2026.11.04

풍산 (103140)

이익의 질(質)이 좋아진다

26.3Q 시장 기대치 상회. 4Q는 부진

동사의 26.3Q 별도 영업이익 [773억원, -23.4% QoQ]은 시장 기대치 [1개월 컨센서스 779억원]에 부합했다. 회사 가이던스 [전분기 대비 증익]와는 달리 전분기 대비 실적이 부진했던 이유는 3분기 환율 하락 여파로 원화 표시 전기동 가격이 급락하면서 예상과는 달리 재고평가손, 즉 Metal loss가 인식되었고, 방산 매출이 고객사 납품 지연 이슈로 기대 [가이던스 4,153억원/실제치 3,316억원]에 미치지 못했기 때문이다. 연결 영업이익 [1,088억원, -13.1% QoQ] [달러 표시 전기동 가격 호조로 인한 Metal gain 효과로]PMX 등 신동 부문 자회사 실적이 개선되면서 시장 기대치 [1개월 컨센서스 955억원]를 상회했다. 달러 표시 전기동 가격은 견조했음에도 국가별 환율 효과 차이로 본사 [Metal loss]/자회사 [Metal gain]의 전기동 재고평가손익 인식이 상이했다. 26. 4Q 실적 [연결 영업이익 450억원, -58.9% QoQ]은 전분기 대비 부진할 전망이다. <표 3> 본사 [별도 영업이익 300억원, -60.9% QoQ]의 경우 민수 부문 [상여금 인식과 환율 하락에 따른 전기동 Metal loss 확대], 방산 부문 [상여금 인식 및 저마진탄 매출 비중 상승에 따른 마진율 하락] 모두 3분기 대비 부진이 불가피하다. 특히 방산 매출의 경우 4분기 매출이 큰 폭으로 증가 [26.3Q 3,316억원 →26.4Q 약 5,013억원] 하나, 전술한 마진율 하락으로 부진이 불가피하다. 자회사 실적 역시 전기동 상승 폭 둔화로 전분기 대비 부진할 전망이다.

27년 방산 부문 턴어라운드: 이익의 중심이 민수에서 방산으로

현 상황은 동사 주가에 있어 단기 모멘텀 둔화 구간임은 분명하다. 첫째, 방산 부문 모멘텀 둔화이다. 고객사 사고 이슈 등으로 인한 매출 차질 이슈는 물론, 방산 매각 이슈 여부도 여전히 불분명하다. 둘째, 단기 전기동 상승 모멘텀 둔화이다. 칠레의 지속적 공급 차질 등 개별 수급은 여전히 타이트하나, <그림1> 단기 상승 모멘텀은 『1) 고금리 지속 및 안전 자산 선호에 따른 주요 비철금속 가격 약세, 2) [구리는 AI 인프라 수요 확충의 최대 수혜 품목이라는 측면에서] AI 기술주 투매, 3) 주요 부산물인 황산 가격 약세 전환』의 이유로 당분간 둔화가 불가피하다. <그림 2,3> 특히 황산의 경우 최근 약세를 시현하고 있는데, 이는 최대 수요처인 인산 비료업체 마진이 악화되면서 비료 업체의 황산 매수세가 위축되었기 때문이다. 중동 유황 가격 수출 오퍼도 최근 조정 국면에 진입했다.

그러나 현 주가는 바닥 수준이다. 첫째, 이연 매출 인식을 통한 매출액 증가 [26년 약 1.2조원 → 1.4조원] 및 [고마진 대구경탄 수출 재개에 따른] 마진율 상승으로 27년 방산 부문 실적은 유의미하게 개선될 것이다. <그림4> 27년 민수 부문 실적은 Metal gain 감소로 둔화되나 방산 부문 개선이 이를 상쇄하는 구조이다. 주지하다시피 실적 안정성 측면에서 전기동 가격 등락에 좌우되는 민수 대비 방산이 더 우위에 있다. 둘째, 주가도 매력적인 수준에 진입했다. 보수적으로 산정한 방산 부문 가치는 주당 7.0만원 [시가 총액 1.95조원, 27년 예상 연결 매출액 1.6조원, 세전이익률 16%, P/E 11x]으로, 현 주가 (11/3 종가 59,900원)를 상회한다. 적용한 세전이익률도 방산 실적이 리레이팅 된 21년 이후 하단 수준이다. 동사에 대한 투자의견 Buy, 목표주가 8.0만원 [기존 8.5만원]을 제시한다. 목표 주가 하향은 방산 부문 [주당 6.5만원→7만원] 보다는 [Metal gain 감소에 따른] 민수 부문 가치 조정 [주당 2만원→1만원]에 기인한다. 27년 민수 부문 실적은 전기동 급등으로 역대급 Metal gain을 시현했던 26년 대비 둔화가 불가피 하다.

