

2025.04.21.(월) 증권사리포트

▶ 최근 발행한 증권사리포트 중 투자자에게 도움되는 리포트를 선별하여 제공합니다.

알테오젠

내부 목표 명확하다

[출처] 신한투자증권 엄민용 애널리스트

내부 목표 및 향후 회사 방향 적극 소통한 NDR

알테오젠 대다수 계약은 비밀 유지 의무가 있어 지금까지는 소극적 소통.

이번 NDR에선 적극적으로 내부 사업 목표, 임상/허가 일정, 추가 L/O 목표, 마일스톤 유입 내부 전망 및 이전 상장 이슈 소통하며 분위기 환기

지속적 신규 계약 목표 및 다수의 임상 개시, ALT-B4 사업 더 커진다

매년 2건 이상의 ALT-B4 신규 계약 체결 목표이며 현재 MTA 체결 8건 외 연내 추가 L/O 요구한 빅파마 존재. 2019년 계약한 1차 계약사는 연내 임상 1상 개시 및 기업 공개 예정이며 기존 경쟁사의 계약사도 L/O 접촉 다이이찌 산쿄의 임상 1상 결과 연내 확인 시, 계약 확대 및 타 ADC 기업의 SC 기술이전 가속화 예상. 빠르면 연내 데이터 확인 및 내년 3상 진입도 가능해 엔허투SC 출시 시점은 현재 시장 예상을 추월할 것으로 판단 머크는 12~18개월 내 30~40%의 키트루다SC 전환 목표 밝혔으나, 알테오젠 내부 목표는 머크보다 빠른 전환. 키트루다SC 마일스톤 1.57조원 중 계약금, 임상 단계별 마일스톤 및 허가 완료 마일스톤 합산 약 1,000억원 추정. 나머지 1.47조원 판매 마일스톤 2026년~2027년 중 모두 수령 가능

주주환원 관련 자사주 매입 및 소각 계획. 코스피 이전 상장은 증권사 제안 검토 진행했고 내부적 조건 마련 시 이전 계획. 기타 추가 사업으로 지속형 비만 플랫폼 개발 및 주사기 업체 협업 또는 M&A 등 검토 단계

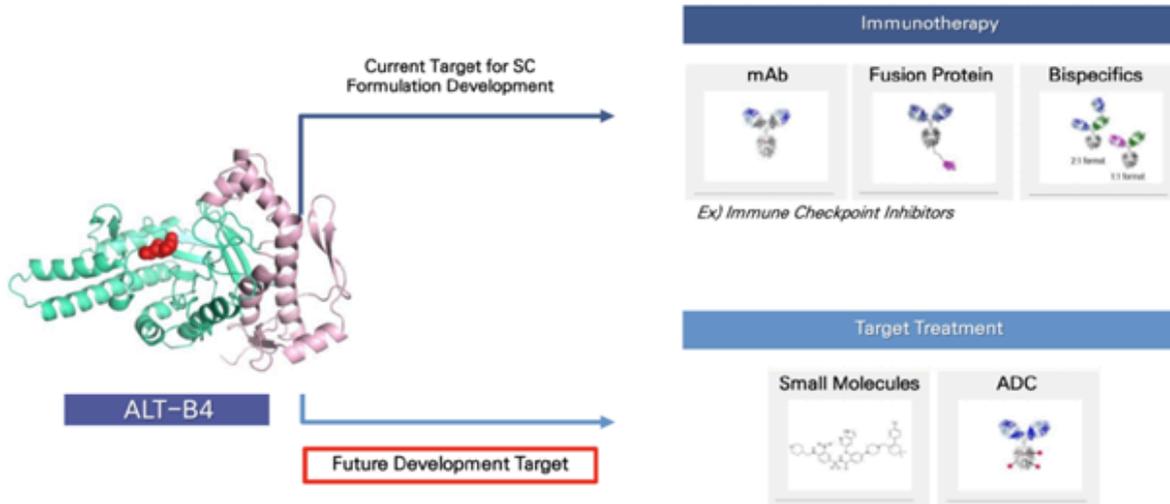
Valuation & Risk

엔허투SC, MSD 후속 물질, 1차 계약사 SC, 임핀지SC 및 산도즈 시밀러SC 등 모든 계약사 신규 임상 개시 마일스톤 + 키트루다SC 허가 마일스톤 + 다수 L/O 계약금 등 매출과 이익 큰 폭으로 상승 기대

12월 결산	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	지배순이익 (십억원)	PER (배)	ROE (%)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	DY (%)
2023	96.5	(9.7)	(3.4)	-	(2.3)	35.3	-	-
2024	102.9	25.4	62.3	264.2	29.5	60.3	581.2	-
2025F	220.7	110.4	25.0	787.2	8.7	66.0	171.8	-
2026F	593.2	445.0	566.0	34.8	97.3	22.8	42.2	-
2027F	784.8	605.2	805.0	24.5	63.5	11.8	29.7	-

