

풍산 (103140)

성장엔 이상 무

투자의견	BUY (유지)
목표주가	158,000 원(유지)
현재주가	135,500 원(08/01)
시가총액	3,797 (십억원)

철강/금속 이유진_02)368-6141_eugenelee@

- **2Q25 Review:** 연결 매출액 1조 2,940억원, 영업이익 936억원 기록(OPM 7.2%)
- **구조적 실적 성장 스토리에는 변함 없다**
 - 2분기 실적은 1) 퇴직금 충당금 반영으로 150억원, 2) 환율로 인한 채권 평가손실 50억원, 3) 미국 관세 50억원으로 인해 시장 기대치보다 하회. 다만 구조적 실적 성장 스토리에는 여전히 변함 없는 이유는 1) 밀리터리향 수출에는 차질이 없었고, 2) 8/1 현대로템이 폴란드와 65억 달러의 K2 전차 2차 이행 계약을 체결함에 따라 로템과 풍산의 탄약 추가 계약이 곧 체결될 것이라 예상하며, 3) 우리나라 업체들의 자주포, 전차 추가 수주 파이프라인도 여전히 기대되기 때문. 이번 실적에서 관세 영향은 美 소구경 수출 물량에 부과된 것. 이는 가격 전가로 대응 가능할 것. 美 스포츠탄 주요 수입국으로는 세르비아(35% 관세), 보스니아(30% 관세), 브라질(50% 관세), 체코/터키/슬로베니아(15% 관세)가 있고 우리나라보다 관세 부담이 큰 국가들이 더 많아 전가 가능. 美 내 탄약 제조사들도 피복, 탄피 생산에 필요한 구리 반제품(232조에 따른 50% 관세), 아연/납(국가별 관세) 대한 관세로 비용 증가 불가피하여 미국 내 탄약 가격 상승될 것
- **목표주가 158,000원, 투자의견 Buy 유지**
 - 2분기 시장의 기대치보다 영업이익이 하회하며 실적 발표 당일 주가가 16% 급락했지만 구조적으로 늘어나는 밀리터리향 수출과는 관계 없는 일회적인 요소가 많았기 때문에 매수 기회라고 판단함

주가(원,8/1)	135,500
시가총액(십억원)	3,797
발행주식수	28,024천주
52주 최고가	172,200원
최저가	46,150원
52주 일간 Beta	1.96
60일 일평균거래대금	740억원
외국인 지분율	0.0%
배당수익률(2025E)	1.8%

주주구성	
풍산홀딩스 (외 5인)	38.0%
국민연금공단 (외 1인)	8.2%

주가상승(%)	1M	6M	12M
상대기준	8.6	131.7	120.5
절대기준	9.5	155.7	132.8

(원, 십억원)	현재	직전	변동
투자의견	BUY	BUY	-
목표주가	158,000	158,000	-
영업이익(25)	354	354	-
영업이익(26)	478	407	▲

12월 결산(십억원)	2023A	2024A	2025E	2026E
매출액	4,125	4,554	5,068	5,435
영업이익	229	324	354	478
세전손익	201	318	318	469
당기순이익	156	236	246	363
EPS(원)	5,582	8,423	8,776	12,983
증감률(%)	-10.7	50.9	4.2	47.9
PER(배)	7.0	5.9	15.4	10.4
ROE(%)	8.2	11.3	11.0	15.0
PBR(배)	0.6	0.6	1.7	1.5
EV/EBITDA(배)	4.3	4.5	8.9	6.6