iM증권

Company Brief

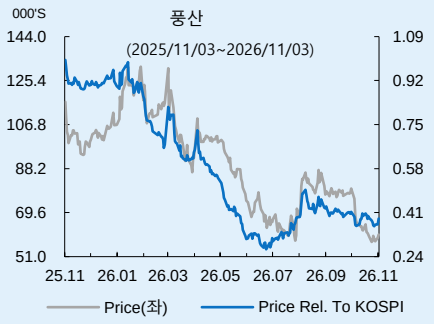
Buy (Maintain)

목표주가(12M)	80,000원(하향)
종가(2026.11.03)	60,300원
상승여력	32.7 %

Stock Indicator	
자본금	140십억원
발행주식수	2,802만주
시가총액	1,690십억원
외국인지분율	12.9%
52주 주가	57,200~131,200원
60일평균거래량	130,636주
60일평균거래대금	9.9십억원

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-24.4	-14.5	-39.9	-45.7
상대수익률	-5.1	-3.3	-21.3	-82.7

Price Trend



FY	2025	2026E	2027E	2028E
매출액(십억원)	5,049	6,134	6,377	6,498
영업이익(십억원)	297	369	350	364
순이익(십억원)	147	238	232	246
EPS(원)	5,251	8,487	8,279	8,795
BPS(원)	82,005	89,352	96,491	104,146
PER(배)	20.3	7.1	7.3	6.9
PBR(배)	1.3	0.7	0.6	0.6
ROE(%)	6.5	9.9	8.9	8.8
배당수익률(%)	1.6	3.3	3.3	3.3
EV/EBITDA(배)	9.8	5.4	5.4	4.9

주:K-IFRS 연결 요약 재무제표

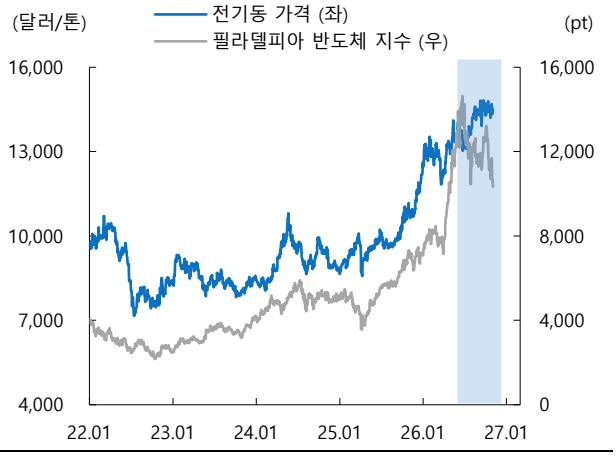
[철강/비철금속]
김윤상 2122-9205
yoonsang.kim@imfnsec.com

