

풍산 (103140)

변동성은 있으나 방향성은 유지

3Q25(P): 매출액 1.17조원, 영업이익 430억원

영업이익, 당사 추정(870억원) 및 Consensus(770억원) 하회

1) 별도: 영업이익 420억원으로 당사 추정(760억원) 하회. 신동 판매량(4.6만톤) 당사 예상치 부합. 방산 매출액 추정치 -20% 하회. 방산 내수, 대구경탄 수락시험 지연으로 매출 이월. 방산 수출, 대구경탄은 지장 없었으나 미국향 스포츠탄은 15% 관세 영향으로 시장 둔화 파악. 예상보다 낮은 방산 매출액과 가공비 등 비용 증가에 따라 영업이익이 기대에 미치지 못한 것으로 판단. 2) 별도 외: 미국은 8/1일부터 구리 반제품 및 파생제품에 대해 50% 관세 부과. 이에 따라 미국 내 구리 선물가격 변동성이 커지며 PMX가 원재료 관리에 어려움을 겪고 판매 역시 부진하여 수익성이 악화된 것으로 관측.

방산, 방향성이 바뀐 것은 아니다

3Q 방산 매출액(별도)은 2Q 실적발표 시 제시했던 가이던스 대비 내수 -26%, 수출 -8% 하회. 지연됐던 방산 내수 매출은 4Q에 반영될 것으로 전망. 당사 추정 '25년 방산 매출액(별도)은 1.24조원(내수 0.71조원, 수출 0.53조원)으로 2월 동사가 제시했던 가이던스(내수 0.70조원, 수출 0.56조원)와 유사할 것으로 판단. 상반기 155mm 자주포탄 생산능력 확대를 마무리했던 동사는 '26~'27년 120mm 활강포탄 생산능력 증대에 나설 것으로 관측. 방산 수출 특성상 분기별 매출 변동성은 클 수 있으나 방향성이 바뀐 것은 아니라고 판단.

변동성 대응에 어려움 있었으나 안정화 될 것으로 예상

단기적으로 구리 가격 변동성 확대와 내수 방산매출 관련 수락시험 지연이 실적에 부정적 영향을 주었으나 점차 안정화될 것으로 예상. 중장기적으로 견조한 구리 가격은 신동부문에, 증가한 대구경탄 수주는 생산능력 증대와 함께 방산부문에 긍정적 효과를 가져다 줄 것으로 기대. Target PER(16.0x) 및 PBR(1.6x)을 유지하여 목표주가 변화는 없으나 상승여력 증가로 인해 투자 의견은 BUY로 상향.



이현수 철강/비철금속
hyunsoo.yi@yuantakorea.com

BUY (U)

목표주가 142,000원 (M)

직전 목표주가 142,000원

현재주가 (10/31) 110,000원

상승여력 29%

시가총액	30,827억원
총발행주식수	28,024,278주
60일 평균 거래대금	412억원
60일 평균 거래량	327,819주
52주 고/저	165,000원 / 46,150원
외인지분율	20.40%
배당수익률	5.21%
주요주주	풍산홀딩스 외 4인

주가수익률 (%)	1개월	3개월	12개월
절대	(11.8)	(31.6)	58.5
상대	(26.5)	(45.9)	(1.4)
절대 (달러환산)	(13.1)	(33.4)	53.5

Quarterly earning Forecasts

(십억원, %)

	3Q25P	전년동기대비	전분기대비	컨센서스	컨센서스대비
매출액	1,174	4.0	-9.3	1,224	-4.1
영업이익	43	-42.8	-54.6	77	-44.7
세전계속사업이익	40	-35.8	-48.0	69	-41.4
지배순이익	32	-32.3	-49.8	52	-37.8
영업이익률 (%)	3.6	-3.0 %pt	-3.6 %pt	6.3	-2.7 %pt
지배순이익률 (%)	2.7	-1.5 %pt	-2.3 %pt	4.2	-1.5 %pt

자료: 유안타증권

Forecasts and valuations (K-IFRS 연결)

(십억원, 원, %, 배)

결산 (12월)	2023A	2024A	2025F	2026F
매출액	4,125	4,554	5,138	5,763
영업이익	229	324	293	353
지배순이익	156	236	202	243
PER	6.7	6.6	15.3	12.7
PBR	0.5	0.7	1.3	1.2
EV/EBITDA	4.2	4.9	10.0	8.2
ROE	8.2	11.3	9.0	10.2

