

풍산 (103140)

좋은 실적, 상대적으로 부진한 주가

26.2Q 실적 기대치 상회. 3Q도 개선

동사의 26.2Q 별도 영업이익 [1,010억원, +15.7% QoQ]은 시장 기대치 [1개월 컨센서스 810억원]을 상회했다. [여전히 역사적 최고 수준이기는 하나] 전기동 상승 폭 둔화로 인한 신동 Metal gain 축소 효과를 1) 민수 부문 Roll-Margin 확대: 상여금 인식 소멸 및 전기동 강세 구간에서의 가수요, 2) 상여금 인식 소멸 및 매출 증가로 인한 방산 부문 실적 개선이 상쇄했다. 연결 영업이익 [1,252억원, +38.8% QoQ]은 양호한 본사 실적에 [전분기 인식한 해외 신동 판매법인의 미실현손익 효과 소멸 및 전기동 가격 상승 효과에 따른] 자회사 실적 호조가 더해지며 역시 시장 기대치 [1개월 컨센서스 860억원]을 상회했다.

26. 3Q 실적 [연결 영업이익 1,270억원, +1.1% QoQ]은 전분기 대비 개선될 전망이다 <표 3>. 전기동 가격 상승 폭 둔화로 인한 Metal gain 등 축소로 신동 부문 실적 둔화는 불가피하다. 다만 상반기 매출 차질 분 인식 등 방산 매출이 급증하면서 신동 부진을 상쇄, 양호한 실적 [별도 영업이익 1,120억원, +11.4% QoQ]을 견인할 것이다. 참고로 26년은 하반기에 방산 매출의 약 80%가 집중되며, 수출 비중 상승 등으로 상반기 대비 마진율도 개선될 것이다. <그림 1>

주가는 매력적인 수준. 다만 제반 불확실성 해소가 선행되어야..

주가는 이미 충분히 하락했고, 하반기 동사 영업 환경 및 실적은 양호하다. 신동 부문 둔화를 방산 부문 호조가 상쇄할 것이기 때문이다.

먼저 상반기 신동 부문 실적은 전기동 가격 상승 효과로 큰 폭으로 개선되었으나, 하반기 둔화는 불가피하다. 전기동 가격이 26년 1분기 상승 폭 이상으로 상승해야 하반기 실적 개선이 가능한데, 현실적으로 쉽지 않기 때문이다. 또한 최근 전기동 가격 강세가 실물 공급과는 무관한, 정광의 핵심 부산물인 황산 수급 차질에 기인한 점도 반감지는 않다. <그림 2,3> 동사 주력 품목인 판/대의 수출 시장에서의 경쟁이 심화되고 있는 것을 감안하면, 펀더멘털 대비 지나치게 높은 전기동 가격은 수요 위축으로 이어질 가능성이 높다. <그림 4>

그러나 하반기에는 신동이 아닌 방산이 실적을 견인한다. 상반기 방산 매출 이연분 인식은 물론, 25년 관세 부과 이후 부진했던 미국향 탄약 수출이 26년 가파르게 회복 중이기 때문이다. 26년 미국의 탄약 수입은 전년비 큰 폭으로 감소하고 있음에도 <그림 5> 한국산 미국향 탄약 수출은 오히려 증가했고, 미국 탄약 시장에서 한국산 탄약 점유율도 가파르게 상승했다. <그림 6, 7, 8> 이같은 미국향 수출 호조가 미국 외 타 지역 수출 둔화를 상쇄하고 있다.

동사에 대한 목표주가를 8.5만원 [기존 11.2만원]으로 하향 조정하나, 목표주가와 현재 주가와의 차이가 15%를 상회하므로 투자 의견을 Buy로 상향한다. 이 중 방산 가치는 6.5만원 [26년 방산 연결 매출 1.46조원, 방산 부문 세전이익률 13%, Target P/E 13x] 수준이다. 신동 부문 가치 2.0만원은 전기동 가격 변화에 민감한 이익 변동성을 고려, 보수적으로 산정 [Target P/E 7x]했다. 주가는 매력적인 수준까지 하락했으나 방산 매각 여부 등 회사의 중장기적 방향성이 먼저 명확해질 필요가 있어 보인다.

