

### 구리에서 포탄까지

전선(電線)에서 전선(戰線)으로. 구리를 가공하던 산업 기술이 이제 전장의 포탄으로 이어지고 있다. 동사는 국내에서 유일하게 '구리→탄약'으로 이어지는 완전 밸류체인을 갖춘 기업이다. 신동부문은 산업 수요를 기반으로 안정적인 저변을 유지하고, 방산부문은 대구경탄(155/120mm) 수요 확대에 성장성을 확보했다.

### 투자 IDEA. 풍산붐이...오나?

2025년 여름, 시장은 동사를 급격히 '방산주'로 리레이팅했다. 주가는 단기간에 두 배 가까이 상승하며 방산의 고마진 수출 확대와 이익 레버리지에 대한 기대가 집중됐다. 그러나 2Q·3Q 실적이 연속으로 컨센서스를 하회하면서, 증설로 인한 고마진 수출 확대라는 내러티브는 현실적인 제약에 부딪혔다. 우크라이나 상환 물량으로 인해 CAPA의 절반 이상이 내수로 묶여 있고, 방산 수출 내 대구경탄 비중 역시 절반에 그치기 때문이다. 단기적인 믹스 개선이나 실적 서프라이즈는 제한적일 것이다.

### Main Point & Sub Point. 포탄 쇼티지, 엄중하긴 한데...

글로벌 155mm 쇼티지 현상으로 26~27년은 업계에 순풍이 부는 시기다. 갖추어진 대외적 배경과 동사의 CAPA 증설 발표에 시장은 대규모 이익 성장을 기대했다. 하지만 동사 성장의 체감 속도는 기대보다 완만할 전망이다. WRSA-K 리필 물량이 CAPA를 선점해 믹스가 당분간 내수 중심으로 굳었고, K9 패키지 동행 수출은 이어지지만 27년까지 직수출을 공격적으로 늘릴 여지는 크지 않다. 스토리는 유효하지만 지금은 타이밍의 문제다. K2 동행 120mm탄의 수출 역시 꾸준하지만, 시장이 기대하는 만큼의 CAPA 증설이 이루어질지도 의문이다. 동사는 과연 글로벌 쇼티지의 순풍을 타고 시장이 기대하는 바를 보여줄 수 있을까?

### Valuation. SOTP - Historical PER Method

2026E 신동사업부문의 EPS 1,907원에 Target Multiple 6.5x, 방산사업부문의 EPS 8,773에 Target Multiple 12.35x를 합산한 120,700원을 목표주가로 제시한다. 글로벌 시장 환경으로부터 동사에게 불어오는 훈풍은, 동사가 곧 숫자로 이를 보여주리라는 기대감을 불러일으킨다. 허나 공격적인 Valuation에도, 단기간 Upside는 제한적이다.

추정 연결손익계산서									
(단위: 백만 원)	2021	2022	2023	2024	1H25	2025E	2026E	2027E	
매출액	3,509,498	4,372,983	4,125,264	4,554,411	2,449,908	4,917,528	5,205,686	5,578,178	
YoY(%)	35.31%	24.60%	-5.66%	10.40%	11.50%	7.97%	5.86%	7.16%	
매출원가	3,009,895	3,911,020	3,684,408	3,938,497	2,166,057	4,338,493	4,479,404	4,767,932	
매출총이익	499,603	461,962	440,856	615,915	283,851	579,035	726,281	810,246	
GPM(%)	14.24%	10.56%	10.69%	13.52%	11.59%	11.77%	13.95%	14.53%	
판매비와관리비	185,478	230,343	212,219	292,146	163,308	269,525	299,332	316,666	
영업이익	314,125	231,620	228,636	323,769	120,544	309,510	426,949	493,580	
OPM(%)	8.95%	5.30%	5.54%	7.11%	4.92%	6.29%	8.20%	8.85%	
기타손익	9,658	19,980	7,850	23,044	(10,803)	13,228	3,026	3,026	
금융손익	(16,939)	(31,843)	(35,368)	(28,389)	(17,271)	(31,866)	(27,753)	(25,935)	
법인세비용차감전순이익	306,844	219,758	201,118	318,424	135,234	290,872	402,222	470,670	
법인세비용	63,457	44,496	44,646	82,260	29,476	69,270	103,908	121,591	
당기순이익	243,387	175,262	156,472	236,164	105,759	221,601	298,314	349,080	
NPM(%)	6.94%	4.01%	3.79%	5.19%	4.32%	4.51%	5.73%	6.26%	

### Rating

**Hold**

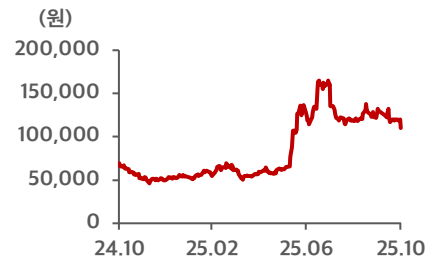
현재주가: 110,000 원

목표주가: 120,700 원

상승여력: 9.7 %

### 12M 주가추이

시가총액 3 조 826 억 원



### Key Metrics (2Q25)

자산 총계	41,590 억 원
부채 총계	19,542 억 원
자본 총계	22,049 억 원
PER (2026E)	11.3x
EPS (2026E)	10,680 원

### 주요 주주

풍산홀딩스 외	38.02%
국민연금공단	8.17%
자사주	2.53%

### SMIC 1 팀

- 팀장 51기 원대환
- 팀원 51기 김연우
- 52기 김혜민
- 52기 박승진
- 52기 정현우

# CONTENTS

---

1. 구리에서 포탄까지 - 산업/기업분석	03
2. 풍산불이...오나? - 투자 IDEA	08
3. 포탄 쇼티지, 엄중하긴 한데... - Main Point	11
4. 120mm 포탄, 방산의 추가 모멘텀이 될 것인가? - Sub Point	15
5. ISSUE&투자전략	18
6. 매출 추정	20
7. Valuation - SOTP - Historical PER Method	25
8. Appendix	29

## 1. 구리에서 포탄까지: 전선(電線)에서 전선(戰線)으로 - 산업 및 기업 분석

동사는 '구리에서 포탄까지' 이어지는 대한민국 유일의 밸류체인을 가진 기업이다. 국내 1위 신동업체로 출발해 그 기술력과 신뢰를 바탕으로 군수 분야에 진입, 국방부에 납품하는 하나의 포탄 제작사로 자리매김했다. 포탄은 국가 안보와 직결된 전략물자이자, 진입 자체가 허락되지 않는 절대 영역이다. 신동부터 포탄까지 - 동사를 둘러싼 모든 산업의 흐름과 구조를 함께 풀어보자.

### 1.1. Cu-rrrent Flow, 산업을 잇는 모세혈관 구리(Cu)

모든 산업을 연결하는 'Cu'넥터

구리 산업은 광산에서 산업 현장까지 이어지는 핵심 소재 밸류체인으로, 전기·전자·자동차 등 주요 기간산업의 기반을 이룬다. 이 산업은 광산 채굴 → 제련 → 가공 → 납품의 단계로 구성된다. 해외 광산업체가 구리 광석을 채굴하면, 제련사(LS mnm 등)가 이를 고순도 전기동으로 정제하고, 가공업체(동사 등)가 압연·인발을 통해 판·대·봉 등 다양한 동제품으로 만든다. 이렇게 생산된 제품은 전력망, 전자부품, 조선·건설, 조폐용 주화 소재 등으로 공급되어 산업 전반에 활용된다. 즉, 구리 산업은 전력과 제조, 인프라를 잇는 '산업의 모세혈관'이라 할 수 있다.

구리값 상승? 오히려 좋아!

원재료 가격이 상승할수록 동사와 같은 가공업체의 영업이익은 개선되는 경향을 보인다. 가공업체는 구리 원재료 가격에 일정한 스프레드를 더해 마진을 확보하는 구조이기 때문에, 원재료 가격 상승분을 판매단가에 전가할 수 있다. 구리 가격이 오를 경우 판가는 즉시 인상되지만, 실제 투입 원재료는 선확보한 저렴한 재고를 사용하는 경우가 많다. 이로 인해 판매가격과 원가 간 시차에서 발생하는 차익이 발생하고, 결과적으로 가공업체의 수익성에 긍정적으로 작용한다.

구리가 오르면 재고가 금고로!

또한, 원재료 가격 상승은 재고평가이익으로도 반영돼 영업이익을 상승시킨다. 보유 재고의 가치가 시세에 따라 재평가되기 때문에, 구리 가격이 오르면 재고평가이익이 영업이익에 반영된다. 실제로 동사의 신동사업부문 영업이익은 구리 가격이 오르는 시기에 뚜렷한 개선세를 보여왔으며, 하락기에는 반대로 둔화되는 경향을 나타냈다. 결국 구리 가격의 방향성이 곧 가공업체의 수익성과 직결되며, 이로 인해 동사 주가 또한 구리 시세와 늘 발걸음을 같이 했다.

가공 업체의 실적 Driver는

구리 가공업체의 실적을 결정하는 핵심 변수는 결국 구리 원재료 가격이다. 구리 가격은 수요와 공급의 균형에 따라 움직이며, 최근의 상승세 역시 같은 맥락에서 이해할 수 있다. 전기차 및 신재생에너지 확산으로 글로벌 구리 수요는 2035년까지 약 24% 증가할 전망이다. 반면, 광산 생산은 연평균 1% 수준의 증가에 머물러 공급이 구조적으로タイト한 상황이다. 이러한 불균형 속에서 구리 시장은 장기적인 상승 사이클에 진입하고 있다고 판단된다

도표 1-1. 구리 산업 밸류체인

과정	채굴	제련	가공	납품
내용	구리 광석 채굴	고순도 전기동 제련	압연해 동제품화	전력망, 전자제품 등
기업	해외 광산업체	LS mnm	동사	전력반도체 기업 등

출처: SMIC 1팀

도표 1-2. 구리 시세 및 동사 신동 사업부문 실적 추이



**수요는 중국 외에도 증가**      구리는 이제 경기 민감 소재를 넘어 미래 산업의 필수 자원으로 자리 잡았다. 구리 공급은 구조적으로 빠르게 확대되기 어렵다. 전 세계 구리 생산의 약 3분의 1이 칠레에 집중되어 있으며, 주요 광산들은 점점 더 깊은 층을 파야 하는 단계에 들어섰다. 채굴 심도가 깊어질수록 기술적 난이도와 비용이 상승해 예전처럼 생산량을 쉽게 늘리기 어렵다. 이로 인해 공급은 정체된 반면 수요는 꾸준히 늘어나면서, 구리 시장은 지속적인 타이트 국면을 보이고 있다.

**공급은 아티오**      구리 공급은 구조적으로 빠르게 확대되기 어렵다. 전 세계 구리 생산의 약 3분의 1이 칠레에 집중되어 있으며, 주요 광산들은 점점 더 깊은 층을 파야 하는 단계에 들어섰다. 채굴 심도가 깊어질수록 기술적 난이도와 비용이 상승해 예전처럼 생산량을 쉽게 늘리기 어렵다. 이로 인해 공급은 정체된 반면 수요는 꾸준히 늘어나면서, 구리 시장은 지속적인 타이트 국면을 보이고 있다.

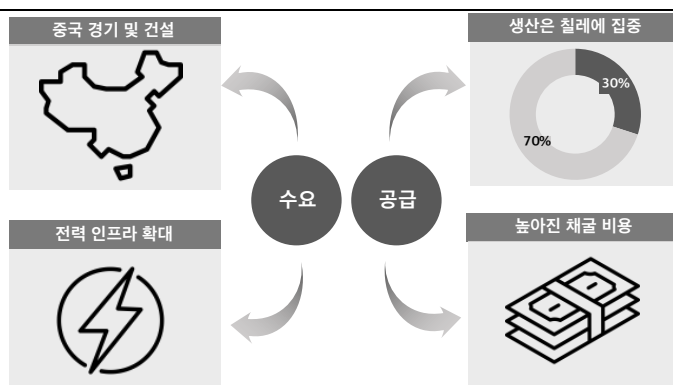
**구리 가격 중장기적 우상향**      구리 가격은 장기적 상승 흐름에 진입한 것으로 평가된다. 수요는 꾸준히 늘지만 공급은 제한적 이어서 시장의 균형점이 점차 상방으로 이동하고 있다. 실제로 미국계 자원 투자사 오리온 (Orion)은 구리의 구조적 부족을 확신하며 칠레 광산 지분을 인수했다. 주요 글로벌 투자자들이 생산 단계에 직접 참여하는 모습은 구리 가격 상승에 대한 신뢰를 보여준다. 결과적으로 구리의 구조적 바닥은 높아지고 있으며, 중장기적으로 완만한 우상향이 예상된다.

## 1.2. K-방산과 함께 쏘아올려 K-포탄!

**구리에서, 국방의 심장으로!**      앞서 구리 산업을 살펴봤다면, 이제 그 구리에서 출발해 방산 기업으로 발전한 동사를 보자. 동사는 국가 기반 산업에 필요한 신동 제품과 주화 소재를 생산하던 구리 가공업체였으나, 탄약의 국산화 정책이 본격화되면서 군수 분야로 진출했다. 구리 정밀 가공 기술과 생산 인프라가 탄피 및 포탄 제조와 높은 연관성을 보였기 때문이다. 이후 소구경탄부터 전차·자주포용 대구경탄까지 제품군을 확장하며, 현재는 국내 포탄 공급의 중심 기업으로 자리하고 있다. 결과적으로 동사는 소재 산업 기반 위에 방산 제조 역량을 결합한 독보적 사업 구조를 갖추게 됐다.

**준비하시고 쏘세요, Made in Korea 포탄**      동사는 내수 중심의 군수업체에서 점차 'K-방산' 수출 기업으로 성장하고 있다. 러시아-우크라이나 전쟁 이후 전 세계적으로 155mm 포탄 수요가 급증하면서, 이를 계기로 동사의 탄약이 해외 시장으로 본격 수출되기 시작했다. 이로써 회사는 구리 가공업 → 국군용 탄약 제조 → 방산 수출기업으로 이어지는 구조적 전환을 완성했다. 현재 이익의 대부분이 방산 부문에서 발생하고 있으며, 동사는 K-방산 성장 흐름 속에서 포탄 분야의 핵심 기업으로 평가된다.

**도표 1-3. 구리 수요처와 공급처**



출처: SMIC 1팀

**도표 1-4. 동사의 3단계 도약**



출처: 동사 홈페이지, SMIC 1팀

120mm, 150mm는 내가 전문 탄약은 전장에서 용도를 결정하는 핵심 소모품으로, 크기와 역할에 따라 소·중·대구경으로 구분된다. 특히 전시에 중요하게 사용되는 대구경탄은 동사가 생산하는 120mm와 155mm 포탄이다. 소구경은 권총·소총용 탄환, 중구경은 기관총·차량·경장비용 탄약을 뜻한다. 전시에는 화력 지원의 핵심인 120mm·155mm 포탄의 역할이 결정적이며, 국내에서는 동사가 이 두 탄종의 주요 생산을 담당하고 있다. 포탄은 화포로 발사되어 목표를 타격하는 소모성 무기다.

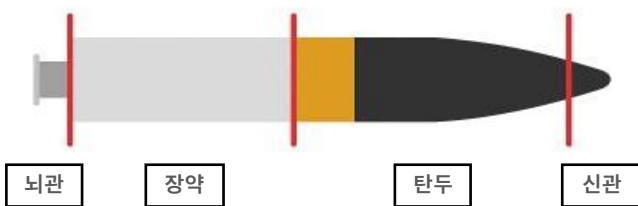
포탄의 구성과 동사의 전문분야 포탄은 **탄두·신관·뇌관·추진장약**으로 구성된다. 탄두는 실질적 파괴를 일으키는 부분이고, 신관은 폭발 시점과 방식을 제어한다. 뇌관은 신관을 점화하는 소형 폭발장치이며, 추진장약은 포탄을 발사하는 추진력을 제공한다. 동사는 155mm급에서 탄두(탄체의 핵심)를 생산하고 추진장약은 한화에어로스페이스가 담당한다. 반면 120mm급에서는 탄두·신관·장약·탄피 등 전 공정을 동사가 맡는다. 이에 따라, 동사가 인식하는 120mm의 수익성이 155mm보다 좀 더 높다.

K2는 돌격, K9은 사거리 - 포탄은 동사가 K2 전차(120mm)와 K9 자주포(155mm)의 주력탄은 전시 대량 소모되는 핵심 탄종이다. K2는 현대로템이 제작한 전차로 전차포를 통한 직접 타격을 담당하고, K9은 한화에어로스페이스가 개발한 장거리 포격용 자주포로 간접화력의 핵심 역할을 수행한다. 동사가 생산하는 120mm 포탄은 K2에, 155mm 포탄은 K9에 사용되며, 무기체계 수출 시 포탄이 패키지로 함께 수출되는 경우가 있다. 동사는 폴란드 K2, K9 1차 및 2차 물량을 수주하며, 공급 계약 공시를 내기도 했다.