자료: 유안타증권

금융투자분석사의 확인 및 중요 공시는 Appendix 참조

[표-1] 풍산 실적 추정

(단위: 십억원)

		2024	2025E	YoY	2026E	YoY	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25P	QoQ	YoY	4Q25E
환율	분기평균	1,365	1,418	4%	1,430	1%	1,329	1,371	1,358	1,400	1,453	1,401	1,386	-1%	2%	1,430
(원/달러)	1개월래깅	1,353	1,418	5%	1,430	1%	1,320	1,355	1,372	1,364	1,447	1,430	1,377	-4%	0%	1,417
전기동가액	분기평균	9,150	9,802	7%	10,911	11%	8,441	9,756	9,211	9,191	9,347	9,519	9,815	3%	7%	10,528
(달러/톤)	1개월래깅	9,102	9,645	6%	10,893	13%	8,350	9,434	9,335	9,290	9,080	9,481	9,758	3%	5%	10,261
매출액 ¹⁾		4,554	5,138	13%	5,763	12%	964	1,234	1,129	1,228	1,156	1,294	1,174	-9%	4%	1,514
	별도	3,503	3,896	11%	4,359	12%	715	978	830	980	826	1,014	871	-14%	5%	1,184
	별도 외	2,082	2,343	13%	2,663	14%	480	534	542	525	559	573	558	-3%	3%	653
	(연결조정)	-1,030	-1,101	-	-1,260	-	-232	-278	-243	-277	-230	-293	-255	-	-	-323
	신동사업	3,284	3,804	16%	4,376	15%	765	877	815	828	914	941	926	-2%	14%	1,023
	방위산업	1,261	1,326	5%	1,377	4%	197	355	312	398	239	351	247	-30%	-21%	488
	기타부문	9	9	0%	9	0%	2	2	2	2	2	2	2	0%	0%	2
영업이익		324	293	-9%	353	21%	54	161	74	34	70	94	43	-55%	-43%	87
	이익률	7.1%	5.7%	-1.4%p	6.1%	0.4%p	5.6%	13.1%	6.6%	2.8%	6.0%	7.2%	3.6%	-3.6%p	-3.0%p	5.8%
	별도	314	251	-20%	319	27%	35	141	71	67	45	88	42	-52%	-40%	76
	이익률	9.0%	6.4%	-2.5%p	7.3%	0.9%p	4.9%	14.4%	8.5%	6.9%	5.4%	8.7%	4.9%	-3.8%p	-3.7%p	6.4%
	별도 외	10	42	336%	35	-17%	19	20	4	-33	25	6	0	-98%	-96%	12
	이익률 ¹⁾	0.9%	3.4%	2.5%p	2.5%	-0.9%p	7.6%	8.0%	1.2%	-13.5%	7.6%	2.0%	0.0%	-2.0%p	-1.2%p	3.5%
세전이익		318	260	-18%	320	23%	50	152	63	54	58	77	40	-48%	-36%	84
	이익률	7.0%	5.1%	-1.9%p	5.6%	0.5%p	5.2%	12.3%	5.6%	4.4%	5.0%	6.0%	3.4%	-2.6%p	-2.1%p	5.6%
지배순이익		236	202	-14%	243	20%	37	111	48	40	42	64	32	-50%	-32%	64
	이익률	5.2%	3.9%	-1.3%p	4.2%	0.3%p	3.8%	9.0%	4.2%	3.3%	3.6%	5.0%	2.7%	-2.2%p	-1.5%p	4.2%

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

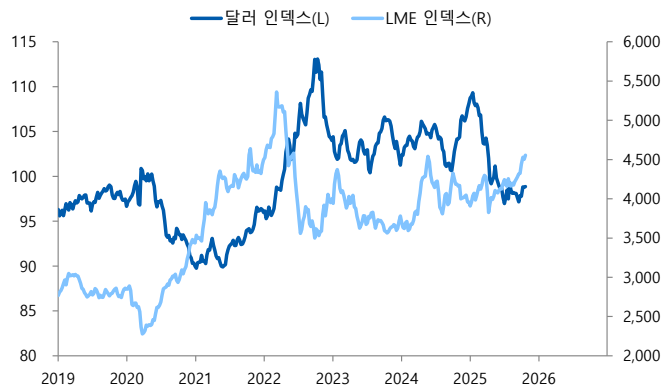
[표-2] 풍산 실적 추정 변경 내역

(단위: 십억원)

