

풍산 (103140)

개선 중이나 불확실성 해소가 먼저

26.1Q 실적 예상치 소폭 하회. 2Q 실적은 둔화

동사의 26.1Q 별도 영업이익 [873억원, +21.2% QoQ]은 시장 기대치 [1개월 컨센서스 822억원]을 소폭 상회했다. 매출 감소 및 [상여금 인식 등에 따른] 마진을 하락으로 방산 부문 실적이 부진했으나, 전기동 강세로 인한 Metal gain 및 Roll-Margin 확대로 신동 부문 실적이 [상여금 인식에도] 큰 폭으로 개선되었기 때문이다. 다만 연결 영업이익 [901억원, -1.5% QoQ]은 전술한 본사 실적 호조에도 시장 기대치 [1개월 컨센서스 991억원]을 하회했는데, 해외 신동 판매 법인의 미실현손익 발생 등 연결 조정 영향이다.

26.2Q 실적 [연결 영업이익 790억원, -11.8% QoQ]은 전분기 대비 둔화될 전망이다 <표 3>. 전기동 가격 둔화에 따른 Metal gain 및 Roll-Margin 축소로 신동 부문 실적 둔화가 불가피하다. 여기에 방산 부문 실적 역시 2분기 통상 수준을 하회 [높은 내수 비중 및 매출 규모 감소]할 것으로 전망한다. 참고로 동사 방산 부문 실적은 3분기부터 본격 회복할 전망이다, 26년 방산 매출의 약 70%가 하반기에 집중 되어있고, 이 시기 고마진 품목인 대구경탄 수출 비중도 큰 폭으로 상승하기 때문이다. 다만 전분기 인식한 미실현손익이 실현되면서, 전술한 별도 영업이익 [630억원, -27.3% QoQ] 부진을 일정 수준 상쇄한다.

방산 제반 환경은 조금씩 개선 중이나 불확실성 해소가 먼저

21~24년 가파른 성장 이후 25년 동사 방산 부문은 정체기 [미국 스포츠탄 관세 및 내수 우선 중심에 따른 방산 마진을 하락]에 진입했다. <그림1> 그러나 26년부터 방산 부문의 제반 영업환경은 점진적으로 개선 중이다.

첫째, 미국향 스포츠탄 수출 마진을 개선이다. 25년 관세 부과 여파로 부진했던 미국 스포츠탄 수출 마진이 금번 미국 내수 현지 업체의 가격 인상으로 일정 회복될 전망이다. 참고로 25년 수입산 탄약에 대한 관세 부과 후에도 내수 현지 업체는 가격을 올리지 않았는데, 이는 동사를 비롯한 미국 탄약 수출 업체의 [관세만큼의] 매출 감소 및 마진 하락으로 이어졌다. <그림 2,3> 내수 현지 업체의 가격 인상은 탄약 수출 업체의 수출 단가 인상을 시사한다.

둘째, 중동 전쟁 등 지정학적 갈등 심화로 대구경탄 등 글로벌 탄약 수요는 더욱 가파르게 늘어날 것이다. 동사 방산 실적은 27년까지는 내수 물량 선대응에 따른 수출 여력 감소로 다소 정체될 전망이나, 대구경탄 수주 증가 등 28년 이후 매출 성장 및 마진을 개선 등 실적 호조가 예상된다.

이 같은 긍정적 요인에도 불구하고, 동사에 대한 투자 의견 Hold와 목표주가 11.2만원을 유지한다. 방산 부문 매각 관련 불확실성이 가장 큰 이유이다. 매각 여부는 물론, 매각 진행 시 매각 금액 및 존속 법인에 대한 성장 동력 확보 등 불확실성이 일단 해소되어야 한다. 또한 신동 부문 성장 정체도 감안해야 한다. <그림4> 26년 상반기 신동 부문 실적은 연초 전기동 가격 상승 효과로 호조를 보일 것이나, 이같은 실적 호조가 지속되기는 어렵다. 동사 주력 품목인 판/대의 수출 시장에서의 경쟁 심화는 물론, 원료인 전기동 가격이 급등하면서, 높은 원료 가격을 100% 제품 가격에 전가하기 어려워졌기 때문이다. 실물 수급과는 무관한 요인 [정광의 핵심 부산물인 황산 수급 차질로] 전기동 가격이 강세를 보이고 있는 것 역시 반감지는 않다. <그림 5,6>, 수요 위축으로 이어질 가능성이 높기 때문이다.

