철강/금속

포탄: Loaded & Ready

더 많은 리포트 보기

KB증권

철강/금속 Analyst 최용현
yonghyun.choi@kbfg.com

2025년 7월 2일

Recommendations	기준일: 2025년 6월 30일
풍산 (103140)	**Buy**
현재주가: 128,700원	목표주가: 168,000원

포탄 사업: 기술력을 기반으로 강력한 실적 모멘텀 예상

포탄 사업은 다른 방산 산업과 대비하여 저평가 되어 있다. 그러나 1) 높은 협상력, 2) 기술력을 통해 할인율을 줄일 것이다. 포탄 사업자의 높은 협상력은 20%가 넘는 영업이익률에서 쉽게 확인할 수 있다. 규제 산업으로 신규 진입이 어렵다는 점도 긍정적이다. 포탄은 장기적으로 제품 확장 가능성도 높다. 탄약의 구성품들 중에서 사거리와 정확도를 높이기 위해선 포탄의 기술력이 요구되기 때문이다. 포탄은 R&D를 통한 제품 고도화로 중장기적으로 가격 인상 및 영업이익률 개선이 예상된다. 풍산은 2025년 60km 사거리를 보유하고, 정확도를 높인 신제품 사거리연장탄 초도 생산에 들어갔다. 사거리연장탄은 지금과 같은 우호적인 시장 환경에서 높은 기술력을 바탕으로 해외 시장 침투를 확대해 나갈 것이고, 강력한 실적 모멘텀이 예상된다.

여전히 인기가 높은 포탄

포탄의 인기가 여전히 높은 이유는 크게 3가지다. ① 드론 사용이 늘어나면서 오히려 포탄의 중요성이 높아지고 있다. 드론이 전쟁 상황을 실시간으로 파악하고 정보를 제공하면서 포탄의 정확도가 높아졌고, 효율적인 공격이 가능해졌다. ② 러우전쟁과 같은 지상전이 장기전 양상을 보이고, 지정학적 리스크가 커지면서 주변 국가의 비축 수요가 늘어난 점도 긍정적이다. ③ 최근 재래식 무기에 대한 인기가 높아진 점도 긍정적이다. 이스라엘-이란 전쟁에서도 볼 수 있듯 핵무기에 대해서는 규제가 심한 반면 상대적으로 재래식 무기에 대해선 규제가 제한적이다.

왜 155mm 포탄이 가장 인기가 많을까?

포탄 중에서도 155mm 규격을 가진 포탄이 가장 인기가 많다. ① 위력와 휴대성 사이에서 최적의 균형점을 보유하고 있기 때문이다. 155mm 규격 이하의 포탄은 위력이 약한 반면 휴대성이 좋다. 반면 155mm 규격 이상의 포탄은 위력이 강한 반면 휴대하기 불편하다. ② 155mm 포탄은 호환성 측면에서도 장점을 가진다. 이미 구축되어 있는 국내외의 많은 포들은 155mm 포탄을 사용하도록 설계되어 있다. 그 결과 155mm Capa 증설은 글로벌 트렌드다. 국내에서는 풍산이 2H25 Capa를 연간 10만발에서 20만발로 확대한다. 해외에선 독일 라인메탈이 155mm Capa를 연간 45만발에서 2027년까지 110만발로 확대, 미군이 155mm 포탄 생산량을 2025년 4월까지 월 7만5천발, 2025년 10월까지 월 10만발로 늘릴 계획이다.

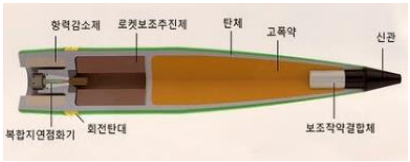
155mm 포탄에서 중요한 3가지 요소

155mm 포탄은 종류가 다양한데, 155mm 포탄에서 중요한 요소는 ① 비용, ② 정확도, ③ 사거리다. 예를 들어 유도 기능까지 탑재한 M982 Excalibur 155mm 탄은 10만 달러가 넘어 오히려 수요가 낮다. 그리고 정확도와 사거리는 일반적으로 반비례 관계가 성립하므로 두 가지를 모두 충족시키는 기술력을 보유하기 쉽지 않다.

155mm 포탄의 중요 요소를 모두 보유한 풍산의 사거리연장탄

최근 풍산에서 초도 양산을 시작한 사거리연장탄이 위에서 언급한 3가지 기준을 모두 충족한 포탄이라고 판단된다. 사거리연장탄은 포의 개조 없이 포탄만을 통해 사거리를 늘렸다는 점에서 가성비가 매우 높다. 또한 사거리연장탄은 BB탄과 RAP탄의 기술을 혼합하여 사거리를 40km에서 60km로 늘리고, 정확도까지 확보했다. 사거리연장탄 성과를 주목할 필요가 있다.

풍산의 사거리연장탄



자료: 방위사업청, KB증권

높아진 포탄의 중요성

포탄의 수요 증가 중

포탄 수요는 계속해서 증가중이다. 포탄은 화포에 사용하는 탄환 (탄두)을 뜻한다. 포탄은 화포를 통해 목표물을 타격하여 파괴하거나 제압하기 위해 사용된다. 일반적으로 포탄은 화력 지원이 중요한 지상전에서 핵심적인 역할을 한다.