그림1. 전기동 가격과 전기동 TC 추이



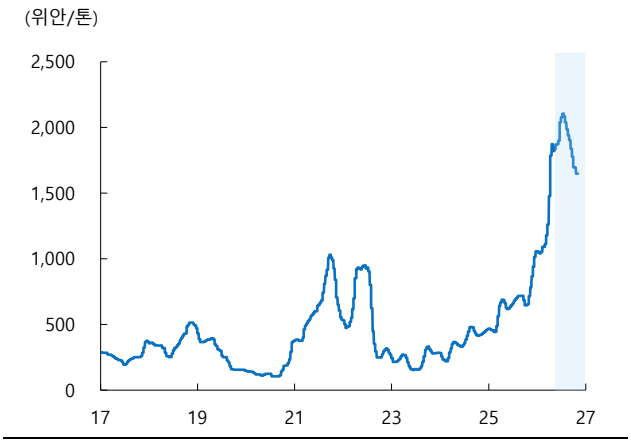
자료: Bloomberg, iM증권 리서치본부

그림2. 전기동 가격과 필라델피아 반도체 지수 추이



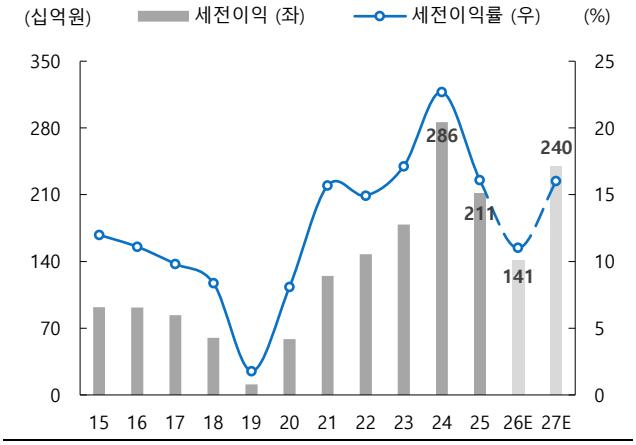
자료: Bloomberg, iM증권 리서치본부

그림3. 중국 내수 황산 가격 추이



자료: Wind, iM증권 리서치본부

그림4. 풍산 연결기준 방산 세전이익과 세전이익률 추이



주: 연결기준
자료: 풍산, iM증권 리서치본부 추정

〈표1〉 풍산 26.3Q 실적 Review (K-IFRS 연결 기준)

	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26	3Q26(a)	y-y	q-q	컨센서스(b)	차이(a-b)
매출액	1,174	1,425	1,271	1,470	1,638	39.5%	11.4%	1,595	2.7%
영업이익	43	92	90	125	109	155.5%	-13.1%	96	13.9%
세전이익	41	60	101	109	83	104.8%	-23.5%	85	-2.4%
지배주주순이익	33	9	78	82	63	92.3%	-24.1%	62	0.3%
영업이익률	3.6%	6.4%	7.1%	8.5%	6.6%			6.0%	0.6%p
세전이익률	3.5%	4.2%	8.0%	7.4%	5.1%			5.4%	-0.3%p
지배주주순이익률	2.8%	0.6%	6.1%	5.6%	3.8%			3.9%	-0.1%p

자료: 풍산, iM증권 리서치본부

〈표2〉 풍산 분기별 실적 요약 및 전망 (K-IFRS 별도 기준)

(십억원)	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25E	2025	1Q26	2Q26	3Q26P	4Q26E	2026E
매출액	826	1,014	871	1,137	3,849	969	1,122	1,215	1,367	4,673
영업이익	45	88	42	72	247	87	101	77	30	296
영업이익률	5.4%	8.7%	4.9%	6.3%	6.4%	9.0%	9.0%	6.4%	2.2%	6.3%

자료: 풍산, iM증권 리서치본부

〈표3〉 풍산 분기별 실적 요약 및 전망 (K-IFRS 연결 기준)

(십억원)	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	2025	1Q26	2Q26	3Q26P	4Q26E	2026E
매출액	1,156	1,294	1,174	1,425	5,049	1,271	1,470	1,638	1,754	6,134
영업이익	70	94	43	92	297	90	125	109	45	369
세전이익	58	77	41	60	236	101	109	83	20	313
지배주주순이익	42	64	33	9	147	78	82	63	15	238
영업이익률	6.0%	7.2%	3.6%	6.4%	5.9%	7.1%	8.5%	6.6%	2.5%	6.0%
세전이익률	5.0%	6.0%	3.5%	4.2%	4.7%	8.0%	7.4%	5.1%	1.1%	5.1%
지배주주순이익률	3.6%	5.0%	2.8%	0.6%	2.9%	6.1%	5.6%	3.8%	0.8%	3.9%

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	6,134	6,377	6,080	5,903	0.9%	8.0%
영업이익	369	350	444	335	-16.9%	4.6%
세전이익	313	314	420	270	-25.4%	16.2%
지배주주순이익	238	232	316	200	-24.7%	16.2%
영업이익률	6.0%	5.5%	7.3%	5.7%	-1.3%p	-0.2%p
세전이익률	5.1%	4.9%	6.9%	4.6%	-1.8%p	0.3%p
지배주주순이익률	3.9%	3.6%	5.2%	3.4%	-1.3%p	0.3%p

자료: 풍산, iM증권 리서치본부

K-IFRS 연결 요약 재무제표

재무상태표

(십억원)	2025	2026E	2027E	2028E
유동자산	2,763	3,427	3,538	3,540
현금 및 현금성자산	239	274	263	204
단기금융자산	10	11	11	12
매출채권	830	935	972	990
재고자산	1,623	2,147	2,232	2,274
비유동자산	1,566	1,552	1,548	1,543
유형자산	1,387	1,373	1,368	1,363
무형자산	18	17	17	16
자산총계	4,329	4,979	5,086	5,083
유동부채	1,450	1,750	1,777	1,630
매입채무	158	166	172	175
단기차입금	535	535	435	335
유동성장기부채	115	95	215	165
비유동부채	581	725	605	535
사채	279	379	279	229
장기차입금	142	142	122	102
부채총계	2,031	2,475	2,382	2,165
지배주주지분	2,298	2,504	2,704	2,919
자본금	140	140	140	140
자본잉여금	495	495	495	495
이익잉여금	1,592	1,775	1,953	2,145
기타자본항목	71	94	117	139
비지배주주지분	-	-	-	-
자본총계	2,298	2,504	2,704	2,919