포탄 판매는 1) 국군 납품 2) 패키지 수출 3) 직수출 포탄 수요는 크게 세 축으로 나뉜다. 첫째는 국군에 지속 납품하는 국내 조달 물량으로 안정적 기초수요를 형성한다. 국군 물량은 가장 우선적으로 처리되는 물량이다. 둘째는 무기와 탄약을 함께 묶어 수출하는 '무기+탄약 패키지'로 대형 수출이 발생한다. 셋째는 개별 국가가 별도 발주하는 해외 단독 탄약 수출로, 전시·비축·보충 목적의 수요가 여기에 해당한다. 이 세 축이 결합되어 동사는 안정적 내수 기반과 성장 가능한 수출 기회를 동시에 확보하고 있다.

각국 탄약 공급자들과 경쟁 자체 탄약 생산 능력을 보유한 국가는 우선 자국 공급을 우선 활용한다. 동사의 글로벌 경쟁자는 각국의 자국 탄약 공급자이며, 대표적으로 미국의 GD-OTS, 독일의 Rheinmetall, 프랑스·독일 합작 Nexter/KNDS, 북유럽의 Nammo 등이 있다. 이들 공급자는 우선 자국군에 제품을 제공한 뒤 동맹국 및 수출시장으로 확장하는 구조를 취한다. 한국도 유사한 구조로, 자국군 공급을 우선으로 처리한 뒤, K2·K9 등의 플랫폼이 해외로 수출될 때 탄약이 패키지로 포함되는 경우가 있다. 이때, 자국 및 주변 동맹국에서의 탄약 공급이 어려운 나라로 수출된다. 전반적으로 경쟁 강도는 155mm에서 더 높고, 상대적으로 120mm는 대체 공급처가 적어 경쟁자가 적은 편이다.

도표 1-5. 포탄 구조도



출처: SMIC 1팀

도표 1-6. 동사 패키지 납품 구조



출처: 각 사 홈페이지, SMIC 1팀

**첨단 전쟁?! NO.  
실전은 재래식**

현대전이 첨단 무기가 주도할 것이라는 예상과 달리, 러-우 전쟁은 재래식 무기의 중요성을 다시 확인시켰다. 주요국 방산업체들이 드론·미사일 등 첨단 장비에 집중했지만, 실제 전장에서는 자주포·전차·장갑차 등 지상전 체계가 핵심 역할을 했다. 우크라이나 전쟁에서의 손실 대부분이 재래식 무기였다는 점은 이를 뚜렷하게 보여준다. 이로 인해 지상전 중심의 방산 기업에 대한 관심이 높아졌고, 그중에서도 한국 방산업체들이 주목받았다. 전쟁은 여전히 지상에서 벌어지고 있으며, 이에 따라 재래식 무기와 K-방산의 역할이 다시 부각되고 있다.

**세계는 다시  
재래식 무기와  
포탄으로**

러시아-우크라이나 전쟁은 전 세계적으로 재래식 무기와 포탄 수요를 크게 확장시켰다. 전쟁 당사국인 러시아와 우크라이나는 당연하고, 인접국들까지 안보 위기인식을 느끼며 무기 비축에 나섰다. 유럽 각국은 국방비를 증액하고, 포탄과 탄약 확보를 최우선 과제로 삼고 있다. 이 전쟁을 기점으로 지정학적 갈등이 전 세계로 확산되었고, 국가들은 다시 '스스로 무장하는 시대'로 돌아왔다. 그 결과, 재래식 무기와 포탄은 지금 가장 긴요한 전략 자산으로 부상했다.

**빠르고 싼  
K-방산이 간택!**

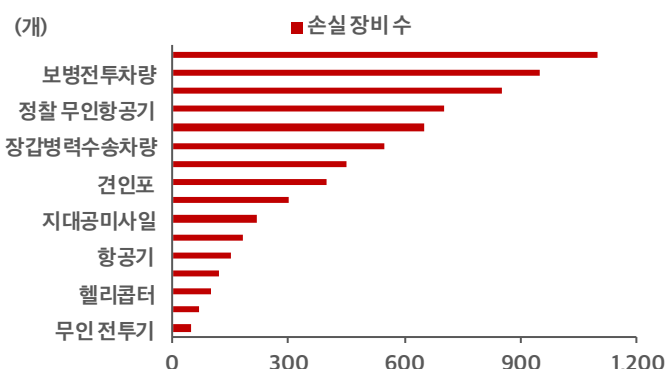
한시가 급한 상황에서, 급할 때 '바로 납품할 수 있는' 국가-기업으로 주문이 몰렸다. 한국 방산은 '납기 준수, 가격 경쟁력, 즉시 가동 가능한 생산능력'이라는 3가지 장점을 갖추고 있어 긴급 발주 상황에 적격이었다. 군수 설비를 축소한 많은 유럽 국가와 달리, 휴전 상태라는 특성상 늘 전시 대응 설비를 유지해온 국내 업체들은 그 덕에 빠른 납품이 가능했다. 여기에 경쟁사의 반값 수준인 가격 경쟁력까지 더해지며 긴급한 대량 발주는 자연스럽게 한국 방산 쪽으로 쏠렸다. 준비된 자에게 기회가 오는 법, 한국산 방산 제품의 수출이 빠르게 늘었다.

**내수와 달리  
가격 CAP 이 없는  
수출 물량**

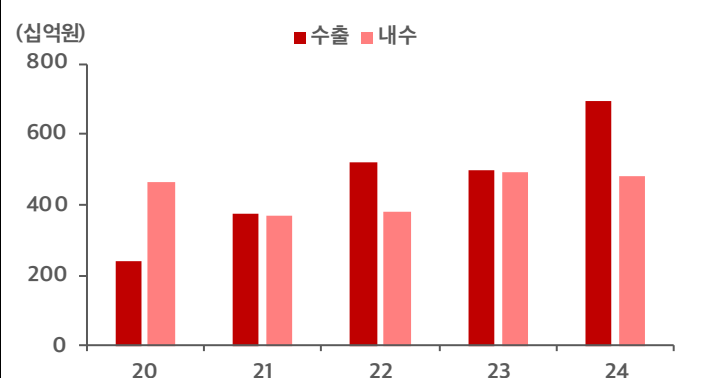
국내 방산기업들은 정부의 가격 통제로 내수 마진이 낮았지만, 해외 수출 확대로 수익성이 개선되고 있다. 내수는 국가에 납품하는 단가 제약으로 마진이 5~10% 수준에 머무는 반면, 해외는 완전히 다른 시장으로 단가와 마진 모두 높다. 주요 국내 방산 기업들의 해외 마진은 20~30% 수준이며, 동사 또한 국내 약 7% 대비 훨씬 높은 약 20%의 해외 마진을 기록하고 있다. 이러한 고마진 수출 확대가 K-방산 업체들의 실적 개선을 이끌고 있다.

**K-방산의 확장,  
K-포탄**

K-방산은 해외 시장에서 성장세를 이어가고 있으며, 무기 플랫폼 수출이 늘어날수록 소모품인 포탄 수요도 증가한다. K9 자주포는 폴란드·인도·이집트·에스토니아·핀란드 등에, K2 전차는 폴란드 등에 수출되며 플랫폼 공급이 확대되고 있다. 포탄은 전시뿐 아니라 평시 비축 목적의 수요도 존재해 수요 증가가 지속적으로 누적된다. 실제로 동사의 수출 매출은 러-우 전쟁 이전인 2021년 대비 2024년에 약 두 배 증가했다. K-포탄은 K-방산의 확장 구간에 놓여 있으며, 동사의 중장기 성장 기반으로 작용하고 있다.

**도표 1-7. 24년 우크라이나 장비 손실 현황**

출처: Oryx, SMIC 1팀

**도표 1-8. 동사 방산 해외 및 내수 매출 분석**

출처: 동사 IR, LME, SMIC 1팀

### 1.3. 풍산 톨아보기

신동 + 방산 업체,  
이익의 대부분은  
방산

동사는 국내에서 정제동→합금→가공→방산까지 잇는 '완전 밸류체인'을 보유한 유일 기업이자 국내 1위 신동 가공업체다. 동사의 사업부문별 매출 비중은 신동 70%, 방산 30% 수준이지만, 세전이익 비중은 방산이 약 90%, 신동이 10% 수준으로 방산에 쏠려있다. 이는 신동 사업과 방산 사업의 마진 차이에서 기인하는데, 신동 사업의 OPM은 1~2%인 반면 방산은 약 20%를 기록한다. 동사의 실적 레버리지는 방산에서 발생하며, 이익의 핵심 요소는 방산 영업이익이다.

신동부문:  
온갖 동제품 생산

동사의 신동사업부문은 동으로 판대, 리드프레임 소재, 봉·선, 주화용 소전 등을 생산한다. 신동 사업 부문 매출은 23년 3조 7,340억 원, 24년 3조 2,840억 원 수준이었으며, 세전이익은 249억 원, 380억 원을 기록했다. 자회사 PMX Industries(미국)은 북미 거점으로, 구리 가격 상승 시 재고평가이익이 크게 발생해 자회사 중 연결 실적에 가장 큰 영향을 준다. Siam Poongsan Metal(태국)은 낮은 원가 생산기지로 원가 경쟁력을 높이는 글로벌 네트워크다.

방산부문: 소구경부터  
대구경까지

방산사업부문은 소구경탄에서 대구경탄까지 각종 군·민수용 탄약과 추진화약, 탄약 부품 및 정밀 단조품을 생산하는 부문이다. 제품별 단가 차이가 극심해 소구경탄은 1발당 약 500원 수준인 반면, 대구경탄은 1발에 수백만 원대에 이르러 매출과 수익에 미치는 영향이 매우 크다. 방산 전 제품은 풍산 본사가 담당하며, 미국 스포츠탄은 자회사 PMC Ammunition(미국)를 통해 유통한다. PMC는 미국 스포츠·민수용 소구경탄 시장 점유율 약 25%, 24년 매출 약 3,000억 원(매출 비중 5%)을 기록하며 소구경탄의 수출을 담당하고 있다.

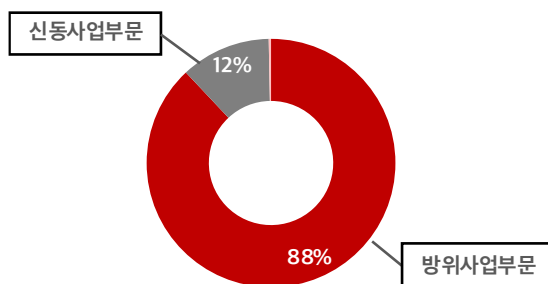
155mm, 두 배의  
캐파로 전선 복귀

동사는 155mm 대구경탄 생산능력을 기존의 약 두 배 수준으로 확대하고 있다. 2024년 방산 수출 매출은 약 6,900억 원으로 전년 대비 두 배 이상 증가했으며, 이에 따라 방산 부문의 세전 이익도 약 1,800억 원에서 2,800억 원으로 개선됐다. 이번 증설은 포탄 공급 부족과 전쟁 이후 늘어난 수요에 대처하기 위함이라고 밝혔다. 증설이 완료되면 연간 약 25만 발 수준의 생산이 가능할 것으로 예상되며, 향후 수출 여력 확대와 생산 효율 개선에 기여할 것으로 보인다.

건전한 현금창출력,  
재고자산의 성장

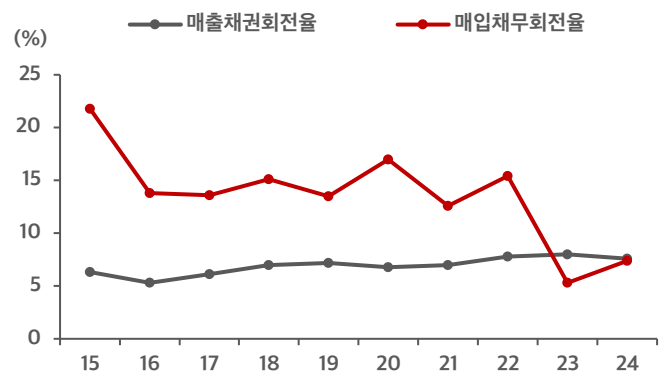
동사의 재무 지표들은 향후 실적 성장과 건전한 현금창출력 강화 추세를 보여준다. 매출채권 회전율은 꾸준히 개선된 반면, 매입채무 회전율은 하락하며 공급업체 지급기간이 길어졌다. 이는 받을 돈은 빨리 받고, 줄 돈은 늦게 주는 구조로의 전환을 의미하며, 원자재 공급사와의 협상력이 강화되었음을 보여준다. 한편 방산 재고자산은 23년 4,311억, 24년 5,206억, 25년 상반기 6,018억 원으로 증가했다. 이는 향후 출하되어 매출로 인식될 동사의 성장 여력을 보여준다.

도표 1-9. 신동 및 방산 부문 이익 비중



출처: 동사 IR, 동사 홈페이지, SMIC 1팀

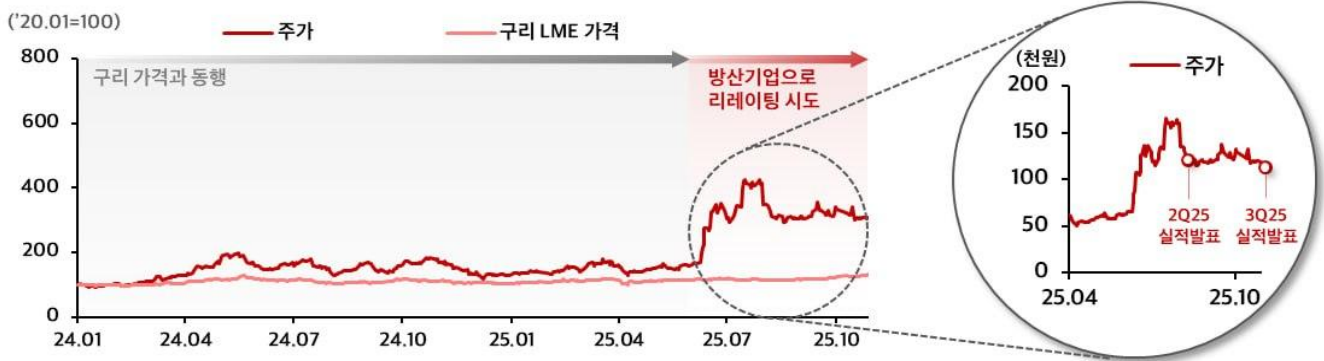
도표 1-10. 동사 회전율 분석



출처: 동사 IR, SMIC 1팀

## 2. 풍산불이… 오나? - 투자 IDEA

도표 2-1. 동사 주가 분석



출처: KRX, SMIC 1팀

갑작스레 찾아온  
방산 리레이팅

동사의 주가 드라이버가 최근 구리에서 방산으로 변화하고 있다. 2023년까지만 해도 풍산은 전형적인 구리 시세 연동주로, 주가가 구리 가격과 거의 동일한 흐름을 보였다. 실제로 2024년 2~5월 급등 시기 역시 구리 가격의 가파른 상승이 주요 동력이었고, 방산 모멘텀이 peer의 상승세와 함께 동반된 정도였다. 그러나 2025년 6~7월 이스라엘 이란 전쟁 발발과 함께 시장은 동사를 급격하게 방산주로 리레이팅하기 시작했다. 그 결과 불과 한 달 만에 주가가 '두 배' 이상 급등했고, 이제 시장의 초점은 신동이 아닌 방산 부문으로 그 핵심이 달라졌다.

2Q25 실발 후 급락,  
결국 핵심은 '숫자'

그러나, 뜨겁게 타오르던 방산 리레이팅 랠리는 2Q25 실적 발표와 함께 급락했다. 방산 사업부에 대한 기대가 주가에 충분히 반영된 상황에서, 영업이익이 컨센서스를 17% 하회하자 시장은 곧바로 차가워졌다. 실적 발표 직후 주가는 약 -15% 급락하며 상승분을 대부분 반납했다. 이는 결국 주가의 핵심은 그를 지지하는 '실적'임을 의미한다. 방산 리레이팅이 아무리 갑작스럽게 찾아와도, 실적이 뒷받침되지 않으면 랠리는 꺾이기 마련이다.

3Q25 한번 더 쇼크,  
공백이 난 '숫자'

3Q25 역시 숫자가 내러티브를 꺾었다. 영업이익이 컨센서스 대비 45% 하회하자 주가는 다시 -8% 낙하했다. 연결 기준 실적은 매출 1조 1,742억(-1,198억 QoQ), 세전이익 407억(-367억 QoQ)으로 둔화됐고, 결정적으로 방산 매출이 2,269억(-1,185억 QoQ)까지 후퇴했다. 시장을 더 실망시킨 건 내수 비중이 수출 비중을 여전히 웃돌 것이라는 커뮤니케이션이었다. 즉, 고마진 수출이 막힌 채 저마진 내수가 캐파를 잠식하는 구도가 이어지며, 시장의 실망이 컸다.