탄약에서 중요한 역할을 하는 포탄

탄약은 탄두, 신관, 뇌관, 장약으로 구성된다. 탄두는 폭발하여 목표물에 피해를 준다. 신관은 언제, 어떻게 폭발할지 결정해주는 장치다. 뇌관은 탄두 내 화약을 폭발시킨다. 장약은 포탄을 발사하는 추진력을 제공한다. 탄약의 구성 용품인 포탄 (탄두)의 경우 풍산에서 만들고 있다. 포탄 가격 내 탄두가 차지하는 비중은 일반 고폭탄 기준 40%로 추정된다.

포탄의 수요 증가 이유

1) 드론 사용 증가

최근 전쟁에서 드론 사용이 늘어나고 있다. 아이러니하게도 드론 사용이 늘어나면서 포탄의 중요성이 높아지고 있다. 드론이 전쟁 상황을 실시간으로 파악하여 표적 정보를 제공해 포탄의 정확도가 높아졌고, 효율적인 공격이 가능해졌기 때문이다.

2) 지정학적 리스크

글로벌 내 여러 지역에서 지정학적 리스크가 높아지고 있는데 그 중 러우전쟁과 같은 지상전이 장기전 양상을 보이면서 포탄 소비가 계속되고 있다. 또한 지정학적 리스크가 커지다보니 전쟁을 하고 있지 않더라도 비축 수요가 늘어나고 있다.

3) 재래식 무기 인기

최근 재래식 무기에 대한 인기가 높아진 점도 포탄의 인기가 늘어난 하나의 이유다. 재래식 무기란 핵무기와 같은 대량 살상 능력을 가진 무기를 제외한 모든 무기다. 이스라엘-이란 전쟁에서도 볼 수 있듯 핵무기에 대해서는 국가적인 갈등이 심한 반면 상대적으로 재래식 무기에 대해선 규제가 제한적이다.

그림 1. 탄약의 구성

자료: KB증권, 방위산업청

그림 2. 전쟁에서의 드론 사용으로 인한 피해

자료: 언론자료, KB증권

왜 155mm 포탄이 가장 인기가 많을까?

다양한 포탄 종류

포탄의 종류는 너무나 많다. 포탄에서 사용되는 mm 단위는 탄두의 지름을 나타내고 다양한 구경의 포탄이 사용된다. 30mm 이하의 구경은 소구경탄이고, 80mm 이상의 구경은 대구경탄이다. 다양한 포탄의 종류 중에서 시장에서 주목하는 건 155mm다.

155mm가 인기가 많은 이유

① 위력과 휴대성 사이의 최적의 균형

포탄 중 155mm 규격을 가진 포탄이 가장 인기가 많다. 위력와 휴대성 사이에서 최적의 균형점을 보유하고 있기 때문이다. 155mm 규격 이하의 포탄은 위력이 약한 반면 휴대성이 좋다. 반면 155mm 규격 이상의 포탄은 위력이 강한 반면 휴대성에서 어려움이 있다.

② 호환성

또 다른 이유는 호환성이다. 155mm 포탄을 활용하기 위해서는 포가 필요한데, 이미 구축되어 있는 국내외의 많은 포들은 155mm 포탄을 사용하도록 설계되어 있다. 155mm는 NATO (북대서양 조약 기구)의 표준 포탄 구경이기도 하다. 글로벌에서 인기를 얻고 있는 한화에어로스페이스의 K9 자주포도 155mm 포탄을 사용한다.

155mm Capa 증설은 글로벌 트렌드

위에서 언급한 인기로 155mm Capa 증설은 글로벌 트렌드인 상황이다. 독일 라인메탈은 155mm Capa를 증설하고 있는데, 연간 생산량을 현재 연간 45만발에서 2027년까지 110만발로 확보할 계획이다. 미군의 경우 155mm 포탄 생산 생산량을 2025년 4월까지 월 7만5천발, 2025년 10월까지 월 10만발로 늘릴 계획을 세우고 있다.

그림 3. 포탄의 종류

자료: 풍산, KB증권

그림 4. 라인메탈에서 생산하는 M107

자료: 라인메탈, KB증권

155mm 포탄에서도 차별화된 기술력

제품 종류가 무궁무진한 155mm 포탄

155mm 포탄은 일반적으로 탄두의 지름이 155mm라는 공통점만 있을 뿐 종류가 아주 다양하여 특정 제품으로 단정하여 말하기 어렵다. 그에 따라 155mm 포탄 가격은 기술력에 따라 1발에 작게는 수십만원, 많게는 수억원에 이른다.

비용, 정확도와 사거리의 조화가 필요

155mm 포탄에서 고려할 요소는 크게 3가지다. 비용, 정확도, 사거리다. 155mm 포탄 자체는 사실 다른 무기에 비해 가성비가 높은 무기다. 그렇기에 너무 비싸면 오히려 수요가 줄어들 수 있다. 예를 들어 유도 기능까지 탑재한 M982 Excalibur 155mm 탄은 10만 달러가 넘어 대량 구매가 쉽지 않다. 그리고 정확도와 사거리는 일반적으로 반비례 관계가 성립하므로 두 가지를 모두 충족시키는 기술력을 보유하기 쉽지 않다.