Company Brief

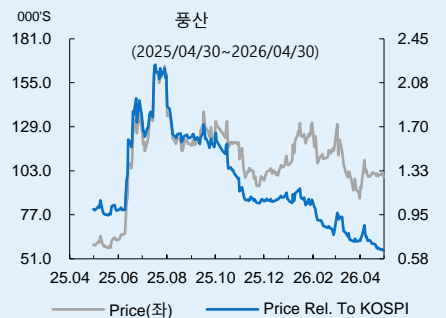
Hold (Maintain)

목표주가(12M)	112,000원(유지)
증가(2026.04.30)	99,200원
상승여력	12.9%

Stock Indicator	
자본금	140십억원
발행주식수	2,802만주
시가총액	2,780십억원
외국인지분율	11.1%
52주 주가	57,300~165,000원
60일평균거래량	414,274주
60일평균거래대금	47.0십억원

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	14.4	-24.4	-9.8	67.3
상대수익률	-16.2	-50.7	-70.5	-90.8

Price Trend



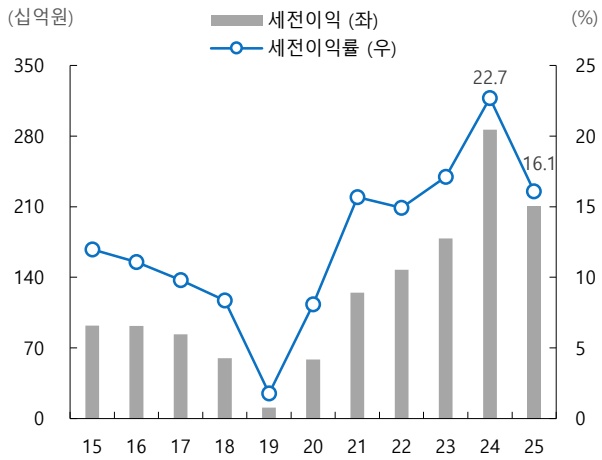
FY	2025	2026E	2027E	2028E
매출액(십억원)	5,049	5,896	5,953	6,034
영업이익(십억원)	297	355	312	317
순이익(십억원)	147	267	225	234
EPS(원)	5,251	9,539	8,038	8,338
BPS(원)	82,005	90,404	97,302	104,500
PER(배)	20.3	10.4	12.3	11.9
PBR(배)	1.3	1.1	1.0	0.9
ROE(%)	6.5	11.1	8.6	8.3
배당수익률(%)	1.6	2.0	2.0	2.0
EV/EBITDA(배)	9.8	8.2	8.6	8.1

주:K-IFRS 연결 요약 재무제표

[철강/비철금속]

