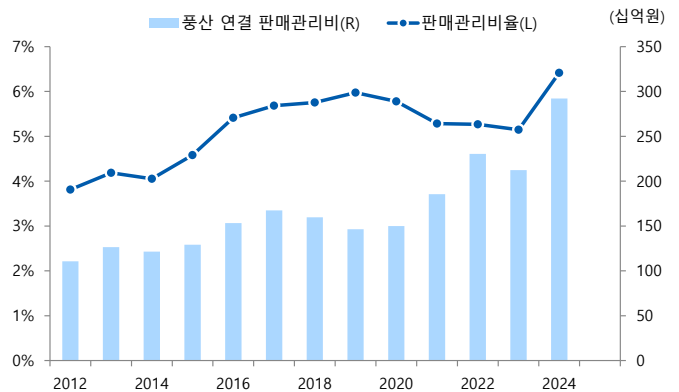
자료: 풍산

[그림-11] 풍산 연결 판매관리비 및 매출액 대비 비율 - 분기



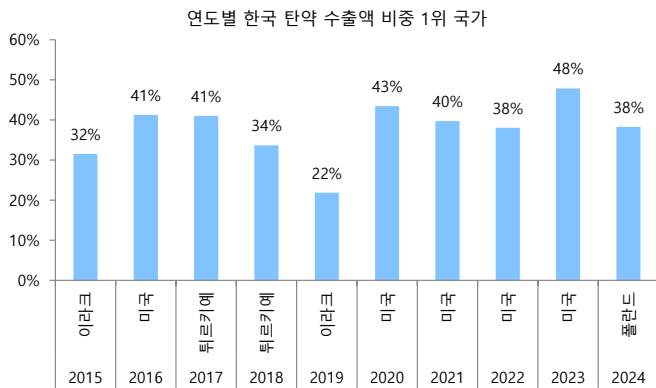
자료: 풍산

[그림-12] 풍산 연결 판매관리비 및 매출액 대비 비율 - 연간



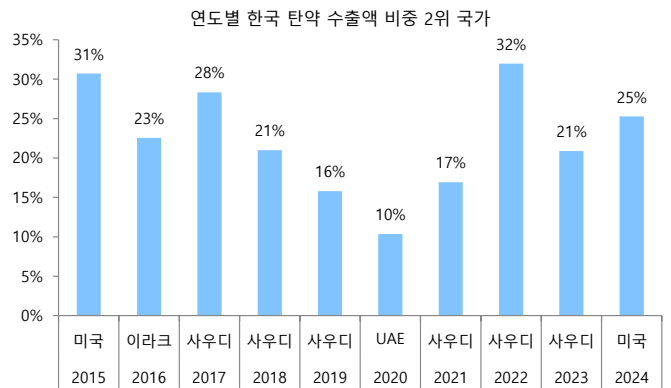
자료: 풍산

[그림-12] 연도별 한국 탄약 수출액 비중 1위 국가



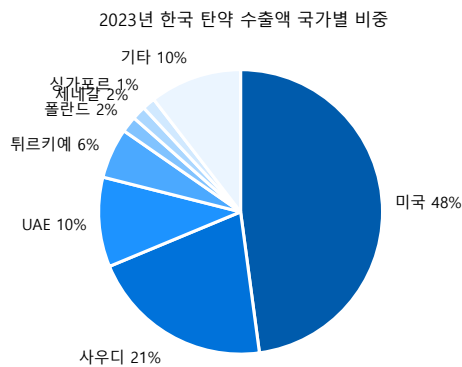
자료: 관세청

[그림-13] 연도별 한국 탄약 수출액 비중 2위 국가



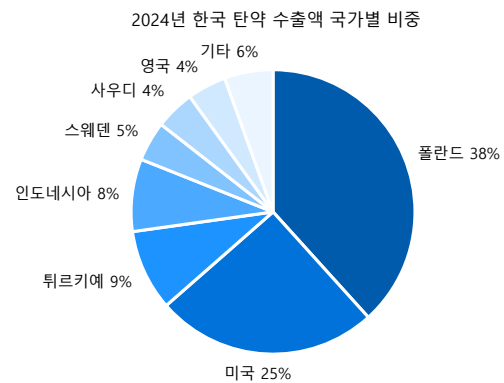
자료: 관세청

[그림-14] 2023년 한국 탄약 수출액 국가별 비중



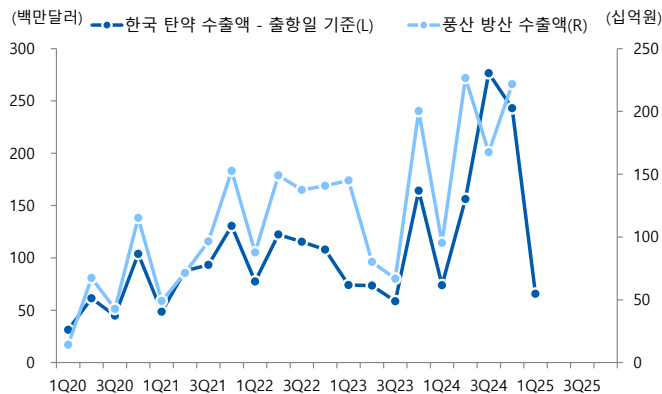
자료: 관세청

[그림-15] 2024년 한국 탄약 수출액 국가별 비중



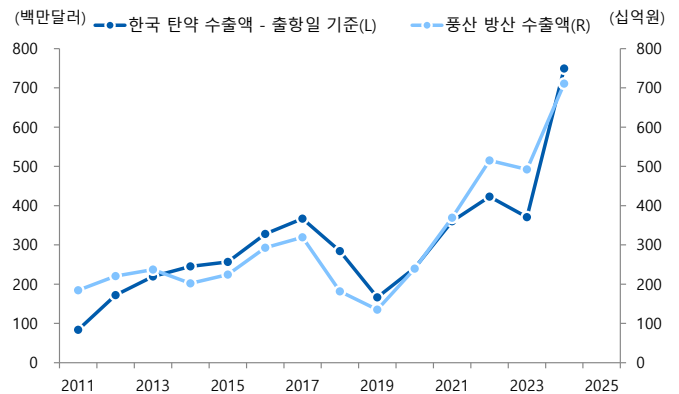
자료: 관세청

[그림-16] 한국 탄약 수출액 및 풍산 방산 수출액 - 분기



자료: 관세청, 주: 풍산 방산 수출액은 별도 기준

[그림-17] 한국 탄약 수출액 및 풍산 방산 수출액 - 연간



자료: 관세청, 주: 풍산 방산 수출액은 별도 기준

풍산 (103140) 추정재무제표 (K-IFRS 연결)

손익계산서		(단위: 십억원)				
결산(12월)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F	
매출액	4,125	4,554	4,887	5,025	5,151	
매출원가	3,684	3,938	4,322	4,434	4,533	
매출총이익	441	616	565	591	618	
판매비	212	292	264	270	277	
영업이익	229	324	301	320	341	
EBITDA	319	413	393	418	443	
영업외손익	-28	-5	-16	-13	-9	