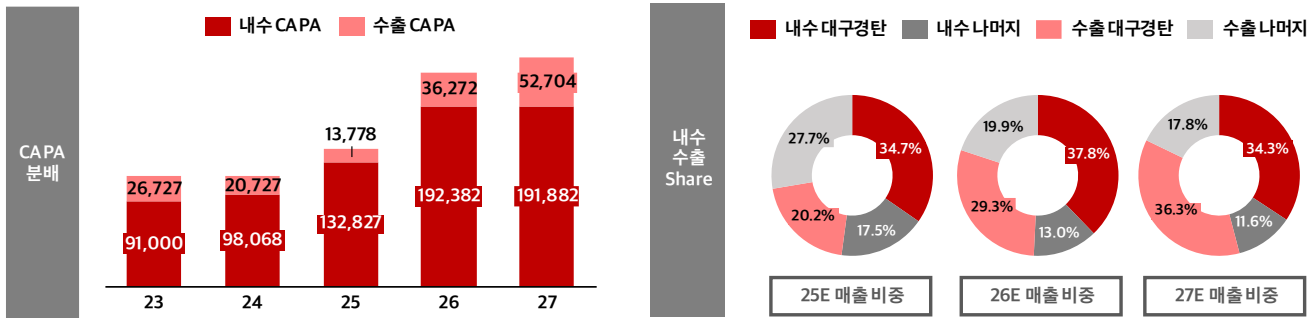
밸류 키맞추기는  
구조적 어려움,  
절대적 증익이 필요

동사는 방산 피어 대비 여전히 현저히 저평가되어 있으며, 그럴 만한 이유도 분명해 '방산 밸류 리레이팅'보다는 절대적 증익이 우선이다. 첫째, 무기체계를 직접 생산하는 기업이 아니라, 상대적으로 경쟁이 많은 소재·탄약 중심 기업이기 때문에 밸류에이션 상에서 수혜의 강도나 순서가 뒤에 온다. 둘째, 저마진 신동 사업부문이 함께 포함되어 있어 구조적으로 멀티플이 낮을 수밖에 없다. 따라서 동사가 갑자기 로템·에어로스페이스 수준의 20~30배 PER 밸류를 받는 건 현실적이지 않다. 결국 핵심은 '방산 밸류 리레이팅'이 아니라 '숫자', 즉 실적이다. 시장을 놀라게 할 만한 이익이 나와야만, 지금의 저평가 국면에서 진정한 재평가가 가능하다.

그러나…  
지금은 아니다

동사의 이익 성장은 당분간 시장을 놀라게 하긴 어렵다. 동사는 방산 기업 중에서도 정보 공개가 극히 제한적이고 IR이 보수적이라, 시장은 동사 실적에 대한 중요한 변수들을 간과하고 있다. 본 보고서의 추정 결과 동사의 향후 실적은 3q25 실적 쇼크 이후 급격히 낮아진 기대치에 부합할 전망이다. 요컨대 정보 비대칭은 크데 기대는 높아, 서프라이즈를 실현하기 어려운 구간이다.

도표 2-2. 부족한 해외 CAPA와 수출 매출액



출처: 동사 IR, SMIC 1팀

CAPA 증가분으로  
큰 해외 성장을  
기대한 시장

시장이 동사에 기대하는 핵심은 해외 수출의 급증과 마진 믹스 개선이었다. 해외 마진이 약 20%로 국내 약 7% 대비 크게 높기 때문에, 해외 비중이 늘면 마진 믹스 개선과 함께 이익 레버리지 확대가 자연스럽게 따라온다. 여기에 원래 풀캐파였던 155mm 캐파를 12만 발에서 25만 발로 늘리면서, 추가 증설 물량의 다수가 해외로 수출될 것이라는 시나리오가 시장 컨센서스였다. 요약하면, 시장은 수출 물량 확대 + 높은 해외 마진의 조합으로 큰 폭의 이익 성장을 기대했다.

시장의 가정은  
엄밀하지 못했다

결론부터 말하면, 시장 기대는 과도했다. 우리가 추정하 바에 따르면 시장의 120mm·155mm의 해외 수출액 가정은 두 가지 오류에 서 있다. 첫째, 우크라이나 상환 물량으로 인해 동사의 해외향 대구경탄 수출 CAPA는 27년까지 유의미하게 제약된다. 둘째, 시장이 보는 '방산 수출 매출'에는 미국 자회사 PMC의 스포츠탄·소구경탄이 포함되어 있어, 핵심인 대구경탄 비중은 수출 매출의 절반 수준에 그친다. 요약하면, 수출 CAPA 가용분과 수출 대구경탄의 낮은 매출 믹스를 감안하면 단기간에 기대만큼의 대구경탄 수출 증가와 마진 개선은 어려운 구간이라고 판단한다.

첫 번째 착시,  
'우크라이나 물량'은  
27년까지

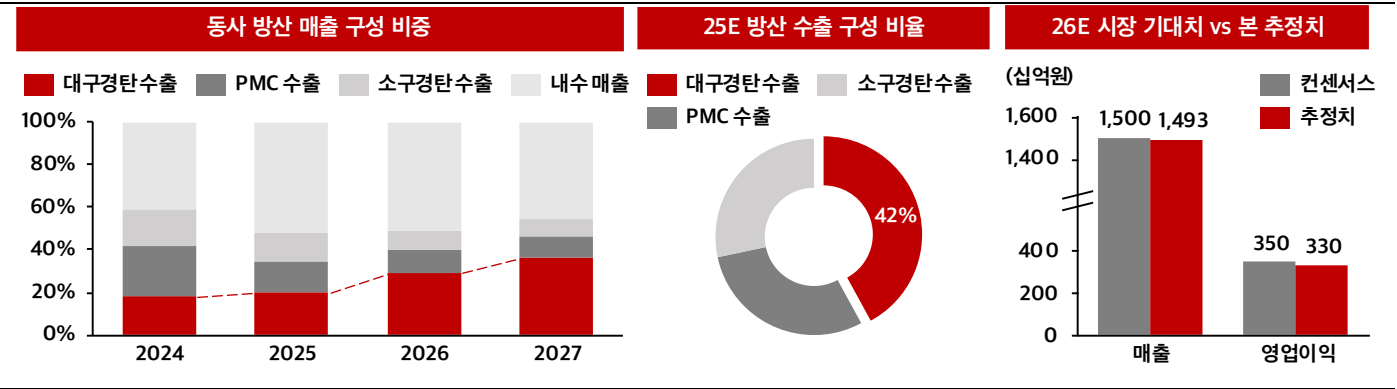
시장 기대와 현실의 첫 번째 괴리는 '우크라이나 상환 물량'이다. 3Q25 실적 발표 이전까지만 해도 시장은 동사가 155mm 캐파를 두 배로 증설한 만큼, 내년부터 본격적인 수출 확대가 이뤄질 것이라 믿었다. 그러나 본 보고서의 추정 결과, 동사는 국군에게 긴급 대여해 우크라이나를 지원했던 33만 발 규모의 탄약을 '27년까지' 국군으로 다시 상환해야 한다. 현재 155mm 연간 캐파가 약 12만 발임을 고려하면, 이 상환 물량은 향후 2년 반 동안 생산량의 대부분을 내수로 묶어두는 수준이다. 결론적으로, 증설 이후에도 역시 '27년까지' 내수 비중이 높게 유지될 것이다.

우크라이나 33만  
발은 이제 시작

우크라이나로 지원된 33만 발의 탄약은 24년 4분기부터 순차적으로 상환이 시작된 것으로 추정된다. 현재까지 약 6만 발이 상환된 것으로 보이며, 잔여 물량은 약 28만 발 수준이다. 향후 계획된 상환 일정은 2025년 하반기 약 5만 발, 2026년 약 11.5만 발, 2027년 약 11.5만 발로 추산된다. 동사는 155mm 대구경탄 생산능력을 약 연 12만 발에서 25만 발로 확대 중이지만, 확대된 CAPA 하에서도 CAPA의 절반 이상이 상환 물량으로 채워질 전망이다. 결과적으로 2027년까지는 내수 물량이 생산능력의 상당 부분을 점유할 것으로 예상된다. 이에 따라 단기간 내 수출 물량이 급격히 확대되기는 어려운 구간으로 판단된다.

이에 따라 방산 부문의 내수 매출 비중은 약 50% 수준에서 2027년까지 유지될 것으로 예상된다. 국내 판매의 영업이익률은 약 7~10% 수준에 머무는 반면, 수출은 약 20%로 상대적으로 높다. 이로 인해 시장은 수출 비중 확대에 따른 믹스 개선 효과를 기대했으나, 현재의 내수·수출 매출 구조를 감안하면 단기간 내 뚜렷한 수익성 개선은 제한적일 것으로 보인다.

도표 2-3. 낮은 대구경탄 수출 매출 비중과 높은 애널리스트 추정치



출처: 동사 IR, SMIC 1팀

두 번째 착시,

'수출 매출=대구경탄'이라는 오해

두 번째 괴리는 '수출 매출 내 대구경탄 비중'이다. 시장은 대구경탄이 수출의 대부분을 차지한다고 보지만, 실제 비중은 25년 기준 50% 수준을 미달한다. 방산 수출에는 미국 자회사 PMC Ammunition의 저마진 스포츠탄 매출이 포함되어 있으며, 이는 방산 수출의 약 20~30%를 차지한다. 또한 동남아(약 1,100억 원)와 카타르(약 2,300억 원) 등으로 소구경탄 수출이 이어지고 있어, 본 보고서 추정상 방산 수출 매출의 약 20%가 소구경탄에서 발생하는 것으로 판단된다.

방산 매출 1.4 조 중 대구경탄 수출은 0.2 조 수준

24년 동사의 전체 방산 매출은 약 1.4조 원으로, 이 중 대구경탄 수출 매출은 약 2,000억 원에 불과한 것으로 추정된다. 즉, 전체 방산 매출의 약 20%만이 대구경탄 수출에서 발생한 셈이다. 신동 부문을 포함한 전사 매출 4.5조 원 기준으로 보면, 핵심 투자 포인트인 대구경탄 수출 매출은 전체의 약 0.2조 원 수준에 그친다. 이처럼 비중이 작기 때문에, 26년에 대구경탄 수출이 25년 대비 두 배 성장하더라도 방산 매출 내 비중은 약 30% 수준에 머무를 것으로 보인다.

120mm도 초대형 수주 없이는 업사이드 미미

120mm도 글로벌 쇼티지 → 증설 가능성 내러티브가 조금씩 주목받고 있으나, 업사이드는 제한적이다. K2 인도 일정을 직접 추적해 산출한 결과, 120mm 납품 수요를 감안한 적정 증설 폭은 현 8만 → 약 10만 발(+2만) 수준이면 충분하다. 큰 규모의 증설이 요구되려면 폴란드급 초대형 신규 수주가 전제되어야 하며, 현재 거론되는 페루·루마니아는 규모가 그에 훨씬 못 미친다. 따라서 현 시점에서 120mm의 추가 CAPA는 선별적·점진적 증설이 합리적이다. 요약하면, 120mm는 증설 가능성은 있으나 '빅 업사이드'로 보기엔 근거가 약하다.

본 추정을 확인해준 3Q25 실적발표

이러한 추정은 동사의 3Q25 실적 발표를 통해 확인됐다. 동사는 내년도 내수와 수출 물량이 각각 6,500억 원, 6,700억 원 수준으로 유사하게 유지될 것이라고 밝혔다. 동사 IR의 보수적 커뮤니케이션을 감안하더라도, 우크라이나 상황 물량 등을 고려할 때 27년까지 내수 비중이 높은 구조가 지속될 가능성이 높다. 이 내용이 공식적으로 확인되면서 CAPA 증설에 따른 수출 급증 기대는 약화됐고, 발표 직후 애널리스트들의 추정치 하향과 함께 주가가 약 8% 하락했다. 결국 시장이 기대했던 증설→수출 확대→이익 급증의 공식은 현실적으로 제약이 있음을 보여준 셈이다.

여전히 높은 애널리스트 눈높이

이 두 요인으로 인해 동사의 향후 방산 매출은 컨센서스 수준에 머물고, 영업이익은 믹스 개선 속도가 더딘 탓에 다소 하회할 가능성이 높다고 판단된다. 26년 방산 영업이익 전망치는 애널리스트별로 약 3,500억 원 수준이며, 본 보고서는 약 3,300억 원으로 추정한다. 3Q25 실적 발표 이후 방산에 대한 시장 기대가 조정되었음에도, 여전히 컨센서스 하회 수준의 방산 부문 이익이 예상된다. 신동 부문에서 일부 업사이드가 가능하더라도 주가의 핵심은 방산 부문에 있다. 이미 방산부문 기대감이 주가를 상당 부문 견인해온 만큼, 핵심 driver인 방산 부문의 영업이익이 중요하다. 결과적으로 방산 부문의 실적 서프라이즈 기대는 약화됐다.

### 3. 포탄 쇼티지, 엄중하긴 한데... - Main Point

26~27년은 155mm '불륨×가격×믹스' 3중 동력이 맞물리는 시기지만, WRSA-K 리필과 CAPA 배분 현실로 단기 이익 민감도는 높지 않다. K9 패키지 인도와 CAPA 2배 증설로 수출 가시성은 개선됐으나, 본격적인 믹스/마진 레버리지는 28년 이후가 합리적이다. 동사를 둘러싼 시장의 기대를 점검하고 현실과의 시차를 짚어보자.

#### 3.1. 시장의 기대감 발라보기 : ① 155mm 쇼티지

155mm탄 쇼티지 :  
급증한 수요와  
따라오지 못한 공급

러-우 전쟁의 장기화로 155mm 포탄은 현대 지상전의 핵심 소모품이 됐다. 양측의 월 소모량은 약 36만 발로 추정됐으며, 대규모 생산 기반이 약한 우크라이나 화력은 급락했다. 이에 북미·EU가 155mm 지원과 조달 확대에 나섰다. 미국이 전쟁기간 제공한 포탄은 200만발 이상으로 알려졌다. 하지만 공급은 폭증한 수요를 따라잡지 못했다. 전쟁 뒤 미·EU가 증산에 나섰다지만 즉시 수요엔 미달했다. 미국의 월 10만 발(25.10 목표) 로드맵은 26년 중반 달성으로 지연됐고, EU의 100만 발 공약도 24년 3월 마감일에 못 미친 뒤 연말로 이월됐다.

해소되지 않은 쇼티지,  
ASP의 증가

급격히 확대된 수요와 이를 따라오지 못한 공급으로 155mm탄 쇼티지는 강력한 내러티브를 형성할 수준에 이르렀다. 22~24년 사이 글로벌 155mm탄 연간 생산량이 약 40% 증가했지만 여전히 수요에 못 미쳤다. 대구경 리드타임은 최대 2.5년까지 늘었고, 가격은 1년 새 최대 4배까지 뛰었다. 현재는 피크시점에 비해 가격이 상대적으로 안정되고 증설이 진행 중이지만, 쇼티지는 여전히 해소되지 않았다.

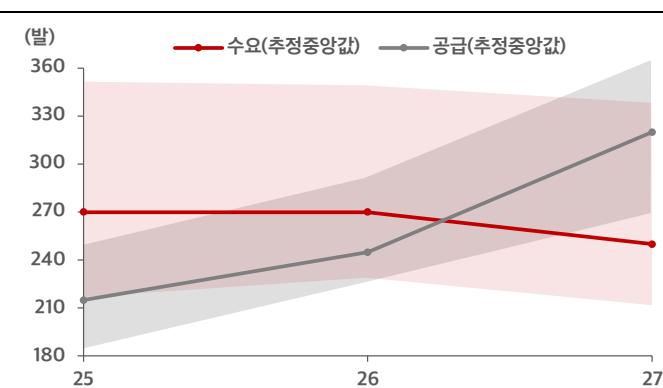
국군 155mm에  
손벌린 미국

이러한 155mm 수급난 속에 미국은 빠르게 155mm탄을 소진했고, 그 끝에 한국에 지원을 요청했다. 22년 말 미 국방부는 한국산 10만 발의 비정부 구매를 추진했고, 23년에는 1974년 한반도 유사시 대비를 위해 우리 군 탄약고에 비축한 미군의 전시 예비 물자인 WRSA-K 물량에서 최소 33만 발을 대여 형식으로 제공받았다. 미군은 대여분을 신품 구매로 상환하기로 했고, 전쟁의 장기화로 탄약은 모두 소진된 것으로 추정된다. 그 결과 감소한 국내 비축을 보충하기 위한 신규 수요가 발생했다.