Company Brief

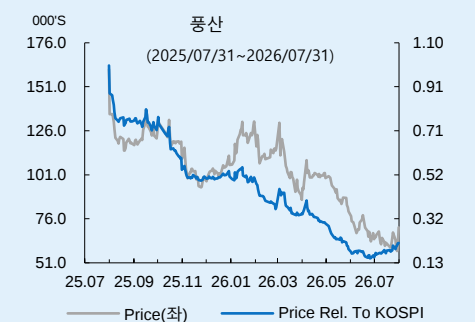
Buy (Upgrade)

목표주가(12M)	85,000원(하향)
종가(2026.07.31)	71,200원
상승여력	19.4 %

Stock Indicator	
자본금	140십억원
발행주식수	2,802만주
시가총액	1,995십억원
외국인지분율	13.6%
52주 주가	57,700~160,800원
60일평균거래량	132,494주
60일평균거래대금	10.9십억원

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	10.6	-28.2	-45.7	-55.7
상대수익률	32.8	-28.2	-72.0	-158.9

Price Trend



FY	2025	2026E	2027E	2028E
매출액(십억원)	5,049	6,080	5,903	5,985
영업이익(십억원)	297	443	335	337
순이익(십억원)	147	316	200	205
EPS(원)	5,251	11,276	7,128	7,327
BPS(원)	82,005	92,141	98,129	104,316
PER(배)	20.3	6.3	10.0	9.7
PBR(배)	1.3	0.8	0.7	0.7
ROE(%)	6.5	13.0	7.5	7.2
배당수익률(%)	1.6	2.8	2.8	2.8
EV/EBITDA(배)	9.8	5.4	6.2	5.9

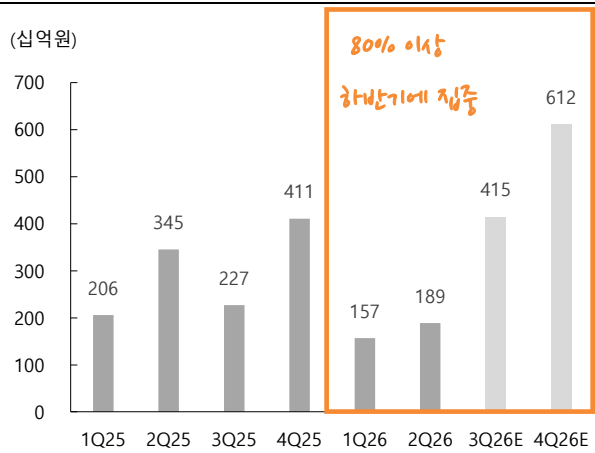
주:K-IFRS 연결 요약 재무제표

[철강/비철금속]