3가지를 모두 잡은
풍산의 사거리연장탄

최근 풍산에서 초도 양산을 시작한 사거리연장탄이 위에서 언급한 3가지 기준을 모두 충족한 포탄이라고 판단된다. 게다가 풍산의 사거리연장탄은 포탄만의 기술 개발을 통해 사거리를 증가시켰다는 점에서 의미가 크다. 우선 사거리연장탄은 포의 개조 없이 포탄만을 통해 사거리를 늘렸다는 점에서 매우 뛰어난 기술력을 증명했다. 정확한 제품 가격은 공개되지 않았으나, 기존 풍산의 155mm 포탄 대비 비싸고 동종 글로벌 경쟁사 제품 대비는 낮을 것으로 예상된다

사거리연장탄: BB탄+RAP탄

사거리연장탄은 BB탄과 RAP탄의 기술을 혼합하여 사거리를 40km에서 60km로 늘리고, 정확도까지 확보했다. 사거리연장탄은 항력감소추진제가 우선 연소되면서 탄의 항력을 감소시키고, 약 12초 후 로켓보조추진제가 연소된다.

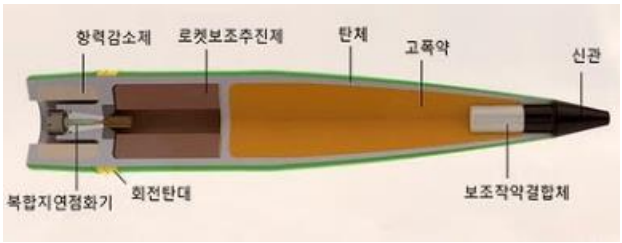
BB탄 vs RAP탄

BB (Base Bleed)탄은 항력감소탄이다. 일반적으로 포탄은 발사 후 포탄 뒤쪽에 저기압이 발생하며 난기류가 생기고 사거리가 줄어든다. BB탄은 연소제를 통해 가스를 분출해 항력을 감소시키고 압력을 유지시킨다. RAP탄 (Rocket Assisted Projectile)은 포탄에 추진력을 더할 수 있는 로켓 모터가 탑재되어 있다. 사거리가 높다는 점에서 유용하나 로켓 모터 점화 시 진동 탓으로 정확도가 떨어진다.

풍산은 R&D를 통해
중장기적으로 제품 확장성 높아

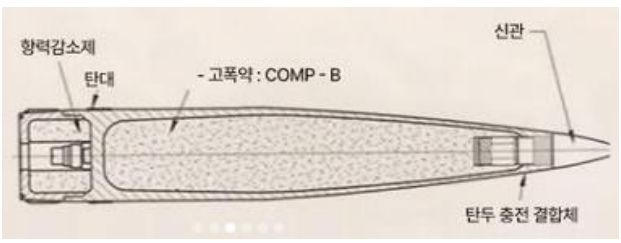
풍산은 사거리연장탄에 그치지 않고 램제트탄, 유도 포탄, 탄도수정신관 등으로 개발이 계속되고 있다. 포탄의 제품 확장 가능성이 높고 이는 실적 측면에서 ASP 인상으로 이어질 것이다.

그림 5. 사거리연장탄



자료: 방위사업청, KB증권.

그림 6. 155mm BB탄



자료: 방위사업청, KB증권.

풍산 (103140)

No Longer A Laggard

더 많은 리포트 보기

2025년 7월 2일

철강 / 금속 Analyst 최용현
yonghyun.choi@kbfg.com

목표주가 168,000원으로 상향

풍산에 대해 투자의견 Buy를 유지하고, 목표주가를 168,000원으로 20% 상향 조정한다. 목표주가는 EV/EBITDA로 산정했으며 2026년 EBITDA 4,953억원, 10.9배 (방산 Peer 40% 할인)를 적용했다. Capa 증설과 신제품 양산에 따른 실적 모멘텀을 온전히 반영하고자 26년 추정치를 사용했다. 풍산은 향후 3년간 신공장 가동, 155mm 사거리연장탄 해외 수출로 방산 부문에서 판매 물량과 ASP와 모두 늘어나는 나면서 강력한 실적 모멘텀을 보여줄 것이다.

Peer 대비 디스카운트는 신제품을 통한 기술력 증명으로 해소 기대

풍산은 포탄에 한정된 방산 업체라는 점에서 여전히 주요 방산주 대비 할인 받고 있다. 그러나 포탄 사업 확장성, 실적 개선 가능성이 높다는 점을 감안했을 때 할인 폭이 줄어들 것으로 예상된다. 풍산은 25년 사거리연장탄 대량 양산을 시작했고, 중장기적 목표로 램제트탄까지도 개발 중이다. 포탄의 사거리를 늘리며 정확성을 높이기 위해선 고도의 기술이 필요한데 이러한 기술력을 확보한 글로벌 사업자는 극소수다. 그리고 경쟁사들은 장거리 포탄을 고가에 판매하고 있어 풍산이 사거리연장탄을 수출하기 시작하면 수익성 기여가 상당할 것이다. 게다가 풍산은 국방부와 함께 R&D를 집행하며 신제품 품질 리스크를 최소화하고 있다는 점도 긍정적이다.