지금 이 기회다!  
동사의 CAPA 증설

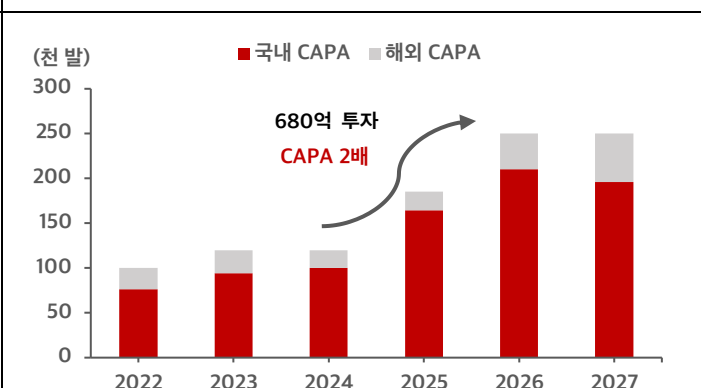
지정학적 긴장이 이어지는 와중, 동사는 선제적으로 CAPA를 키웠다. 글로벌 포탄 부족과 K9 수출 확대에 힘입어 기존 설비는 가동률 92%까지 올라오며 거의 full CAPA 상태가 되었다. 이에 동사는 23년 337억원이던 방산부문 시설투자 금액을 24년 680억원으로 늘려 155mm 생산능력을 2배로 끌어올렸다. 설비 증설은 완료되었고, 올해 하반기부터 증설 효과가 본격적으로 실적에 반영될 예정이다. 투자자들은 동사가 맞이한 거시적 배경을 반영하여 이러한 CAPA 증설을 수출 확대를 겨냥한 전략으로 해석했고, 해외향 물량이 내년부터 본격적으로 확대될 것이라고 기대했다.

도표 3-1. 글로벌 155mm 쇼티지 (추정치 근거)



출처: 해외 언론 종합, SMIC 1팀

도표 3-2. 동사의 CAPA 증설



출처: SMIC 1팀

### 3.2 시장의 기대감 발라보기 : ㉔ 전방이 너무 좋다

수출, ASP, 마진을 높다

동사는 수출 비중이 높을수록 ASP와 OPM이 개선되는 경향을 보여왔다. 일반적으로 수출 ASP는 내수 대비 높게 형성된다. 동시에, 수출 물량의 계약·인증·물류 등 변동요인을 제외한 원가 구조(폭약·금속 가공 등)는 내수와 큰 차이가 크지 않기 때문에 수출 비중의 확대는 마진에 우호적으로 작용한다. 여기에 올해부터 공급이 시작되는 사거리연장탄 등 프리미엄 탄종의 수출 비중이 늘어나면, 같은 CAPA에서도 매출·마진 레버리지가 한 단계 더 커진다. 즉, '좋은 믹스'로의 전환 타이밍이 핵심 변수이며, 시장은 이러한 타이밍이 빠르게 다가올 것이라고 예상했다.

수출 구조  
① 한화 K9 통제

동사의 155mm 수출 경로는 두 가지다. ① 한화에어로스페이스(이하 '한화') K9 초도 물량 패키지 동반 공급, ② 직수출이다. K9 수출 시 초도·훈련·예비 보급 탄약이 함께 필요해 동사 매출이 뒤따른다. 155mm는 조립형 분할 조달이 일반적이라 탄체·신관·추진장약을 나눠 산다. 동사는 탄체 및 신관을, 장약은 한화가 담당한다. 두 회사가 각자 부품을 공급하고 사용국이 현지에서 조립한다. 155mm는 NATO 표준으로 경쟁사로부터 구매도 가능하나, K9 납품 지역에선 동사가 동반 수혜를 받기 쉽다.

가시화된 K9 수출 가능성에 기대 UP

동사가 내년·내후년에 잘할 것이라는 강한 기대를 불러 일으킨 두번째 핵심적 요인은 바로 이러한 K9 수출 가능성이 있다. 155mm 포탄의 전방인 한화 K9 자주포의 폴란드형 대형 수주와 연동된 두 번째 공급계약이 공시된 것이다. 동사의 155mm 포탄은 K9 패키지에 묶여 해외로 나가기에 물량도 크고 ASP도 높다. 이 이력이 수출 믹스 개선 기대를 키웠다.

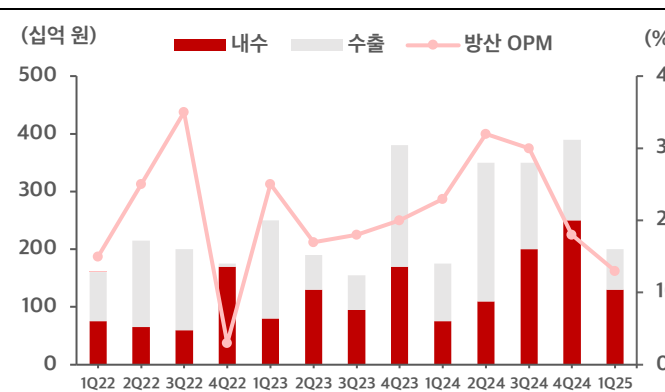
계약구조 deep dive :  
프린터(K9)와 카트리리지(155mm)

K9 패키지에 얹혀가는 155mm의 납기 흐름은 한화 K9 인도 일정과 사실상 동행한다. 동사가 공시한 한화발 155mm 공급계약(23년, 25년)을 뜯어보면 폴란드 K9 프로젝트와 연결돼 있음을 확인할 수 있다. 폴란드 1차 K9 계약(22년 8월)에 대응해 동사 대량공급계약 공시는 23년 1월에 나왔고, 1차 계약 잔여분, 2차 계약(26년 상반기 시작 예정)에 맞춘 추가 공시는 25년 2월에 이어졌다. 요지는 K9 플랫폼 인도 타임라인에 맞춰 동사의 공급·매출 인식도 보통 1~3개월 시차로 동행한다는 점이다. 이러한 계약 구조에 따라 대기 중인 K9 수주는 동사의 기회로 직결될 것이라는 시장의 기대가 형성돼 있다.

대기중인 K9 수주 기회에 기대감 +

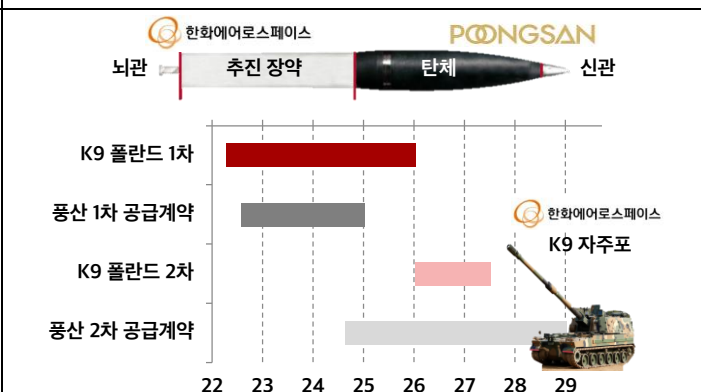
실제로, 26~27년은 한화가 공시한 주요 K9 납품이 집중되는 시기로, 전방 환경만 보면 동사의 수출 업사이드가 커지기 유리하다. 폴란드형 K9(1·2차) 공급계약은 26~27년 인도물량이 피크를 찍을 것이고, 루마니아·인도·핀란드 등도 인도 스케줄을 감안하면 초도 인도 건이 겹치는 구간이 열린다. 다만 이러한 기회가 곧바로 동사의 업사이드로 연결되려면, 동사가 전방 수요를 소화할 CAPA와 배분 여력을 갖춰야 한다. 다음으로는 한화의 K9 인도 수주를 기준으로, 어떤 프로젝트가 동사 155mm 수출과 직접 연계될지, 그리고 그것이 실제 업사이드 요인으로 작용할지를 구체적으로 평가해보자.

도표 3-3. 동사 방산부문 수출 규모 및 비중과 수익성 추이

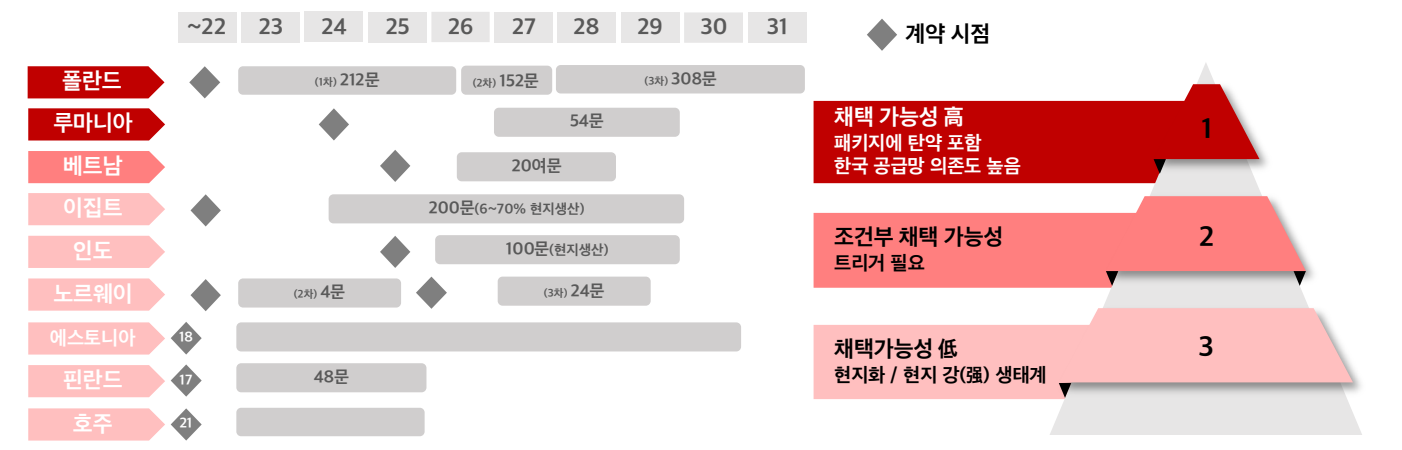


출처: DART, SMIC 1팀

도표 3-4. K9×155mm: 폴란드 패키지 타임라인



출처: DART, 방위산업청, SMIC 1팀

**도표 3-5. 한화에어로스페이스 K9 수주 내역 타임라인**

출처: 한화에어로스페이스, DART, SMIC 팀

**폴란드-한화 K9 계약** 우선, 한화-폴란드 K9 수출 계약에서 파생되는 155mm 수요는 동사 수출의 '락바텀'(최소 보장 물량)이다. 폴란드는 K9을 들이면서 전력화·훈련·예비탄을 동시에 채워야 하기에 납기와 검증 리스크가 낮은 '인증받은 조합'을 선호한다. 한화의 장약과 동사의 프로젝타일·신관(FNS 담당) 조합은 K9-K10 체계에서 실운용으로 검증되어 호환성 부담이 작고, 동사는 물량·납기 확보가 가능하다. 한화의 예정 물량 중 과반을 차지하는 핵심 프로젝트인 폴란드 계약건(22년~31년) 1, 2차 공급에서는 이러한 시간·호환성·스케일 측면에서의 선택 요인이 겹치며 동사 155mm가 선택된 것으로 분석된다.

**폴란드 밖 업사이드...** 폴란드 외에서도 대형 수주 업사이드가 열려 있다는 점은 시장이 동사에 기대를 거는 요인이다. 현재 대량공급 공사는 폴란드향에 국한되지만, 향후 K9 인도 예정국으로 동사 155mm 확장 여지가 존재한다. 그중 한화와 1조 4,410억 원 규모의 계약(27년 납품 시작 예정)을 체결한 루마니아는 패키지에 탄약이 포함되고 역내 공급망이 공고하지 않아 동사 155mm 채택 가능성이 높다. 이외에도 역내 공급망 과부하 이슈를 고려하면 베트남이 동사로부터 155mm를 조달할 여지가 있다. 반면 기타 국가들은 현지 공급망이 이미 존재하거나 현지화를 진행 중이어서 동사의 진입 여지는 불확실하다.

**수출 구조** 한편, 직수출은 전쟁 이전부터 동사의 자체 영업·수주 활동으로 꾸준히 발생해왔다. 155mm탄 운용국들이 정비·훈련·전시 재고를 채울 때 후속 주문을 하면, 이를 직수출로 대응한다. 다만 대규모·일괄 공급은 한화 K9 패키지로 이뤄졌다. 지금은 납기·호환·인증을 갖춰 패키지 없이도 직수출을 소화할 준비가 되어 있고, K9 운용국의 리필·훈련 수요와 NATO 재고 보충, 프리미엄 탄 선호가 맞물려 수요 여건도 우호적이다. 하지만 여전히, 후술할 이유로 유리한 환경이 곧 동사의 수혜를 의미하는 건 아니다.

### 3.3. 상황이 좋은데 왜 먹지를 못하니! : CAPA가 부족해

**리필 우선, 수출 제약** 앞에서 살펴봤듯, 외부 요건은 구조적 성장의 배경으로는 타당하다. 하지만, 투자자들이 기대하는 수출 비중의 유의미한 확대에 대한 마진 개선 효과는 국내 restock 수요에 대한 우선 배정 요인 등으로 제한적일 전망이다. 동사의 CAPA와 국내 155mm 핵심 공급자라는 포지션은, 거시적 수혜를 즉시 수출 레버리지로 전환하기보다 내수 리필·기초 물량을 우선 소화하게 만드는 제약 요인이다. WRSA 리필 출하가 26년 11.5만발(총 CAPA의 약 50%), 27년 11.45만발(약 46.8%)로 추정돼 CAPA의 절반가량이 사실상 고정된다. 그 결과 직수출·고ASP 물량으로 돌릴 잔여 여력이 작아지기 때문이다.

따라서 본지에서는 CAPA에서 절대적인 비중을 차지하는 우크라이나 간접 지원으로 인한 내수용 restock 물량 해소 시점을 가능하기 위한 분석을 진행했다.

그래서 보충물량으로 얼마나 가나?  
추정과정 ①

구체적인 추정 과정은 다음과 같다. 우선, 방산 매출에서 해외 스포츠탄을 제외해 국방용 납품 물량만 분기별로 비교하면, 계절성이 뚜렷한 패턴이 나타난다. 이러한 계절성을 배제하고 분기별 변동분만 보면 코로나 시기에는 음수(-) 델타, 24년 말부터는 양수(+) 델타가 나타난다. 23년의 음수 델타는 코로나 여파에 따른 국군 훈련 축소(중지) 영향으로 판단된다.

추정과정 ②

24년의 양수 델타는 WRSA-K 보충 매출로 본다. 23년 하반기 미군의 WRSA-K 대여 및 신품 상환 계약을 감안하면 리드타임상 24년부터 인식이 합리적이다. 상환은 24년 4Q 본격화됐고, 24년 약 17,568발, 25년 약 80,136발(= CAPA 약 43%)이 투입된 것으로 추정한다. 사측의 27년 해소 가이드스에 맞추려면 남은 약 23만 발은 26년에 앞서 언급한 수준으로 추가 출하가 필요하다.

수출을 위한 CAPA breakdown

여기에 상시 국군 물량과 최근 방위사업청과 체결한 사거리연장탄(초기 내수)에 투입될 CAPA를 고려하면, 각 연도 수출에 투입가능한 추정 잔여 CAPA가 1.68만발, 3.63만발, 5.27만발이다. 따라서, 27년까지는 155mm 수출 비중이 전사 방산 매출의 믹스를 유의미하게 개선하기는 어렵다. 한편, 수출 물량을 breakdown해 살펴보면, 우선 K9 패키지로 폴란드로 인도될 155mm 수량은 1.28만발, 2.23만발, 2.77만발로 추정되며, 동사의 공급 가능성이 높은 27년 루마니아향 수출 물량 약 4900발을 더하면 27년에는 3.26만발이 K9 패키지로 수출될 것으로 예측된다. 추정 과정은 다음과 같다.

추정과정

폴란드 1차 계약은 26년 종료 예상되며, 실제 인도는 22년 10월 24문으로 시작해 이후 분기당 약 12문 인도 페이스로 이어졌다. 25년 48문, 26년 초 추가 32문으로 마무리되는 그림이다. 2차 계약은 분기 균등 가정 하 26년 하반기 50문, 27년 102문 추정하였다. 루마니아 계약은 27년 인도 시작되며 29년 마무리 예정으로, 매년 균등(연 18문) 인도 가정하였다. 이를 합한 K9 인도량은 25년 48문 → 26년 82문 → 27년 120문이다. 이때 K9 1문당 약 27x~28x발로 가정하여 추정 탄약 수를 도출하였다.

현실성 점검:  
잔여 CAPA에 문제가 있다

앞서 언급한 수출 가능 CAPA를 고려하면, 25년과 26년의 CAPA는 한화 K9 패키지발 수출건으로 대부분 찬다. 연도별 수출 투입 가능 CAPA에서 K9 연동 수출물량을 차감하여 직수출 물량에 투입가능한 동사의 CAPA를 살펴보면, 25년은 4천발, 26년은 1.4만발, 27년 2.5만발의 직수출 여력이 도출된다. 직수출 방식의 높은 마진율을 레버리지해 동사의 전반적인 업사이드로 이어지기에는 해당 물량이 전체 CAPA에서 차지하는 비중이 너무나도 낮다.