김윤상 2122-9205

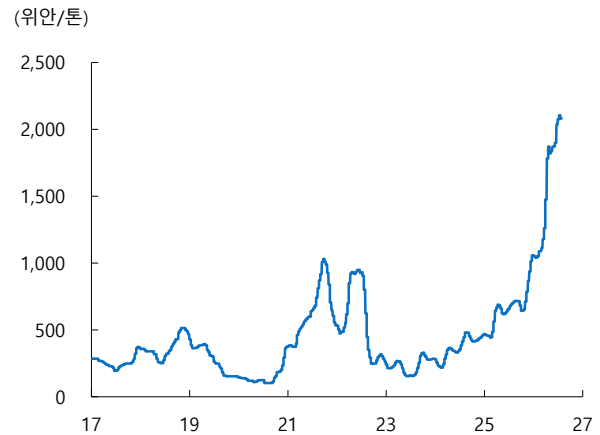
yoonsang.kim@imfnsec.com

그림1. 풍산 방산부문 분기별 매출액 및 전망



자료: 풍산, iM증권 리서치본부

그림2. 중국 내수 황산 가격 추이



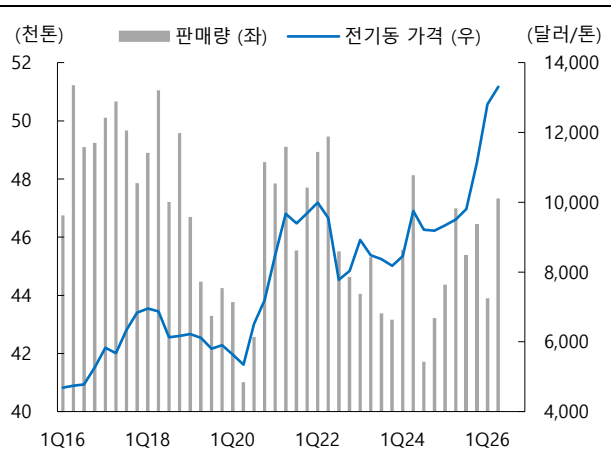
자료: Bloomberg, iM증권 리서치본부

그림3. 전기동 가격과 전기동 TC 추이



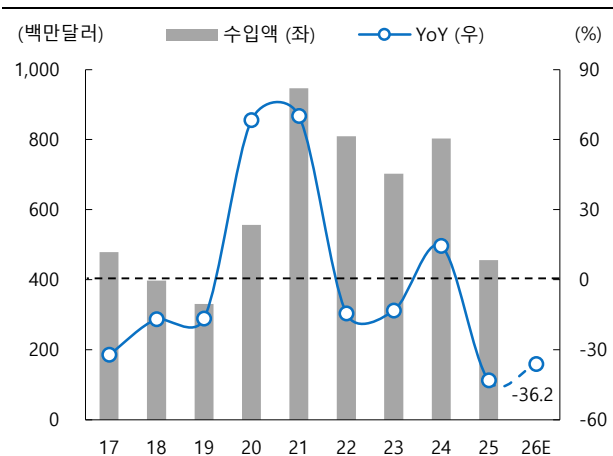
자료: Bloomberg, iM증권 리서치본부

그림4. 풍산 신동 판매량 및 전기동 가격 추이



자료: 풍산, iM증권 리서치본부

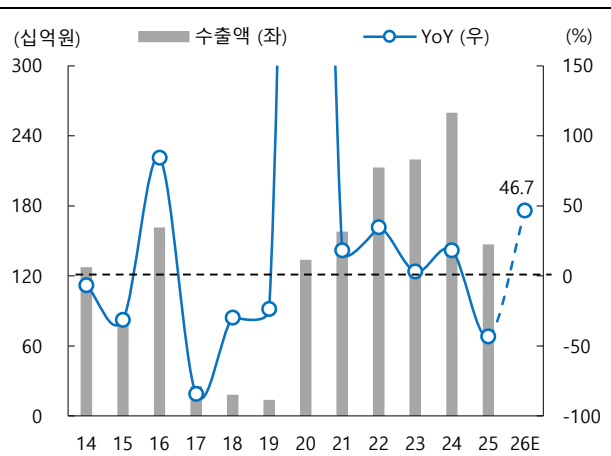
그림5. 미국의 연도별 탄약류 수입액 및 YoY 증감률



주: 26년 수치는 1~5월 합산누계를 기준으로 작성

자료: KITA, iM증권 리서치본부

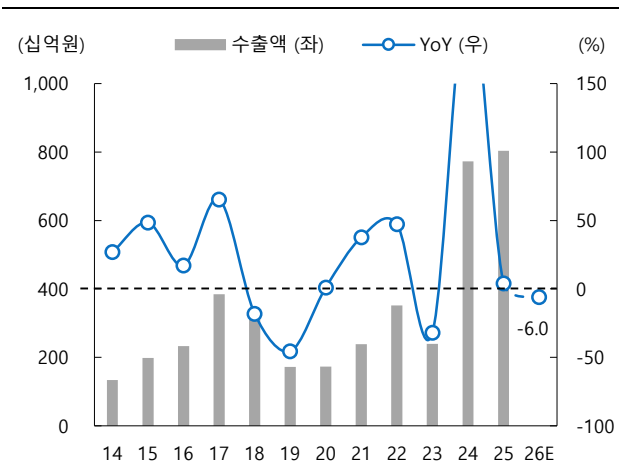
그림6. 한국산 탄약 미국향 수출량 및 YoY 증감률



주: 26년 수치는 1~6월 합산누계를 기준으로 작성

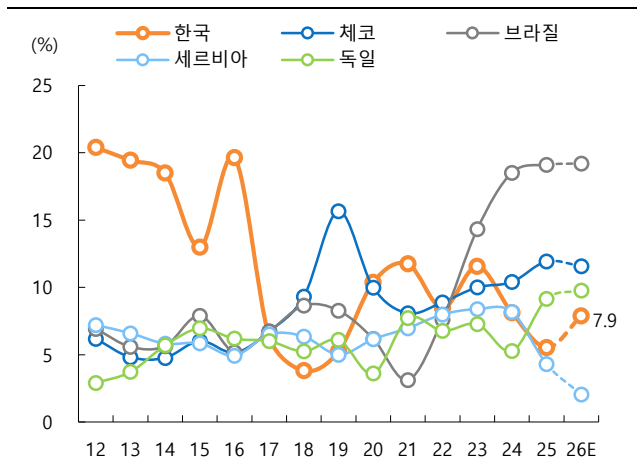
자료: KITA, iM증권 리서치본부

그림7. 한국산 탄약 미국 외 지역 수출량 및 YoY 증감률



주: 26년 수치는 1~6월 합산누계를 기준으로 작성
 자료: KITA, iM증권 리서치본부

그림8. 미국 탄약 수입액 국가별 비중 추이



주: 26년 수치는 1~5월까지의 누계기준
 자료: KITA, iM증권 리서치본부

〈표1〉 풍산 26.2Q 실적 Review (K-IFRS 연결 기준)

(십억원)	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26(a)	y-y	q-q	컨센서스(b)	차이(a-b)
매출액	1,294	1,174	1,425	1,271	1,470	13.6%	15.7%	1,487	-1.2%
영업이익	94	43	92	90	125	33.8%	38.8%	86	45.5%
