

풍산 (103140)

조금 더 숨을 고르자

25.4Q 실적 기대치 부합. 26.1Q 실적은 계절적 요인으로 둔화

동사의 25.4Q 별도 영업이익 [720억원, +70.0% QoQ]은 전분기 대비 큰 폭으로 개선되었다. <표 2> 상여금 인식에도 불구하고, 신동 [전기동 가격 상승 구간에서의 Metal Gain 확대] 및 방산 [내수 중심의 큰 폭의 매출 증가] 실적 모두 두 부문 모두 전분기 대비 개선되었기 때문이다. 연결 영업이익 [915억원, +115.0% QoQ] 역시 전분기 대비 개선되었는데, 전술한 본사 실적 호조는 물론, 전기동 가격 상승으로 PMX 등 신동 자회사 실적이 개선되었기 때문이다. 지난 분기 부진했던 방산 자회사 PAC, 신관 생산 법인인 FNS 모두 양호한 실적을 시현했다.

26.1Q 실적 [연결 영업이익 730억원, -19.8% QoQ]은 전분기 대비 둔화될 전망이다 <표 3>. 전기동 가격 상승으로 신동 부문의 Metal Gain은 확대되었으나, 『1) 상여금 인식에 따른 신동/방산 부문 마진을 부진 지속, 2) 방산 매출 감소』로 본사 실적 [별도 영업이익 550억원, -24.0% QoQ] 이 둔화되기 때문이다. 다만 전술한 1), 2) 둔화 요인은 매년 1분기 반복되는 패턴이기에 크게 중요치 않다.

목표주가 12.5만원: 펀더멘털은 안정적이지만...

최근 1년간 가파른 주가 상승 이후에도 동사의 펀더멘털은 여전히 양호하다. 25년 동사 본사 실적은 전년대비 둔화되었으나 여전히 창사 이래 최고 수준을 시현했고, 금번 실적 가이던스에서도 드러나듯 26년에도 양호한 실적 흐름이 예상된다. 그러나 20년 이후 가팔랐던 동사의 성장 속도는 당분간 둔화가 불가피 하다.

첫째, 신동 부문 성장 정체이다. 동사의 주력 품목인 판/대의 수출 시장에서의 경쟁 심화는 물론, 원료인 전기동 가격이 역사적 고점을 돌파하면서, 이처럼 높은 가격 상승분을 100% 제품 가격에 전가하기 어려워졌기 때문이다. 전기동 가격이 일정 수준을 넘어가면서 동사 민수 실적이 실제 둔화되고 있음을 확인할 수 있다. <그림 1>

전기동 가격은 『1) 미국 관세 유예 가능성에 따른 재고 비축 수요 둔화: LME 전기동 재고 최근 증가세 전환, <그림 2> 2) Grasberg 광산 재가동』 등 단기 공급이 풀리면서 잠시 쉬어가는 흐름을 보이겠지만, 여전히 높은 가격 대를 유지할 것이다. AI 인프라 수요, 광산 차질 등 중장기 공급 전망이 양호하기 때문이다. <그림 3> 이처럼 높은 수준의 전기동 가격은 동사 민수 부문에 그다지 우호적이지 않다.

둘째, 방산 부문도 추가 모멘텀이 필요하다. 지정학적 갈등 국면 지속으로 향후 3~4년간 기수주한 대구경탄 물량 등 방산 부문은 향후 안정적으로 성장할 전망이다. [25년 1.18조원 → 26년 1.37조원 → 27년 1.5조원] <그림 4> 다만 [내수 물량 선대응에 따른] 26/ 27년 낮은 수출 비중, <그림 5> 미국 소구경탄 관세 부과 영향 등 단기 마진을 하락이 불가피한 상황이다. <그림 6>

동사에 대한 목표주가 12.5만원을 유지한다. 이 중 방산 가치는 11~12만원 [26년 방산 연결 매출 1.43조원, 방산 부문 세전이익률 17%, Target P/E 18x] 수준이다. 또한 목표주가 산정시 『1) 민수 부문 가치는 보수적으로 산정 [Target P/E 7x]: 연결 세전이익 중 민수 부문 비중 15% 미만, 2) 연결기준 방산 세전이익률 17% 가정: 역대 2번째로 높았던 23년 세전이익률 [17.1%] 수준』의 두 가지를 가정했다. 다만 목표주가 대비 현 주가 상승 여력이 15%를 하회하므로 투자자의견은 'Hold'를 유지한다.

