

# 풍산 (103140)

## 신동과 방산, 같이 있을 때 시너지

### 2Q25(P): 매출액 1.3조원, 영업이익 940억원

영업이익, 당사 추정(1,160억원) 및 Consensus(1,120억원) 하회

1) 별도: 매출액(1조원)과 영업이익(880억원) 당사 추정(매출액 1조원, 영업이익 890억원) 부합. 방산 매출액 yoy +2% 증가했으나 내수/수출 비중 변화(내수:수출 2Q24 33:67, 2Q25 42:58). 이는 연초 동사가 밝힌 바와 같이 내수 공급 확대 이슈가 올해 발생했기 때문. 영업이익은 통상임금 관련 일회성 비용이 150억원 발생한 것을 감안할 경우 사실상 당사 추정 상회. 2) 별도 외: 동사 미국향 스포츠탄 판매를 담당하고 있는 PMC의 모회사인 PAC는 미국이 4월 초 단행한 10% 상호관세 영향에 따라 50억원의 관세를 선반영한 것으로 파악. 전분기 60억원 영업이익 기록했던 풍산FNS 당분기 19억원 기록하며 다소 감소.

### 신동사업과 방위산업, 서로 보완 관계

미국은 8/1일자로 구리 제품에 50% 관세 부과. 그러나 정광 및 스크랩 등은 제외. 해당 관세는 미국 내 구리 제품 가격 상승을 유발시킬 수는 있으나 미국 외 지역에 대한 영향은 제한적일 것으로 예상. 중국의 구리 수입량은 안정된 모습이나 정광 수입을 크게 늘리며 생산량 증가시켜. 중국의 높은 정광 수요가 수급측면에서 구리 가격에 영향 주고 있다는 판단.

방산 매출액 성장세가 가파르지만 여전히 신동사업 매출액이 약 3배 높아. 반면, 방산의 세전이익 비중은 '23~'24년 90% 가까이 기록. 다만 방산 소재로 구리가 사용되는 만큼 양 부문은 보완 관계. 6월 이후 방산부문에 긍정적 모멘텀(현대로템 K2 폴란드 2차 계약, 중동지역 지정학적 리스크 등)이 연달아 발생하며 국내 타 방산업체와 Valuation 차이 좁혀. 그럼에도 여전히 타 방산업체 대비 낮은 PER 및 PBR 수준을 형성. 이는 신동사업을 함께 영위하는 동사의 ROE가 상대적으로 낮기 때문으로 일정 부분 할인 불가피.

방산부문의 긍정적 흐름, 타 방산업체 Valuation 상승 등에 따라 Target PER 9.0x에서 16.0x(Target PBR 1.6x) 수준으로 조정하여 목표주가 74,000원에서 142,000원으로 상향. 다만 추가 상승여력은 부족하다고 판단되어 투자의견은 BUY에서 HOLD로 하향.



이현수 철강/비철금속  
hyunsoo.yi@yuantakorea.com

**HOLD (D)**

목표주가	142,000원 (U)
직전 목표주가	74,000원
현재주가 (8/1)	135,500원
상승여력	5%

시가총액	37,973억원
총발행주식수	28,024,278주
60일 평균 거래대금	760억원
60일 평균 거래량	654,749주
52주 고/저	165,000원 / 46,150원
외인지분율	23.92%
배당수익률	5.21%
주요주주	풍산홀딩스 외 4인

주가수익률 (%)	1개월	3개월	12개월
절대	9.5	128.5	132.8
상대	8.5	87.3	107.3
절대 (달러환산)	6.0	131.7	127.0

#### Quarterly earning Forecasts

(십억원, %)

	2Q25P	전년동기대비	전분기대비	컨센서스	컨센서스대비
매출액	1,294	4.9	11.9	1,296	-0.2
영업이익	94	-42.0	34.2	112	-16.1
세전계속사업이익	77	-49.0	33.9	103	-25.1
지배순이익	64	-42.3	54.6	78	-17.5
영업이익률 (%)	7.2	-5.9 %pt	+1.2 %pt	8.6	-1.4 %pt
지배순이익률 (%)	5.0	-4.0 %pt	+1.4 %pt	6.0	-1.0 %pt

