

풍산 (103140)

'25년 대비 방산 수출 회복 기대

4Q25(E): 매출액 1.5조원, 영업이익 1,110억원 전망

1) 별도: 4Q25 원/달러 환율 전분기비 +4% 상승(원화 약세), 수출에 긍정적 영향. 9~11월 LME 구리 가격 6~8월 대비 +8% 상승, 신동 제품 판매단가 인상 기여 추정. 방산부문은 내수 판매 계절성으로 전체 매출액 기준 전분기비 약 +100% 증가 전망. 4Q는 1Q~3Q 대비 판관비율 높은 시기이나 신동부문은 구리 가격 강세로 전분기비 OPM 상승 기대, 방산부문은 OPM 하락 판단. 2) 별도 외: 전분기 구리 가격 상승에도 불구하고 관세 이슈 등으로 영업적자 기록했던 미국 PMX는 4Q25 영업손익 흑자전환 추정.

구리 가격, 절대적 수준보다 기울기 중요

동사를 바라볼 때 구리(원재료) 가격 상승을 긍정적 포인트로 삼는 이유는 제품 가격 인상 전제 하에 원재료 구매 시점과 제품 판매 시점 차이에 의한 이익(메탈게인) 기대 때문. '25년 구리 가격은 매분기 상승했으며 1Q26에도 그 흐름을 이어가고 있어 구리 가격 상승 효과 이어질 것으로 전망. 다만 2Q26 이후 같은 효과 누리기 위해서는 4Q25~1Q26 수준의 상승 폭 유지 필요. 단기적으로는 2H25 급등한 구리 가격에 최종 수요가들의 부담 커져 있어. 구리 가격 상승세가 최종 수요 개선보다는 공급 부족에서 기인하고 있다고 추정되는 바 동사 입장에서는 제품 가격 전가에 대한 노력이 동반되어야 할 것으로 판단.

방산, 대구경 수출환경 여전히 좋아. 미국향 수출 회복 기대

'25년 방산 내수/수출 비중은 약 6:4로 '24년의 4:6 비중과 달라. 이는 '25~'27년 방위사업청향 대구경 공급계약 중 상당 부분이 '25년에 일어났을 것으로 추정됨과 함께 미국향 수출이 관세 등의 영향을 받았기 때문으로 판단. 하지만 여전히 대구경 수출환경은 긍정적이며 미국향 수출은 현지 수요가들과 관세 부담에 대한 협상이 이뤄지며 서서히 회복될 것으로 기대. '26년 역시 대구경 내수 판매가 적지 않을 것으로 사료되나 전체적인 내수/수출 매출은 '25년 대비 수출 비중이 증가할 것으로 전망.



이현수 철강/비철금속
hyunsoo.yi@yuantakorea.com

BUY (M)

목표주가 **142,000원 (M)**

직전 목표주가 **142,000원**

현재주가 (1/19) **123,400원**

상승여력 **15%**

시가총액	34,582억원
총발행주식수	28,024,278주
60일 평균 거래대금	277억원
60일 평균 거래량	245,989주
52주 고/저	165,000원 / 50,200원
외인지분율	16.74%
배당수익률	5.21%
주요주주	풍산홀딩스 외 4인

주가수익률 (%)	1개월	3개월	12개월
절대	21.2	5.5	120.4
상대	(0.6)	(19.4)	13.4
절대 (달러환산)	21.4	1.7	118.1

Quarterly earning Forecasts

(십억원, %)

	4Q25E	전년동기대비	전분기대비	컨센서스	컨센서스대비
매출액	1,549	26.1	31.9	1,480	4.7
영업이익	111	228.4	161.2	91	22.2
세전계속사업이익	107	100.4	163.8	83	29.3
지배순이익	82	102.6	150.6	64	27.7
영업이익률 (%)	7.2	+4.4 %pt	+3.6 %pt	6.2	+1.0 %pt
지배순이익률 (%)	5.3	+2.0 %pt	+2.5 %pt	4.3	+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	5,173	6,743
영업이익	229	324	317	383
지배순이익	156	236	220	256
PER	6.7	6.6	13.6	13.5
PBR	0.5	0.7	1.2	1.3
EV/EBITDA	4.2	4.9	9.2	9.2
ROE	8.2	11.3	9.7	10.5