Company Brief

Hold (Maintain)

목표주가(12M)	125,000원(유지)
종가(2026.02.11)	111,600원
상승여력	12.0 %

Stock Indicator	
자본금	140십억원
발행주식수	2,802만주
시가총액	3,128십억원
외국인지분율	16.7%
52주 주가	50,200~165,000원
60일평균거래량	266,318주
60일평균거래대금	31.1십억원

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-7.7	9.2	-7.3	103.3
상대수익률	-24.4	-21.2	-74.3	-7.6

Price Trend



FY	2024	2025E	2026E	2027E
매출액(십억원)	4,554	5,049	5,730	5,756
영업이익(십억원)	324	297	329	330
순이익(십억원)	236	147	219	225
EPS(원)	8,423	5,251	7,800	8,012
BPS(원)	78,478	83,146	90,070	97,206
PER(배)	5.9	21.3	14.3	13.9
PBR(배)	0.6	1.3	1.2	1.1
ROE(%)	11.3	6.5	9.0	8.6
배당수익률(%)	5.2	1.5	1.8	1.8
EV/EBITDA(배)	4.5	9.6	8.9	8.5

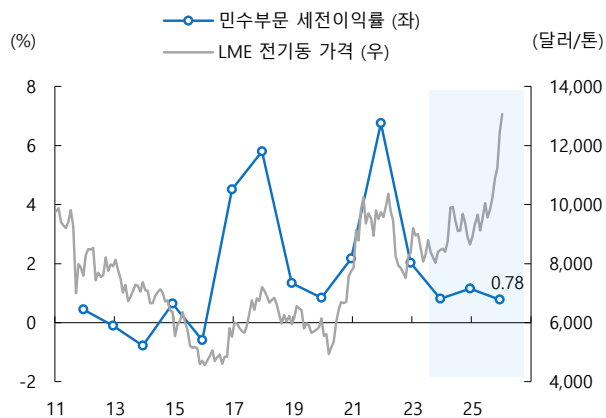
주:K-IFRS 연결 요약 재무제표

[철강/비철금속]