자료: 유안타증권

#### Forecasts and valuations (K-IFRS 연결)

(십억원, 원, %, 배)

결산 (12월)	2023A	2024A	2025F	2026F
매출액	4,125	4,554	5,065	5,135
영업이익	229	324	335	351
지배순이익	156	236	227	241
PER	6.7	6.6	16.7	15.7
PBR	0.5	0.7	1.6	1.5
EV/EBITDA	4.2	4.9	10.7	9.8
ROE	8.2	11.3	10.0	9.9

자료: 유안타증권

금융투자분석사의 확인 및 중요 공시는 Appendix 참조

[표-1] 풍산 실적 추정

(단위: 십억원)

		2024	2025E	YoY	2026E	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25P	QoQ	YoY	3Q25E	4Q25E
환율 (원/달러)	분기평균	1,365	1,404	2.8%	1,380	1,329	1,371	1,358	1,400	1,453	1,401	-3.5%	2.2%	1,380	1,380
	1개월래깅	1,353	1,408	4.1%	1,380	1,320	1,355	1,372	1,364	1,447	1,430	-1.1%	5.5%	1,375	1,380
전기동가액 (달러/톤)	분기평균	9,150	9,601	4.9%	9,743	8,441	9,756	9,211	9,191	9,347	9,519	1.8%	-2.4%	9,835	9,704
	1개월래깅	9,102	9,541	4.8%	9,727	8,350	9,434	9,335	9,290	9,080	9,481	4.4%	0.5%	9,835	9,770
매출액 <sup>1)</sup>		4,554	5,065	11.2%	5,135	964	1,234	1,129	1,228	1,156	1,294	11.9%	4.9%	1,251	1,364
	별도	3,503	3,846	9.8%	3,926	715	978	830	980	826	1,014	22.7%	3.7%	939	1,066
	별도 외	2,082	2,256	8.4%	2,273	480	534	542	525	559	548	-2.0%	2.5%	569	580
	(연결조정)	-1,030	-1,036	-	-1,064	-232	-278	-243	-277	-230	-268	-	-	-257	-282
	신동사업	3,284	3,697	12.6%	3,737	765	877	815	828	914	925	1.2%	5.5%	937	921
	방위산업 기타부문	1,261 9	1,353 9	7.3% 0.6%	1,390 9	197 2	355 2	312 2	398 2	239 2	361 2	50.7% 0.0%	1.8% 1.4%	312 2	440 2
영업이익		324	335	3.6%	351	54	161	74	34	70	94	34.2%	-42.0%	87	86
	이익률	7.1%	6.6%	-0.5%p	6.8%	5.6%	13.1%	6.6%	2.8%	6.0%	7.2%	1.2%p	-5.8%p	6.9%	6.3%
	별도	314	284	-9.6%	307	35	141	71	67	45	88	96.6%	-37.6%	76	75
	이익률	9.0%	7.4%	-1.6%p	7.8%	4.9%	14.4%	8.5%	6.9%	5.4%	8.7%	3.3%p	-5.7%p	8.1%	7.1%
	별도 외	10	52	432.0%	44	19	20	4	-33	25	6	-77.6%	-72.7%	11	10
이익률 <sup>2)</sup>	0.9%	4.2%	3.3%p	3.6%	7.6%	8.0%	1.2%	-13.5%	7.6%	2.0%	-5.6%p	-6.0%p	3.5%	3.4%	
세전이익		318	295	-7.3%	318	50	152	63	54	58	77	33.9%	-49.0%	81	78
	이익률	7.0%	5.8%	-1.2%p	6.2%	5.2%	12.3%	5.6%	4.4%	5.0%	6.0%	1.0%p	-6.3%p	6.5%	5.8%
지배순이익		236	227	-3.7%	241	37	111	48	40	42	64	54.6%	-42.3%	62	60
	이익률	5.2%	4.5%	-0.7%p	4.7%	3.8%	9.0%	4.2%	3.3%	3.6%	5.0%	1.4%p	-4.1%p	4.9%	4.4%