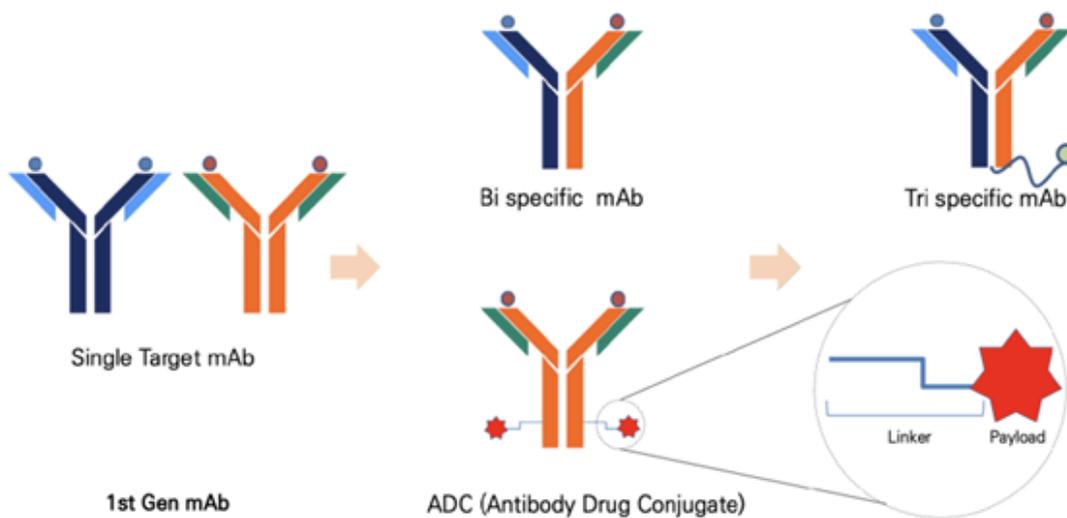
자료: 회사 자료, 신한투자증권

알테오젠 ALT-B4 적용 타겟 및 개발 목표 타겟



자료: 알테오젠, 신한투자증권

알테오젠 ALT-B4 확장 목표: 이중항체, 삼중항체 및 ADC



자료: 알테오젠, 신한투자증권

알테오젠 주요 파이프라인 및 개발단계

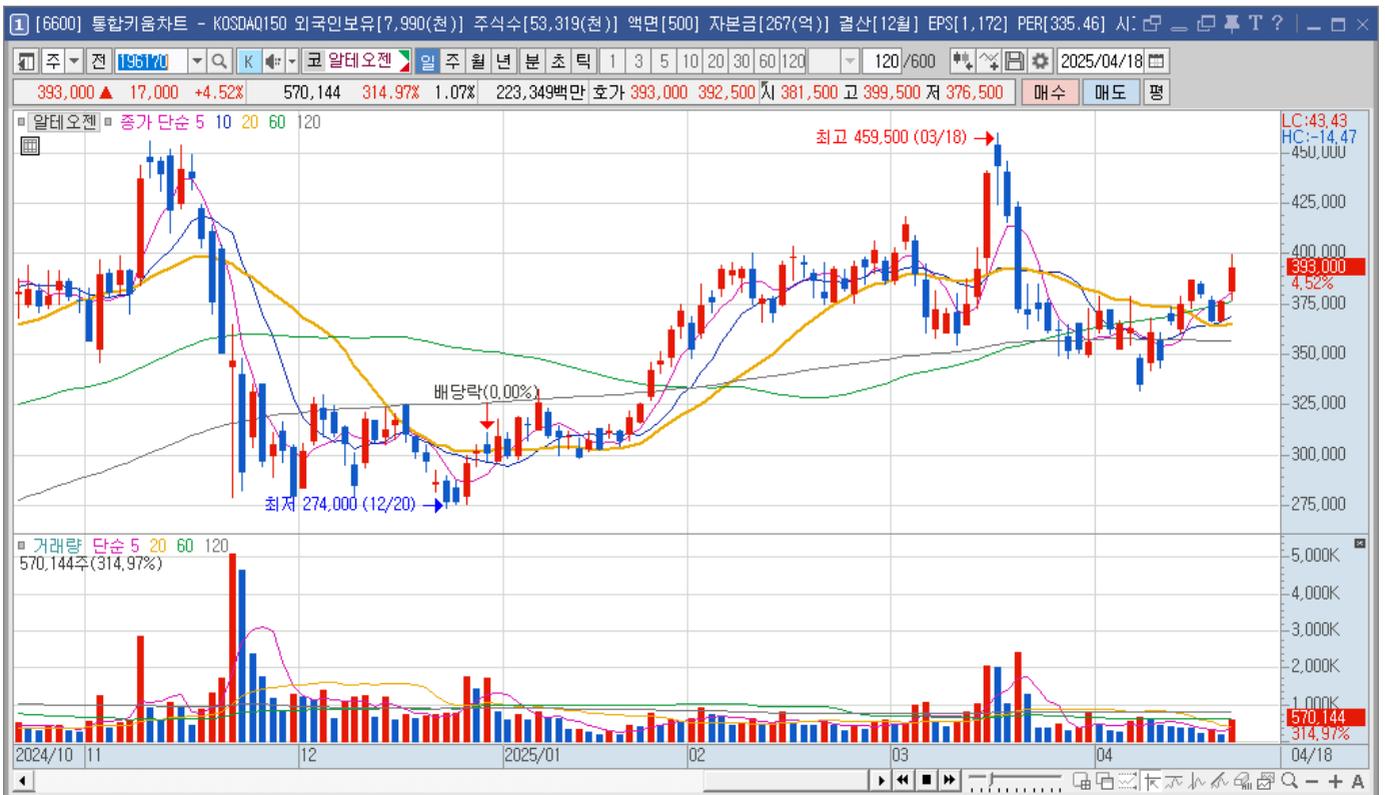
품목	파트너사	2025 개발단계(E)	2024 개발단계
재조합 히알루로니다제 Hybrozyme™	Keytruda® SC (1st Application)	MSD	BLA Approval and Launching in US
	Confidential (1st Application of Biosimilar SC)	Intas Pharmaceuticals	Submission of BLA
	Confidential (1st Application of Biosimilar SC)	Sandoz AG	confidential
	Enhertu® SC	Daiichi Sankyo	Initiation of Phase 1 Clinical Trial
	Confidential (1st Application)	A company for 2019 Agreement	Initiation of Phase 1 Clinical Trial
	Confidential	AstraZeneca	Execution of License Agreement
Tergase® (stand alone product)	Alteogen Healthcare (subsidiary)	Commercialization in RoW Initiation of new indication study	Commercialization in Korea
지속형 바이오펀트	ALT-P1 (Long-acting Hgh)	Cristália	Completion of Phase 2 Clinical trial
	ALT-B5 (Long-acting hGH antagonist)	-	Initiation of preclinical study
바이오시밀러	安曲妥® (Trastuzumab biosimilar)	Qilu Pharmaceuticals	Commercialization in China
	ALT-L9 (Afilibercept biosimilar)	Altos Biologica (subsidiary)	Commercialization in EU, KR and RoW