자료: 유안타증권

금융투자분석사의 확인 및 중요 공시는 Appendix 참조

[표-1] 풍산 실적 추정

(단위: 십억원)

		2024	2025E	YoY	2026E	YoY	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25E	QoQ	YoY	1Q26E	2Q26E	3Q26E	4Q26E
환율	분기평균	1,365	1,423	4%	1,450	2%	1,453	1,401	1,386	1,452	5%	4%	1,450	1,450	1,450	1,450
	1개월래깅	1,353	1,420	5%	1,451	2%	1,447	1,430	1,377	1,426	4%	5%	1,456	1,450	1,450	1,450
전기동가액	분기평균	9,150	9,947	9%	13,368	34%	9,347	9,519	9,815	11,105	13%	21%	13,042	13,306	13,474	13,649
	1개월래깅	9,102	9,709	7%	13,213	36%	9,080	9,481	9,758	10,516	8%	13%	12,414	13,489	13,299	13,649
매출액 ¹⁾		4,554	5,173	14%	6,743	30%	1,156	1,294	1,174	1,549	32%	26%	1,567	1,728	1,679	1,769
	별도	3,503	3,914	12%	5,053	29%	826	1,014	871	1,203	38%	23%	1,172	1,296	1,257	1,327
	별도 외	2,082	2,414	16%	3,319	37%	559	573	588	694	18%	32%	774	849	827	868
	(연결조정)	-1,030	-1,156	-	-1,628	-	-230	-293	-286	-348	-	-	-379	-417	-406	-426
	신동사업	3,284	3,808	16%	5,299	39%	914	941	905	1,048	16%	27%	1,226	1,365	1,320	1,388
	방위산업	1,261	1,356	7%	1,436	6%	239	351	267	499	87%	25%	340	360	356	379
	기타부문	9	9	1%	9	1%	2	2	2	2	-2%	1%	2	2	2	2
영업이익		324	317	-2%	383	21%	70	94	43	111	161%	228%	113	112	79	78
	이익률	7.1%	6.1%	-1.0%p	5.7%	-0.5%p	6.0%	7.2%	3.6%	7.2%	3.6%p	4.4%p	7.2%	6.5%	4.7%	4.4%
	별도	314	272	-13%	329	21%	45	88	42	97	128%	44%	97	99	67	66
	이익률	9.0%	6.9%	-2.0%p	6.5%	-0.4%p	5.4%	8.7%	4.9%	8.0%	3.2%p	1.2%p	8.3%	7.7%	5.3%	4.9%
	별도 외	10	45	367%	53	17%	25	6	0	15	7555%	흑전	16	13	12	13
	이익률 ¹⁾	0.9%	3.6%	2.7%p	3.1%	-0.5%p	7.6%	2.0%	0.1%	4.2%	4.1%p	17.7%p	4.0%	2.9%	2.9%	2.9%
세전이익		318	283	-11%	337	19%	58	77	41	107	164%	100%	102	102	66	67
	이익률	7.0%	5.5%	-1.5%p	5.0%	-0.5%p	5.0%	6.0%	3.5%	6.9%	3.5%p	2.6%p	6.5%	5.9%	3.9%	3.8%
지배순이익		236	220	-7%	256	16%	42	64	33	82	151%	103%	78	77	50	51
	이익률	5.2%	4.3%	-0.9%p	3.8%	-0.5%p	3.6%	5.0%	2.8%	5.3%	2.5%p	2.0%p	5.0%	4.5%	3.0%	2.9%

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

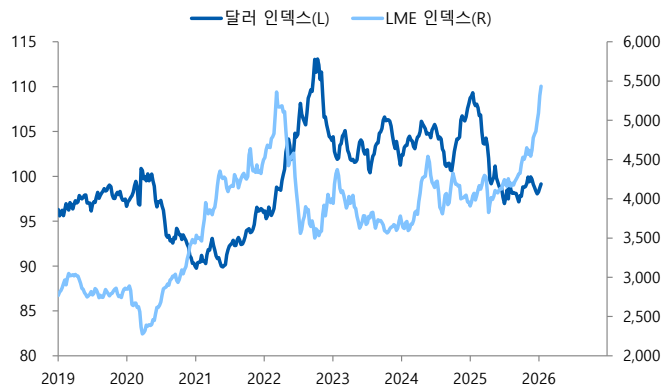
[표-2] 풍산 실적 추정 변경 내역

(단위: 십억원)