자료: 유안타증권, 1) 사업부문별 매출액은 연결조정 후 기준 / 2) 별도 외 OPM 계산 시 매출액은 연결조정 포함 / 3) 잠정실적 사업부문별 매출액은 당사 추정

[표-2] 풍산 실적 추정 변경 내역

(단위: 십억원)

	변경 전			변경 후			변경 전 대비		
	2Q25E	2025E	2026E	2Q25P	2025E	2026E	2Q25P	2025E	2026E
매출액	1,363	5,159	5,218	1,294	5,065	5,135	-5.0%	-1.8%	-1.6%
영업이익	116	347	345	94	335	351	-19.5%	-3.3%	1.7%
OPM	8.5%	6.7%	6.6%	7.2%	6.6%	6.8%	-1.3%p	-0.1%p	0.2%p
지배순이익	83	238	240	64	227	241	-22.8%	-4.7%	0.5%

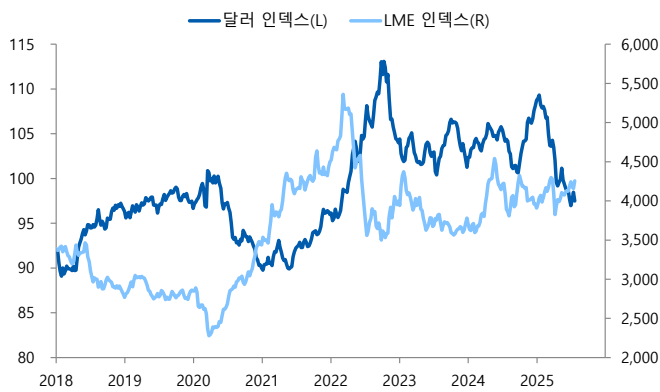
자료: 유안타증권

[표-3] 풍산 목표주가 산정

대상	항목	단위	해당 값	비고
풍산	ROE	(%)	9.9	26년 추정치
	EPS	(원)	8,616	26년 추정치
	Target PER	(배)	15.9	신동사업 영위 반영
	적정주가 <sup>1)</sup>	(원)	136,874	
	BPS	(원)	92,551	26년말 추정치
	Target PBR	(배)	1.6	신동사업 영위 반영
	적정주가 <sup>2)</sup>	(원)	149,030	
	1),2) 평균	(원)	142,000	100자리 반올림
비교군 <sup>3)</sup>	ROE	(%)	24.7	26년 Consensus 평균
	PER	(배)	24.4	26년 Consensus 평균
	PBR	(배)	5.4	26년말 Consensus 평균

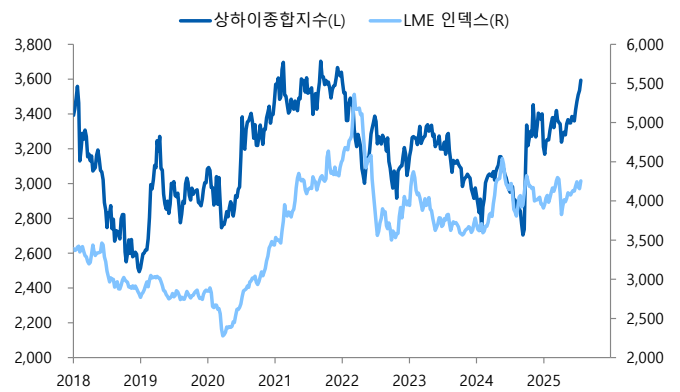
자료: 유안타증권, 주 3) 한화에어로스페이스, 현대로템, LG 넥스원, 한국항공우주