자료: 알테오젠, 신한투자증권

알테오젠 주요 파이프라인 개발 현황

계약 체결일	파트너사	파이프라인	설명	계약 규모 (십억원)	계약금 (십억원)	추가 설명
2019.12.02	글로벌 10대 제약사	ALT-B4 (Hybrozyme)	피하주사(SC) 제형 개발	1,619	15.3	임상 1상 준비 중 누적 마일스톤 2,000만 달러 인식
2020.06.24 (기존) 2024.02.22 (변경)	MSD (미국)	ALT-B4 (Hybrozyme)	키트루다SC(독점) + 5개 품목(비독점)	5,570	46 (0.8%)	'24년 2월 키트루다SC 독점 변경 '25년 9월 23일 FDA 승인 '25년 10월 1일 출시 예정
2021.01.07	Intas (인도)	ALT-B4 (Hybrozyme)	피하주사(SC) 2개 품목	120 +Royalty	6.5	'24년 상반기 Pivotal 임상 완료 '25년 상반기 유럽 허가신청 예정
2022.12.19 (반환) 2024.07.30 (재계약)	산도즈/노바티스 (스위스)	ALT-B4가 아닌 신규 히알루로니다제	비공개 (기존: 최대 3개 옵션)	비공개 (기존: 183.9)	비공개	첫 마일스톤 '25년 1월 다품목 계약(4+) 계약 지역에 따라 지급 공동 개발 방식
2024.11.08	다이이찌 산코 (일본)	ALT-B4 (Hybrozyme)	엔허투SC	420	28 (6.7%)	수개월 내 임상 1상 개시 유효성 및 부작용 개선 목적 추가 계약 가능성 발표됨
2025.03.15	AstraZeneca (영국, 미국)	ALT-B4 (Hybrozyme)	피하주사(SC) 3개 품목	1,964	65.4	상업화 1개 제품(추정) 임상용 2개 제품(추정) 유효성 및 부작용 개선 목적

자료: 각 사, 신한투자증권 정리



GS리테일

고민이 깊어지는 시점

[출처] IBK투자증권 남성현 애널리스트

1분기 주력 사업부 침체

GS리테일 1분기 실적은 시장 기대치를 하회할 것으로 전망한다. 1분기 연결기준 매출액은 2조 8,023억 원(전년동기대비 -0.3%), 영업이익 386억 원(전년동기대비 -47.8%)으로 추정하고 있다. 호텔 사업부 분야에 따른 부분을 감안하더라도 영업이익은 -22.3% 감소할 것으로 분석한다. 1분기 부정적 실적을 예상하

는 이유는 1) 주력사업부인 편의점 업황 둔화가 빠르게 나타나고 있고, 2) 소비경기 악화 및 계절성 상품 판매 감소로 홈쇼핑 취급고 감소와, 3) 슈퍼마켓 기존점 성장률 감소 (-5% 수준)가 전망되기 때문이다. 1분기 실적에서 가장 부정적으로 해석되는 부분은 편의점 사업부 부진이다. 동사는 2025년에는 편의점 점포 수 순증을 지난해 대비 낮춘다고 언급한바 있는데, 이보다도 적은 점포 수 순증을 기록한 것으로 파악한다. 생각보다 업황 부진이 빠르게 이루어지고 있는 것이다. 올해 연간으로 동 추세는 유지될 가능성이 높으며, 기존점 매출액 회복도 요연한 만큼 편의점 사업부의 실적 기여도는 더욱 낮아질 것으로 예상된다. 참고로 연간 500~600개 순증 목표를 크게 미달한 수치를 기록할 전망이다.

수익성도 좋지만, 외형 확대 전략 제시 필요

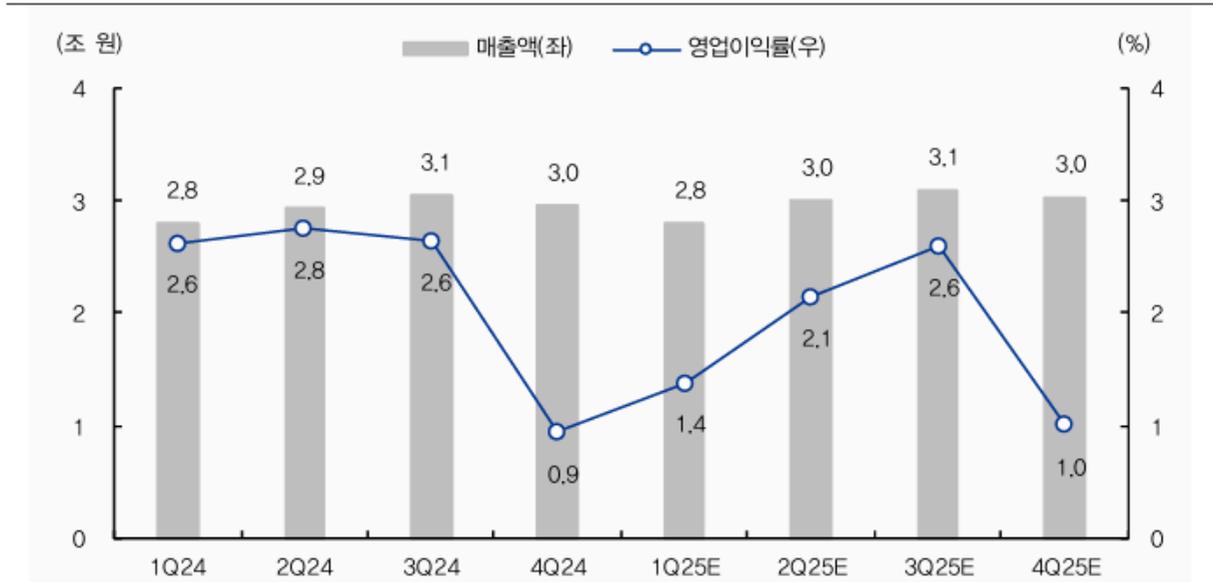
동사의 실적 부진 추세는 상반기까지 이어질 가능성이 높다. 점포 효율화를 통한 비용 절감에 주력하고 있다. 하지만, 다소 아쉬운 부분은 인적분할 이후 이익 감소분을 보완할 만한 신규사업부 부재와 주력 사업부 업황 부진이 나타나고 있다는 점이다. 이에 사업부 효율화와 동시에 중장기적인 성장 전략 제시가 필요하다는 판단이다.