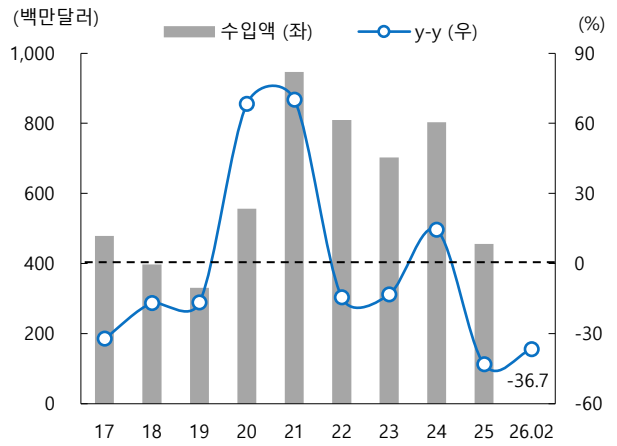
김윤상 2122-9205
yoonsang.kim@imfnsec.com

그림1. 풍산의 방산 부문 세전이익 및 세전이익률



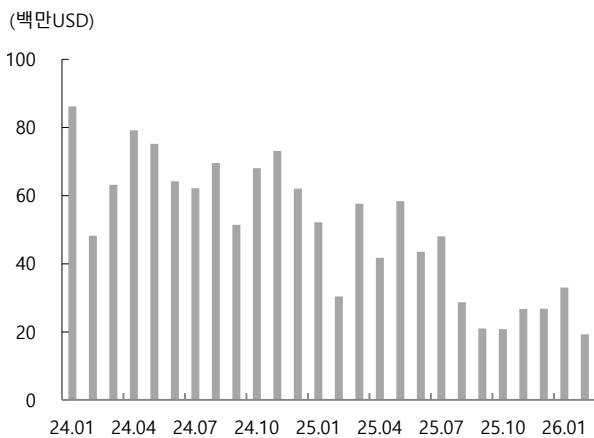
주: 세전이익률은 연결기준
자료: 풍산, iM증권 리서치본부

그림2. 미국의 연도별 탄약류 수입액 및 y-y 증감률



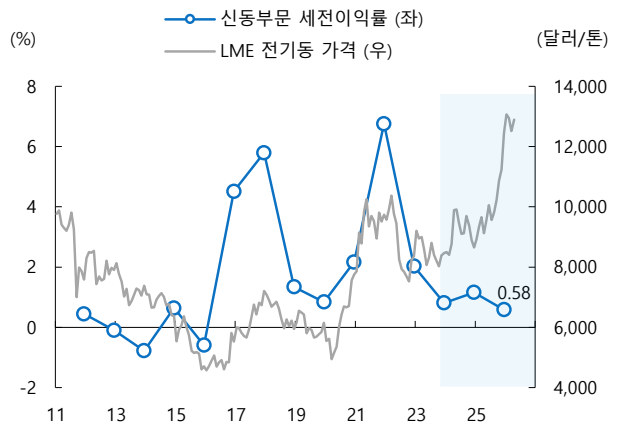
주: 26년은 1,2월 누적 기준
자료: KITA, iM증권 리서치본부

그림3. 미국의 월별 탄약류 수입액



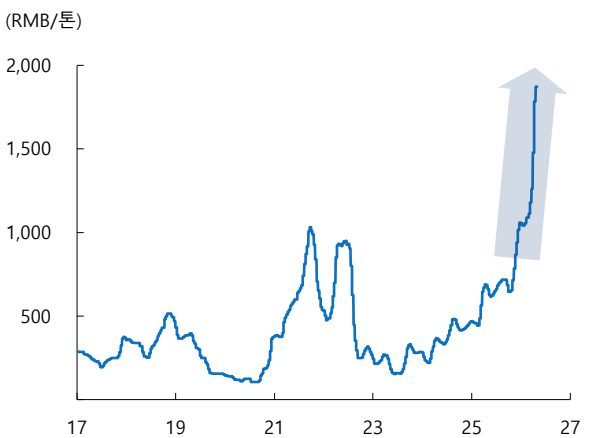
자료: KITA, iM증권 리서치본부

그림4. 풍산 신동 부문 세전이익률과 전기동 가격 추이



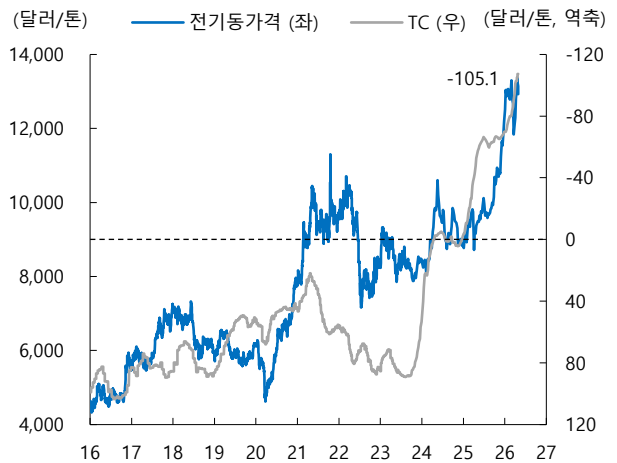
주: 세전이익률은 연결기준
자료: 풍산, iM증권 리서치본부

그림5. 중국 내수 황산 가격 추이



자료: Bloomberg, iM증권 리서치본부

그림6. 전기동 가격과 전기동 TC 추이



자료: Bloomberg, iM증권 리서치본부

〈표1〉 풍산 26.1Q 실적 Review (K-IFRS 연결 기준)