외환관련손익	4	31	12	12	12	
이자손익	-34	-27	-24	-23	-18	
관계기업관련손익	0	0	0	0	0	
기타	2	-10	-3	-2	-2	
법인세비용차감전순손익	201	318	285	307	332	
법인세비용	45	82	68	74	80	
계속사업순손익	156	236	217	234	253	
중단사업순손익	0	0	0	0	0	
당기순이익	156	236	217	234	253	
지배지분순이익	156	236	217	234	253	
포괄순이익	153	266	217	234	253	
지배지분포괄이익	153	266	217	234	253	

주: 영업이익 산출 기준은 기존 k-GAAP과 동일. 즉, 매출액에서 매출원가와 판매비만 차감

현금흐름표	(단위: 십억원)				
결산(12월)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
영업활동 현금흐름	696	40	337	684	504
당기순이익	156	236	217	234	253
감가상각비	90	89	92	97	101
외환손익	4	-15	-12	-12	-12
중속, 관계기업관련손익	0	0	0	0	0
자산부채의 증감	454	-343	35	287	83
기타현금흐름	-9	73	5	79	79
투자활동 현금흐름	-137	-217	-138	-140	-141
투자자산	0	9	1	0	-1
유형자산 증가 (CAPEX)	-136	-196	-140	-140	-140
유형자산 감소	1	1	0	0	0
기타현금흐름	-1	-31	1	0	0
재무활동 현금흐름	-306	90	-1	-66	-65
단기차입금	-213	70	-1	0	0
사채 및 장기차입금	-90	66	0	0	0
자본	0	0	0	0	0
현금배당	0	0	0	-66	-66
기타현금흐름	-4	-46	0	0	0
연결범위변동 등 기타	0	24	-269	-255	-230
현금의 증감	253	-63	-71	224	67
기초 현금	155	408	345	274	498
기말 현금	408	345	274	498	565
NOPLAT	229	324	301	320	341
FCF	560	-156	197	544	364