투자 의견 매수, 목표주가 2.1만원 제시

(단위:십억원배)	2023	2024	2025F	2026F	2027F
매출액	11,134	11,627	11,956	12,111	12,282
영업이익	292	239	214	240	256
세전이익	61	11	151	214	239
지배주주순이익	18	3	112	158	176
EPS(원)	169	25	1,336	1,885	2,104
증가율(%)	-56.3	-85.3	5,301.0	41.1	11.6
영업이익률(%)	2.6	2.1	1.8	2.0	2.1
순이익률(%)	0.2	0.1	1.0	1.3	1.5
ROE(%)	0.4	0.1	3.4	4.7	5.1
PER	136.5	666.9	10.7	7.6	6.8
PBR	0.6	0.4	0.4	0.4	0.3
EV/EBITDA	4.9	3.6	3.4	3.5	3.4

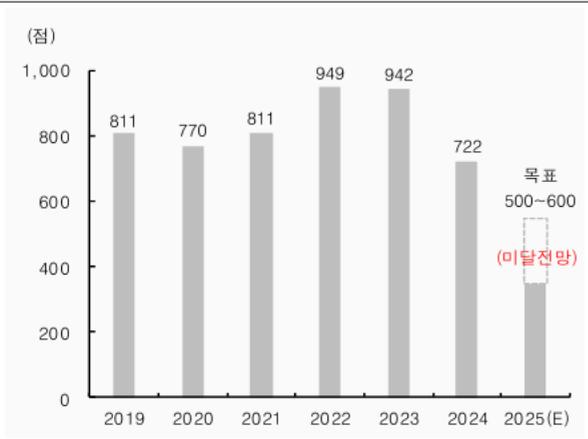
자료: Company data, IBK투자증권 예상

그림 1. GS리테일 영업실적 추이 및 전망



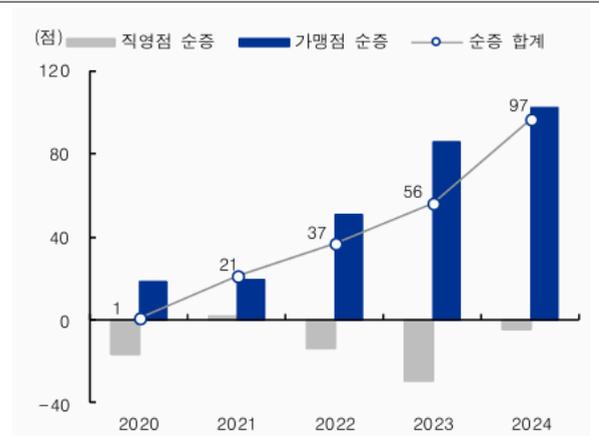
자료: GS리테일, IBK투자증권

그림 2. GS리테일 편의점 점포수 순증 추이 및 전망



자료: GS리테일, IBK투자증권

그림 3. 슈퍼마켓(GS THE FRESH) 연도별 순증 추이



자료: GS리테일, IBK투자증권



넥스트바이오메디컬

하반기 지혈재 수출 증가 기대

[출처] 상상인증권 하태기 애널리스트

내시경 수술 지혈재 수출 중심으로 고성장 중

2024년 매출액은 전년대비 95.5% 증가한 95억원, 영업적자 36억원을 기록, 높은 매출 성장률을 나타냈다. Nexpowder(텍스트란+폴리아민)라는 고분자를 이용, 위/ 대장에서 용종 제거, 질병에 의한 출혈 발생

시 처방되는 내시경적 지혈재가 주력 제품이다. 2024년 기준 주요 제품 매출 비중은 내시경용지혈재 86.5%, 혈관색전 미립구 8.3%, 혈관색전미립구-F 5.1%이다. 특히 수출 비중이 92.9%이다.

2025년 1분기 매출 고성장 추정, 하반기 매출규모가 더 클 전망

첫째, 내시경용 지혈재(Nexpowder™)의 높은 수출증가 예상된다. 내시경 지혈재 수출은 미국 의료기기 업체인 메드트로닉(Medtronic)을 통해서 유럽, 미국 등 29개국에서 판매 중이다. 2025년 1분기 수출은 전년 동기 대비 52.4% 증가한 32억원으로 추정된다. 특히 5월 국제 소화기학회 이후, 메드트로닉의 대장 내시경 적응증에 대한 마케팅 강화에 따라 미국 시장에서 하반기부터 지혈재(Nexpowder™) 수출 고성장이 기대된다. 일본에서는 2025년 2월에 PMDA 승인을 받았고, 일본 CMI사를 통해서 판매되며, 9월 전후에 보험등재, 4분기부터 매출이 발생할 전망이다. 국내 매출은 2024년에 3억원으로 아직 매출 기여도는 적으나 향후 점진적으로 증가할 것이다. 위내시경 예방 적응증으로 350명 대상 상업용 임상 결과도 상반기 중에 논문을 통해 게재될 전망이다.

둘째, 통증색전치료 미립구 Nexsphere-F의 매출 증가가 기대된다. 현재 글로벌 의료기기와 미국 판권 계약이 추진 중이고, 일본 판권도 2025년내 체결할 예정이다. Nexsphere-F의 수출전망도 긍정적이다.

셋째, 2025년 1분기 매출액은 전년 동기 대비 64.5% 증가한 39억원으로 추정된다. 다만 Nexsphere-F 관련 임상비용 증가로 영업적자가 10억원대 중반으로 추정된다.

Financial Data

	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EPS (원)	PER (배)	EV/EBITDA (배)	PBR (배)	ROE (%)	배당수익률 (%)
2023	5	-5	-8	-1,185	n/a	-4.1	n/a	244.4	n/a
2024	10	-4	3	354	115.9	-102.8	7.3	n/a	n/a
2025E	22	-3	-3	-394	-104.2	-112.7	8.8	-7.3	n/a
2026E	42	6	6	706	58.1	46.5	7.6	14.0	n/a
2027E	51	11	10	1,138	36.0	27.6	6.3	19.1	n/a

자료: K-IFRS연결기준, 상상인증권

표 2, Pipeline

구분	제품	설명	적응증	비임상	임상	인허가	상용화
완제품 판매	Nexpowder™	내시경 지혈재	소화기 출혈	→			Medtronic
	Nexsphere™	분해시간 조절 혈관 색전 치료재	간암, 자궁근종, 출혈	→			국가별 개별 영업
	Nexsphere™-F	속분해성 통증 색전 치료재	관절염 통증	→			국가별 개별 영업 (유럽) · 글로벌 판권 협의 중 (미국)
연구 개발	Nexpowder™-S	약물탐재 내시경 지혈재	소화기 출혈 및 궤양	→		→	국내 MDFS 승인
	NexGCM™	서방형 약물방출 미립구	관절염	→			