(십억원)	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26(a)	y-y	q-q	컨센서스(b)	차이(a-b)
매출액	1,156	1,294	1,174	1,425	1,271	9.9%	-10.8%	1,385	-8.2%
영업이익	70	94	43	92	90	29.4%	-1.5%	99	-9.0%
세전이익	58	77	41	60	101	74.9%	69.7%	91	10.9%
지배주주순이익	42	64	33	9	78	87.3%	781.7%	69	12.5%
영업이익률	6.0%	7.2%	3.6%	6.4%	7.1%			7.2%	-0.1%p
세전이익률	5.0%	6.0%	3.5%	4.2%	8.0%			6.6%	1.4%p
지배주주순이익률	3.6%	5.0%	2.8%	0.6%	6.1%			5.0%	1.1%p

자료: 풍산, iM증권 리서치본부

〈표2〉 풍산 분기별 실적 요약 및 전망 (K-IFRS 별도 기준)

(십억원)	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25E	2025	1Q26P	2Q26E	3Q26E	4Q26E	2026E
매출액	826	1,014	871	1,137	3,849	969	1,142	1,227	1,356	4,694
영업이익	45	88	42	72	247	87	63	86	79	316
영업이익률	5.4%	8.7%	4.9%	6.3%	6.4%	9.0%	5.6%	7.0%	5.8%	6.7%

자료: 풍산, iM증권 리서치본부

〈표3〉 풍산 분기별 실적 요약 및 전망 (K-IFRS 연결 기준)

(십억원)	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	2025	1Q26P	2Q26E	3Q26E	4Q26E	2026E
매출액	1,156	1,294	1,174	1,425	5,049	1,271	1,447	1,532	1,646	5,896
영업이익	70	94	43	92	297	90	79	96	89	355
세전이익	58	77	41	60	236	101	76	93	86	357
지배주주순이익	42	64	33	9	147	78	57	69	64	267
영업이익률	6.0%	7.2%	3.6%	6.4%	5.9%	7.1%	5.5%	6.3%	5.4%	6.0%
세전이익률	5.0%	6.0%	3.5%	4.2%	4.7%	8.0%	5.3%	6.1%	5.2%	6.1%
지배주주순이익률	3.6%	5.0%	2.8%	0.6%	2.9%	6.1%	3.9%	4.5%	3.9%	4.5%

자료: 풍산, iM증권 리서치본부

〈표4〉 풍산 수익 추정 변경 요약 (K-IFRS 연결 기준)

(십억원)	신규추정(a)		기존추정(b)		GAP(a/b-1)	
	2026E	2027E	2026E	2027E	2026E	2027E
매출액	5,896	5,953	5,702	5,779	3.4%	3.0%
영업이익	355	312	354	317	0.3%	-1.5%
세전이익	357	304	341	309	4.6%	-1.5%
지배주주순이익	267	225	252	229	5.9%	-1.5%
영업이익률	6.0%	5.2%	6.2%	5.5%	-0.2%p	-0.2%p
세전이익률	6.1%	5.1%	6.0%	5.3%	0.1%p	-0.2%p
지배주주순이익률	4.5%	3.8%	4.4%	4.0%	0.1%p	-0.2%p