사거리연장탄의 해외 판매 본격화

풍산의 사거리연장탄은 BB탄과 RAP탄을 혼합한 신기술로 정확도를 높이고 사거리를 기존 대비 20km 늘린 60km 포탄이다. 최근 전쟁에서 드론 사용이 늘며 장거리 포탄의 중요도가 높아졌다. 사거리를 늘리기 위해선 포를 개발하거나, 탄약을 개발해야 한다. 전자의 경우 비용 부담이 크기에 후자에 대한 수요가 늘어날 수 밖에 없다. 풍산은 사거리연장탄 초도 양산하여 상반기에 국내에 일부 납품되고 하반기에는 해외 판매도 가능할 것으로 예상된다. 사거리연장탄의 ASP는 40km 사거리 155mm 포탄 대비 50~100% 이상 높을 것으로 추정된다.

종전은 리스크이나 영향 제한적

리스크 요인은 종전에 따른 센티멘트 악화다. 그러나 실적에 미치는 영향은 제한적일 것이다.

Buy 유지

목표주가 (상향, 원)	168,000
Dividend yield* (%)	2.0
Total return (%)	32.5
현재가 (6/30, 원)	128,700
Consensus target price (원)	105,679
시가총액 (조원)	3.6

※ Dividend Yield는 12개월 Forward

Trading Data

Free float (%)	59.4
거래대금 (3m, 십억원)	47.6
외국인 지분율 (%)	23.4
주요주주 지분율 (%)	풍산홀딩스 외 4 인 38.0
	국민연금공단 8.2

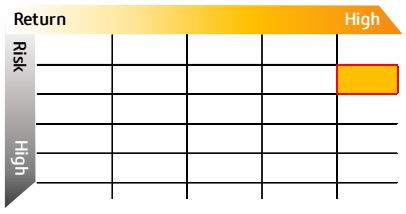
Stock Price Performance (Total Return 기준)

주가상승률 (%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	107.6	108.9	169.4	112.6
시장대비 상대수익률	82.1	73.4	107.4	89.4

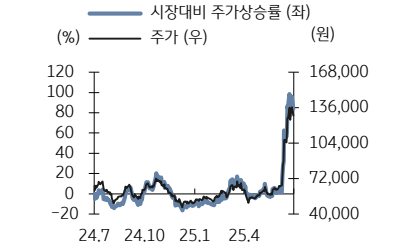
Earnings Forecast & Valuation

결산기말	2024A	2025E	2026E	2027E
매출액 (십억원)	4,554	4,960	5,025	5,090
영업이익 (십억원)	324	332	396	414
지배주주순이익 (십억원)	236	230	275	291
EPS (원)	8,423	8,197	9,828	10,394
증감률 (%)	50.9	-2.7	19.9	5.8
P/E (x)	5.9	15.7	13.1	12.4
EV/EBITDA (x)	4.5	10.4	8.6	7.9
P/B (x)	0.6	1.5	1.4	1.3
ROE (%)	11.3	10.1	11.2	10.9
배당수익률 (%)	5.2	2.0	2.2	2.2

Risk & Total Return (annualized over three years)

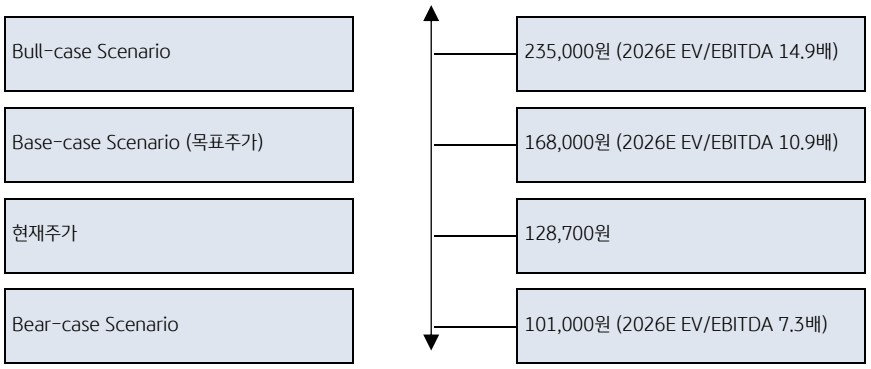


Stock Price & Relative Performance



자료: 풍산, KB증권

투자의견과 위험요소 점검



Base-case Scenario: 향후 주가 동인

1) 155mm 추가 증설 하반기 가동
2) 2026년 사거리연장탄 해외 수주

Bull-case Scenario: 목표주가를 상회할 위험요소

1) 155mm 추가 증설 하반기 가동 및 수주 발표
2) 2H25 사거리연장탄 해외 수주

Bear-case Scenario: 목표주가를 하회할 위험요소

1) 155mm 추가 증설 하반기 가동 지연
2) 사거리연장탄 수주 지연

실적추정 변경

(십억원, %)	수정 전		수정 후		변동률	
	2025E	2026E	2025E	2026E	2025E	2026E
매출액	4,960.3	5,024.9	4,960.3	5,024.9	0.0	0.0
영업이익	319.0	382.7	332.2	395.7	4.1	3.4
지배주주순이익	220.3	266.0	229.7	275.4	4.3	3.5