[그림-1] 달러 인덱스 및 LME 인덱스



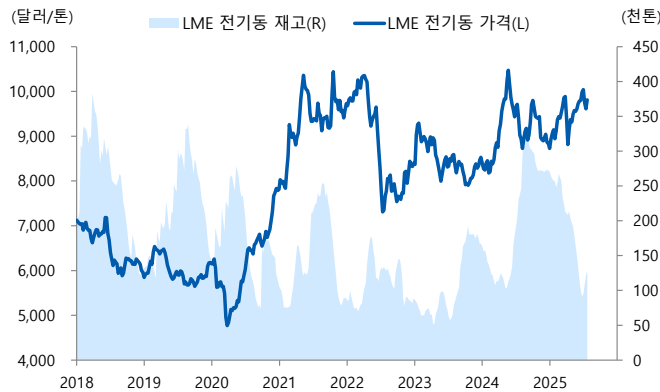
자료: Bloomberg

[그림-2] 상하이종합지수 및 LME 인덱스



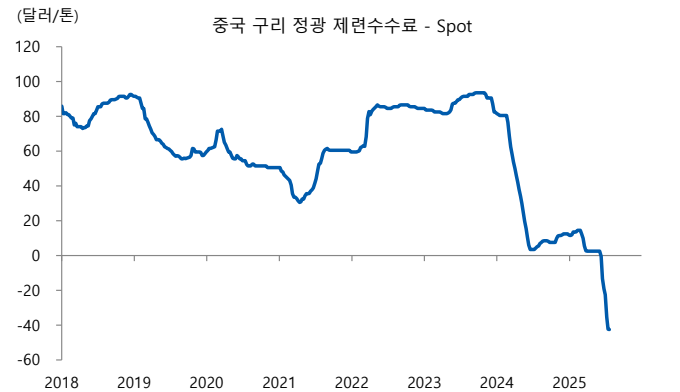
자료: Bloomberg

[그림-3] LME 전기동 가격 및 재고



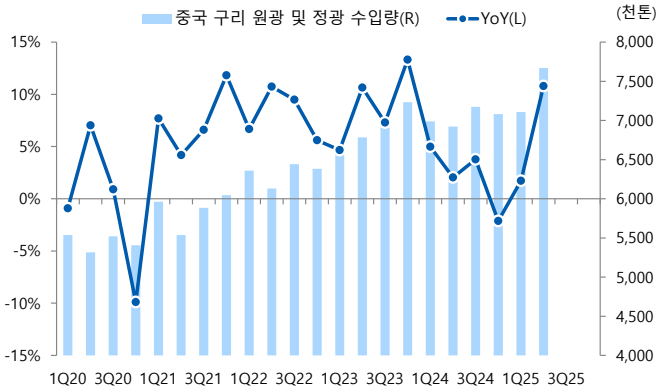
자료: Bloomberg

[그림-4] 중국 구리 정광 제련수수료



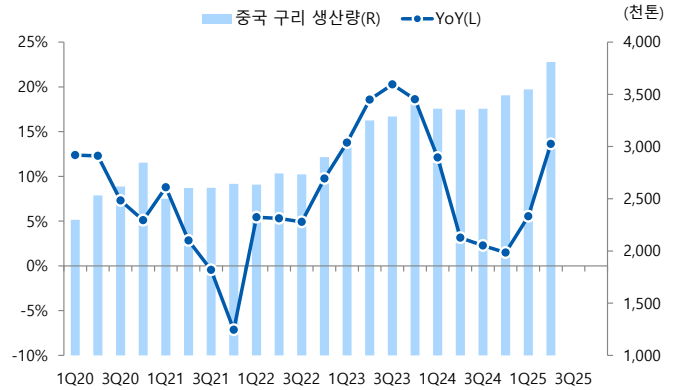
자료: Bloomberg

[그림-5] 중국 구리 원광 및 정광 수입량



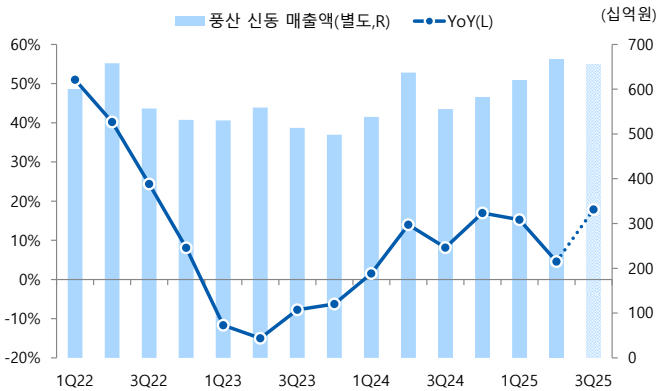
자료: General Administration of Customs