김윤상 2122-9205

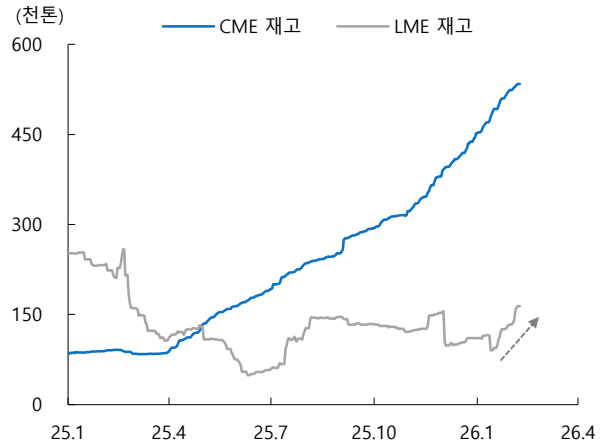
yoonsang.kim@imfnsec.com

그림1. 전기동 가격과 풍산 민수 부문 세전이익률 추이



주: 세전이익률은 연결기준, 25년 수치는 3분기까지 누적
자료: Bloomberg, 풍산, iM증권 리서치본부

그림2. 거래소별 전기동 재고 추이



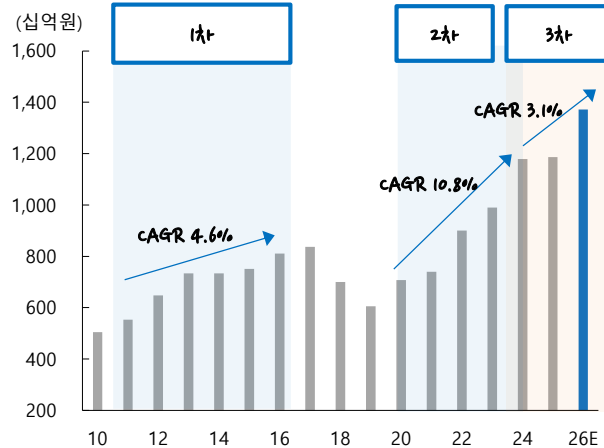
자료: Bloomberg, iM증권 리서치본부

그림3. 전기동 TC와 전기동 가격 추이



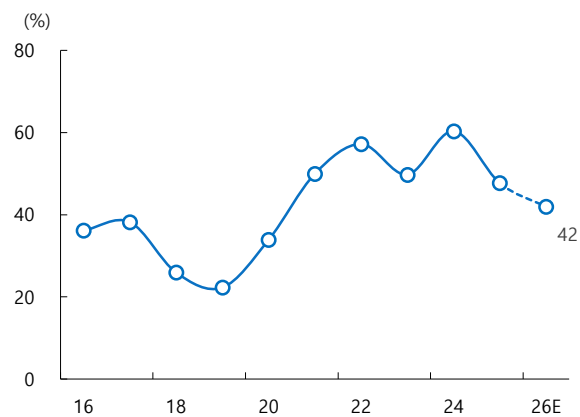
자료: Bloomberg, iM증권 리서치본부

그림4. 풍산 연도별 방산 매출액 추이



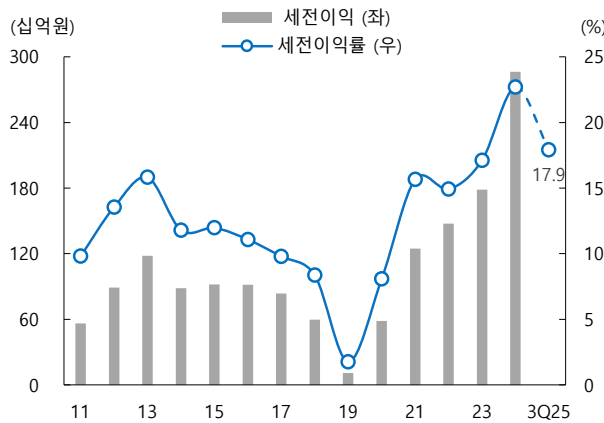
주: 별도기준
자료: 풍산, iM증권 리서치본부

그림5. 풍산 연도별 방산 매출 수출 비중 추이



자료: 풍산, iM증권 리서치본부

그림4. 풍산 방산 부문 세전이익, 세전이익률



주: 연결기준, 25년은 3분기까지 누적
자료: 풍산, iM증권 리서치본부

〈표1〉 풍산 25.4Q 실적 Preview (K-IFRS 연결 기준)

(십억원)	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25(a)	y-y	q-q
매출액	1,228	1,156	1,294	1,174	1,425	16.0%	21.3%
영업이익	34	70	94	43	91.5	170.3%	115.0%
세전이익	54	58	77	41	59.6	11.2%	46.3%
지배주주순이익	40	42	64	33	8.8	-78.1%	-72.9%
영업이익률	2.8%	6.0%	7.2%	3.6%	6.4%		
세전이익률	4.4%	5.0%	6.0%	3.5%	4.2%		
지배주주순이익률	3.3%	3.6%	5.0%	2.8%	0.6%		

자료: 풍산, iM증권 리서치본부

〈표2〉 풍산 분기별 실적 요약 및 전망 (K-IFRS 별도 기준)

(십억원)	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25E	2025E	1Q26E	2Q26E	3Q26E	4Q26E	2026E
매출액	826	1,014	871	1,137	3,849	945	1,203	1,072	1,248	4,468
영업이익	45	88	42	72	247	55	86	67	70	277
영업이익률	5.4%	8.7%	4.9%	6.3%	6.4%	5.8%	7.1%	6.2%	5.6%	6.2%