자료: 유진투자증권



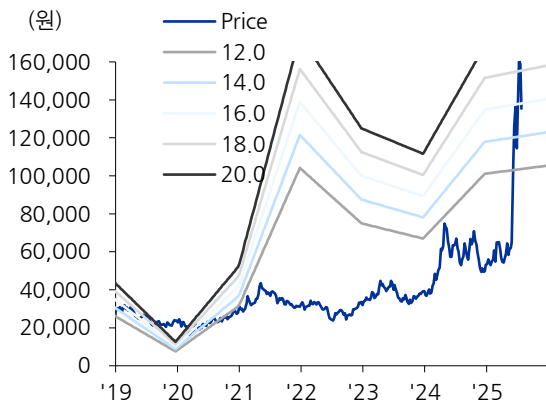
실적 추정 및 Valuation

도표 1. 풍산 실적 전망

(단위: 십억원, 천톤)	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25E	3Q25E	4Q25E	2023	2024	2025F
매출액	963.5	1,233.6	1,129.2	1,228.0	1,156.0	1,294.0	1,225.4	1,392.9	4,125.3	4,554.4	5,068.2
영업이익	54.2	161.3	74.4	33.9	69.7	93.6	86.0	104.3	228.7	323.8	353.6
영업이익률(%)	5.6	13.1	6.6	2.8	6.0	7.2	7.0	7.5	5.5	7.1	7.0
세전이익	50.1	151.8	62.8	53.5	57.6	77.4	82.2	100.5	201.1	318.2	317.8
당기순이익	37.0	111.2	47.6	40.2	41.4	64.2	62.9	77.0	156.4	235.9	245.4
출하량(천톤)	45.6	48.1	41.7	43.2	44.4	47.0	42.0	45.6	175.9	178.6	179.0
판대	33.4	35.4	31.0	32.3	32.9	34.9	31.4	34.4	129.9	132.1	133.6
봉/선	5.7	6.7	5.2	5.4	5.6	5.8	4.6	5.4	23.3	23.0	21.4
소전	2.5	2.5	2.0	1.6	2.3	2.4	2.0	2.1	8.7	8.6	8.6
주조기와	4.0	3.5	3.6	3.9	3.7	3.9	4.0	3.9	14.0	14.9	15.4
방산 매출액(억원)											
수출	952	2,265	1,675	2,217	853	1,987	1,591	1,641	4,922	7,110	6,072
내수	791	1,114	1,042	1,735	1,183	1,467	1,667	2,672	4,974	4,682	6,990

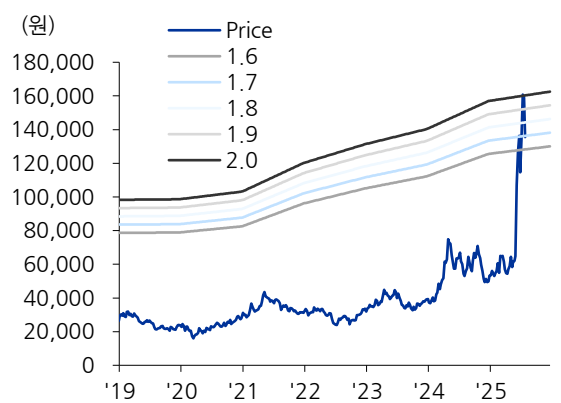
자료: 유진투자증권

도표 2. PER Band



자료: Bloomberg, 유진투자증권

도표 3. PBR Band



자료: Bloomberg, 유진투자증권

풍산(103140.KS) 재무제표

대차대조표

(단위:십억원)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
자산총계	3,661	4,097	5,281	5,910	6,239
유동자산	2,239	2,562	3,691	4,272	4,538
현금성자산	417	361	1,666	2,178	2,382
매출채권	560	671	580	600	618
재고자산	1,227	1,459	1,374	1,422	1,465
비유동자산	1,421	1,535	1,591	1,638	1,701
투자자산	225	213	188	195	203
유형자산	1,183	1,309	1,369	1,390	1,426
기타	12	13	33	53	72
부채총계	1,695	1,897	3,003	3,339	3,418
유동부채	1,352	1,359	2,473	2,792	2,859
매입채무	344	354	412	427	439
유동성이자부채	474	597	1,649	1,949	1,999
기타	534	408	412	416	420
비유동부채	342	539	530	547	559
비유동이자부채	232	245	245	245	245
기타	111	294	286	302	314
자본총계	1,966	2,199	2,278	2,572	2,821
지배지분	1,966	2,199	2,278	2,572	2,821
자본금	140	140	140	140	140
자본잉여금	495	495	495	495	495
이익잉여금	1,315	1,491	1,666	1,960	2,209
기타	16	74	(23)	(23)	(23)
비지배지분	0	0	0	0	0
자본총계	1,966	2,199	2,278	2,572	2,821
총차입금	706	842	1,894	2,194	2,244
순차입금	288	480	228	16	(138)

현금흐름표

(단위:십억원)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
영업현금	696	40	432	432	407
당기순이익	156	236	246	363	333
자산상각비	91	90	97	103	106
기타비현금성손익	115	162	(72)	15	10
운전자본증감	454	(343)	182	(51)	(44)
매출채권감소(증가)	33	(73)	97	(20)	(18)
재고자산감소(증가)	(29)	(189)	97	(48)	(43)
매입채무증가(감소)	90	(32)	33	15	13
기타	360	(49)	(46)	3	3
투자현금	(137)	(217)	(183)	(151)	(169)
단기투자자산감소	8	5	(1)	(1)	(1)
장기투자증권감소	0	0	28	0	0
설비투자	136	196	175	121	139
유형자산처분	1	1	0	0	0
무형자산처분	(1)	(0)	(22)	(22)	(22)
재무현금	(306)	90	1,088	230	(34)
차입금증가	(306)	90	1,088	300	50
자본증가	0	0	(71)	(70)	(84)
배당금지급	0	0	71	70	84
현금 증감	253	(63)	1,302	511	203
기초현금	155	408	345	1,647	2,158
기말현금	408	345	1,647	2,158	2,362
Gross Cash flow	362	488	283	483	451
Gross Investment	(310)	565	(0)	201	213
Free Cash Flow	672	(77)	283	282	238