[그림-6] 중국 구리 생산량



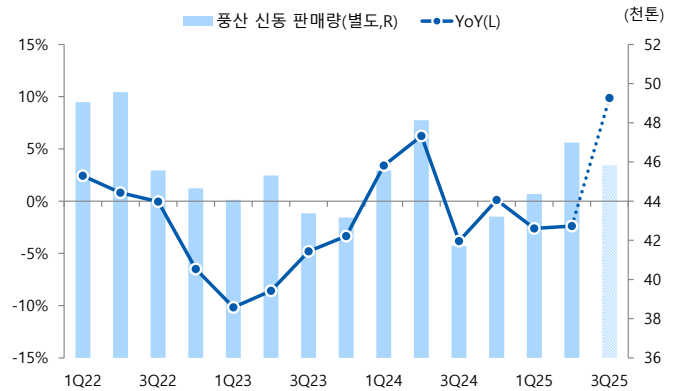
자료: National Bureau of Statistics

[그림-7] 풍산 신동 매출액 - 별도



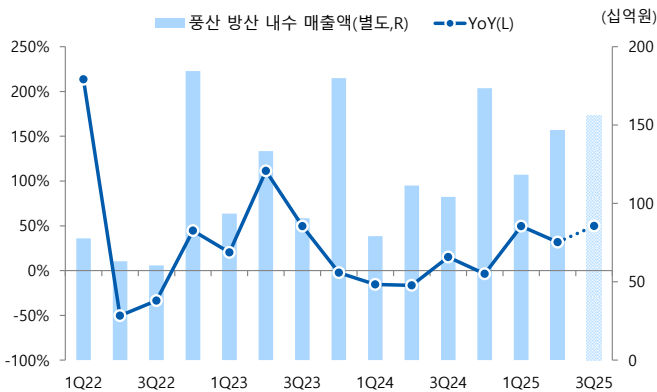
자료: 풍산, 주: 3Q25 은 유인타증권 추정

[그림-8] 풍산 신동 판매량 - 별도



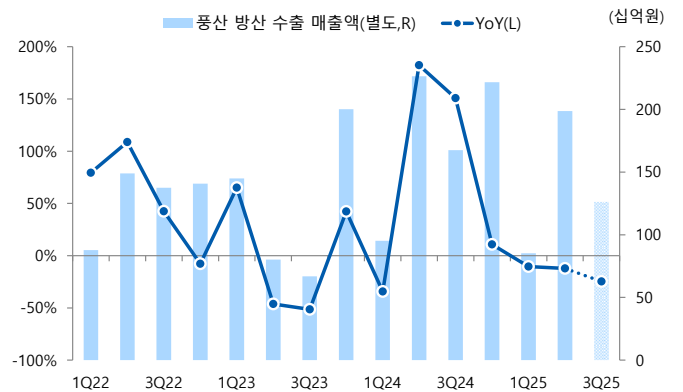
자료: 풍산, 주: 3Q25 은 유인타증권 추정

[그림-9] 풍산 방산 내수 매출액 - 별도



자료: 풍산, 주: 3Q25 은 유인타증권 추정

[그림-10] 풍산 방산 수출 매출액 - 별도



자료: 풍산, 주: 3Q25 은 유인타증권 추정

풍산 (103140) 추정재무제표 (K-IFRS 연결)