	변경 전			변경 후			변경 전 대비		
	4Q25E	2025E	2026E	4Q25E	2025E	2026E	4Q25E	2025E	2026E
매출액	1,514	5,138	5,763	1,549	5,173	6,743	2.3%	0.7%	17.0%
영업이익	87	293	353	111	317	383	27.3%	8.2%	8.2%
OPM	5.8%	5.7%	6.1%	7.2%	6.1%	5.7%	1.4%p	0.4%p	-0.5%p
지배순이익	64	202	243	82	220	256	27.5%	8.9%	5.2%

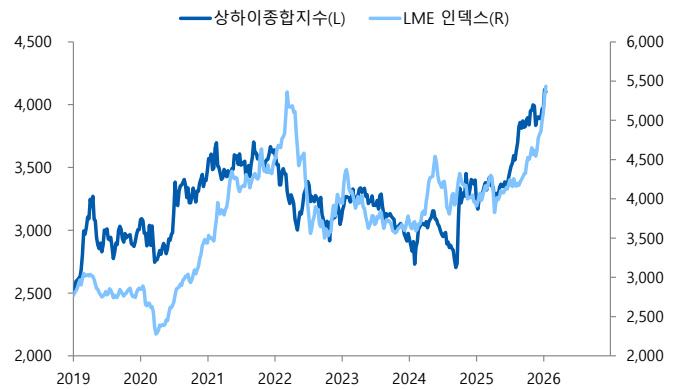
자료: 유안타증권

[그림-1] 달러 인덱스 및 LME 인덱스



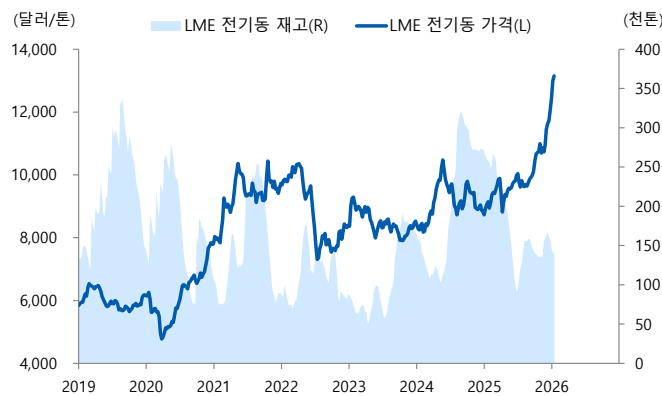
자료: Bloomberg

[그림-2] 상하이종합지수 및 LME 인덱스



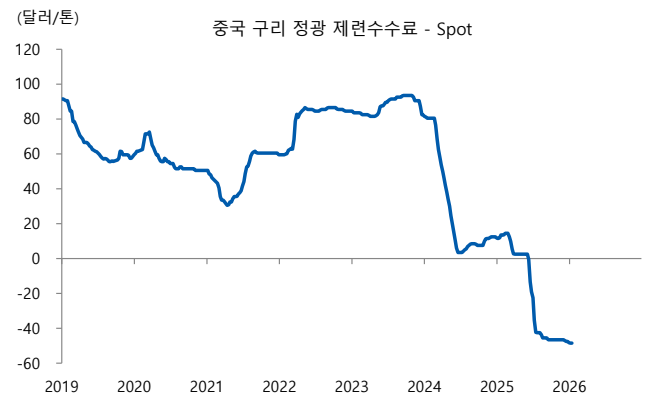
자료: Bloomberg

[그림-3] LME 전기동 가격 및 재고



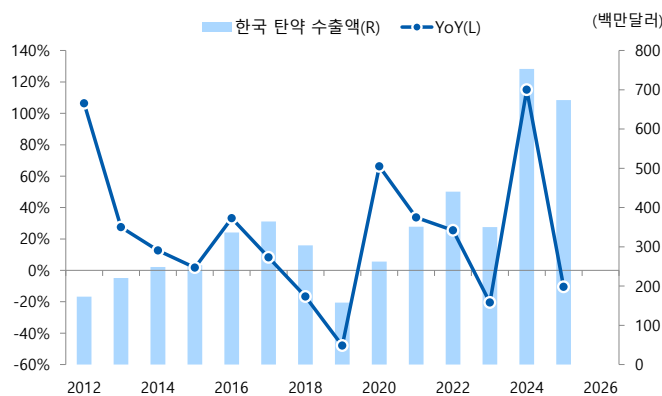
자료: Bloomberg

[그림-4] 중국 구리 정광 제련수수료



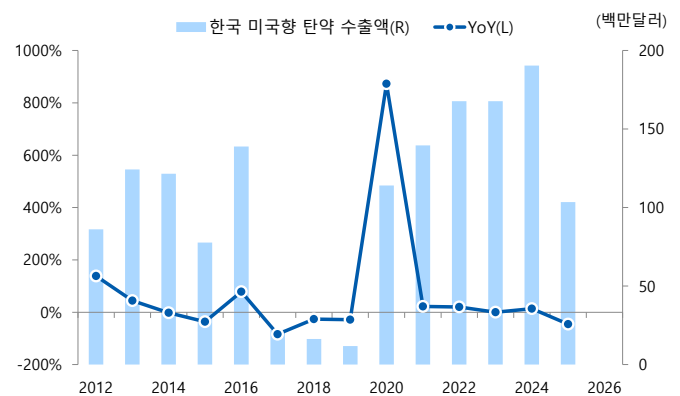
자료: Bloomberg

[그림-5] 한국 탄약 수출액



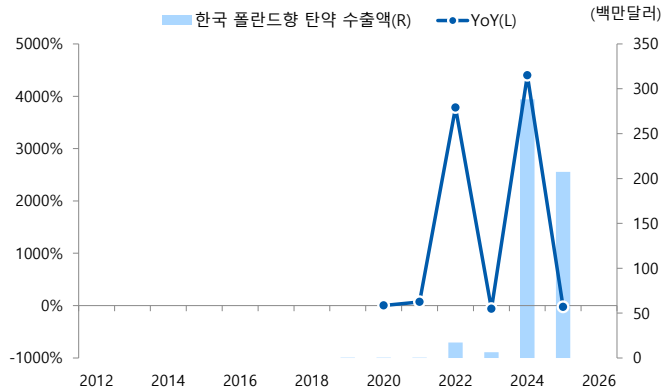
자료: 관세청

[그림-6] 한국 미국향 탄약 수출액



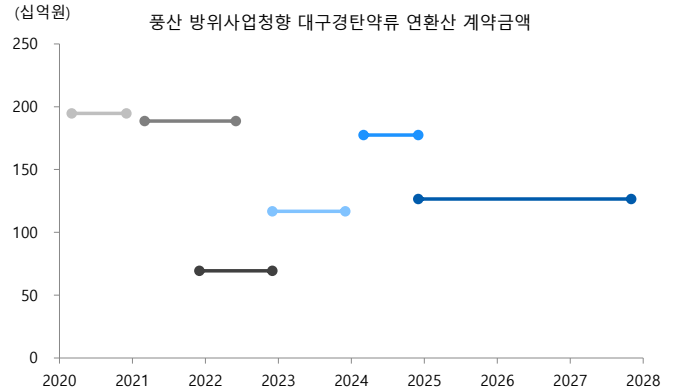