세전이익	77	41	60	101	109	40.7%	7.8%	74	46.8%
지배주주순이익	64	33	9	78	82	28.5%	5.7%	58	41.8%
영업이익률	7.2%	3.6%	6.4%	7.1%	8.5%			5.8%	2.7%p
세전이익률	6.0%	3.5%	4.2%	8.0%	7.4%			5.0%	2.4%p
지배주주순이익률	5.0%	2.8%	0.6%	6.1%	5.6%			3.9%	1.7%p

자료: 풍산, iM증권 리서치본부

〈표2〉 풍산 분기별 실적 요약 및 전망 (K-IFRS 별도 기준)

(십억원)	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25E	2025	1Q26	2Q26P	3Q26E	4Q26E	2026E
매출액	826	1,014	871	1,137	3,849	969	1,122	1,224	1,416	4,731
영업이익	45	88	42	72	247	87	101	112	90	391
영업이익률	5.4%	8.7%	4.9%	6.3%	6.4%	9.0%	9.0%	9.2%	6.3%	8.3%

자료: 풍산, iM증권 리서치본부

〈표3〉 풍산 분기별 실적 요약 및 전망 (K-IFRS 연결 기준)

(십억원)	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	2025	1Q26	2Q26P	3Q26E	4Q26E	2026E
매출액	1,156	1,294	1,174	1,425	5,049	1,271	1,470	1,572	1,767	6,080
영업이익	70	94	43	92	297	90	125	127	102	443
세전이익	58	77	41	60	236	101	109	117	93	420
지배주주순이익	42	64	33	9	147	78	82	87	69	316
영업이익률	6.0%	7.2%	3.6%	6.4%	5.9%	7.1%	8.5%	8.1%	5.8%	7.3%
세전이익률	5.0%	6.0%	3.5%	4.2%	4.7%	8.0%	7.4%	7.5%	5.3%	6.9%
지배주주순이익률	3.6%	5.0%	2.8%	0.6%	2.9%	6.1%	5.6%	5.5%	3.9%	5.2%