손익계산서 (단위: 십억원)					
결산(12월)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액	4,125	4,554	5,065	5,135	5,262
매출원가	3,684	3,938	4,453	4,503	4,609
매출충이익	441	616	612	633	652
판매비	212	292	277	282	289
영업이익	229	324	335	351	364
EBITDA	319	413	425	445	463
영업외손익	-28	-5	-40	-33	-29
외환관련손익	4	31	2	3	3
이자손익	-34	-27	-30	-29	-25
관계기업관련손익	0	0	0	0	0
기타	2	-10	-12	-7	-7
법인세비용차감전순이익	201	318	295	318	335
법인세비용	45	82	68	76	80
계속사업순이익	156	236	227	241	254
중단사업순이익	0	0	0	0	0
당기순이익	156	236	227	241	254
지배지분순이익	156	236	227	241	254
포괄순이익	153	266	228	241	254
지배지분포괄이익	153	266	228	241	254

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	16	675	511
당기순이익	156	236	227	241	254
감가상각비	90	89	89	94	99
외환손익	4	-15	-4	-3	-3
중속, 관계기업관련손익	0	0	0	0	0
자산부채의 증감	454	-343	-331	291	110
기타현금흐름	-9	73	36	51	51
투자활동 현금흐름	-137	-217	-138	-139	-141
투자자산	0	9	11	1	-1
유형자산 증가 (CAPEX)	-136	-196	-146	-140	-140
유형자산 감소	1	1	0	0	0
기타현금흐름	-1	-31	-3	0	0
재무활동 현금흐름	-306	90	138	-68	-68
단기차입금	-213	70	103	0	0
사채 및 장기차입금	-90	66	0	0	0
자본	0	0	0	0	0
현금배당	0	0	0	-68	-68
기타현금흐름	-4	-46	35	0	0
연결범위변동 등 기타	0	24	-195	-264	-234
현금의 증감	253	-63	-178	203	67
기초 현금	155	408	345	167	370
기말 현금	408	345	167	370	438
NOPLAT	229	324	335	351	364
FCF	560	-156	-130	535	371

자료: 유안타증권

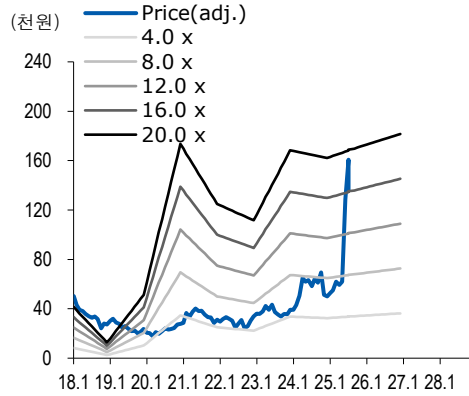
- 1. EPS, BPS 및 PER, PBR은 지배주주 기준임
- 2. PER 등 valuation 지표의 경우, 확정치는 연평균 증가 기준, 전망치는 현재주가 기준임
- 3. ROE, ROA의 경우, 자본, 자산 항목은 연초, 연말 평균을 기준으로 함

재무상태표 (단위: 십억원)					
결산(12월)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
유동자산	2,239	2,562	2,820	2,929	3,108
현금및현금성자산	408	345	167	370	438
매출채권 및 기타채권	560	671	800	770	804
재고자산	1,227	1,459	1,760	1,695	1,770
비유동자산	1,421	1,535	1,553	1,598	1,639
유형자산	1,183	1,309	1,347	1,393	1,434
관계기업 등 지분관련 자산	3	3	3	3	3
기타투자자산	33	45	25	24	25
자산총계	3,661	4,097	4,373	4,527	4,748
유동부채	1,352	1,359	1,493	1,475	1,502
매입채무 및 기타채무	344	354	426	411	429
단기차입금	328	393	497	497	497
유동성장기부채	143	196	196	196	196
비유동부채	342	539	525	524	531
장기차입금	78	90	90	90	90
사채	150	150	150	150	150
부채총계	1,695	1,897	2,019	1,999	2,033
지배지분	1,966	2,199	2,355	2,528	2,714
자본금	140	140	140	140	140
자본잉여금	495	495	495	495	495
이익잉여금	1,315	1,491	1,647	1,820	2,006
비지배지분	0	0	0	0	0
자본총계	1,966	2,199	2,355	2,528	2,714
순차입금	273	475	760	557	489
총차입금	706	842	945	944	945