자료: 넥스트바이오메디컬



팬오션

1Q25 Pre : 업황과 무과하게 힘내는 중

[출처] 하나증권 안도현 애널리스트

어려운 시황

1분기 평균 BDI는 1,118pt로 전년 동기 대비 39%, 전분기 대비로도 24% 하락했다. 저시황기에 돌입함에 따라 팬오션의 선대규모는 2024년 4분기 정점을 찍고, 1분기에 260~270척 규모로 축소되었다. 1분기는

계절적인 비수기이지만, 2025년 전체적으로도 드라이벌크 시장 호조를 기대하기는 어렵다. 중국의 철광석 수입량은 전년 대비 감소할 것으로 예상되고, 해상 드라이벌크 물동량도 0~1% (YoY) 증가에 그칠 것으로 전망한다. 반면 공급은 3% (YoY) 증가하기 때문에 단기적으로는 수요자 우위 시장이다. 또한 IMO가 선박 온실가스 감축을 위한 중기조치를 시행하였는데, 실제 패널티 발효 시기를 감안하면 폐선 및 선속 감소를 통한 공급 감소 효과는 2028년부터 본격화 될 것으로 예상한다. 한편 미-중 관세전쟁은 벌크선 업황에는 큰 영향은 없을 것으로 전망한다.

견조한 실적

그럼에도 불구하고 팬오션의 실적은 크게 우려할 바가 없다. 1분기 매출액은 16% (YoY) 증가한 1조 1,310억원, 영업이익은 11% 증가한 1,091억원(영업이익률 9.6%)으로 추정한다. 벌크선 영업이익은 시장 영향으로 9% (YoY) 감소한 490억원으로 추정하고, 탱커선 영업이익도 49% 감소한 190억원으로 추정하나, LNG선 영업이익이 300억원(+296%)까지 증가할 전망이다. 또한 작년 1분기 컨테이너선 부문은 적자였으나, 올해 1분기는 아시아 역내 운임 호조에 따라 영업이익이 110억원까지 증가할 것으로 예상된다. 2025년 연간 영업이익도 전년 대비 1% 증가한 4,736억원으로 전망한다.

2027년 이후로는 공급자 우위 시장

2025년 들어 벌크선 발주량이 급감하고 있다. 2023년~2024년 월 평균 발주량은 50척 수준이었는데, 1분기 합산 발주량이 14척에 그쳤다. 트럼프 집권 이후 중국산 선박 및 중국 조선소와 거래하는 선사에 대한 제재안을 앞두고 선사들이 중국 조선소 항 발주를 중단한 것으로 해석한다. 발주 감소가 이어진다면 벌크선은 2~3년 이후 공급자 우위 시장으로의 전환이 가능하다고 판단한다. 과거 2016년에도 선박 발주가 예년 대비 적었는데, 이는 2018년 이후의 시장 호조로 이어졌다. 따라서 2027~2028년 이후의 상황은 물동량 증가를 가정하지 않더라도 선박 인도량 감소와 폐선 증가에 기반하여 충분히 긍정적이라고 판단한다. 따라서 팬오션에 대해서도 중장기적으로 긍정적인 시야를 유지한다. Peer Group의 평균 P/B인 0.71배 대비 40% 할인한 0.43배를 목표 P/B로 설정하여 목표주가인 4,800원과 투자의견 BUY를 유지한다.

투자지표	2023	2024	2025F	2026F
매출액	4,361.0	5,161.2	4,834.6	5,322.8
영업이익	385.9	471.2	473.6	534.0
세전이익	248.5	282.1	269.4	330.5
순이익	245.0	268.1	260.9	317.1
EPS	458	502	488	593
증감율	(63.85)	9.61	(2.79)	21.52
PER	8.16	6.57	6.82	5.62
PBR	0.42	0.31	0.30	0.29
EV/EBITDA	3.87	4.77	4.95	4.54
ROE	5.32	5.17	4.54	5.31
BPS	8,817	10,576	10,944	11,417
DPS	85	120	120	120

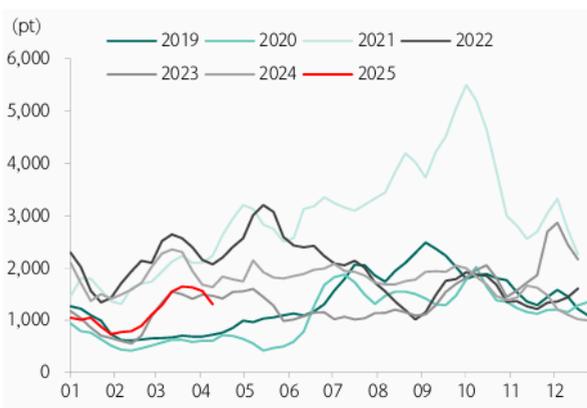
(십억원, %, 배, 원)

도표 2. BDI 추이



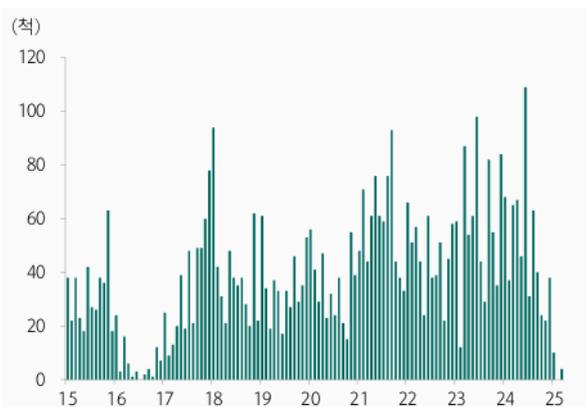
자료: Clarkson, 하나증권

도표 3. BDI 계절성 추이



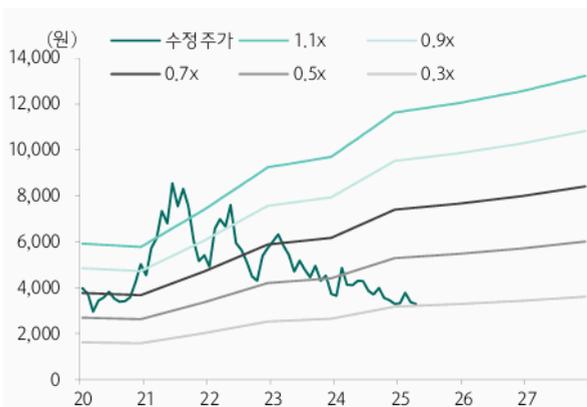
자료: Clarkson, 하나증권

도표 4. 벌크선 발주량(척) 추이



자료: Clarkson, 하나증권

도표 5. 팬오션 P/B 밴드



자료: Quantwise, 하나증권





LG디스플레이

1분기 컨센서스 상회 전망

[출처] 신한투자증권 남궁현 애널리스트

실적 개선 구간에도 12개월 선행 P/B 차트 중단 수준

미-중 무역전쟁에 따른 불확실성 확대로 주가 하락세. 현재 주가는 12개월 선행 P/B(주가순자산비율) 0.6 배 수준으로 악재는 주가에 상당 부분 반영. OLED 고도화 및 비용 절감 효과로 올해 영업이익 흑자 긍정적