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	6,080	5,903	5,896	5,953	3.1%	-0.8%
영업이익	443	335	355	312	24.9%	7.4%
세전이익	420	270	357	304	17.8%	-11.3%
지배주주순이익	316	200	267	225	18.2%	-11.3%
영업이익률	7.3%	5.7%	6.0%	5.2%	1.3%p	0.4%p
세전이익률	6.9%	4.6%	6.1%	5.1%	0.9%p	-0.5%p
지배주주순이익률	5.2%	3.4%	4.5%	3.8%	0.7%p	-0.4%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	3,064	3,128	3,085	매출액	5,049	6,080	5,903	5,985
현금 및 현금성자산	239	120	267	185	증가율(%)	10.9	20.4	-2.9	1.4
단기금융자산	10	11	11	12	매출원가	4,474	5,305	5,245	5,316
매출채권	830	927	900	913	매출충이익	575	775	659	669
재고자산	1,623	1,946	1,889	1,915	판매비와관리비	277	332	324	331
비유동자산	1,566	1,555	1,554	1,553	연구개발비	14	17	16	17
유형자산	1,387	1,375	1,374	1,373	기타영업수익	-	-	-	-
무형자산	18	17	17	16	기타영업비용	-	-	-	-
자산총계	4,329	4,619	4,682	4,638	영업이익	297	443	335	337
유동부채	1,450	1,356	1,371	1,223	증가율(%)	-8.1	49.1	-24.5	0.8
매입채무	158	158	153	156	영업이익률(%)	5.9	7.3	5.7	5.6
단기차입금	535	535	435	335	이자수익	8	4	9	6
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	9	-33	-33
장기차입금	142	142	122	102	세전계속사업이익	236	420	270	277
부채총계	2,031	2,037	1,932	1,714	법인세비용	88	104	70	72
지배주주지분	2,298	2,582	2,750	2,923	세전계속이익률(%)	4.7	6.9	4.6	4.6
자본금	140	140	140	140	당기순이익	147	316	200	205
자본잉여금	495	495	495	495	순이익률(%)	2.9	5.2	3.4	3.4
이익잉여금	1,592	1,854	1,999	2,149	지배주주귀속 순이익	147	316	200	205
기타자본항목	71	94	117	139	기타포괄이익	23	23	23	23
비지배주주지분	-	-	-	-	총포괄이익	170	339	222	228
자본총계	2,298	2,582	2,750	2,923	지배주주귀속총포괄이익	-	-	-	-

현금흐름표					주요투자지표				
(십억원)	2025	2026E	2027E	2028E		2025	2026E	2027E	2028E
영업활동 현금흐름	-168	-51	362	253	주당지표(원)				
당기순이익	147	316	200	205	EPS	5,251	11,276	7,128	7,327
유형자산감가상각비	90	102	101	101	BPS	82,005	92,141	98,129	104,316
무형자산상각비	0	1	1	1	CFPS	8,474	14,927	10,773	10,968
지분법관련손실(이익)	1	1	1	1	DPS	1,700	2,000	2,000	2,000
투자활동 현금흐름	-177	-117	-127	-127	Valuation(배)				
유형자산의 처분(취득)	-179	-90	-100	-100	PER	20.3	6.3	10.0	9.7
무형자산의 처분(취득)	-6	-	-	-	PBR	1.3	0.8	0.7	0.7
금융상품의 증감	29	-	-	-	PCR	12.6	4.8	6.6	6.5
재무활동 현금흐름	279	-19	-157	-277	EV/EBITDA	9.8	5.4	6.2	5.9
단기금융부채의증감	27	-70	20	-150	Key Financial Ratio(%)				
장기금융부채의증감	254	100	-120	-70	ROE	6.5	13.0	7.5	7.2
자본의증감	-	-	-	-	EBITDA이익률	7.7	9.0	7.4	7.3
배당금지급	-71	-71	-71	-71	부채비율	88.4	78.9	70.3	58.6
현금및현금성자산의증감	-106	-119	147	-82	순부채비율	35.8	37.6	26.3	20.0
기초현금및현금성자산	345	239	120	267	매출채권회전율(x)	6.7	6.9	6.5	6.6
기말현금및현금성자산	239	120	267	185	재고자산회전율(x)	3.3	3.4	3.1	3.1

자료 : 풍산, iM증권 리서치본부

풍산 투자의견 및 목표주가 변동추이

일자	투자의견	목표주가	과리율	
			평균주가대비	최고(최저)주가대비
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	-30.4%	-8.8%
2026-08-03	Buy	85,000		



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 2026-06-30 기준]

매수	중립(보유)	매도
89.8%	10.2%	-