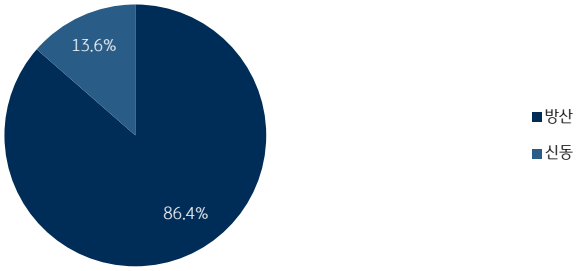
자료: KB증권 추정

컨센서스 비교

(십억원, %)	KB증권		컨센서스		차이	
	2025E	2026E	2025E	2026E	2025E	2026E
매출액	4,960.3	5,024.9	5,017.9	5,204.4	-1.1	-3.4
영업이익	332.2	395.7	340.2	379.6	-2.3	4.2
지배주주순이익	229.7	275.4	229.0	262.7	0.3	4.8

자료: Quantiwise, KB증권 추정

영업이익 구성 (2025E, %)



자료: 풍산, KB증권 추정

밸류에이션 및 목표주가 산정 기준

1) 밸류에이션 사용기준 (방법):
EV/EBITDA Valuation

2) 목표주가 산정
26E EV/EBITDA 10.9배

3) 목표주가의 업사이드 ~ 다운사이드:
235,000원 ~ 101,000원

4) 목표주가 도달 시 밸류에이션:
2026E Implied EV/EBITDA 168,00배

실적민감도 분석

(%)	EPS 변동률	
	2025E	20256
환율 1% 상승 시	+0.6	+0.6
금리 1%p 상승 시	+0.5	+0.5

PEER 그룹 비교

(조원, X, %)	시가총액	P/E		P/B		EV/EBITDA		ROE		배당수익률	
		2025E	2026E	2025E	2026E	2025E	2026E	2025E	2026E	2025E	2026E
풍산	3.6	15.8	11.9	1.52	1.38	9.8	8.0	9.9	12.0	2.0	2.1
한국항공우주	8.9	37.3	23.6	4.66	4.01	21.9	15.8	13.5	18.0	0.6	0.9
엘아이지넥스원	12.0	41.6	30.9	8.24	6.78	27.8	21.3	21.1	23.4	0.5	0.6
현대로템	22.3	28.6	23.1	7.99	6.01	21.0	17.6	31.5	28.3	0.1	0.1

자료: Bloomberg 컨센서스, KB증권

표 1. 2Q25 실적 프리뷰

(십억원, %, %p)	2Q25E	1Q25	QoQ	2Q24	YoY	KB 추정치	차이	컨센서스	차이
매출액	1,226.8	1,156.0	6.1	1,233.6	(0.6)	1,226.8	0.0	1,286.5	(4.6)
영업이익	120.8	69.7	73.4	161.3	(25.1)	120.8	0.0	104.2	16.0
영업이익률	*9.9*	*6.0*	*3.8*	*13.1*	*(3.2)*	*9.8*	0.0	*8.1*	*1.8*
지배주주순이익	80.2	41.6	92.9	111.3	(27.9)	80.2	0.0	74.2	8.0
지배주주순이익률	*6.5*	*3.6*	*2.9*	*22.0*	*(15.5)*	*6.5*	0.0	*5.8*	*0.8*