광저우 LCD TV Fab 매각 완료. 처분 금액은 기존 2조원에서 2.2조원으로 11% 상향. 배경은 1) 2024년 경영 실적(+4%p), 2) 환율 인상효과(+7%p)

1Q25 Preview: 비수기를 이겨낸 배경은 1) 소형 Q ↑, 2) 환율효과

1분기 실적은 매출액 6.3조원(-19.7%, 이하 전분기대비), 영업손실 414억원(적자전환)으로 컨센서스 (-1,084억원) 대비 상회 전망. 북미 고객사 신제품 출시에 따른 낙수효과 및 레거시향 패널 증가 → 모바일(기타 포함) 매출 2.6조원(+29.7%, 이하 전년대비)으로 계절적 비수기 방어 예상. IT 제품 및 TV 부문은 경우 미국 관세 부과에 따른 가격 인상 우려로 고객사의 선주문 및 우호적인 환율 환경(+121원)이 반영된 것으로 판단

2025년 실적은 매출액 27.3조원(+2.5%), 영업이익 5,511억원(흑자전환)으로 전망. 모바일 부문의 경우 물량(+9%)과 가격(-8%)효과 영향은 상쇄될 것으로 보이나 환율효과가 긍정적일 것으로 예상. TV의 경우 LCD Fab 매각에 따른 매출 감소는 불가피하나 OLED 출하량 증가(+5%) 기대. 고마진 제품 믹스 및 인력 효율화에 따라 4년 만에 영업이익 흑자 기대

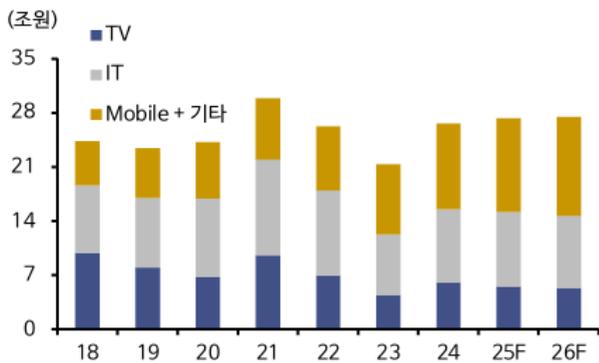
Valuation & Risk: 12개월 선행 P/B 0.6배 수준으로 저평가 상태

12개월 선행 BPS(주당순자산가치) 13,954원에 목표 P/B 0.8배(지난 4년 평균) 적용하여 목표주가 11,000원으로 하향. 고수익성 제품 출하량 증가에 따른 실적 개선 및 적자 Risk 해소 구간 진입 긍정적. 다만 미-중 무역전쟁에 따른 관세 정책 불확실성 확대로 밸류에이션 20% 하향

12월 결산	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	지배순이익 (십억원)	PER (배)	ROE (%)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	DY (%)
2023	21,330.8	(2,510.2)	(2,733.7)	-	(32.0)	0.6	11.4	-
2024	26,615.3	(560.6)	(2,562.6)	-	(37.2)	0.7	4.0	-
2025F	27,293.0	551.1	(322.1)	-	(4.8)	0.6	2.2	-
2026F	27,486.5	806.7	142.4	28.3	2.0	0.6	1.9	-
2027F	28,366.1	1,407.8	839.2	4.8	11.3	0.5	1.6	4.3

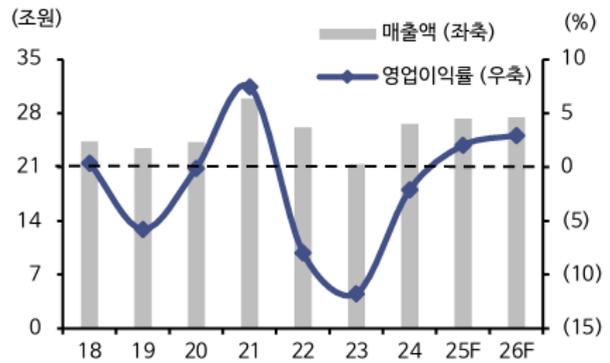
자료: 회사 자료, 신한투자증권

어플리케이션별 매출 추이 및 전망



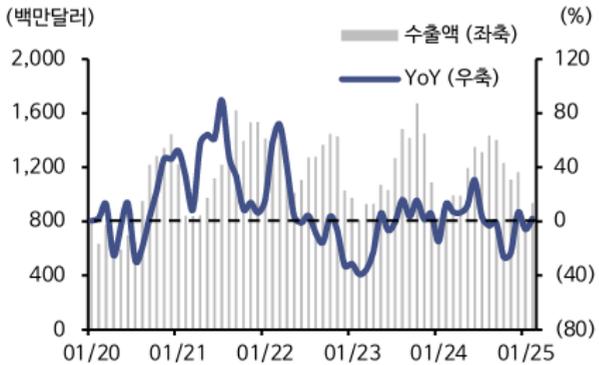
자료: 회사 자료, 신한투자증권 추정

매출액, 영업이익률 추이 및 전망



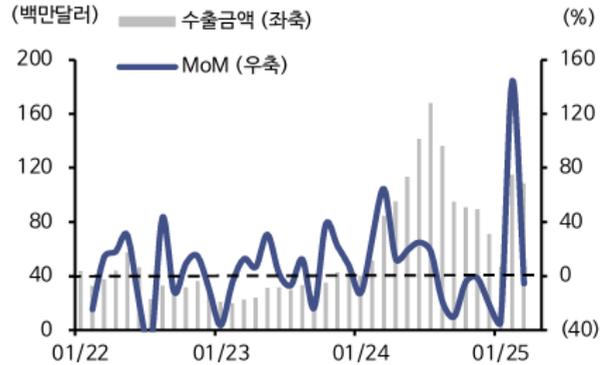
자료: 회사 자료, 신한투자증권 추정

OLED 패널 수출액 추이



자료: KITA, 신한투자증권

태블릿 OLED 패널 수출금액 추이



자료: KITA, 신한투자증권



지앤비에스 에코

높은 기술력과 전방 투자확대로 고성장 전망

[출처] NH투자증권 심의섭 애널리스트

글로벌 기업들의 공정에 공급하는 친환경 설비 전문 기업

친환경 설비 전문 기업으로 제조공정에서 발생하는 유해물질을 정화하는 플라즈마 스크리버를 주로 생산하고 있으며, 이외에도 산업 현장에서 발생하는 다양한 유해 물질을 제거하는 장비를 다수 개발하여 판매 중