	변경 전			변경 후			변경 전 대비		
	3Q25E	2025E	2026E	3Q25P	2025E	2026E	3Q25P	2025E	2026E
매출액	1,251	5,065	5,135	1,174	5,138	5,763	-6.2%	1.4%	12.2%
영업이익	87	335	351	43	293	353	-50.9%	-12.6%	0.8%
OPM	6.9%	6.6%	6.8%	3.6%	5.7%	6.1%	-3.3%p	-0.9%p	-0.7%p
지배순이익	62	227	241	32	202	243	-47.9%	-11.1%	0.7%

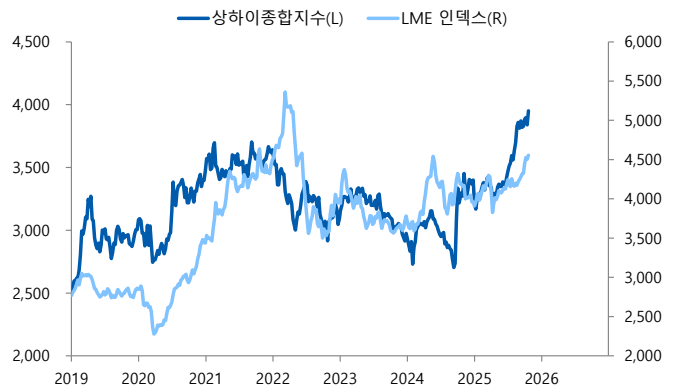
자료: 유안타증권

[그림-1] 달러 인덱스 및 LME 인덱스



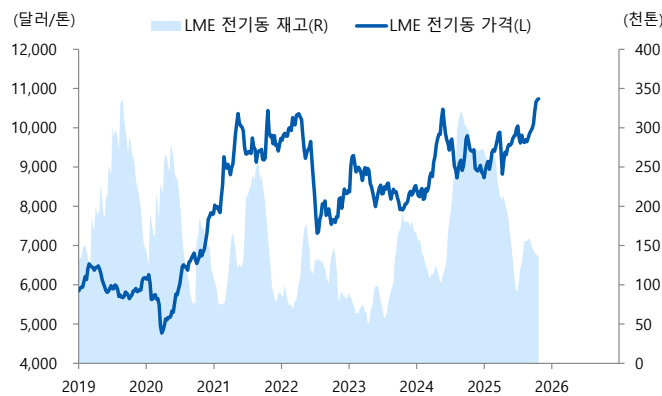
자료: Bloomberg

[그림-2] 상하이종합지수 및 LME 인덱스



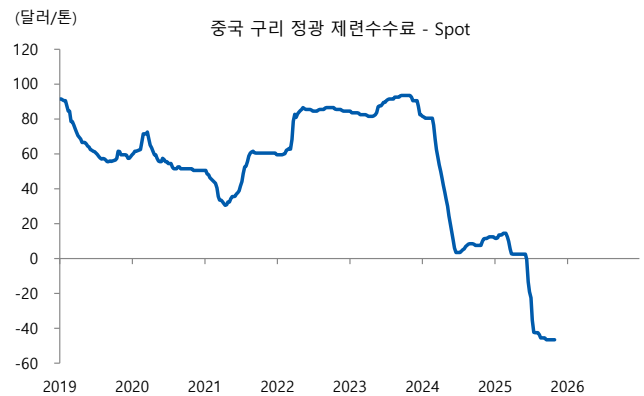
자료: Bloomberg

[그림-3] LME 전기동 가격 및 재고



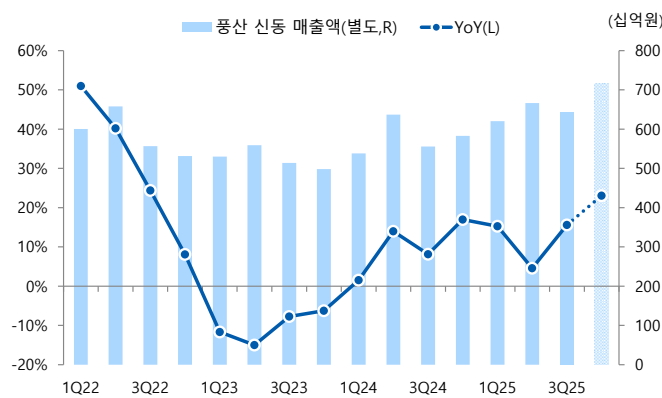
자료: Bloomberg

[그림-4] 중국 구리 정광 제련수수료



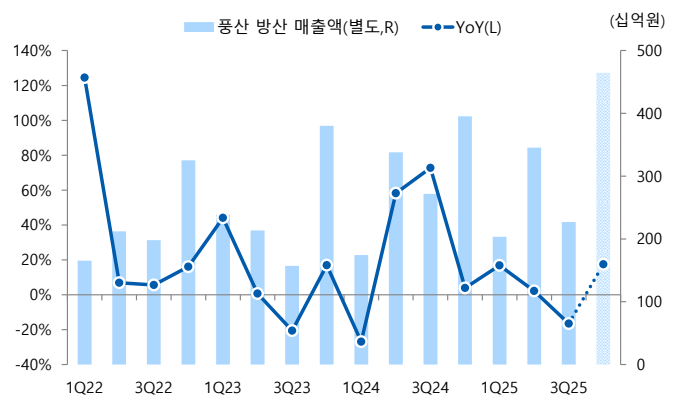
자료: Bloomberg

[그림-5] 풍산 신동 매출액 - 별도



자료: 풍산, 주: 4Q25 은 유안타증권 추정

[그림-6] 풍산 방산 매출액 - 별도



자료: 풍산, 주: 4Q25 은 유안타증권 추정

풍산 (103140) 추정재무제표 (K-IFRS 연결)

손익계산서		(단위: 십억원)				
결산(12월)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F	
매출액	4,125	4,554	5,138	5,763	5,901	
매출원가	3,684	3,938	4,563	5,094	5,211	
매출총이익	441	616	574	669	690	
판매비	212	292	281	316	323	