WRSA 물량 털고나면, 중요한 업사이드가 되어줄 것

결론적으로, 직수출을 통한 마진율 급등 시기가 도래하려면, WRSA 유출분 리필을 위해 새어나가고 있는 내수 CAPA가 해소되어야 한다. 27년 묶여있던 내수 CAPA를 마진율이 높은 수출 물량에 C 집중할 수 있게 된다면, 동사는 OPM을 충분히 끌어올릴 수 있다. 직수출 시나리오는 K9플랫폼 연동 물량 외로도 잠재적인 Upside 계약을 확보할 수 있는 가능성을 열어준다. 하지만, 패키지+직수출을 병행하는 본(本) 채널로 거듭나는 분기점이 28년 이후에야 찾아올 전망이다.

도표 3-6. 폴란드+루마니아에서 파생되는 수출규모

	K9 공급 (문)			155mm (발, 267~271/문 가정)		
	폴란드	루마니아	계	폴란드	루마니아	계
25E	48	0	48	12,828	0	12,828
26E	82	0	82	22,272	0	22,272
27E	102	18	120	27,704	4,896	32,600
계	232	18	250	62,804	4,896	67,700

출처: DART, SMIC 1팀

도표 3-7. 직수출에 투입가능한 수출 CAPA

	전체 수출 CAPA (추정)	K9 155mm 수요	잔여 수출 CAPA
25E	16,828	12,828	4,000
26E	36,272	22,272	14,000
27E	52,704	32,600	20,104

늘어난 CAPA 기준으로, 직수출에 투입 가능한 잔여 공급 여력이 전체 CAPA 대비 너무 낮음

출처: SMIC 1팀

## 4. 120mm 포탄, 방산의 추가 모멘텀이 될 것인가? - Sub Point

### 4.1. 120mm 포탄의 Global Shortage, 그리고 시장의 기대

120mm 포탄,  
shortage 발생!

러/우 전쟁으로 인한 포탄 수요 증가는 155mm 포탄뿐만 아니라 120mm 포탄에도 shortage를 유발하며 시장의 새로운 화두로 떠올랐다. 독일군이 Rheinmetall과 40억 유로 규모, 미군 역시 General Dynamics와 4억 6,500만 달러 규모의 120mm 포탄 계약을 맺는 등 120mm 포탄에 대한 수요가 급증했지만, 서방국가들이 냉전 이후 대폭 줄어들었던 생산라인을 다시 증설하는데 시간이 오래 걸리며 shortage가 발생했던 것이다. 즉, 러/우 전쟁으로 인한 전장에서 포탄 실사용량과 더불어 주변 국가들의 재고 보충이 전세계적인 120mm 포탄 shortage를 유발했다.

기술력과  
함께 피어오르는  
동사에 대한 기대감

국내 120mm 포탄 분야에서 독보적인 기술력을 보유한 동사는 단연 이 shortage 현상의 유력 수혜자 후보였다. 120mm 포탄의 대표 제품인 날개안정철갑탄(날탄)의 경우 동사에서 개발한 다단열처리와 이중소결 공정을 통해 관통력을 극대화했다. 또한, 관통자의 원재료인 텅스텐은 조달이 어려울 뿐만 아니라 텅스텐을 관통자로 만들기 위해서는 고도의 기술력이 필요하기에 국내에서 날탄을 생산할 수 있는 회사는 동사가 유일하다. 이에 더해 2025년 말부터 국내 상동광산에서 텅스텐 채굴이 시작된다는 점 또한 국내 포탄 제조사인 동사에게 분명한 호재였다.

현대로템 향으로  
독점적 수출까지

독보적인 기술력을 바탕으로 국내 전차용 120mm 포탄 공급을 독점한 동사는 현대로템의 K2 전차 수주에서도 수혜를 입는다. 전방사인 현대로템이 해외로 K2 전차를 수주하는 과정에서 동사의 120mm 포탄이 정비, 부품 등과 함께 패키지로 묶여 같이 수출되기에 현대로템의 K2 전차 수출이 곧 동사의 120mm 포탄의 수출을 책임지는 구조인 것이다. 이는 전방산업과 후방산업이 구조적으로 연동된 매출 파이프라인이 방산사업에 형성되어있음을 의미한다.

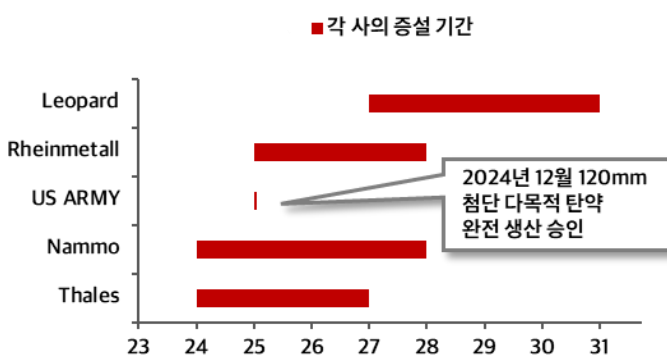
In Poland We Trust

현대로템과 폴란드 간 두 차례의 K2 전차 수출계약은 동사의 기대감을 뒷받침했다. 2022년 8월 1차 K2 수출(EC1) 이후 약 4개월 만인 2022년 12월, 동사와 현대로템 간의 약 2,934억원의 120mm 포탄 단일공급계약이 체결되었다. 2025년 8월 2차 K2 수출(EC2) 이후에는 1개월만에 동사와 현대로템 간의 약 8,300억 규모의 120mm 포탄 단일공급계약이 체결되었다. 해당 계약들이 체결됨에 따라 동사의 추가적인 포탄 공급이 예정되었고, 해당 물량을 감당하기 위한 capa 증설 역시 예상된 수순이었기에 향후 동사의 미래는 굉장히 밝게만 느껴졌다.

기대감은 full,  
그러나 현실은...?

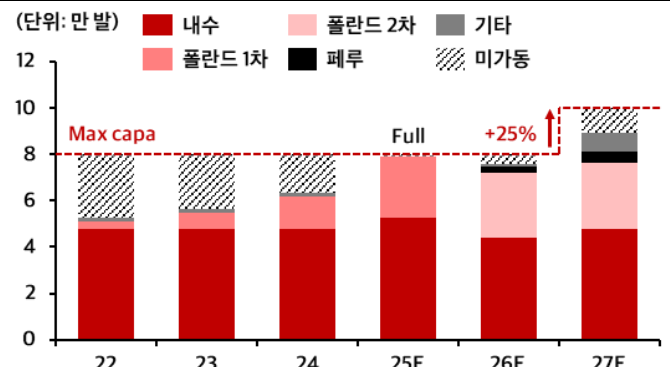
후술할 capa 증설 분석 결과는 155mm 포탄에 준하는 capa 증설을 기대했던 시장의 심장에 비수를 꽂을 것이다. 현대로템의 기수주 내역과 향후 추가 수주 가능성을 분석해볼 때, 동사는 시장의 기대만큼 120mm 포탄 capa를 증설할 필요가 없다. 이제부터 그 분석 결과를 공개한다.

도표 4-1. 120mm 포탄의 글로벌 공급 증설



출처: 언론 종합, SMIC 1팀

도표 4-2. 동사의 120mm 포탄 capa 추정치



출처: SMIC 1팀

상술했듯, 동사의 120mm 포탄은 현대로템이 해외로 K2 전차를 수주하는 과정에서 정비, 부품 등과 함께 패키지로 묶여 같이 수출되기에 현대로템의 향후 K2 수주 현황과 납기 스케줄 파악은 필수적이다. 즉, 현대로템의 K2 전차 해외 수출이 곧 동사 120mm 포탄 수출의 메인 트리거 이기에 K2 수출 현황을 기반으로 동사에 대한 시장의 기대감을 파악해보자.

#### 4.2. 현대로템의 기수주 현황

폴란드의 수요,  
현대로템의 공급

우크라이나를 향한 지원에 따른 전차 공백, 그리고 전쟁 위협의 급증은 폴란드의 전차 수요를 유발했고, 이는 현대로템의 첫 K2 전차 패키지 해외 수주로 이어졌다. 폴란드는 2022년 러/우 전쟁이 발발함에 따라 우크라이나에 350대 이상의 전차를 지원했고, 이에 따른 공백이 생기며 보강이 절실해진 상태였다. 여기에 전쟁의 위협, 군사적 긴장감까지 더해지며 하루빨리 폴란드군의 보강이 필수적이었던 상황에서, 수개월 만에 폴란드가 요구하는 전차의 물량을 모두 소화할 정도로 빠른 납기 속도를 지닌 현대로템의 K2 전차는 폴란드에게 최적의 선택지가 되었다.

EC1 계약 성공!  
->기세를 이어  
EC2까지

현대로템은 1,000대의 K2 전차 공급을 목표로 한 기본 협정을 바탕으로 2022년 1차계약(EC1)과 2025년 2차계약(EC2) 각각 180대 규모의 전차 수출에 성공했고, 이는 곧바로 동사에 대한 기대감으로 이어졌다. EC1은 약 50,000발의 120mm 포탄이 패키지로 묶여 있는 계약이었기에 1차 계약 당시 폴란드는 포탄의 사전 비축에 무게를 둔 것이다. 2차 계약은 같은 180대의 K2 전차 수출이었지만 약 282% 증가한 규모의 계약이었기에 동사의 수출물량 Q 역시 2배 이상 늘어날 것으로 추정되었고, 이에 따라 동사에 대한 시장의 기대감 역시 상당히 높아진 상황이었다.

#### 4.3. Case Study: 향후 현대로템이 수주 가능한 국가 추정

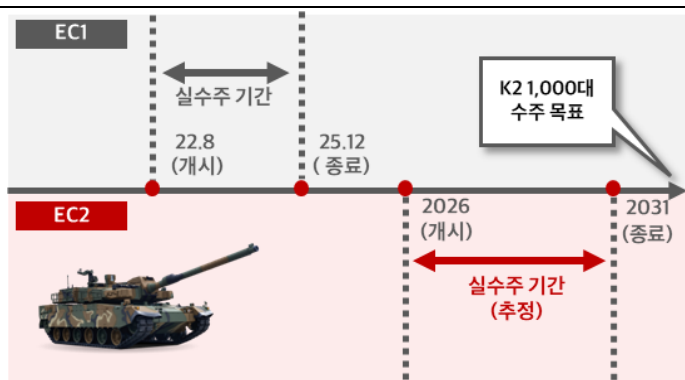
후보①: 페루(유력)

페루에서 새로운 전차 도입이 확정된다면, 현대로템이 페루의 유일한 선택지가 될 것이다. 현지 시각 10월 27일 페루는 산업포럼에서 2026년부터 2028년까지 현대로템의 K2 전차 46대와 K808 장갑차 99대를 도입한다는 계획을 발표했다. 2024년 11월 현대로템과 페루 육군 간의 총괄 협약이 체결됐기 때문에, 노후화된 소련제 T-55 전차와 프랑스제 AMX-13 전차들을 즉각 대체해야 하는 페루는 새로운 전차를 들일 때 무조건 현대로템의 K2를 구입할 수밖에 없다.

후보②: 루마니아

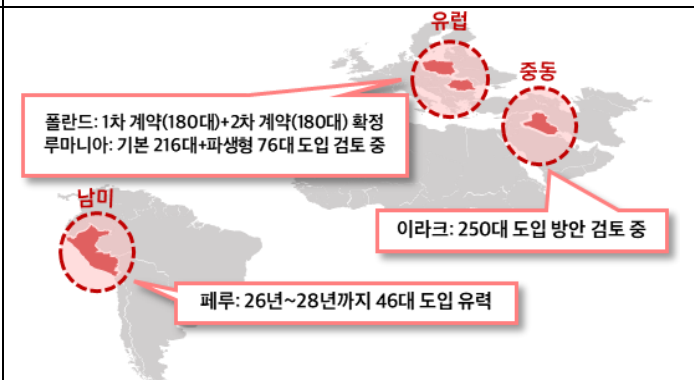
루마니아 특유의 산지/하천 지형과 더불어, 당국의 현지 생산에 대한 굳은 의지 역시 현대로템의 K2에 대한 수요로 이어질 가능성이 높다. 루마니아는 현재 주력전차(MBT) 도입을 추진 중에 있으며, 기본 216대에 더해 파생형으로 76대 추가도입까지 앞두고 있다. 당초 해당 계약은 2026년 이후로 연기될 것으로 예상되었으나, 9월 30일 루마니아 국방부 측에서 국회에 전차 도입 승인을 요청하며 관심이 주목되기 시작했다. 루마니아 역시 기존의 전차인 TR-85를 대체하기 위한 수요가 존재하며, 루마니아의 자연환경 특성상 K2와 같은 중전차가 수주에 유리하다.

도표 4-3. EC1 계약 및 EC2 계약



출처: SMIC 1팀

도표 4-4. 현대로템의 K2 해외 수주 현황



출처: 동사, DART, SMIC 1팀

## 후보③: 이라크

이라크 역시 지정학적 리스크로 인해 전차 보강을 원하고 있으며, 한국 방산과의 레퍼런스가 존재한다는 점에서 긍정적인 cash cow가 될 수 있다. 현재 미국과 러시아의 전차를 동시에 운용 중인 이라크는 각 기종의 상이한 부품으로 인해 부품 조달에 어려움을 겪고 단일 플랫폼으로의 전환을 원하고 있다. 250대의 K2 전차를 도입하는 방안을 검토하고 있는 이라크는 과거 LIG넥스원을 통해 천궁 II 를 납기받은 좋은 기억이 있기에 이는 현대로템 입장에서 호재가 될 것이다.

*든든한 전방사를 등에 업은 동사의 미래는 밝아보였다. 동사가 155mm 포탄 capa를 2배 증설했듯, 120mm 포탄 역시 현대로템향으로의 공급을 위해 대폭 증설할 것으로 기대되며 해당 수혜를 동사가 온전히 입을 것으로 예상됐기 때문이다. 이제는 시장의 기대를 검증해볼 시간이다.*

## 4.4. capa 검증 및 upside 추정

EC1 계약을 통해  
도출한 포탄 생산량  
=27,000발

EC1의 K2 전차 납기 일정은 2025년 4분기 기준으로 종료될 것이며, 이에 따라 동사는 2025년에만 약 27,000발의 120mm 포탄을 추가로 공급해야 한다. 당초 K2 전차 180대를 수출하기로 했던 해당 계약의 분기별 납기 일정을 살펴보면, 2025년 4분기 남은 잔량 20대를 포함해 산술적으로 2025년 1분기~4분기까지에만 총 96대의 K2가 수출된다. EC1 계약기간 동안 현대로템으로 동사의 120mm 포탄이 총 50,000발 공급된다는 계약내용으로 미루어볼 때, K2 전차 1대 기준 포탄 약 280발 정도가 같이 패키징됨을 알 수 있다. 해당 수치를 2025년 납기분 96대에 그대로 적용한다면 동사는 산술적으로 약 27,000발의 포탄을 추가적으로 생산해야 한다.

capa 풀가동은 맞다,  
그러나 생각보다  
크지 않을 upside

EC1으로 인해 동사는 가용 가능한 capa를 전부 사용하게 되었지만, 이어지는 EC2가 upside를 보장하지는 않을 예정이다. 동사의 120mm 포탄의 연간 생산 capa가 약 80,000발 정도라는 점, 그리고 폴란드와의 계약 이전에도 내수용 약 62,000발을 공급하고 있었다는 점을 감안하면, 이미 EC1 계약 1건만으로도 동사의 capa는 한계치에 달했다. 2026년부터 이어지는 EC2 계약의 경우 계약규모로만 보면 EC1과 3배 가까이 차이난다. 그러나 EC2의 실추정 K2 납기 분기 수는 약 20분기로, EC1의 13분기보다 2배 가까이 길기 때문에 매년 수출되는 포탄 Q가 약 28,000발로 2025년과 크게 다르지 않을 것이다. 즉, EC2로 인한 추가 capa 증설은 기대할 수 없다.

페루 역시 미미함  
-> 시장의 기대  
충족 불가.

현재 사실상 수주를 확정시킨 페루를 봐도 큰 upside를 기대할 수 없으며, 상기의 논의를 종합하면 동사의 capa가 최대 1.2~1.3배 증설에 그칠 것으로 추정된다. 결정적으로 페루는 K2 전차 계약 물량 자체가 3년간 46대 정도로 턱없이 부족하며, 26년 하반기부터 공급량이 늘어나더라도 연 5,000발 정도에 그칠 것으로 예상된다. 이에 따라 동사의 capa는 26년까지의 80,000발에서 27년 100,000발까지 증설될 예정이다. 이는 기존 155mm 포탄의 capa 2배 증설과도 분명한 차이가 있고, 향후의 계약들이 시장이 만족할 정도의 큰 upside를 주지 못한다는 것을 증명한다.

도표 4-5. K2 전차 및 120mm 포탄의 수주 타임라인(EC1, EC2, 페루)



출처: SMIC 1팀

## 5. ISSUE&투자전략

지금의 기대감은  
상방을 보장 못한다

전술했듯, 최근 동사의 주가 Driver인 방산 부문의 이익 급증은 제한적일 것으로 보인다. 수출로 인한 Mix 개선이라는 기대감에 반해, CAPA 증설 스케줄과 주요 공급계약의 인도 일정을 고려하면 Mix 개선의 전제인 충분한 CAPA 여력을 기대되는 기한 내에 확보하지 못하게 될 가능성이 높기 때문이다. 애초부터 세전순이익의 90%이상을 차지하던 방산 부문의 이익은 한 단계 올라온 주가 수준을 정당화하는 하나의 하방 근거로 작용할 수는 있겠으나, PER이 10배를 넘는 현재 상황에서 추가적인 Upside 논리로 작용할 만큼의 모멘텀으로 적용되긴 어렵다는 판단이다.