자료: 관세청

[그림-7] 한국 폴란드향 탄약 수출액



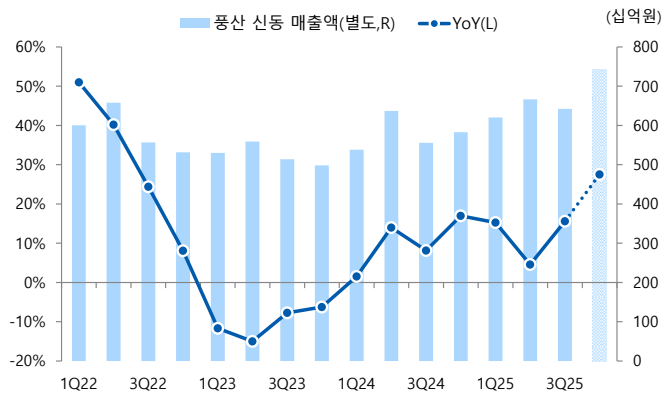
자료: 관세청

[그림-8] 풍산 방위사업청향 대구경탄약류 연환산 계약금액



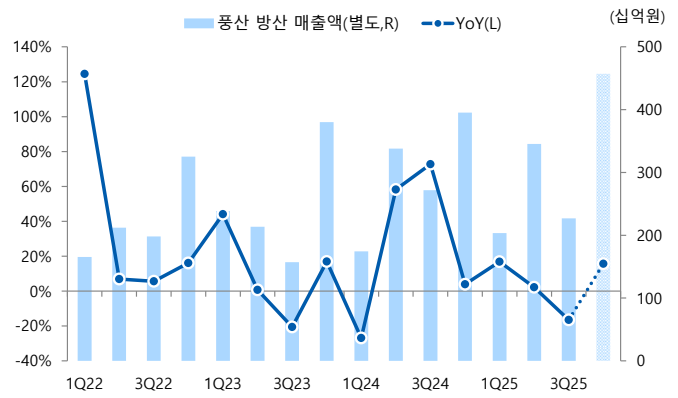
자료: 풍산, 유안타증권 정리

[그림-9] 풍산 신동 매출액 - 별도



자료: 풍산, 주: 4Q25 은 유안타증권 추정

[그림-10] 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	5,173	6,743	7,026
매출원가	3,684	3,938	4,559	5,983	6,239
매출총이익	441	616	614	760	787
판매비	212	292	297	378	394
영업이익	229	324	317	383	393
EBITDA	319	413	408	482	498
영업외손익	-28	-5	-34	-46	-42
외환관련손익	4	31	-5	-5	-3
이자손익	-34	-27	-30	-43	-43
관계기업관련손익	0	0	1	0	0
기타	2	-10	1	2	4
법인세비용차감전순이익	201	318	283	337	352
법인세비용	45	82	63	81	84
계속사업순이익	156	236	220	256	267
중단사업순이익	0	0	0	0	0
당기순이익	156	236	220	256	267
지배지분순이익	156	236	220	256	267
포괄순이익	153	266	210	256	267
지배지분포괄이익	153	266	210	256	267

주: 영업이익의 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	-79	377	808