영업이익	229	324	293	353	367	
EBITDA	319	413	383	450	470	
영업외손익	-28	-5	-33	-34	-32	
외환관련손익	4	31	-14	-14	-14	
이자손익	-34	-27	-30	-35	-33	
관계기업관련손익	0	0	0	0	0	
기타	2	-10	11	16	16	
법인세비용차감전순이익	201	318	260	320	336	
법인세비용	45	82	58	77	81	
계속사업순이익	156	236	202	243	255	
중단사업순이익	0	0	0	0	0	
당기순이익	156	236	202	243	255	
지배지분순이익	156	236	202	243	255	
포괄순이익	153	266	173	243	255	
지배지분포괄이익	153	266	173	243	255	

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	-2	856	779
당기순이익	156	236	202	243	255
감가상각비	90	89	89	96	102
외환손익	4	-15	6	14	14
중속, 관계기업관련손익	0	0	0	0	0
자산부채의 증감	454	-343	-233	467	372
기타현금흐름	-9	73	-65	35	35
투자활동 현금흐름	-137	-217	-130	-160	-161
투자자산	0	9	18	0	0
유형자산 증가 (CAPEX)	-136	-196	-161	-160	-160
유형자산 감소	1	1	5	0	0
기타현금흐름	-1	-31	8	0	0
재무활동 현금흐름	-306	90	182	-54	-55
단기차입금	-213	70	75	0	0
사채 및 장기차입금	-90	66	41	0	0
자본	0	0	0	0	0
현금배당	0	0	0	-55	-55
기타현금흐름	-4	-46	65	0	0
연결범위변동 등 기타	0	24	-183	-500	-470
현금의 증감	253	-63	-134	142	94
기초 현금	155	408	345	211	353
기말 현금	408	345	211	353	447
NOPLAT	229	324	293	353	367
FCF	560	-156	-163	696	619