동사 주력제품인 플라즈마 스크러버는 기존 Burn&Wet 방식 대비 가열온도가 높아 처리할 수 있는 가스의 종류가 다양하며, 처리 용량 또한 높아 차세대 스크러버로 주목받는 중. 나아가 플라즈마와 파우더 포집 원천기술 기반으로 무폐수 스크러버를 개발하여 시장 침투 확대 중

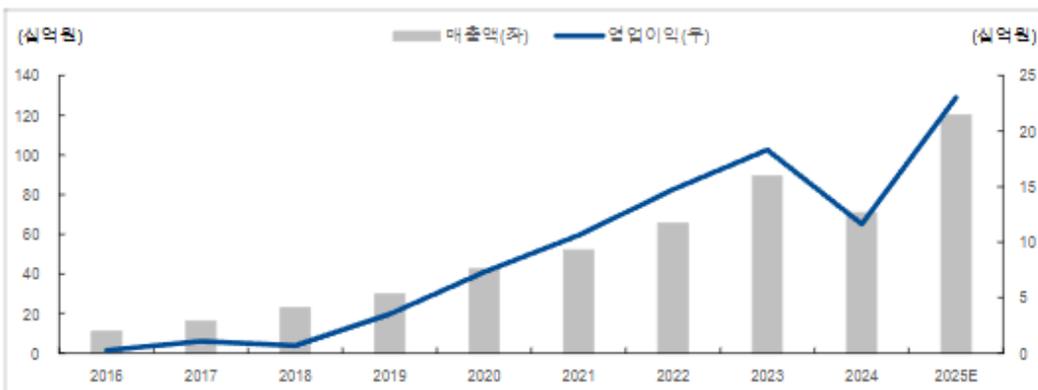
2025E 큰 폭의 실적 턴어라운드 및 고성장 지속 전망

반도체항 매출은 투자 재개 및 신규 고객사 확대 등으로 안정적인 성장 지속 중. 기존 Burn&Wet 방식 스크러버 대체와 더불어 신규 설비에 동사 제품 채택이 확대되고 있으며, 반도체 투자를 확대 중인 중국 고객사향 매출 또한 증가 추세
 지난해 부진했던 태양광항 매출은 인도 정부의 태양광 산업 지원 정책에 따른 투자 확대, 미국 태양광 증설 증가로 올해 큰 폭의 실적 턴어라운드 및 중장기 고성장 기조 진입 전망
 높은 기술 경쟁력을 기반으로 시장 침투, 고객사 확대를 지속하고 있으며, 전방 산업 또한 태양광을 중심으로 공격적인 투자 확대가 기대되는 상황. 이에 동사 또한 최대 실적 경신 전망. 2025E PER 4.9배 수준으로 추정되어 저평가 매력 또한 높다 판단되며 이에 기업가치 재평가 전망

	2024	2025E	2026F	2027F
매출액	70.8	120.0	145.0	170.0
증감률	-20.8	69.6	20.8	17.2
영업이익	11.6	23.0	30.0	37.4
증감률	-36.3	97.4	30.4	24.7
영업이익률	16.5	19.2	20.7	22.0
(지배지분)순이익	12.5	21.8	25.2	31.4
EPS	403	685	793	986
증감률	-31.4	69.9	15.8	24.3
PER	8.3	4.9	4.2	3.4
PBR	0.9	0.8	0.7	0.6
EV/EBITDA	8.0	3.8	2.3	1.3
ROE	12.3	17.8	17.3	18.0
부채비율	21.3	17.9	15.2	13.0
순차입금	-4.6	-15.8	-33.7	-56.5

단위: 십억원, %, 원, 배

지앤비에스 에코 매출액 영업이익 추이 및 전망



자료: 지앤비에스 에코, NH투자증권 리서치본부 전망



풍산

1Q24와 유사하게 시작할 1Q25

[출처] 유안타증권 이현수 애널리스트

'25년 방산부문 이익 비중 감소 전망

세전이익 기준 방산부문 비중은 '21년 41%를 저점으로 3년 연속 증가하며 '24년 90%를 기록했으나 '25년은 방산부문 이익 비중 감소 전망. '25년 본사 기준 신동 판매량은 yoy +2% 증가가 예상되고 구리 가

격은 달러 약세 이슈와 실물경기 우려가 뒤섞이며 전년과 유사한 톤당 9,100달러 수준 추정. 방산부문은 수출 대비 상대적으로 수익성이 낮은 내수 판매 확대 이슈 존재로 이익률은 하락할 것으로 판단. '20~'23년, 4년 연속 한국 탄약 수출 1위 국가는 미국이었으나 '24년은 폴란드가 1위 차지. 1Q25 폴란드향 수출은 없는 것으로 파악되며 미국 비중은 40%. '24년 폴란드향 탄약 수출은 현대로템 및 한화에어로스페이스와 맺은 공급계약에 의한 것으로 추정. '24년 사업보고서에 따르면 현대로템 계약잔액은 약 2,310억원(~'27년말), 한화에어로스페이스 계약잔액은 약 690억원(~'25년 4월말)으로 파악.