자료: 풍산, iM증권 리서치본부

K-IFRS 연결 요약 재무제표

재무상태표					포괄손익계산서				
(십억원)	2025	2026E	2027E	2028E	(십억원,%)	2025	2026E	2027E	2028E
유동자산	2,763	3,061	3,153	3,134	매출액	5,049	5,896	5,953	6,034
현금 및 현금성자산	239	199	264	206	증가율(%)	10.9	16.8	1.0	1.4
단기금융자산	10	10	10	10	매출원가	4,474	5,210	5,319	5,390
매출채권	830	964	973	986	매출총이익	575	686	634	644
재고자산	1,623	1,828	1,845	1,871	판매비와관리비	277	331	322	326
비유동자산	1,566	1,563	1,569	1,576	연구개발비	14	16	16	17
유형자산	1,387	1,383	1,390	1,396	기타영업수익	-	-	-	-
무형자산	18	17	17	16	기타영업비용	-	-	-	-
자산총계	4,329	4,624	4,723	4,710	영업이익	297	355	312	317
유동부채	1,450	1,410	1,435	1,291	증가율(%)	-8.1	19.4	-12.1	1.8
매입채무	158	184	186	189	영업이익률(%)	5.9	6.0	5.2	5.3
단기차입금	535	535	435	335	이자수익	8	7	9	7
유동성장기부채	115	45	165	115	이자비용	37	38	35	27
비유동부채	581	681	561	491	지분법이익(손실)	1	1	1	1
사채	279	379	279	229	기타영업외손익	-32	32	17	17
장기차입금	142	142	122	102	세전계속사업이익	236	357	304	316
부채총계	2,031	2,091	1,996	1,782	법인세비용	88	90	79	82
자배주주지분	2,298	2,533	2,727	2,929	세전계속이익률(%)	4.7	6.1	5.1	5.2
자본금	140	140	140	140	당기순이익	147	267	225	234
자본잉여금	495	495	495	495	순이익률(%)	2.9	4.5	3.8	3.9
이익잉여금	1,592	1,805	1,976	2,155	지배주주귀속 순이익	147	267	225	234
기타자본항목	71	94	117	139	기타포괄이익	23	23	23	23
비지배주주지분	-	-	-	-	총포괄이익	170	290	248	256
자본총계	2,298	2,533	2,727	2,929	지배주주귀속총포괄이익	-	-	-	-

현금흐름표					주요투자지표				
(십억원)	2025	2026E	2027E	2028E		2025	2026E	2027E	2028E
영업활동 현금흐름	-168	27	280	277	주당지표(원)				
당기순이익	147	267	225	234	EPS	5,251	9,539	8,038	8,338
유형자산감가상각비	90	94	94	94	BPS	82,005	90,404	97,302	104,500
무형자산상각비	0	1	1	1	CFPS	8,474	12,910	11,403	11,698
지분법관련손실(이익)	1	1	1	1	DPS	1,700	2,000	2,000	2,000
투자활동 현금흐름	-177	-116	-126	-126	Valuation(배)				
유형자산의 처분(취득)	-179	-90	-100	-100	PER	20.3	10.4	12.3	11.9
무형자산의 처분(취득)	-6	-	-	-	PBR	1.3	1.1	1.0	0.9
금융상품의 증감	29	-	-	-	PCR	12.6	7.7	8.7	8.5
재무활동 현금흐름	279	-19	-157	-277	EV/EBITDA	9.8	8.2	8.6	8.1
단기금융부채의증감	27	-70	20	-150	Key Financial Ratio(%)				
장기금융부채의증감	254	100	-120	-70	ROE	6.5	11.1	8.6	8.3
자본의증감	-	-	-	-	EBITDA이익률	7.7	7.6	6.8	6.8
배당금지급	-71	-71	-71	-71	부채비율	88.4	82.5	73.2	60.8
현금및현금성자산의증감	-106	-40	65	-57	순부채비율	35.8	35.2	26.7	19.3
기초현금및현금성자산	345	239	199	264	매출채권회전율(x)	6.7	6.6	6.1	6.2
기말현금및현금성자산	239	199	264	206	재고자산회전율(x)	3.3	3.4	3.2	3.2

자료 : 풍산, iM증권 리서치본부

풍산 투자의견 및 목표주가 변동추이

일자	투자의견	목표주가	괴리율	
			평균주가대비	최고(최저)주가대비
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	-13.8%	5.0%
2026-04-15	Hold	112,000		



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. 무단전재 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 2026-03-31 기준]

매수	중립(보유)	매도
88.2%	11.8%	-