자료: Quantiwise, KB증권 추정

표 2. 풍산 연결 실적 추정

(USD, 톤, 십억원, %)	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25E	3Q25E	4Q25E	2023	2024	2025E	2026E
구리가격	**8,545**	**9,872**	**9,334**	**9,303**	**9,424**	**9,433**	**9,716**	**9,716**	**8,789**	**9,263**	**9,572**	**9,700**
별도 부문 판매량	**45,563**	**48,136**	**41,700**	**43,200**	**44,400**	**46,000**	**47,000**	**48,000**	**175,908**	**178,599**	**185,400**	**185,400**
연결 매출액	**963.5**	**1,233.6**	**1,129.2**	**1,228.0**	**1,156.0**	**1,226.8**	**1,228.7**	**1,348.9**	**4,125.3**	**4,554.4**	**4,960.3**	**5,024.9**
방산	**196.8**	**354.6**	**312.0**	**398.1**	**239.4**	**348.6**	**318.0**	**440.2**	**1,043.0**	**1,261.5**	**1,346.3**	**1,436.4**
신동	**764.5**	**876.8**	**815.0**	**827.6**	**914.3**	**894.9**	**951.0**	**911.6**	**3,073.4**	**3,284.0**	**3,671.6**	**3,684.2**
YoY - 매출액	*(7.8)*	*19.1*	*21.3*	*10.3*	*20.0*	*(0.6)*	*8.8*	*9.8*	*(5.7)*	*10.4*	*8.9*	*1.3*
방산	*(21.1)*	*53.3*	*86.1*	*0.9*	*21.7*	*(1.7)*	*1.9*	*10.6*	*5.5*	*21.0*	*6.7*	*6.7*
신동	*(3.6)*	*9.3*	*7.1*	*15.5*	*19.6*	*2.1*	*16.7*	*10.1*	*(9.0)*	*6.9*	*11.8*	*0.3*
연결 영업이익	**54.2**	**161.3**	**74.4**	**33.9**	**69.7**	**120.8**	**64.2**	**77.4**	**228.6**	**323.8**	**332.2**	**395.7**
방산	**37.1**	**109.3**	**83.4**	**59.2**	**44.9**	**83.0**	**69.4**	**87.5**	**192.4**	**289.0**	**284.8**	**335.2**
신동	**15.4**	**60.8**	**(14.7)**	**(20.8)**	**18.8**	**37.9**	**(5.3)**	**(10.0)**	**38.6**	**40.7**	**41.4**	**60.6**
영업이익률 (%)	*5.6*	*13.1*	*6.6*	*2.8*	*6.0*	*9.9*	*5.2*	*5.7*	*5.5*	*7.1*	*6.7*	*7.9*
방산	*18.9*	*30.8*	*26.7*	*14.9*	*18.8*	*23.8*	*21.8*	*19.9*	*18.4*	*22.9*	*21.2*	*23.3*
신동	*2.0*	*6.9*	*(1.8)*	*(2.5)*	*2.1*	*4.2*	*(0.6)*	*(1.1)*	*1.3*	*1.2*	*1.1*	*1.6*
지배주주순이익	**36.9**	**111.3**	**47.6**	**40.3**	**41.6**	**80.2**	**38.0**	**70.0**	**156.4**	**236.0**	**229.7**	**275.4**
(YoY %)	*(32.0)*	*147.6*	*132.1*	*9.6*	*12.7*	*(27.9)*	*(20.2)*	*73.7*	*(10.7)*	*50.9*	*(2.7)*	*19.9*
(QoQ %)	*0.4*	*201.6*	*(57.2)*	*(15.4)*	*3.2*	*92.9*	*(52.6)*	*84.2*				
순이익률 (%)	*3.8*	*9.0*	*4.2*	*3.3*	*3.6*	*6.5*	*3.1*	*5.2*	*3.8*	*5.2*	*4.6*	*5.5*

자료: 풍산, KB증권 추정

주: Breakdown은 KB 추정치

표 3. Valuation

(십억원, %, 천주, 원)	Valuation	비고
2026E. EBITDA	**486.6**	**2026년 기준 추정치**
영업이익	395.7	
감가상각비	90.8	
Target EV/EBITDA	**10.9**	**주요 방산 Peer 대비 40% 할인**
EV	**5,303.7**	
순금융부채	594.6	
비지배지분	0.0	
시가총액	**4,709.0**	
주식수	28,024	
목표주가	**168,000**	
현재가	128,700	25/06/30 기준
상승여력	**30.5**	
투자의견	**Buy**	

자료: 풍산, KB증권 추정

표 4. 풍산 상대 지표

(십억원, x, 천주, 원)	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025E	2026E
EV / Sales	**0.3x**	**0.3x**	**0.2x**	**0.2x**	**0.3x**	**0.3x**	**0.7x**	**0.7x**
매출액	2,451	2,594	3,509	4,373	4,125	4,554	4,960	5,025
YoY %	*(11.6)*	*5.8*	*35.3*	*24.6*	*(5.7)*	*10.4*	*8.9*	*1.3*
EV / EBITDA	**10.0x**	**6.5x**	**4.1x**	**5.4x**	**4.3x**	**4.5x**	**10.4x**	**8.6x**
EBITDA	141	222	412	326	319	413	420	487
YoY %	*(29.5)*	*57.7*	*85.6*	*(20.7)*	*(2.1)*	*29.5*	*1.6*	*15.8*
EV/FCF	**10.0x**	**22.7x**	**-**	**90.5x**	**2.5x**	**-**	**-**	**18.8x**
FCF	141	64	(110)	20	560	(155)	(295)	224
YoY %	*1,421.6*	*(54.5)*	*(271.9)*	*(117.8)*	*2,753.4*	*(127.7)*	*90.0*	*(176.0)*
P/E	**37.9x**	**10.9x**	**3.6x**	**5.4x**	**7.0x**	**5.9x**	**15.7x**	**13.1x**
EPS	629	2,565	8,682	6,250	5,582	8,423	8,197	9,828
YoY %	*(71.6)*	*308.1*	*238.4*	*(28.0)*	*(10.7)*	*50.9*	*(2.7)*	*19.9*
P/B	**0.48x**	**0.54x**	**0.52x**	**0.51x**	**0.56x**	**0.64x**	**1.53x**	**1.41x**
BVPS	49,306	51,539	60,074	65,659	70,152	78,478	84,164	91,458
YoY %	*0.3*	*4.5*	*16.6*	*9.3*	*6.8*	*11.9*	*7.2*	*8.7*
기준주가	23,800	27,950	31,150	33,650	39,200	49,950	128,700	128,700
기준주식수	28,024	28,024	28,024	28,024	28,024	28,024	28,024	28,024
기준시가총액	667	783	873	943	1,099	1,400	3,607	3,607