자료: 유진투자증권

손익계산서

(단위:십억원)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액	4,125	4,554	5,068	5,435	5,598
증가율(%)	(5.7)	10.4	11.3	7.2	3.0
매출원가	3,684	3,938	4,428	4,645	4,759
매출총이익	441	616	640	791	840
판매 및 일반관리비	212	292	286	313	335
기타영업손익	(8)	38	(2)	9	7
영업이익	229	324	354	478	505
증가율(%)	(1.3)	41.6	9.2	35.1	5.7
EBITDA	319	413	450	581	611
증가율(%)	(2.1)	29.5	8.9	29.0	5.2
영업외손익	(28)	(5)	(66)	(74)	(60)
이자수익	5	10	10	11	12
이자비용	39	37	47	78	89
지분법손익	0	0	1	1	1
기타영업외손익	6	22	(29)	(9)	17
세전순이익	201	318	318	469	445
증가율(%)	(8.5)	58.3	(0.1)	47.6	(5.1)
법인세비용	45	82	72	106	112
당기순이익	156	236	246	363	333
증가율(%)	(10.7)	50.9	4.1	47.8	(8.3)
지배주주지분	156	236	246	364	334
증가율(%)	(10.7)	50.9	4.2	47.9	(8.3)
비지배지분	0	0	(0)	(1)	(1)
EPS(원)	5,582	8,423	8,776	12,983	11,910
증가율(%)	(10.7)	50.9	4.2	47.9	(8.3)
수정EPS(원)	5,582	8,423	8,776	12,983	11,910
증가율(%)	(10.7)	50.9	4.2	47.9	(8.3)

주요투자지표

	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
주당지표(원)					
EPS	5,582	8,423	8,776	12,983	11,910
BPS	70,152	78,478	81,277	91,761	100,670
DPS	1,200	2,600	2,500	3,000	3,000
밸류에이션(배, %)					
PER	7.0	5.9	15.4	10.4	11.4
PBR	0.6	0.6	1.7	1.5	1.3
EV/ EBITDA	4.3	4.5	8.9	6.6	6.0
배당수익률	3.1	5.2	1.8	2.2	2.2
PCR	3.0	2.9	13.4	7.9	8.4
수익성(%)					
영업이익률	5.5	7.1	7.0	8.8	9.0
EBITDA이익률	7.7	9.1	8.9	10.7	10.9
순이익률	3.8	5.2	4.8	6.7	6.0
ROE	8.2	11.3	11.0	15.0	12.4
ROIC	7.3	9.8	10.6	14.6	14.4
안정성(배, %)					
순차입금/자기자본	14.7	21.8	10.0	0.6	(4.9)
유동비율	165.6	188.6	149.2	153.0	158.7
이자보상배율	5.8	8.6	7.5	6.1	5.7
활동성(회)					
총자산회전율	1.2	1.2	1.1	1.0	0.9
매출채권회전율	7.1	7.4	8.1	9.2	9.2
재고자산회전율	3.4	3.4	3.6	3.9	3.9
매입채무회전율	13.8	13.1	13.2	13.0	12.9

Compliance Notice

당사는 자료 작성일 기준으로 지난 3개월 간 해당종목에 대해서 유가증권 발행에 참여한 적이 없습니다
 당사는 본 자료 발간일을 기준으로 해당종목의 주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다
 당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다
 조사분석담당자는 자료작성일 현재 동 종목과 관련하여 재산적 이해관계가 없습니다
 동 자료에 게재된 내용들은 조사분석담당자 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다
 동 자료는 당사의 제작물로서 모든 저작권은 당사에게 있습니다
 동 자료는 당사의 동의 없이 어떠한 경우에도 어떠한 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형, 대여할 수 없습니다
 동 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다.
 따라서 어떠한 경우에도 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재에 대한 증빙자료로 사용될 수 없습니다

투자기간 및 투자등급/투자의견 비율

종목추천 및 업종추천 투자기간: 12개월 (추천기준일 증가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미함) 당사 투자의견 비율(%)

· STRONG BUY(매수)	추천기준일 증가대비 +50%이상	0%
· BUY(매수)	추천기준일 증가대비 +15%이상 ~ +50%미만	98%
· HOLD(중립)	추천기준일 증가대비 -10%이상 ~ +15%미만	2%
· REDUCE(매도)	추천기준일 증가대비 -10%미만	0%

(2025.06.30 기준)