자료: 유안타증권

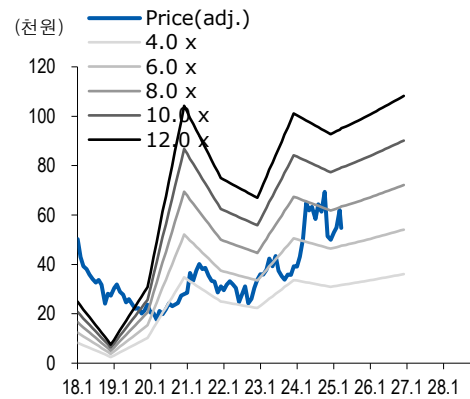
주: 1. EPS, BPS 및 PER, PBR은 지배주주 기준임
2. PER 등 valuation 지표의 경우, 확정치는 연평균 주가 기준, 전망치는 현재주가 기준임
3. ROE, ROA의 경우, 자본, 자산 항목은 연초, 연말 평균을 기준으로 함

재무상태표		(단위: 십억원)				
결산(12월)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F	
유동자산	2,239	2,562	2,633	2,740	2,922	
현금및현금성자산	408	345	274	498	565	
매출채권 및 기타채권	560	671	715	678	714	
재고자산	1,227	1,459	1,568	1,489	1,567	
비유동자산	1,421	1,535	1,581	1,624	1,663	
유형자산	1,183	1,309	1,357	1,401	1,439	
관계기업등 자본관련자산	3	3	3	3	3	
기타투자자산	33	45	44	44	44	
자산총계	3,661	4,097	4,214	4,363	4,585	
유동부채	1,352	1,359	1,385	1,370	1,398	
매입채무 및 기타채무	344	354	344	327	344	
단기차입금	328	393	393	393	393	
유동성장기부채	143	196	196	196	196	
비유동부채	342	539	485	482	488	
장기차입금	78	90	90	90	90	
사채	150	150	150	150	150	
부채총계	1,695	1,897	1,870	1,852	1,886	
지배지분	1,966	2,199	2,344	2,512	2,699	
자본금	140	140	140	140	140	
자본잉여금	495	495	495	495	495	
이익잉여금	1,315	1,491	1,636	1,804	1,991	
비지배지분	0	0	0	0	0	
자본총계	1,966	2,199	2,344	2,512	2,699	
순차입금	273	475	547	323	256	
총차입금	706	842	841	841	841	

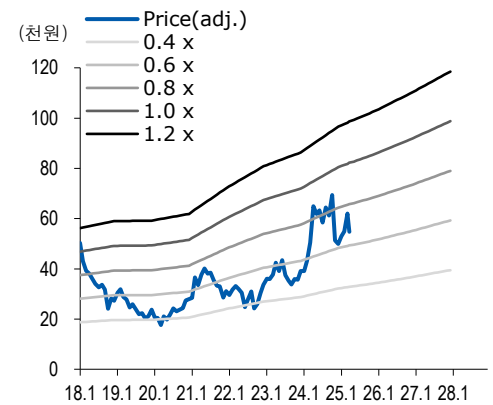
Valuation 지표	(단위: 원, 배, %)				
결산(12월)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
EPS	5,582	8,423	7,731	8,335	9,015
BPS	71,975	80,518	85,802	91,954	98,803
EBITDAPS	11,395	14,751	14,025	14,911	15,799
SPS	147,203	162,517	174,389	179,305	183,804
DPS	1,200	2,600	2,400	2,400	2,400
PER	6.7	6.6	7.1	6.6	6.1
PBR	0.5	0.7	0.6	0.6	0.6
EV/EBITDA	4.2	4.9	5.3	4.4	4.0
PSR	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3