자료: 풍산, KB증권 추정

포괄손익계산서

(십억원)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
(적용기준)	(IFRS-C)	(IFRS-C)	(IFRS-C)	(IFRS-C)	(IFRS-C)
매출액	4,125	4,554	4,960	5,025	5,090
매출원가	3,684	3,939	4,312	4,309	4,352
매출총이익	441	616	648	716	738
판매비와관리비	212	292	316	321	325
영업이익	229	324	332	396	414
EBITDA	319	413	420	487	505
영업외손익	-28	-5	-13	-13	-13
이자수익	5	10	10	10	10
이자비용	39	37	38	38	38
지분법손익	0	0	1	1	1
기타영업외손익	6	22	15	15	15
세전이익	201	318	320	383	401
법인세비용	45	82	90	108	110
당기순이익	156	236	230	275	291
지배주주순이익	156	236	230	275	291
수정순이익	156	236	230	275	291

성장성 및 수익성 비율

(%)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
매출액 성장률	-5.7	10.4	8.9	1.3	1.3
영업이익 성장률	-1.3	41.6	2.6	19.1	4.5
EBITDA 성장률	-2.2	29.5	1.7	15.8	3.9
지배기업순이익 성장률	-10.7	50.9	-2.7	19.9	5.8
매출총이익률	10.7	13.5	13.1	14.3	14.5
영업이익률	5.5	7.1	6.7	7.9	8.1
EBITDA이익률	7.7	9.1	8.5	9.7	9.9
세전이익률	4.9	7.0	6.4	7.6	7.9
지배기업순이익률	3.8	5.2	4.6	5.5	5.7

현금흐름표

(십억원)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
영업활동 현금흐름	696	40	-152	326	373
당기순이익	156	236	230	275	291
유무형자산상각비	91	90	88	91	92
기타비현금손익 조정	115	162	98	107	109
운전자본증감	454	-343	-461	-40	-10
매출채권감소 (증가)	33	-73	-86	-13	-3
재고자산감소 (증가)	-29	-189	-270	-31	-8
매입채무증가 (감소)	90	-32	21	4	1
기타운전자본증감	360	-49	-126	0	0
기타영업현금흐름	-120	-105	-106	-108	-110
투자활동 현금흐름	-137	-217	-123	-102	-91
유형자산투자감소 (증가)	-136	-195	-138	-96	-91
무형자산투자감소 (증가)	-1	0	-5	-5	0
투자자산감소 (증가)	-8	-18	21	0	0
기타투자현금흐름	8	-4	-1	0	0
재무활동 현금흐름	-306	90	138	-70	-76
금융부채 증감	-306	90	138	0	0
자본의 증감	0	0	0	0	0
배당금 당기지급액	0	0	-71	-71	-76
기타재무현금흐름	0	0	72	1	1
기타현금흐름	0	24	-35	0	0
현금의 증가 (감소)	253	-63	-172	154	205
기말현금	408	345	174	327	533
잉여현금흐름 (FCF)	561	-155	-289	229	281
순현금흐름	555	-200	-275	154	205
순현금 (순차입금)	-273	-473	-748	-595	-389

재무상태표

(십억원)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
(적용기준)	(IFRS-C)	(IFRS-C)	(IFRS-C)	(IFRS-C)	(IFRS-C)
자산총계	3,661	4,097	4,317	4,525	4,741
유동자산	2,239	2,562	2,777	2,975	3,191
현금 및 현금성자산	408	345	174	327	533
단기금융자산	22	15	16	16	16
매출채권	517	602	733	746	749
재고자산	1,227	1,459	1,741	1,771	1,779
기타유동자산	66	140	114	114	114
비유동자산	1,421	1,535	1,540	1,550	1,550
투자자산	138	149	122	122	122
유형자산	1,183	1,309	1,340	1,346	1,346
무형자산	12	13	18	22	22
기타비유동자산	87	65	61	61	61
부채총계	1,695	1,897	1,958	1,962	1,963
유동부채	1,352	1,359	1,441	1,445	1,446
매입채무	183	185	217	221	222
단기금융부채	471	589	693	693	693
기타유동부채	699	584	531	531	531
비유동부채	342	539	517	517	517
장기금융부채	232	245	245	245	245
기타비유동부채	111	294	272	272	272
자본총계	1,966	2,199	2,359	2,563	2,778
자본금	140	140	140	140	140
자본잉여금	495	495	495	495	495
기타자본항목	-23	-23	-23	-23	-23
기타포괄손익누계액	39	97	97	97	97
이익잉여금	1,315	1,491	1,650	1,854	2,069
지배지분 계	1,966	2,199	2,359	2,563	2,778
비지배지분	0	0	0	0	0