당기순이익	156	236	220	256	267
감가상각비	90	89	90	98	104
외환손익	4	-15	-5	5	3
중속, 관계기업관련손익	0	0	0	0	0
자산부채의 증감	454	-343	-322	-24	392
기타현금흐름	-9	73	-62	41	41
투자활동 현금흐름	-137	-217	-150	-158	-161
투자자산	0	9	22	1	0
유형자산 증가 (CAPEX)	-136	-196	-175	-160	-160
유형자산 감소	1	1	5	0	0
기타현금흐름	-1	-31	-3	0	0
재무활동 현금흐름	-306	90	185	230	-371
단기차입금	-213	70	63	301	-300
사채 및 장기차입금	-90	66	81	0	0
자본	0	0	0	0	0
현금배당	0	0	0	-71	-71
기타현금흐름	-4	-46	41	0	0
연결범위변동 등 기타	0	24	-80	-354	-342
현금의 증감	253	-63	-124	94	-66
기초 현금	155	408	345	221	315
기말 현금	408	345	221	315	249
NOPLAT	229	324	317	383	393
FCF	560	-156	-254	217	648

자료: 유안타증권

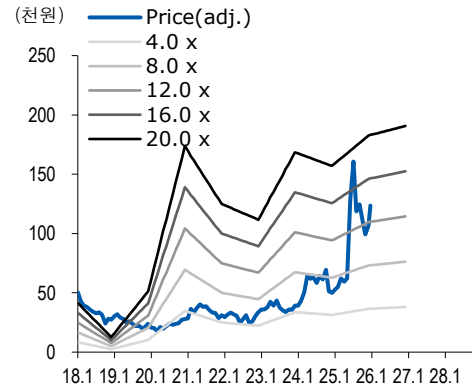
주: 1. EPS, BPS 및 PER, PBR은 지배주주 기준임
2. PER 등 valuation 지표의 경우, 확정치는 연평균 주가 기준, 전망치는 현재주가 기준임
3. ROE, ROA의 경우, 자본, 자산 항목은 연초, 연말 평균을 기준으로 함