재무비율		(단위: 배, %)				
결산(12월)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F	
매출액 증가율 (%)	-5.7	10.4	7.3	2.8	2.5	
영업이익 증가율 (%)	-1.3	41.6	-7.1	6.5	6.4	
지배순이익 증가율 (%)	-10.7	50.9	-8.2	7.8	8.2	
매출총이익률 (%)	10.7	13.5	11.6	11.8	12.0	
영업이익률 (%)	5.5	7.1	6.2	6.4	6.6	
지배순이익률 (%)	3.8	5.2	4.4	4.6	4.9	
EBITDA 마진 (%)	7.7	9.1	8.0	8.3	8.6	
ROIC	7.6	9.8	8.1	8.4	8.9	
ROA	4.4	6.1	5.2	5.4	5.6	
ROE	8.2	11.3	9.5	9.6	9.7	
부채비율 (%)	86.2	86.3	79.8	73.7	69.9	
순차입금/자기자본 (%)	13.9	21.6	23.3	12.8	9.5	
영업이익/금융비용 (배)	5.8	8.6	8.5	9.1	9.6	

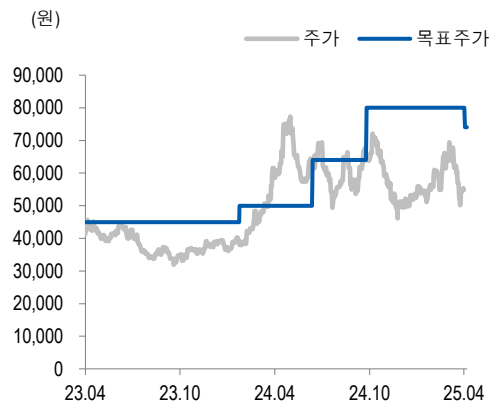
P/E band chart



P/B band chart



풍산 (103140) 투자등급 및 목표주가 추이



일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
2025-04-17	BUY	74,000	1년		
2024-10-10	BUY	80,000	1년	-27.34	-9.88
2024-06-28	HOLD	64,000	1년	-5.64	8.44
2024-02-08	BUY	50,000	1년	12.45	54.60
2023-04-29	1년 경과 이후		1년	-15.45	0.33
2022-04-29		45,000	1년	-30.77	1.56

자료: 유안타증권

주: 과리율 = (실제주가* - 목표주가) / 목표주가 X 100

* 1) 목표주가 제시 대상시점까지의 "평균주가"

2) 목표주가 제시 대상시점까지의 "최고(또는 최저) 주가"

구분	투자의견 비율(%)
Strong Buy(매수)	0
Buy(매수)	93
Hold(중립)	7
Sell(비중축소)	0
합계	100.0

주: 기준일 2025-04-17

※ 해외 계열회사 등이 작성하거나 공표한 리포트는 투자등급 비율 산정시 제외

Appendix

- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 타인의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인함. (작성자 : **이현수**)
- 당사는 자료공표일 현재 동 종목 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당 기업과 관련하여 특별한 이해관계가 없습니다.
- 당사는 동 자료를 전문투자자 및 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배우자는 자료공표일 현재 대상법인의 주식관련 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 종목 투자등급 (Guide Line): 투자기간 12개월, 절대수익률 기준 투자등급 4단계(Strong Buy, Buy, Hold, Sell)로 구분한다
- Strong Buy: +30%이상 Buy: 15%이상, Hold: -15% 미만 ~ +15% 미만, Sell: -15%이하로 구분
- 업종 투자등급 Guide Line: 투자기간 12개월, 시가총액 대비 업종 비중 기준의 투자등급 3단계(Overweight, Neutral, Underweight)로 구분
- 2014년 2월21일부터 당사 투자등급이 기존 3단계 + 2단계에서 4단계로 변경

본 자료는 투자자의 투자를 권유할 목적으로 작성된 것이 아니라, 투자자의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 작성된 참고 자료입니다. 본 자료는 금융투자분석사가 신뢰할만 하다고 판단되는 자료와 정보에 의거하여 만들어진 것이지만, 당사와 금융투자분석사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없습니다. 따라서, 본 자료를 참고한 투자자의 투자의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않습니다. 또한, 본 자료는 당사 투자자에게만 제공되는 자료로 당사의 동의 없이 본 자료를 무단으로 복제 전송 인용 배포하는 행위는 법으로 금지되어 있습니다.