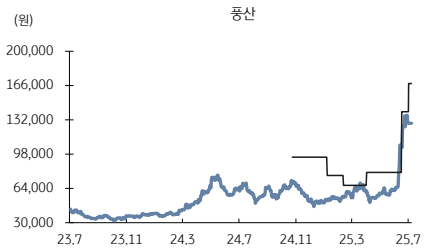
주요투자지표

(X, %, 원)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
Multiples					
P/E	7.0	5.9	15.7	13.1	12.4
P/B	0.6	0.6	1.5	1.4	1.3
P/S	0.3	0.3	0.7	0.7	0.7
EV/EBITDA	4.3	4.5	10.4	8.6	7.9
EV/EBIT	6.0	5.8	13.1	10.6	9.7
배당수익률	3.1	5.2	2.0	2.2	2.2
EPS	5,582	8,423	8,197	9,828	10,394
BVPS	70,152	78,478	84,164	91,458	99,123
SPS (주당매출액)	147,203	162,517	176,999	179,305	181,642
DPS (주당배당금)	1,200	2,600	2,600	2,800	2,800
배당성향 (%)	21.0	30.1	30.9	27.8	26.3
수익성지표					
ROE	8.2	11.3	10.1	11.2	10.9
ROA	4.4	6.1	5.5	6.2	6.3
ROIC	7.1	9.6	8.5	9.2	9.1
안정성지표					
부채비율	86.2	86.3	83.0	76.6	70.7
순차입비율	13.9	21.5	31.7	23.2	14.0
유동비율	1.7	1.9	1.9	2.1	2.2
이자보상배율 (배)	5.8	8.7	8.8	10.5	11.0
활동성지표					
총자산회전율	1.2	1.2	1.2	1.1	1.1
매출채권회전율	7.5	8.1	7.4	6.8	6.8
매입채무회전율	29.3	24.8	24.7	23.0	23.0
재고자산회전율	3.4	3.4	3.1	2.9	2.9

자료: 풍산, KB증권 추정

투자자 고지 사항

투자의견 및 목표주가 변경 내역 (주가 —, 목표주가 —)



풍산 (103140)

변경일	투자의견	애널리스트	목표주가 (원)	괴리율 (%) 평균	괴리율 (%) 최고/최저
24-10-24	Buy		95,000	-40.70	-25.37
25-01-07	Buy	최용현	77,000	-30.24	-26.75
25-02-11	Buy	최용현	67,000	-7.56	3.58
25-04-02	Buy	최용현	80,000	-22.59	33.75
25-06-17	Buy	최용현	140,000	-8.79	-2.57
25-07-02	Buy	최용현	168,000		

본 조사분석자료를 작성한 최용현 애널리스트는 풍산 주관한 행사 (2025년 6월 26일)에 참여하면서 비용을 제공받았음을 알려드립니다.

KB증권은 동 조사분석자료를 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다. 본 자료를 작성한 조사분석담당자와 그 배우자는 해당 종목과 재산적 이해관계가 없습니다. 본 자료 작성자는 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 신의 성실하게 작성되었음을 확인합니다.

투자등급 비율 (2025. 06. 30 기준)

매수 (Buy)	중립 (Hold)	매도 (Sell)
86.1	13.9	-

투자의견 분류 및 기준

종목 투자의견 (12개월 예상 절대수익률 기준)

Buy: 15% 초과	Hold: 15% ~ -15%	Sell: -15% 초과

비고: 2017년 2월 23일부터 KB증권의 기업 투자의견 체계가 4단계 (Strong BUY, BUY, Marketperform, Underperform)에서 3단계 (Buy, Hold, Sell)로 변경되었습니다.
2020년 2월 10일부터 KB증권의 종목 투자의견 제시 기준이 6개월 예상 절대수익률에서 12개월 예상 절대수익률로 변경되었습니다.

산업 투자의견 (12개월 예상 상대수익률 기준)

Positive: 시장수익률 상회	Neutral: 시장수익률 수준	Negative: 시장수익률 하회

비고: 2017년 6월 28일부터 KB증권의 산업 투자의견 체계가 (Overweight, Neutral, Underweight)에서 (Positive, Neutral, Negative)로 변경되었습니다.
2020년 2월 10일부터 KB증권의 산업 투자의견 제시 기준이 6개월 예상 상대수익률에서 12개월 예상 상대수익률로 변경되었습니다.

주가 (현재가):
보고서에 쓰인 모든 주가는 KRX (유가증권, 코스닥) 종가를 기준으로 합니다.

이 보고서는 고객들에게 투자에 관한 정보를 제공할 목적으로 작성된 것이며 계약의 청약 또는 청약의 유인을 구성하지 않습니다. 이 보고서는 KB증권이 신뢰할 만하다고 판단하는 자료와 정보에 근거하여 해당일 시점의 전문적인 판단을 반영한 의견이나 KB증권이 그 정확성이나 완전성을 보장하는 것은 아니며, 통지 없이 의견이 변경될 수 있습니다. 개별 투자는 고객의 판단에 의거하여 이루어져야 하며, 이 보고서는 여하한 형태로도 고객의 투자판단 및 그 결과에 대한 법적 책임의 근거가 되지 않습니다.
이 보고서의 저작권은 KB증권에 있으므로 KB증권의 동의 없이 무단 복제, 배포 및 변형할 수 없습니다.
이 보고서는 학술 목적으로 작성된 것이 아니므로, 학술적인 목적으로 이용하려는 경우에는 KB증권에 사전 통보하여 동의를 얻으시기 바랍니다.