실현 시기가 늦어지면  
리스크도 커진다

동사에게 주요한 기대감은, 실현 시점이 늦어질수록 불확실성이 커지는 아이디어이다. 만일 기간이 지연되더라도 실현될 것이라 확신할 수 있는 아이디어라면 중장기적인 관점에서 매수를 적극적으로 고려할 수 있다. 그러나 지정학적 갈등 고조 국면과 러·우 전쟁이라는 수요의 블랙홀에서 기인한 현재의 기대감은 시간이 지나며 희석될 불확실성이 존재하는 아이디어이다.

28년에도 과연  
지금과 같을 수 있나

현재의 갈등 기초가 28년까지 이어진다는 확신이 있어야, 현재로서 동사의 급격한 이익 성장을 기대할 수 있다. 28년 동사가 본격적으로 해외 물량을 수주할 CAPA 여력이 확보되더라도, 국제적 기초의 변화가 발생한다면, 이익 증대로 이어지지 않을 수 있는 것이다. 27년에는 글로벌 공급자들의 CAPA 증설이 대부분 완료되어 공급자 우위의 효과는 낮아질 수 있고, 러·우 전쟁 종식 등 수요가 악화되거나 희석될 불확실성이 존재한다.

그럼에도 불구하고  
동사를 주시하자

그럼에도 불구하고, 동사의 현재 주가 레벨에서는 공격적으로 포지션을 취하기보다 지켜보는 태도를 보이는 것이 합리적이라 사료된다. 주요 내러티브였던 방산에서의 믹스 개선으로 인한 이익 성장은 수출 물량의 증대와 다른 방식으로 점진적으로 나타날 것으로 판단되며, 오랜 기간 동사의 핵심 주가 Driver였던 구리 가격이 강력하게 하방을 지지해줄 모멘텀으로 작용할 가능성이 높기 때문이다. 3분기 실적 발표와 가이드스 하향으로 공백이 발생한 증익 모멘텀은 중장기적인 구리 가격의 구조적 강세로 상쇄되고, 현재 주가 레벨에서도 하방 경직성이 보여질 것이다.

사거리 연장탄으로  
내수 마진 개선

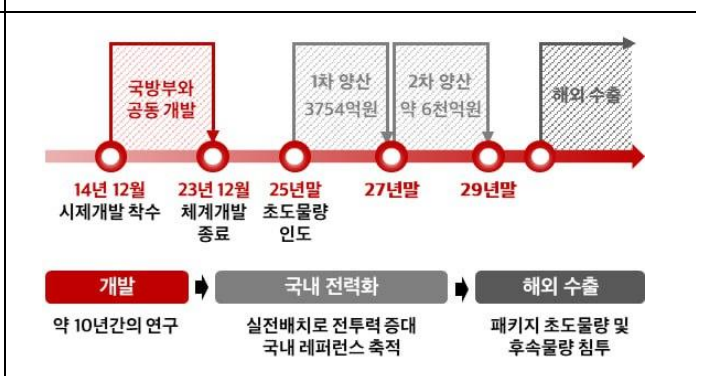
당장 내년인 2026년의 마진 개선은 수출 물량으로 인한 Mix 개선이 아닌, 내수 물량의 유의미한 비중을 차지하게 될 사거리 연장탄이 주도할 것이다. 방위사업청이 2014년부터 동사와 공동으로 연구하여 2024년부터 본격 생산 국면에 진입한 사거리연장탄은, 자주포의 성능 개선 없이 포탄만으로 사거리를 30% 수준으로 연장시키는 기술 집합체이다. 방위사업청이 공고한 사업규모와 사거리연장탄의 ASP를 고려하면, 연간 최대 5만발의 내수 납품이 이루어질 것으로 예상된다. 일반 내수 고폭탄의 마진을 10%로 가정하면, 2:1의 비율로 납품되더라도 단순 계산으로 내수 고폭탄 마진율은 20%수준까지도 달성 가능하다. 내수 제한적이더라도 마진 개선이 이루어진다.

도표 5-1. 구리 가격 추이



출처: LME, SMIC 1팀

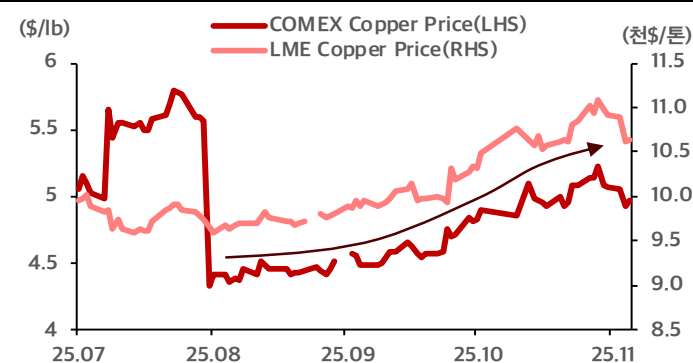
도표 5-2. 사거리연장탄 사업 타임라인



출처: 방위사업청, SMIC 1팀

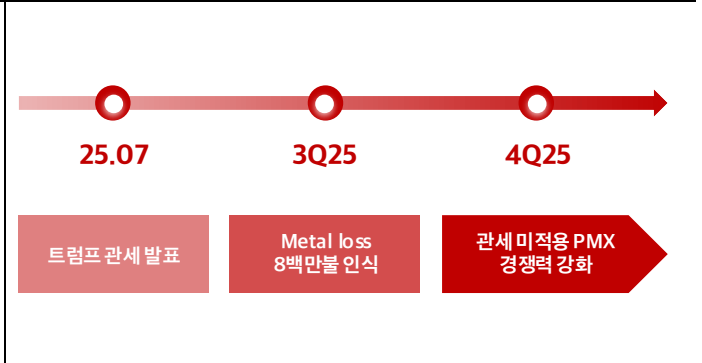
<p>하방을 지지해줄 구리 가격 레벨</p>	<p>25년 들어 한 단계 재도약한 구리 가격이 하방 압력을 상쇄할 것으로 보인다. 팬데믹 이후 경기 회복으로 21년부터 가파르게 상승하여 기존 \$6,000~\$8,000/톤 사이에서 형성되던 구리 가격은 22년 이후 \$8,000~\$9,000/톤 수준을 유지했고, 25년 들어 \$10,000/톤을 넘어섰다. 방대한 양의 구리 재고를 보유한 동사는, 구리 가격이 상승할 경우 재고자산 평가이익이 반영되어 실적이 개선된다. 점진적인 구리 가격 상승이 신동 부문의 실적 개선으로 이어질 수 있는 것이다.</p>
<p>구리의 구조적 강세 엄중한 수요</p>	<p>그리고 구리 가격의 구조적 성장이 중장기적으로 지속되리라 전망된다. 구리 가격도 결국 수요와 공급의 측면으로 이해될 수 있으며, 구리의 수요는 지속적으로 강력할 것으로 판단되기 때문이다. 구리는 가격 대비 전기 전도성이 압도적이기에 전기가 필요한 모든 산업에서 필요로 한다. 레거시 수요에 더해 전기차와 데이터센터라는 새로운 주 수요처가 빠른 속도로 확대되며, 장기적으로도 지속적인 수요 증가가 예상된다. 특히 데이터센터는 사실상 구리로 가득찬 건축물이나 다름없으며, AI가 견인하는 데이터센터 투자 확대가 구리 수요를 지속적으로 확대할 전망이다.</p>
<p>채굴 비용 ↑ 사고 가능성 ↑ 공급에도 병목 존재</p>	<p>공급 단에서는, 채굴 비용의 증가와 주요 광산들의 공급 차질이 공급에 병목을 형성하고 있다. 구리 채굴이 이루어지는 위치는 계속해서 깊어지고, 이에 따라 채굴 비용과 사고 가능성은 높아진다. 실제로 25년, 글로벌 구리 공급의 30%를 차지하는 칠레의 주요 광산에서의 지진 매몰 사고, 전 세계 구리 공급의 3%이상을 차지하는 인도네시아 광산의 산사태 등은 27년까지 구리 공급에 병목을 발생시켰으며, 이로 인해 25년에는 약 30만톤 수준의 구리 공급 부족이 예상된다.</p>
<p>관세 정책의 노이즈 해소되고 정상 궤도</p>	<p>관세 정책으로 인해 일시적으로 급변했던 구리 가격의 노이즈 또한 해소된 것으로 보인다. 7월, 구리에 50% 관세를 부과한다는 트럼프의 발표 이후 재고를 확보하려는 가수요로 구리 가격은 급등했으며, 이후 구리에 대한 관세 취소 및 반가공·완제품 수입에만 50%의 관세가 부과된다는 정정 발표에 뉴욕상품거래소 구리 선물 가격은 20% 폭락하기도 했다. 정책의 철회로 미국에는 50만톤 수준의 과잉 재고가 발생하였으며, 해당 물량이 두 달여간 소진되자 구리 가격은 다시 점진적으로 우상향하기 시작했다. 관세 정책으로 발생한 구리 가격의 노이즈가 해소된 것이다.</p>
<p>2Q, 3Q 쇼크 일부는 4Q부터 회수 예정</p>	<p>관세 이슈는 3Q 실적에 부정적인 영향을 미쳤으나, 향후 동사에겐 오히려 긍정적으로 작용할 것이다. 관세 정책으로 발생한 구리 가격 급변동으로 동사는 3Q25 동안 800만불 수준의 Metal loss를 인식, 판매 실적 또한 저조하였다. 하지만 구리 가격은 최근 다시 점진적 우상향 국면을 회복하였으며, 동사는 미국 법인인 PMX를 보유하고 있기에 변경된 관세 정책으로부터 자유롭다. 이는 더 이상 영업이익을 급감할 요인을 해소하고, 관세 영향권에 있는 경쟁사 대비 강점으로 작용할 전망이다. 변동성 증대로 위축되었던 시장 또한 4분기부터 점진적으로 판매가 회복될 것으로 전망되기에, 동사의 신동 사업 부문의 이익성 또한 개선될 여지가 있는 것이다.</p>

도표 5-3. 미국 구리 관세 정책 변화



출처: 뉴욕상품거래소, SMIC 1팀

도표 5-4. 신동부문 관세 영향



출처: 동사 IR, SMIC 1팀

## 6. 매출 추정

동사의 매출은 크게 방위산업 부문과 신동사업 부문으로 나누어 추정하였다. 최종 매출 Table은 다음과 같다.

최종 매출 Table										
(단위 : 백만원)	2022	2023	2024	1Q25	2Q25	3Q25E	4Q25E	2025E	2026E	2027E
매출액	4,372,983	4,125,264	4,554,411	1,155,945	1,293,963	1,181,087	1,283,172	4,915,494	5,201,619	5,574,111
YoY(%)		-5.7%	10.4%					7.9%	5.8%	7.2%
방위산업부문 매출	988,944	1,042,971	1,261,484	239,434	351,153	297,077	385,725	1,273,389	1,488,941	1,674,704
(주)풍산 방위산업부문	900,854	989,592	1,179,129	203,566	345,463	270,866	363,630	1,183,525	1,381,300	1,543,271
(주)풍산FNS	27,708	29,387	40,226	20,507	7,878	19,975	15,858	64,218	82,695	106,488
PMC Ammunition, Inc.	293,712	264,978	322,948	57,658	46,833	44,797	44,797	194,085	179,187	179,187
내부거래	(233,330)	(240,986)	(280,819)	(42,297)	(49,021)	(38,560)	(38,560)	(168,439)	(154,242)	(154,242)
신동사업부문 매출	3,376,815	3,073,440	3,283,976	914,258	940,575	881,774	895,212	3,633,147	3,703,738	3,890,467
(주)풍산 신동사업부문	2,356,310	2,110,963	2,323,468	622,838	668,538	622,207	632,090	2,545,673	2,630,125	2,800,250
PMX Industries	768,523	700,193	710,602	212,279	210,846	188,434	190,793	802,352	771,994	768,031
Siam Poongsan	287,482	292,136	317,593	88,562	79,912	82,647	83,842	336,290	347,670	368,238
기타 사업부 및 내부거래	(35,500)	(29,852)	(67,687)	(9,421)	(18,721)	(11,513)	(11,513)	(51,168)	(46,052)	(46,052)
공통 매출	7,224	8,853	8,951	2,253	2,235	2,235	2,235	8,958	8,940	8,940

### 6.1. 방위산업부문 매출

#### 6.1.1. (주)풍산 방위산업부문 매출 추정

(주)풍산의 방위산업부문을 크게 내수와 수출로 먼저 나누고, 각각 내수와 수출 내에서 구경별로 분류하여 매출을 추정했다. 동시에 구경별로 추정한 Q가 생산 캐파 요건을 만족하도록 추정하고 이에 ASP를 곱하여 매출을 추정하였다.

##### 1) ASP 기본 가정

해외에서 판매되는 155mm 대구경탄의 가격을 참고삼아 ASP를 20-21년 500만원, 22년 1000만원, 23년 이후는 **600만원**으로 설정했다. 해외 판가가 국내 단가의 3배 수준임을 고려해 국내 ASP를 **200만원**으로 설정했고, 사거리연장탄은 일반탄의 1.5-2배 정도임이 알려져 있어 **300만원**으로 가정한다.

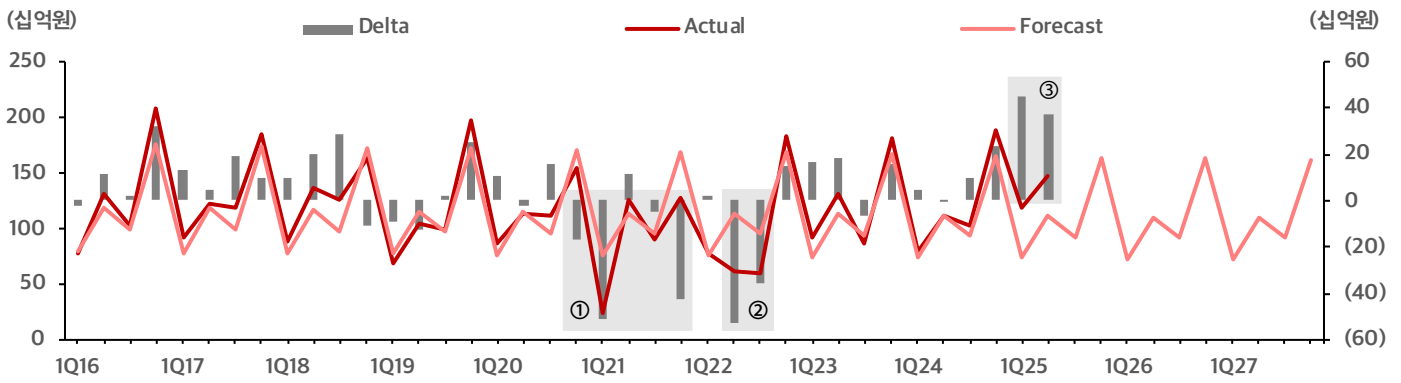
해외에서 판매되는 120mm탄의 경우 현대로템과 폴란드향 K-2 1차 수출 관련해 맺은 2934억원 규모 계약에 120mm 포탄 5만발과 430만발 규모의 기관총탄을 공급함이 알려졌고, 기관총탄 가격을 제외한 가격을 약 5만발로 나누어 구한 **590만원**을 ASP로 이용했고, 국내에서 판매되는 120mm탄은 155mm탄과 동일하게 **200만원**을 가정한다.

##### 2) 155mm 생산량 추정

포탄에 판매에 있어 국내의 방산 기업들은 국군과 긴밀한 관계를 맺고 있고 국군의 예산 및 운용계획에 따라 우선적으로 공급해야 하는 특징이 있다. 즉 155mm탄 생산량 추정에 있어 해외 물량이 수익성이 훨씬 좋지만 내수 물량을 우선한다는 원칙에 따라 추정한다.

내수 물량은 국군으로 공급되는 물량밖에 없고, 따라서 수요처로 나누어 수요량을 잡아 생산량을 추정하였다. 내수에서 155mm의 수요량은 (A) 평소 훈련으로 인한 사용 혹은 폐기로 인해 줄어든 물량을 보충하기 위한 국군의 기본 소요량, (B) 미군 우크라이나 우회지원에 의해 국군에 공급되는 물량 (C) 사거리연장탄 도입에 의한 소요량이 있다. 해당 수요처별로 계약 내용을 확인하여 공급량을 추정한다.