자료: 풍산, iM증권 리서치본부

〈표3〉 풍산 분기별 실적 요약 및 전망 (K-IFRS 연결 기준)

(십억원)	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	2025	1Q26E	2Q26E	3Q26E	4Q26E	2026E
매출액	1,156	1,294	1,174	1,425	5,049	1,274	1,524	1,407	1,525	5,730
영업이익	70	94	43	92	297	73	97	78	81	329
세전이익	58	77	41	60	236	65	88	70	73	295
지배주주순이익	42	64	33	9	147	48	65	52	54	219
영업이익률	6.0%	7.2%	3.6%	6.4%	5.9%	5.8%	6.3%	5.6%	5.3%	5.7%
세전이익률	5.0%	6.0%	3.5%	4.2%	4.7%	5.1%	5.8%	5.0%	4.8%	5.2%
지배주주순이익률	3.6%	5.0%	2.8%	0.6%	2.9%	3.8%	4.3%	3.7%	3.5%	3.8%

자료: 풍산, iM증권 리서치본부

〈표4〉 풍산 수익 추정 변경 요약 (K-IFRS 연결 기준)

(십억원)	신규추정(a)		기존추정(b)		GAP(a/b-1)	
항목	2026E	2027E	2026E	2027E	2026E	2027E
매출액	5,730	5,756	5,088	5,228	12.6%	10.1%
영업이익	329	330	328	338	0.5%	-2.5%
세전이익	295	303	306	325	-3.6%	-6.7%
지배주주순이익	219	225	227	240	-3.6%	-6.4%
영업이익률	5.7%	5.7%	6.4%	6.5%	-0.7%p	-0.7%p
세전이익률	5.2%	5.3%	6.0%	6.2%	-0.9%p	-0.9%p
지배주주순이익률	3.8%	3.9%	4.5%	4.6%	-0.6%p	-0.7%p

자료: 풍산, iM증권 리서치본부

K-IFRS 연결 요약 재무제표

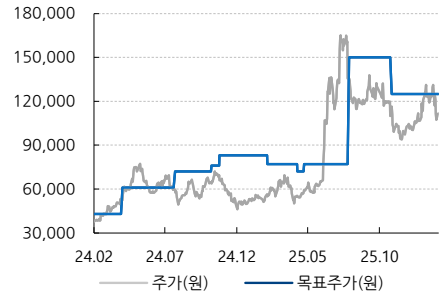
재무상태표					포괄손익계산서				
(십억원)	2024	2025E	2026E	2027E	(십억원,%)	2024	2025E	2026E	2027E
유동자산	2,562	2,680	2,931	3,058	매출액	4,554	5,049	5,730	5,756
현금 및 현금성자산	345	212	143	257	증가율(%)	10.4	10.9	13.5	0.5
단기금융자산	15	15	15	15	매출원가	3,938	4,474	5,104	5,125
매출채권	674	760	863	866	매출총이익	616	575	626	631
재고자산	1,459	1,616	1,834	1,842	판매비와관리비	292	277	297	301
비유동자산	1,535	1,532	1,503	1,477	연구개발비	13	14	16	16
유형자산	1,309	1,317	1,288	1,263	기타영업수익	-	-	-	-
무형자산	13	12	11	11	기타영업비용	-	-	-	-
자산총계	4,097	4,212	4,434	4,534	영업이익	324	297	329	330
유동부채	1,359	1,267	1,195	1,216	증가율(%)	41.6	-8.1	10.7	0.1
매입채무	185	205	233	234	영업이익률(%)	7.1	5.9	5.7	5.7
단기차입금	393	443	343	243	이자수익	10	6	4	8
유동성장기부채	196	46	46	166	이자비용	37	38	38	34
비유동부채	539	615	715	595	지분법이익(손실)	-	-	-	-
사채	150	240	340	240	기타영업외손익	23	-23	5	5
장기차입금	90	123	123	103	세전계속사업이익	318	236	295	303
부채총계	1,897	1,882	1,909	1,810	법인세비용	82	88	77	79
자배주주지분	2,199	2,330	2,524	2,724	세전계속이익률(%)	7.0	4.7	5.2	5.3
자본금	140	140	140	140	당기순이익	236	147	219	225
자본잉여금	495	495	495	495	순이익률(%)	5.2	2.9	3.8	3.9
이익잉여금	1,491	1,591	1,755	1,925	자배주주귀속 순이익	236	147	219	225
기타자본항목	74	104	134	164	기타포괄이익	30	30	30	30
비자배주주지분	-	-	-	-	총포괄이익	266	177	249	255
자본총계	2,199	2,330	2,524	2,724	자배주주귀속총포괄이익	-	-	-	-