자료: 유안타증권

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

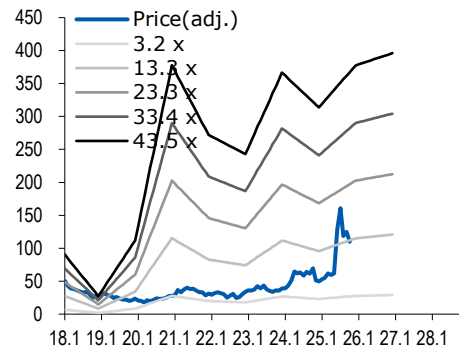
재무상태표		(단위: 십억원)				
결산(12월)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F	
유동자산	2,239	2,562	2,790	2,900	3,072	
현금및현금성자산	408	345	211	353	447	
매출채권 및 기타채권	560	671	745	738	760	
재고자산	1,227	1,459	1,739	1,715	1,769	
비유동자산	1,421	1,535	1,537	1,601	1,659	
유형자산	1,183	1,309	1,342	1,406	1,464	
관계기업등 지분관련자산	3	3	3	3	3	
기타투자자산	33	45	16	16	17	
자산총계	3,661	4,097	4,327	4,501	4,731	
유동부채	1,352	1,359	1,388	1,373	1,396	
매입채무 및 기타채무	344	354	383	376	388	
단기차입금	328	393	472	472	472	
유동성장기부채	143	196	113	113	113	
비유동부채	342	539	640	640	647	
장기차입금	78	90	85	85	85	
사채	150	150	279	279	279	
부채총계	1,695	1,897	2,028	2,014	2,043	
지배지분	1,966	2,199	2,299	2,487	2,688	
자본금	140	140	140	140	140	
자본잉여금	495	495	495	495	495	
이익잉여금	1,315	1,491	1,625	1,813	2,014	
비지배지분	0	0	0	0	0	
자본총계	1,966	2,199	2,299	2,487	2,688	
순차입금	273	475	732	590	496	
총차입금	706	842	958	958	958	

Valuation 지표		(단위: 원, 배, %)				
결산(12월)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F	
EPS	5,582	8,423	7,207	8,677	9,102	
BPS	71,975	80,518	84,162	91,065	98,403	
EBITDAPS	11,395	14,751	13,653	16,043	16,759	
SPS	147,203	162,517	183,330	205,632	210,581	
DPS	1,200	2,600	2,000	2,000	2,000	
PER	6.7	6.6	15.3	12.7	12.1	
PBR	0.5	0.7	1.3	1.2	1.1	
EV/EBITDA	4.2	4.9	10.0	8.2	7.6	
PSR	0.3	0.3	0.6	0.5	0.5	

재무비율		(단위: 배, %)				
결산(12월)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F	
매출액 증가율 (%)	-5.7	10.4	12.8	12.2	2.4	
영업이익 증가율 (%)	-1.3	41.6	-9.4	20.6	3.9	
지배순이익 증가율 (%)	-10.7	50.9	-14.4	20.4	4.9	
매출총이익률 (%)	10.7	13.5	11.2	11.6	11.7	
영업이익률 (%)	5.5	7.1	5.7	6.1	6.2	
지배순이익률 (%)	3.8	5.2	3.9	4.2	4.3	
EBITDA 마진 (%)	7.7	9.1	7.4	7.8	8.0	
ROIC	7.6	9.8	7.7	8.6	8.7	
ROA	4.4	6.1	4.8	5.5	5.5	
ROE	8.2	11.3	9.0	10.2	9.9	
부채비율 (%)	86.2	86.3	88.2	81.0	76.0	
순차입금/자기자본 (%)	13.9	21.6	31.8	23.7	18.4	
영업이익/금융비용 (배)	5.8	8.6	7.6	8.9	9.3	

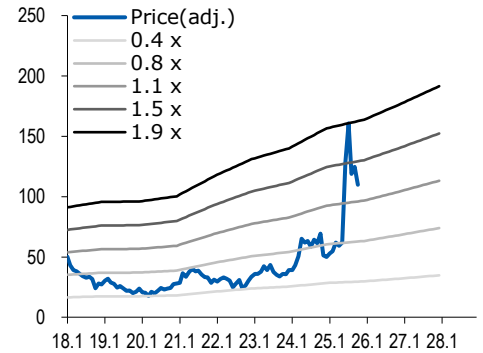
P/E band chart

(천원)



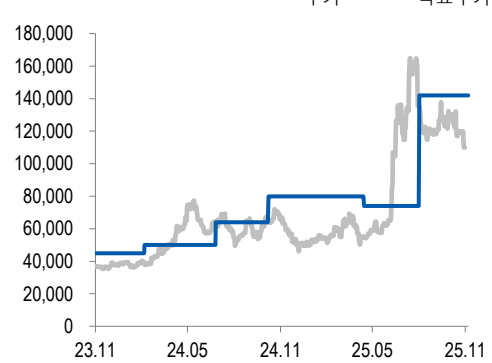
P/B band chart

(천원)



풍산 (103140) 투자등급 및 목표주가 추이

(원)



일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
2025-11-03	BUY	142,000	1년		
2025-08-04	HOLD	142,000	1년	-13.65	-2.96
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		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	투자의견 비율(%)
Strong Buy(매수)	0
Buy(매수)	93.6
Hold(중립)	6.4
Sell(비중축소)	0
합계	100.0

주: 기준일 2025-11-03

※ 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.