재무상태표 (단위: 십억원)					
결산(12월)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
유동자산	2,239	2,562	2,858	3,333	3,195
현금및현금성자산	408	345	221	315	249
매출채권 및 기타채권	560	671	768	887	862
재고자산	1,227	1,459	1,780	2,042	1,991
비유동자산	1,421	1,535	1,564	1,624	1,679
유형자산	1,183	1,309	1,361	1,423	1,478
관계기업 등 지분관련 자산	3	3	4	4	4
기타투자자산	33	45	21	20	20
자산총계	3,661	4,097	4,423	4,957	4,874
유동부채	1,352	1,359	1,428	1,784	1,494
매입채무 및 기타채무	344	354	403	455	447
단기차입금	328	393	458	758	458
유동성장기부채	143	196	114	114	114
비유동부채	342	539	659	652	663
장기차입금	78	90	123	123	123
사채	150	150	279	279	279
부채총계	1,695	1,897	2,087	2,436	2,157
지배지분	1,966	2,199	2,336	2,521	2,717
자본금	140	140	140	140	140
자본잉여금	495	495	495	495	495
이익잉여금	1,315	1,491	1,646	1,830	2,027
비지배지분	0	0	0	0	0
자본총계	1,966	2,199	2,336	2,521	2,717
순차입금	273	475	752	960	725
총차입금	706	842	986	1,286	987

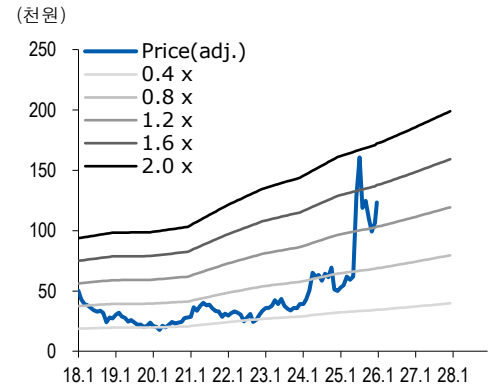
Valuation 지표 (단위: 원, 배, %)					
결산(12월)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
EPS	5,582	8,423	7,849	9,132	9,534
BPS	71,975	80,518	85,516	92,285	99,467
EBITDAPS	11,395	14,751	14,555	17,183	17,780
SPS	147,203	162,517	184,579	240,621	250,715
DPS	1,200	2,600	2,600	2,600	2,600
PER	6.7	6.6	13.6	13.5	12.9
PBR	0.5	0.7	1.2	1.3	1.2
EV/EBITDA	4.2	4.9	9.2	9.2	8.4
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	13.6	30.4	4.2
영업이익 증가율 (%)	-1.3	41.6	-2.1	20.6	2.8
지배순이익 증가율 (%)	-10.7	50.9	-6.8	16.3	4.4
매출총이익률 (%)	10.7	13.5	11.9	11.3	11.2
영업이익률 (%)	5.5	7.1	6.1	5.7	5.6
지배순이익률 (%)	3.8	5.2	4.3	3.8	3.8
EBITDA 마진 (%)	7.7	9.1	7.9	7.1	7.1
ROIC	7.6	9.8	8.0	8.7	8.5
ROA	4.4	6.1	5.2	5.5	5.4
ROE	8.2	11.3	9.7	10.5	10.2
부채비율 (%)	86.2	86.3	89.3	96.6	79.4
순차입금/자기자본 (%)	13.9	21.6	32.2	38.1	26.7
영업이익/금융비용 (배)	5.8	8.6	8.4	8.0	8.2

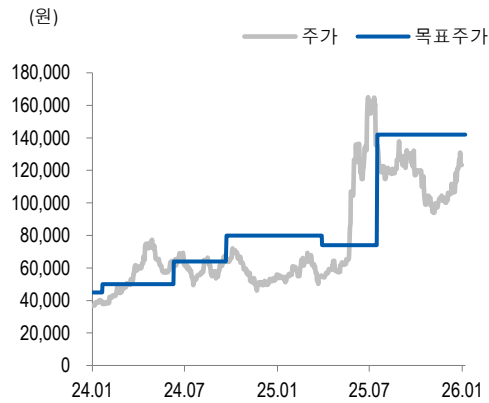
P/E band chart



P/B band chart



풍산 (103140) 투자등급 및 목표주가 추이



일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
2026-01-20	BUY	142,000	1년		
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
2023-07-31	BUY	45,000	1년	-19.03	-10.56

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)	94.2
Hold(중립)	5.8
Sell(비중축소)	0
합계	100.0

주: 기준일 2026-01-20

※ 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.