도표 6-1. (주)풍산 방위산업부문 내수 매출 추정



출처: DART, SMIC 1팀

(A)의 국군 물량은 국군 포탄 운용 계획에 따라 소모된다. 기존 7만발가량 소모해움이 파악되었고, 23년 러-우 전쟁 관련 미국의 대여 물량이 발생한 이후 줄어든 물량을 채우기 위해 국군향 물량을 증가시켰다 사거리연장탄 도입 이후 일반 물량을 줄인 것으로 가정했다.

(B)의 러-우 Restock 물량은 (주)풍산의 방위산업부문 내수 매출의 계절성을 지수평활법으로 보정하여 구한 추정치와 실제 값의 차이(Delta)를 이용하여 초기 물량 5만발을 확인 가능했다. 도표 6-1에서 코로나 대유행으로 인한 군대 훈련 감소로 인한 내수 매출 감소(①)와 러-우 전쟁으로 인해 국내향 물량들이 해외로 많이 수출된 시기(②)와 달리, 25년에는 큰 이벤트가 없음에도 Delta가 크게 연속해서 발생하였다. 이는 국내에 추가적인 내수 물량이 발생했음을 의미하며, 해당 물량이 러-우 전쟁 당시 미국이 한국에게 대여해간 물량이다. 매출 Delta를 ASP로 나누어 총 물량 33만발 중 4Q24-2Q25동안 분기별로 1.7만발가량을 공급 완료함을 확인 가능했다.

(B)의 물량을 27년까지 공급할 계획임을 확인하였다. 이를 바탕으로 캐파 증설 시점과 매년 국군 공급 물량 등을 고려하여 생산 물량을 4Q27까지 안분하였다.

(C)의 사거리연장탄 물량은 국방부와 맺은 계약의 3704억원 규모의 계약을 ASP로 나누어 총 물량을 구하고, 공급 기간동안 분기별로 일정도록 안분하였다.

수출용 155mm탄 공급은 한화에어로 향과 직수출, 그리고 간접수출 물량이 있으며 한화에어로 향 폴란드 수출액을 우선적으로 고려한다. 한화에어로향 폴란드 방산 계약에 따른 탄 공급은 K-9 인도량에 비례하여 탄약도 공급된다고 가정했으며, 따라서 전체 계약 규모에서 ASP로 나눈 1,2차 계약 물량을 인도량에 비례하여 안분하였다.

러-우 전쟁 이후 풀캐파 상황이 이어지고 있는 점을 고려하여 구체적인 안분이 진행되었다. 구체적인 155mm 대구경탄 생산량 추정은 다음과 같다.

155mm 대구경탄 생산량 추정												
(단위 : 발, 문)	1H22	2H22	1H23	2H23	1H24	2H24	1H25	2H25	1H26	2H26	1H27	2H27
전체 155mm탄 생산량	44,000	48,000	57,863	59,863	59,863	58,931	54,395	92,209	108,382	120,271	122,271	122,314
전체 155mm탄 생산 캐파	50,000	50,000	60,000	60,000	60,000	60,000	60,000	125,000	125,000	125,000	125,000	125,000
가동률(%)	88.0%	96.0%	96.4%	99.8%	99.8%	98.2%	90.7%	73.8%	86.7%	96.2%	97.8%	97.9%
내수용 155mm탄 생산량	35,000	35,000	42,000	49,000	49,000	49,068	49,136	83,691	93,691	98,691	98,691	93,191
전체 캐파 대비(%)	70.0%	70.0%	70.0%	81.7%	81.7%	81.8%	81.9%	67.0%	75.0%	79.0%	79.0%	74.6%
국군향 기본	35,000	35,000	42,000	49,000	49,000	31,500	14,000	14,000	14,000	14,000	14,000	14,000
러-우 전쟁 Restock	-	-	-	-	-	17,568	35,136	45,000	55,000	60,000	60,000	54,500
사거리연장탄	-	-	-	-	-	-	-	24,691	24,691	24,691	24,691	24,691
수출용 155mm탄 생산량	9,000	13,000	15,863	10,863	10,863	9,863	5,259	8,519	14,691	21,580	23,580	29,124
전체 캐파 대비(%)	18.0%	26.0%	26.4%	18.1%	18.1%	16.4%	8.8%	6.8%	11.8%	17.3%	18.9%	23.3%
한화에어로향 (폴란드 1차)	-	-	6,863	6,863	6,863	6,863	-	-	-	-	-	-
한화에어로향 (폴란드 2차)	-	-	-	-	-	-	3,259	6,519	8,691	13,580	13,580	14,124
기타 및 직수출	9,000	13,000	9,000	4,000	4,000	3,000	2,000	2,000	6,000	8,000	10,000	15,000
한화에어로 폴란드 인도량	12	24	24	24	24	24	24	24	32	50	50	52

## 3) 120mm 생산량 추정

150mm와 비슷하게 전방사인 현대로템의 인도량, 국군 소모량 등을 고려해 생산량을 안분했다. 26년부터 투자가 진행되어 27년부터 캐파가 8만발에서 10만발로 증가한다고 가정하였다. 구체적인 120mm 대구경탄 생산량 추정은 다음과 같다.

120mm 대구경탄 생산량 추정												
(단위 : 발, 대)	1H22	2H22	1H23	2H23	1H24	2H24	1H25	2H25	1H26	2H26	1H27	2H27
전체 120mm탄 생산량	25,000	27,763	28,039	28,592	28,316	35,000	39,592	39,434	37,066	38,621	44,621	44,621
전체 120mm탄 생산 캐파	40,000	40,000	40,000	40,000	40,000	40,000	40,000	40,000	40,000	40,000	50,000	50,000
가동률(%)	62.5%	69.4%	70.1%	71.5%	70.8%	87.5%	99.0%	98.6%	92.7%	96.6%	89.2%	89.2%
내수용 120mm탄 생산량	24,000	24,000	24,000	24,000	24,000	24,000	25,000	27,500	22,000	22,000	24,000	24,000
전체 캐파 대비(%)	60.0%	60.0%	60.0%	60.0%	60.0%	60.0%	62.5%	68.8%	55.0%	55.0%	48.0%	48.0%
국군항 기본	24,000	24,000	24,000	24,000	24,000	24,000	25,000	27,500	22,000	22,000	24,000	24,000
수출용 120mm탄 생산량	1,000	3,763	4,039	4,592	4,316	11,000	14,092	12,434	15,066	16,621	20,621	20,621
전체 캐파 대비(%)	2.5%	9.4%	10.1%	11.5%	10.8%	27.5%	35.2%	31.1%	37.7%	41.6%	41.2%	41.2%
현대로템항 (폴란드 1차)	-	2,763	3,039	3,592	3,316	10,500	14,092	12,434	-	-	-	-
현대로템항 (폴란드 2차)	-	-	-	-	-	-	-	-	14,066	14,066	14,066	14,066
현대로템항 (페루 1차)	-	-	-	-	-	-	-	-	-	2,556	2,556	2,556
기타 및 직수출	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000	500	-	-	1,000	-	4,000	4,000
현대로템 폴란드 인도량	-	10	11	13	12	38	51	45	-	-	-	-

## 4) 대구경 매출 추정

구한 생산량에 ASP를 그대로 곱하면 계절성을 반영하지 못한 수치가 계산되므로, 해당 수치에 앞서 도표 6-1에서 지수평활법 추정시 적용된 분기별 비율(1Q:2Q:3Q:4Q=0.17:0.25:0.21:0.37)을 곱해 계절성 효과를 반영했다. 추정한 내수 및 수출 대구경 매출은 다음과 같다.

내수 대구경 매출추정										
(단위 : 백만원)	2022	2023	2024	1Q25	2Q25	3Q25E	4Q25E	2025E	2026E	2027E
내수 대구경 매출	236,000	278,000	280,607	71,631	77,431	104,521	156,608	410,190	522,145	529,145
YoY(%)		17.8%	0.9%					46.2%	27.3%	1.3%
내수 155mm탄 매출	140,000	182,000	184,607	54,133	51,064	82,465	117,529	305,190	434,145	433,145
% of Defense Sales	15.5%	18.4%	15.7%	26.6%	14.8%	30.4%	32.3%	25.8%	31.4%	28.1%
국군항 기본	140,000	182,000	161,000	9,332	14,063	11,763	20,842	56,000	56,000	56,000
% of Defense Sales	15.5%	18.4%	13.7%	4.6%	4.1%	4.3%	5.7%	4.7%	4.1%	3.6%
러-우 전쟁 Restock	-	-	23,607	44,801	37,001	33,666	59,650	175,118	230,000	229,000
% of Defense Sales	0.0%	0.0%	2.0%	22.0%	10.7%	12.4%	16.4%	14.8%	16.7%	14.8%
사거리연장탄	-	-	-	-	-	37,036	37,036	74,072	148,145	148,145
% of Defense Sales	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	13.7%	10.2%	6.3%	10.7%	9.6%
내수 120mm탄 매출	96,000	96,000	96,000	17,498	26,368	22,056	39,079	105,000	88,000	96,000
% of Defense Sales	10.7%	9.7%	8.1%	8.6%	7.6%	8.1%	10.7%	8.9%	6.4%	6.2%
국군항 기본	96,000	96,000	96,000	17,498	26,368	22,056	39,079	105,000	88,000	96,000
% of Defense Sales	10.7%	9.7%	8.1%	8.6%	7.6%	8.1%	10.7%	8.9%	6.4%	6.2%

수출 대구경 매출추정										
(단위 : 백만원)	2022	2023	2024	1Q25	2Q25	3Q25E	4Q25E	2025E	2026E	2027E
수출 대구경 매출	248,102	211,286	214,721	3,999	23,705	19,829	35,133	239,166	404,582	559,553
YoY(%)		-14.8%	1.6%					11.4%	69.2%	38.3%
수출 155mm탄 매출	220,000	160,361	124,361	3,999	23,705	19,829	35,133	82,667	217,631	316,223
% of Defense Sales	24.4%	16.2%	10.5%	2.0%	6.9%	7.3%	9.7%	7.0%	15.8%	20.5%
한화에어로 항 (폴란드 1차)	-	82,361	82,361	-	-	-	-	-	-	-
% of Defense Sales	0.0%	8.3%	7.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
한화에어로 항 (폴란드 2차)	-	-	-	-	17,678	14,788	26,201	58,667	133,631	166,223
% of Defense Sales	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	5.1%	5.5%	7.2%	5.0%	9.7%	10.8%
기타 및 직수출	220,000	78,000	42,000	3,999	6,027	5,041	8,932	24,000	84,000	150,000
% of Defense Sales	24.4%	7.9%	3.6%	2.0%	1.7%	1.9%	2.5%	2.0%	6.1%	9.7%
수출 120mm탄 매출	28,102	50,925	90,360	26,080	39,300	32,873	58,246	156,499	186,952	243,330
% of Defense Sales	3.1%	5.1%	7.7%	12.8%	11.4%	12.1%	16.0%	13.2%	13.5%	15.8%
현대로템항 (폴란드 1차)	16,302	39,125	81,510	26,080	39,300	32,873	58,246	156,499	-	-
% of Defense Sales	1.8%	4.0%	6.9%	12.8%	11.4%	12.1%	16.0%	13.2%	0.0%	0.0%
현대로템항 (폴란드 2차)	-	-	-	-	-	-	-	-	165,974	165,974
% of Defense Sales	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	12.0%	10.8%
현대로템항 (페루 1차)	-	-	-	-	-	-	-	-	15,078	30,155
% of Defense Sales	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	1.1%	2.0%
기타 및 직수출	11,800	11,800	8,850	-	-	-	-	-	5,900	47,200
% of Defense Sales	1.3%	1.2%	0.8%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.4%	3.1%

## 5) PMC Ammunition향 매출

(주)풍산 방산부문에서 생산되어 PMC Ammunition을 통해 판매되는 스포츠탄은 내부거래액 수치와 동일한 값으로 추정한다. 후술하는 6.1.3에서 계산한 내부거래액의 추정치를 적용한다.

## 6) 소구경 매출

소구경 매출은 분기별 소구경탄 매출을 구한 뒤 역사적인 Average를 구해 Flat처리했다. 24년 해외 소구경 매출이 높은 이유는 동남아시아 향 소구경 계약(약 1130억원)의 효과이다. 카타르 향 소구경 계약(2282억원)이 잔여하고 있어 Average 수치가 적절한 추정치라 판단했다.

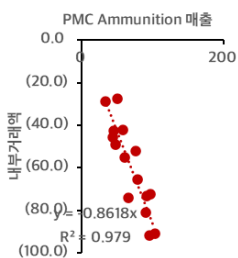
최종적으로 추정한 (주)풍산 방위산업부문의 매출은 다음과 같다.

(주)풍산 방위산업부문 매출추정 (단위 : 백만원)	2022	2023	2024	1Q25	2Q25	3Q25E	4Q25E	2025E	2026E	2027E
방위산업부문 매출	900,854	989,592	1,179,129	203,566	345,463	270,866	363,630	1,183,525	1,381,300	1,543,271
YoY(%)		9.9%	19.2%					0.4%	16.7%	11.7%
내수 매출	380,638	491,640	481,917	118,279	147,726	149,406	201,493	616,904	701,687	708,687
% of Defense Sales	42.3%	49.7%	40.9%	58.1%	42.8%	55.2%	55.4%	52.1%	50.8%	45.9%
대구경 매출	236,000	278,000	280,607	71,631	77,431	104,521	156,608	410,190	522,145	529,145
% of Defense Sales	26.2%	28.1%	23.8%	35.2%	22.4%	38.6%	43.1%	34.7%	37.8%	34.3%
155mm탄 매출	140,000	182,000	184,607	54,133	51,064	82,465	117,529	305,190	434,145	433,145
% of Defense Sales	15.5%	18.4%	15.7%	26.6%	14.8%	30.4%	32.3%	25.8%	31.4%	28.1%
120mm탄 매출	96,000	96,000	96,000	17,498	26,368	22,056	39,079	105,000	88,000	96,000
% of Defense Sales	10.7%	9.7%	8.1%	8.6%	7.6%	8.1%	10.7%	8.9%	6.4%	6.2%
소구경 매출	144,638	213,640	201,310	46,648	70,295	44,886	44,886	206,714	179,543	179,543
% of Defense Sales	16.1%	21.6%	17.1%	22.9%	20.3%	16.6%	12.3%	17.5%	13.0%	11.6%
수출 매출	520,216	497,952	697,212	85,287	197,737	121,460	162,137	566,621	679,613	834,584
% of Defense Sales	57.7%	50.3%	59.1%	41.9%	57.2%	44.8%	44.6%	47.9%	49.2%	54.1%
PMC Ammunition 매출	233,330	240,986	280,819	42,297	49,021	38,560	38,560	168,439	154,242	154,242
% of Defense Sales	25.9%	24.4%	23.8%	20.8%	14.2%	14.2%	10.6%	14.2%	11.2%	10.0%
대구경 매출	248,102	211,286	214,721	30,079	63,005	52,702	93,379	239,166	404,582	559,553
% of Defense Sales	27.5%	21.4%	18.2%	14.8%	18.2%	19.5%	25.7%	20.2%	29.3%	36.3%
155mm탄 매출	220,000	160,361	124,361	3,999	23,705	19,829	35,133	82,667	217,631	316,223
% of Defense Sales	24.4%	16.2%	10.5%	2.0%	6.9%	7.3%	9.7%	7.0%	15.8%	20.5%
120mm탄 매출	28,102	50,925	90,360	26,080	39,300	32,873	58,246	156,499	186,952	243,330
% of Defense Sales	3.1%	5.1%	7.7%	12.8%	11.4%	12.1%	16.0%	13.2%	13.5%	15.8%
소구경 매출	38,784	45,680	201,672	12,911	85,711	30,197	30,197	159,016	120,789	120,789
% of Defense Sales	4.3%	4.6%	17.1%	6.3%	24.8%	11.1%	8.3%	13.4%	8.7%	7.8%

## 6.1.2. (주)풍산FNS 매출 추정

(주)풍산FNS의 매출은 계절성이 존재해 4구간 이동평균(M.A.)을 산출, 역사적 CAGR 30.8%를 적용한 M.A. 추정치로부터 분기별 추정치를 역산해 각분기 매출액을 결정했다. [Appx 3 참고]

## 6.1.3. PMC Ammunition 매출 및 내부거래액 추정



(주)풍산 방산부문에서 제작한 스포츠탄들은 동사 미국 현지법인(Poongsan America)의 자회사인 PMC Ammunition을 통해 PMC라는 브랜드로 미국 시장에서 판매되고 있다. 실제 PMC의 홍보 영상에서 한국어가 적혀있는 공장 사진을 확인, 이 한국생산-미국판매의 구조를 다시 한번 확인 가능했다. 이때 (주)풍산 방산부문의 PMC Ammunition향 매출은 내부거래액이 되고, 해당 금액은 현지법인의 매출에 비례한다. 계산시 현지 법인의 매출액의 86.2%가 내부거래액으로 집계된다.