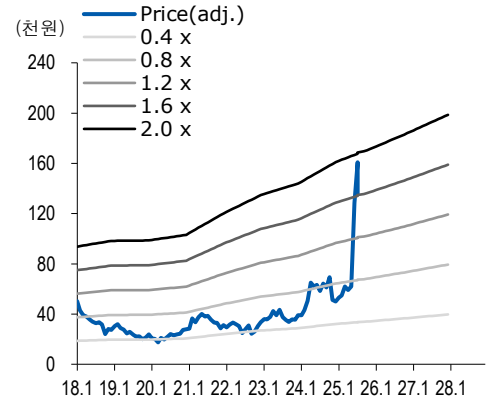
Valuation 지표 (단위: 원, 배, %)					
결산(12월)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
EPS	5,582	8,423	8,109	8,616	9,079
BPS	71,975	80,518	86,212	92,551	99,366
EBITDAPS	11,395	14,751	15,154	15,893	16,516
SPS	147,203	162,517	180,736	183,245	187,758
DPS	1,200	2,600	2,500	2,500	2,500
PER	6.7	6.6	16.7	15.7	14.9
PBR	0.5	0.7	1.6	1.5	1.4
EV/EBITDA	4.2	4.9	10.7	9.8	9.3
PSR	0.3	0.3	0.7	0.7	0.7

재무비율 (단위: 배, %)					
결산(12월)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액 증가율 (%)	-5.7	10.4	11.2	1.4	2.5
영업이익 증가율 (%)	-1.3	41.6	3.6	4.6	3.7
지배순이익 증가율 (%)	-10.7	50.9	-3.7	6.3	5.4
매출총이익률 (%)	10.7	13.5	12.1	12.3	12.4
영업이익률 (%)	5.5	7.1	6.6	6.8	6.9
지배순이익률 (%)	3.8	5.2	4.5	4.7	4.8
EBITDA 마진 (%)	7.7	9.1	8.4	8.7	8.8
ROIC	7.6	9.8	8.8	8.3	8.6
ROA	4.4	6.1	5.4	5.4	5.5
ROE	8.2	11.3	10.0	9.9	9.7
부채비율 (%)	86.2	86.3	85.7	79.1	74.9
순차입금/자기자본 (%)	13.9	21.6	32.3	22.0	18.0
영업이익/금융비용 (배)	5.8	8.6	8.9	9.2	9.5

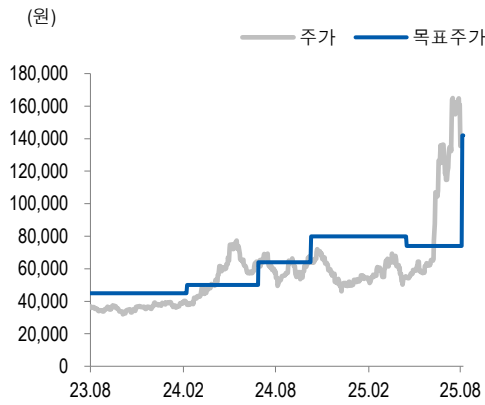
P/E band chart



P/B band chart



풍산 (103140) 투자등급 및 목표주가 추이



일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
2025-08-04	HOLD	142,000	1년		
2025-04-17	BUY	74,000	1년	35.06	122.97
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
2023-11-11	1년 경과 이후		1년	-16.21	-10.56
2022-11-11	BUY	45,000	1년	-18.18	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	투자 의견 비율(%)
Strong Buy(매수)	0
Buy(매수)	94.2
Hold(중립)	5.8
Sell(비중축소)	0
합계	100.0

주: 기준일 2025-08-01

※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)
- 본 조사분석 자료의 작성과 관련하여 당사의 금융투자분석사 이현수는 (주)풍산 의 기업설명회 등에 (주)풍산 의 비용으로 참석한 사실이 있음을 고지합니다.
- 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 투자사결정은 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.