인적분할, 검토 가능성 낮아 보여

방산업종 내 타 종목 대비 낮은 Valuation이 방산부문 인적분할 이슈 발생시켜. 동사는 '08년 풍산홀딩스와 풍산으로 인적분할하며 최대주주 지배력 강화. 당시 10%대였던 류진 회장의 지분율은 현물출자에 의한 유상증자로 풍산홀딩스 지분을 30%대까지 확대. 그러나 현 시점에서는 조직관리 이슈와 자사주 신주배당 금지 등으로 인적분할이 최대주주 및 경영진에게 매력적이지는 않을 것으로 판단. 4Q는 계절적으로 판관비율이 높아지는 시기이기는 하나 4Q24는 예상을 상회한 수출제비용 및 매출채권 대손상각으로 전분기비 +4.8%p 상승한 10% 기록. 1Q25는 판관비가 다시 안정되며 신동부문 수익성 개선 전망. 방산부문 매출액은 yoy 유사할 것으로 예상되나 전분기비로는 계절성 등이 반영되며 -47% 감소 추정. 국내 주요 방산업체 '25~'26년 추정 ROE(컨센서스)가 17~24%이며 PER(12M fwd EPS)은 20~25x를 보이는 중. 당사의 '25~'26년 추정 ROE는 9%대로 방산과 함께 신동사업을 같이 영위하고 있는 점을 감안할 시 적정 PER 및 PBR은 9x 및 0.9x 수준으로 판단하며 '25년 영업이익 추정치 하향 등을 고려하여 목표주가를 74,000원으로 소폭 하향 조정.

Quarterly earning Forecasts (십억원, %)

	1Q25E	전년동기대비	전분기대비	컨센서스	컨센서스대비
매출액	1,093	13.5	-11.0	1,083	1.0
영업이익	49	-9.8	44.4	56	-12.7
세전계속사업이익	43	-13.2	-18.9	46	-5.6
지배순이익	33	-10.5	-18.0	35	-6.1
영업이익률 (%)	4.5	-1.1 %pt	+1.7 %pt	5.2	-0.7 %pt
지배순이익률 (%)	3.0	-0.8 %pt	-0.3 %pt	3.2	-0.2 %pt

자료: 유안타증권

Forecasts and valuations (K-IFRS 연결) (십억원, 원, %, 배)

결산 (12월)	2023A	2024A	2025F	2026F
매출액	4,125	4,554	4,887	5,025
영업이익	229	324	301	320
지배순이익	156	236	217	234
PER	6.7	6.6	7.1	6.6
PBR	0.5	0.7	0.6	0.6
EV/EBITDA	4.2	4.9	5.3	4.4
ROE	8.2	11.3	9.5	9.6

자료: 유안타증권

[그림-1] 달러 인덱스 및 LME 인덱스



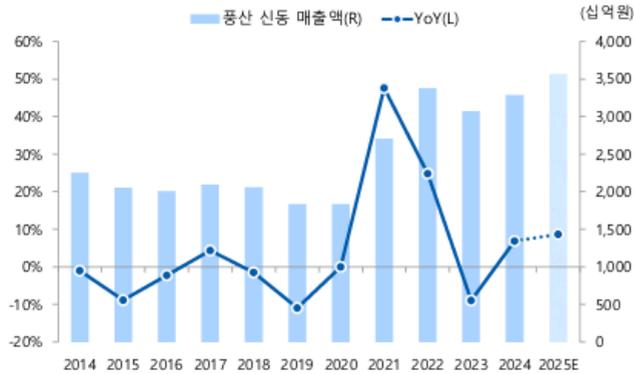
자료: Bloomberg, 주: 4/11 일 기준

[그림-2] LME 전기동 가격 및 재고



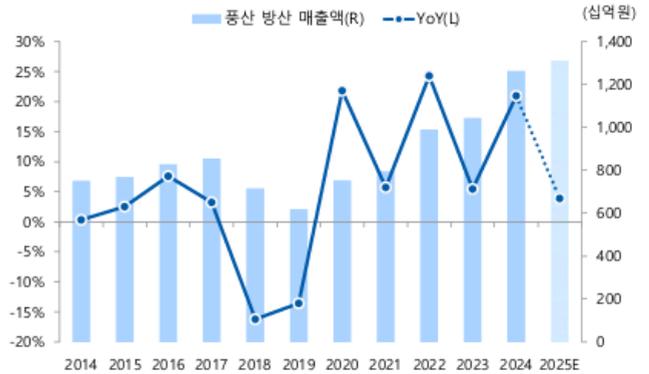
자료: Bloomberg, 주: 4/11 일 기준

[그림-3] 풍산 신동 매출액



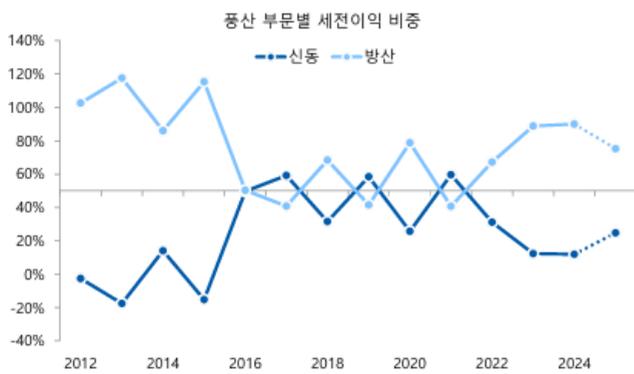
자료: 풍산, 주: '25 년은 유안타증권 추정

[그림-4] 풍산 방산 매출액



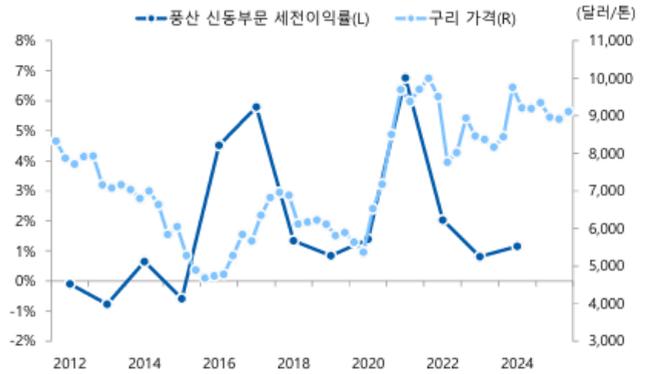
자료: 풍산, 주: '25 년은 유안타증권 추정

[그림-5] 풍산 부문별 세전이익 비중



자료: 풍산, 주: '25 년은 유안타증권 추정

[그림-6] 구리 가격 및 풍산 신동부문 세전이익률



자료: Bloomberg, 풍산, 주: 2Q25~4Q25 구리 가격은 당사 추정