현금흐름표					주요투자지표				
(십억원)	2024	2025E	2026E	2027E		2024	2025E	2026E	2027E
영업활동 현금흐름	40	-11	32	324	주당지표 (원)				
당기순이익	236	147	219	225	EPS	8,423	5,251	7,800	8,012
유형자산감가상각비	89	92	99	95	BPS	78,478	83,146	90,070	97,206
무형자산감가상각비	1	1	1	1	CFPS	11,621	8,550	11,350	11,429
지분법관련손실(이익)	-	-	-	-	DPS	2,600	1,700	2,000	2,000
투자활동 현금흐름	-217	-116	-86	-86	Valuation(배)				
유형자산의 처분(취득)	-195	-100	-70	-70	PER	5.9	21.3	14.3	13.9
무형자산의 처분(취득)	0	-	-	-	PBR	0.6	1.3	1.2	1.1
금융상품의 증감	-12	-	-	-	PCR	4.3	13.1	9.8	9.8
재무활동 현금흐름	90	-51	-49	-157	EV/EBITDA	4.5	9.6	8.9	8.5
단기금융부채의증감	-59	-100	-100	20	Key Financial Ratio(%)				
장기금융부채의증감	152	123	100	-120	ROE	11.3	6.5	9.0	8.6
자본의증감	-	-	-	-	EBITDA0이익률	9.1	7.7	7.5	7.4
배당금지급	-33	-33	-33	-33	부채비율	86.3	80.8	75.6	66.5
현금및현금성자산의증감	-63	-133	-69	115	순부채비율	21.3	26.8	27.5	17.6
기초현금및현금성자산	408	345	212	143	매출채권회전율(x)	7.4	7.0	7.1	6.7
기말현금및현금성자산	345	212	143	257	재고자산회전율(x)	3.4	3.3	3.3	3.1

자료 : 풍산, iM증권 리서치본부

풍산 투자이전 및 목표주가 변동추이

일자	투자이전	목표주가	과리율	
			평균주가대비	최고(최저)주가대비
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	-21.6%	-9.9%
2025-04-16	Buy	72,000	-22.8%	-20.3%
2025-04-30	Buy	77,000	38.1%	114.3%
2025-08-04	Hold	150,000	-18.3%	-8.1%
2025-11-03	Hold	125,000		



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 기관투자자 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. 무단전제 등으로 인한 분쟁발생시 법적 책임이 있음을 주지하시기 바랍니다.

[투자의견]

종목추천 투자등급

종목투자의견은 향후 12개월간 추천일 증가대비 해당종목의 예상 목표수익률을 의미함.

- Buy(매수): 추천일 증가대비 +15% 이상
- Hold(보유): 추천일 증가대비 -15% ~ 15% 내외 등락
- Sell(매도): 추천일 증가대비 -15% 이상

산업추천 투자등급

시가총액기준 산업별 시장비중대비 보유비중의 변화를 추천하는 것임

- Overweight(비중확대)
- Neutral(중립)
- Underweight(비중축소)

[투자등급 비율 2025-12-31 기준]

매수	중립(보유)	매도
90.6%	9.4%	-