포괄손익계산서

(십억원,%)	2025	2026E	2027E	2028E
매출액	5,049	6,134	6,377	6,498
증가율(%)	10.9	21.5	4.0	1.9
매출원가	4,474	5,460	5,746	5,848
매출총이익	575	674	631	650
판매비와관리비	277	305	281	286
연구개발비	14	17	18	18
기타영업수익	-	-	-	-
기타영업비용	-	-	-	-
영업이익	297	369	350	364
증가율(%)	-8.1	24.0	-5.0	3.9
영업이익률(%)	5.9	6.0	5.5	5.6
이자수익	8	9	9	7
이자비용	37	40	37	29
지분법이익(손실)	1	1	1	1
기타영업외손익	-32	-12	4	4
세전계속사업이익	236	313	314	333
법인세비용	88	75	82	87
세전계속이익률(%)	4.7	5.1	4.9	5.1
당기순이익	147	238	232	246
순이익률(%)	2.9	3.9	3.6	3.8
지배주주귀속 순이익	147	238	232	246
기타포괄이익	23	23	23	23
총포괄이익	170	261	255	269
지배주주귀속총포괄이익	-	-	-	-

현금흐름표

(십억원)	2025	2026E	2027E	2028E
영업활동 현금흐름	-168	52	204	277
당기순이익	147	238	232	246
유형자산감가상각비	90	104	105	105
무형자산상각비	0	1	1	1
지분법관련손실(이익)	1	1	1	1
투자활동 현금흐름	-177	-117	-127	-127
유형자산의 처분(취득)	-179	-90	-100	-100
무형자산의 처분(취득)	-6	-	-	-
금융상품의 증감	29	-	-	-
재무활동 현금흐름	279	31	-157	-277
단기금융부채의증감	27	-20	20	-150
장기금융부채의증감	254	100	-120	-70
자본의증감	-	-	-	-
배당금지급	-71	-71	-71	-71
현금및현금성자산의증감	-106	35	-11	-59
기초현금및현금성자산	345	239	274	263
기말현금및현금성자산	239	274	263	204

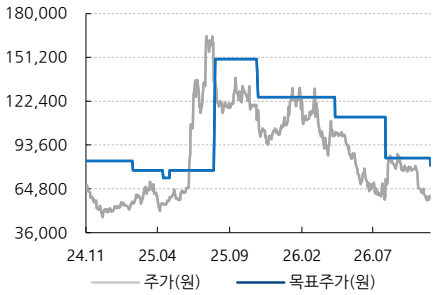
주요투자지표

	2025	2026E	2027E	2028E
주당지표(원)				
EPS	5,251	8,487	8,279	8,795
BPS	82,005	89,352	96,491	104,146
CFPS	8,474	12,230	12,047	12,557
DPS	1,700	2,000	2,000	2,000
Valuation(배)				
PER	20.3	7.1	7.3	6.9
PBR	1.3	0.7	0.6	0.6
PCR	12.6	4.9	5.0	4.8
EV/EBITDA	9.8	5.4	5.4	4.9
Key Financial Ratio(%)				
ROE	6.5	9.9	8.9	8.8
EBITDA이익률	7.7	7.7	7.1	7.2
부채비율	88.4	98.8	88.1	74.2
순부채비율	35.8	34.7	28.8	21.1
매출채권회전율(x)	6.7	6.9	6.7	6.6
재고자산회전율(x)	3.3	3.3	2.9	2.9

자료 : 풍산, iM증권 리서치본부

풍산 투자의견 및 목표주가 변동추이

일자	투자의견	목표주가	괴리율	
			평균주가대비	최고(최저)주가대비
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%
2026-07-31	Buy	85,000	-13.0%	3.1%
2026-11-04	Buy	80,000		



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 기관투자가 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 종가대비 해당종목의 예상 목표수익률을 의미함.
- Buy(매수): 추천일 종가대비 +15% 이상
- Hold(보유): 추천일 종가대비 -15% ~ 15% 내외 등락
- Sell(매도): 추천일 종가대비 -15% 이상

산업추천 투자등급
시가총액기준 산업별 시장비중대비 보유비중의 변화를 추천하는 것임
- Overweight(비중확대)
- Neutral(중립)
- Underweight(비중축소)

[투자등급 비율 2026-09-30 기준]

매수	중립(보유)	매도
92%	8%	-