동사의 PMC Ammunition 매출이 감소하고 있음을 고려, 매출액에서 동사의 점유율로 나눠 미국 소구경탄 시장 규모를 구해 해당 시장 규모를 Flat 처리하고, 동사의 최저 점유율을 적용하여 매출을 계산하였다. 관세로 인한 PMC 경쟁력 강화 및 수요층 증가의 효과에 의한 업사이드와 동시에 공급자에서 소비자 중심으로의 시장 변화가 공존해 해당 논리로 추정했다. [Appx 4 참고]

동사 방위산업부문 매출추정 (단위 : 백만원)	2022	2023	2024	1Q25	2Q25	3Q25E	4Q25E	2025E	2026E	2027E
방위산업부문 매출	988,944	1,042,971	1,261,484	239,434	351,153	298,094	386,742	1,275,423	1,493,008	1,678,771
(주)풍산 방위산업부문	900,854	989,592	1,179,129	203,566	345,463	271,883	364,647	1,185,559	1,385,368	1,547,338
(주)풍산FNS	27,708	29,387	40,226	20,507	7,878	19,975	15,858	64,218	82,695	106,488
PMC Ammunition, Inc.	293,712	264,978	322,948	57,658	46,833	44,797	44,797	194,085	179,187	179,187
내부거래	(233,330)	(240,986)	(280,819)	(42,297)	(49,021)	(38,560)	(38,560)	(168,439)	(154,242)	(154,242)

## 6.2. 신동사업부문 매출 추정

(주)풍산의 신동사업부문은 (주)풍산 신동사업부문, PMX Industries, Siam Poongsan, 기타 사업부 및 내부거래로 나누어 추정하였다.

### 1) 신동사업부 부문별 ASP, Q 추정

공시자료에서 제시된 (주)풍산 신동사업부문, PMX Industries, Siam Poongsan의 Q를 분기별로 정리한 이후 직전 8분기의 평균을 향후 생산량의 추정치로 적용하였다. [Appx 5 참고]

제품별 ASP는 LME Copper Price에 동행하기에 직전 8개 분기의 제품별 ASP와 분기별 LME Copper Price 평균 사이의 회귀분석을 진행해 제품별로 회귀식을 구했다. LME Copper Price의 연간 가격상승률 6%를 적용한 추정치를 회귀식에 대입, 제품별 ASP를 추정했다. [Appx 6 참고]

### 2) 신동사업부 부문별 매출추정

1)에서 구한 ASP와 Q를 곱해 부문별로 매출을 추정하였다. 다음은 (주)풍산 신동사업부문의 매출 추정이며, PMX Industries, Siam Poongsan 매출 추정은 Appendix에 기재했다. [Appx 7,8 참고]

(주)풍산 신동사업부문 매출추정 (단위 : 백만원)	2022	2023	2024	1Q25	2Q25	3Q25E	4Q25E	2025E	2026E	2027E
신동사업부문 매출	2,356,310	2,110,963	2,323,468	622,838	668,538	622,207	632,090	2,545,673	2,630,125	2,800,250
% of Copper Sales		68.7%	70.8%					70.1%	71.0%	72.0%
판/대	1,878,925	1,685,827	1,854,370	495,810	534,975	498,875	506,823	2,036,484	2,109,131	2,245,941
% of Copper Sales	55.6%	54.9%	56.5%	54.2%	56.9%	56.6%	56.6%	56.1%	56.9%	57.7%
수출	1,027,281	828,821	975,892	250,085	270,150	256,809	260,750	1,037,794	1,083,578	1,151,415
내수	851,644	857,006	878,478	245,725	264,825	242,066	246,073	998,690	1,025,553	1,094,527
봉/선	212,842	157,682	183,036	50,069	49,464	47,764	48,680	195,977	204,154	219,924
% of Copper Sales	6.3%	5.1%	5.6%	5.5%	5.3%	5.4%	5.4%	5.4%	5.5%	5.7%
수출	140,372	95,730	109,186	28,432	34,956	28,937	29,498	121,823	123,771	133,430
내수	72,470	61,952	73,850	21,637	14,508	18,827	19,182	74,154	80,383	86,494
소전	162,643	147,745	145,336	38,106	43,262	37,397	37,432	156,196	150,087	150,691
% of Copper Sales	4.8%	4.8%	4.4%	4.2%	4.6%	4.2%	4.2%	4.3%	4.1%	3.9%
수출	160,571	145,258	144,228	38,098	43,262	37,397	37,432	156,188	150,087	150,691
내수	2,072	2,487	1,108	8	-	-	-	8	-	-
주조/기와	88,861	110,041	130,914	36,493	38,525	38,171	39,155	152,344	166,753	183,694
% of Copper Sales	2.6%	3.6%	4.0%	4.0%	4.1%	4.3%	4.4%	4.2%	4.5%	4.7%
수출	42,867	62,276	86,355	20,122	23,615	22,555	22,929	89,221	95,563	101,996
내수	45,994	47,765	44,559	16,371	14,910	15,615	16,226	63,122	71,189	81,698
기타	13,039	9,668	9,812	2,360	2,312	-	-	4,672	-	-
% of Copper Sales	0.4%	0.3%	0.3%	0.3%	0.2%	0.0%	0.0%	0.1%	0.0%	0.0%
수출	36	36	107	-	2	-	-	2	-	-
내수	13,003	9,632	9,705	2,360	2,310	-	-	4,670	-	-

### 3) 기타 사업부 및 내부거래액 추정

기타 사업부 및 내부거래액은 별도로 추정하기에 어려움이 있어, 기타 사업부들이 판매 법인 등 임을 고려해, 두 값을 더해 구한 값을 Average로 Flat처리하였다. [Appx 9 참고]

동사 신동사업부문 매출추정 (단위 : 백만원)	2022	2023	2024	1Q25	2Q25	3Q25E	4Q25E	2025E	2026E	2027E
신동사업부문 매출	3,376,815	3,073,440	3,283,976	914,258	940,575	881,774	895,212	3,633,147	3,703,738	3,890,467
(주)풍산 신동사업부문	2,356,310	2,110,963	2,323,468	622,838	668,538	622,207	632,090	2,545,673	2,630,125	2,800,250
PMX Industries	768,523	700,193	710,602	212,279	210,846	188,434	190,793	802,352	771,994	768,031
Siam Poongsan	287,482	292,136	317,593	88,562	79,912	82,647	83,842	336,290	347,670	368,238
기타 사업부 및 내부거래	(35,500)	(29,852)	(67,687)	(9,421)	(18,721)	(11,513)	(11,513)	(51,168)	(46,052)	(46,052)

## 7. Valuation

### 7.1.1. 매출원가 및 판매비와 관리비 추정

매출원가 및 판매비와관리비								
(단위: 백만 원)	2021	2022	2023	2024	1H25	2025E	2026E	2027E
매출액	3,509,498	4,372,983	4,125,264	4,554,411	2,449,908	4,917,528	5,205,686	5,578,178
YoY(%)	35.31%	24.60%	-5.66%	10.40%	11.50%	7.97%	5.86%	7.16%
매출원가	3,009,895	3,911,020	3,684,408	3,938,497	2,166,057	4,338,493	4,479,404	4,767,932
% of sales	85.8%	89.4%	89.3%	86.5%	88.4%	88.2%	86.0%	85.5%
GPM(%)	14.2%	10.6%	10.7%	13.5%	11.6%	11.8%	14.0%	14.5%
원재료비 등	2,273,309	3,132,913	2,880,997	3,034,761	1,702,013	3,349,082	3,433,590	3,646,261
% of sales	64.8%	71.6%	69.8%	66.6%	69.5%	68.1%	66.0%	65.4%
인건비	288,296	300,372	310,792	343,700	194,702	367,402	390,526	411,179
% of sales	8.2%	6.9%	7.5%	7.5%	7.9%	7.5%	7.5%	7.4%
감가상각비 등	94,972	91,812	86,884	85,422	41,780	101,281	116,155	134,978
% of sales	2.7%	2.1%	2.1%	1.9%	1.7%	2.1%	2.2%	2.4%
물류비용	26,520	36,405	24,241	29,790	13,511	29,239	30,701	30,701
% of sales	0.8%	0.8%	0.6%	0.7%	0.6%	0.6%	0.6%	0.6%
기타 매출원가	326,798	349,518	381,494	444,823	214,050	491,488	508,432	544,813
% of sales	9.3%	8.0%	9.2%	9.8%	8.7%	10.0%	9.8%	9.8%
판매비와관리비	185,478	230,343	212,219	292,146	120,544	269,525	299,332	316,666
% of sales	5.3%	5.3%	5.1%	6.4%	4.9%	5.5%	5.8%	5.7%
OPM(%)	8.95%	5.30%	5.54%	7.11%	6.67%	6.29%	8.20%	8.85%
인건비	60,453	67,817	66,568	99,228	39,678	88,927	94,524	99,523
% of sales	1.7%	1.6%	1.6%	2.2%	1.6%	1.8%	1.8%	1.8%
지급수수료	25,067	31,049	36,819	40,522	21,582	43,753	46,317	49,631
% of sales	0.7%	0.7%	0.9%	0.9%	0.9%	0.9%	0.9%	0.9%
물류비용	24,373	26,099	20,570	20,758	10,084	20,664	21,284	21,284
% of sales	0.7%	0.6%	0.5%	0.5%	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%
경상개발비	10,963	13,223	11,281	12,737	4,984	13,753	14,558	15,600
% of sales	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%	0.2%	0.3%	0.3%	0.3%
세금과공과	4,401	4,880	4,605	4,306	1,349	4,649	4,922	5,274
% of sales	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%
수출제비용	32,249	51,664	33,161	57,530	20,865	47,452	60,982	64,031
% of sales	0.9%	1.2%	0.8%	1.3%	0.9%	1.0%	1.2%	1.1%
감가상각비 등	2,690	2,921	3,818	4,204	2,166	4,984	5,717	6,643
% of sales	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%
기타 판관비	25,282	32,690	35,397	52,861	19,836	45,344	51,029	54,681
% of sales	0.7%	0.7%	0.9%	1.2%	0.8%	0.9%	1.0%	1.0%

동사의 경우 별도회사와 자회사들에 걸쳐 사업환경과 성장성, 이익률이 모두 상이한 두 사업부문을 영위한다. 따라서, 최종적인 목표주가 산출을 위해 자회사를 통한 내부 거래 등이 조정된 값으로 구성된 연결손익계산서를 신동 사업부문과 방산 사업부문으로 나누어 추정하고자 하였다. 따라서 영업이익을 산출하기까지의 비용 계정들을, 연결회사 전체로 추정한 뒤 각 비용의 성격을 고려하여 신동 부문과 방산 부문에 안분하는 방식으로 영업이익을 각기 산출하였다. 안분된 결과가 반영된 사업부문별 매출원가 및 판매비와관리비 추정내역은 Appendix에 첨부하였다.

연결기업의 매출원가와 판매비와 관리비의 경우, 금액적 중요성과, 방위 산업의 강력한 영업레버리지 가능성을 종합적으로 고려하여 ①원재료비 등, ②인건비, ③감가상각비 등을 중심으로 추정하였다. 연결기업을 전체로 추정된 비용은, 각 비용의 추정 과정에서 사업부문마다 차별적으로 비중을 부여할 수 있는 금액은 엄밀히 안분하였으며, 비용적 중요성이 작거나 합리적인 안분 proxy가 없는 경우 사업부문별 매출액 비중을 고려하여 안분하였다.

원재료비 등 추정								
(단위: 백만 원)	2021	2022	2023	2024	1H25	2025E	2026E	2027E
원재료비 등 총액	2,273,309	3,132,913	2,880,997	3,034,761	1,702,013	3,349,082	3,433,590	3,646,261
신동 원재료비 등	1,962,575	2,670,916	2,433,441	2,564,373	1,497,771	2,863,229	2,870,353	3,042,574
생산실적 (톤)	291,487	284,430	262,091	265,518	137,258	269,511	264,507	264,507
방산 원재료비 등	310,734	461,997	447,556	470,388	204,242	485,854	563,237	603,687
생산실적 (톤)	29,239	28,252	27,615	33,668	13,922	33,119	35,879	36,279

①원재료비 등의 경우, 각각 신동 부문과 방산 부문의 추정 생산 실적(Q)에 톤당 원자재 비용의 평균 단가를 비례하여 추정하는 방식을 활용하였다. (Q) 추정의 경우 동사 방위 사업 부문의 생산실적은 국가 기밀로 간주되어 구체적으로 공시되지 않지만, 추정한 대구경탄 CAPA(24년 기준 120mm 10만, 155mm 12만)에 각 대구경탄의 규격별 평균 무게를 추정하여 곱한 값을 소구경탄 생산 실적에 더하여 방산 사업부문의 생산실적을 추정하였다. 추가적으로 톤당 원자재 비용 단가는 구리 가격의 지속 상승으로 연간 6% 수준으로 상승한다고 가정하였다.

인건비 추정								
(단위: 백만 원)	2021	2022	2023	2024	1H25	2025E	2026E	2027E
인건비 총액	348,749	368,189	377,360	442,928		456,329	485,050	510,702
직원 급여	277,424	283,506	313,886	337,280		350,047	378,079	403,010
신동 부문	96,240	99,357	107,779	112,306		115,961	123,678	129,862
직원 수 (명)	1,218	1,180	1,174	1,229		1,269	1,289	1,289
평균 급여액	79	84	92	91		91	96	101
방산 부문	181,184	184,149	206,107	224,974		234,086	254,401	273,148
직원 수 (명)	2,160	2,232	2,295	2,469		2,569	2,659	2,719
평균 급여액	84	83	90	91		91	96	100
임원 급여	15,286	13,995	20,386	18,243		18,877	19,566	20,286
등기 임원	6,285	6,394	7,089	8,062		8,517	8,999	9,508
미등기 임원	9,001	7,601	13,297	10,181		10,360	10,567	10,778
기타 인건비	56,040	51,248	43,088	87,405		87,405	87,405	87,405
매출원가 배분액	288,296	300,372	310,792	343,700		367,402	390,526	411,179
비중(%)	82.67%	81.58%	82.36%	77.60%		80.51%	80.51%	80.51%
판매비와 관리비 배분액	60,453	67,817	66,568	99,228		88,927	94,524	99,523
비중(%)	17.33%	18.42%	17.64%	22.40%		19.49%	19.49%	19.49%

②인건비의 경우, 신동 부문과 방산 부문의 직원 급여가 별도로 공시되어 있어 이를 바탕으로 추정하였다. 이때, 방산 부문의 경우 3Q25부터 가동되는 155mm 신공장, 증설 중인 120mm 신공장 등을 고려하여 추가적인 직원 채용이 이루어질 것으로 추정하였다. 이때, 임원 급여와, 복리후생비 등을 포함한 기타 인건비의 경우 추정 뒤 매출액 비중으로 각각 안분하였다. 직원의 임금 상승률은 연 3%를 가정하였으며, 임원의 경우 최근 4개년 CAGR값을 proxy로 사용하였다.

감가상각비 및 무형자산상각비 안분								
(단위: 백만 원)	2021	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E	
감가상각비 및 상각비	97,662	94,733	90,702	89,626	106,266	121,872	141,621	
유형자산 등의 상각비	93,493	91,126	88,538	87,388	103,221	118,827	138,577	
기타 상각비	4,169	3,607	2,164	2,238	3,045	3,045	3,045	
매출원가 배분액	94,972	91,812	86,884	85,422	101,281	116,155	134,978	
비중(%)	97.25%	96.92%	95.79%	95.31%	95.31%	95.31%	95.31%	
판매비와 관리비 배분액	2,690	2,921	3,818	4,204	4,984	5,717	6,643	
비중(%)	2.75%	3.08%	4.21%	4.69%	4.69%	4.69%	4.69%	

③감가상각비 등의 경우 설비투자가 많은 동사의 특징을 고려하여 유형자산 감가상각비 위주로 엄밀하게 추정하였다. 무형자산상각비와 사용권자산의 상각의 경우, 비용적 중요성이 높지 않아 avg flat으로 처리하였다. 유형자산 등의 상각비의 경우, 기취득 유형자산에는 내용연수를 고려하여 감가상각비를 추정, 설비 투자로 인한 유형자산(건물, 구축물, 기계장치 등)에 대해서는 설비 투자 타임라인을 반영하였다. 상세한 감가상각비 및 무형자산상각비 추정내역은 Appendix에 첨부하였다.

## 7.1.2. 연결손익계산서 추정

영업외손익 추정								
(단위: 백만 원)	2021	2022	2023	2024	1H25	2025E	2026E	2027E
기타손익	9,658	19,980	7,850	23,044	(10,685)	13,228	3,026	3,026
금융자산 관련 평가손익	612	(155)	32	187	116	-	-	-
외화 관련 손익	16,244	10,794	5,772	32,389	(17,851)	-	-	-
유/무형자산 관련 손익	(992)	(6,400)	511	177	(538)	(538)	-	-
파생금융상품 관련 손익	(21,051)	5,540	(9,969)	(22,726)	1,374	1,374	(9,366)	(9,366)
잡손익	14,845	10,202	11,504	13,018	6,214	12,392	12,392	12,392
금융손익	(16,939)	(31,843)	(35,368)	(28,389)	(17,271)	(31,866)	(27,753)	(25,935)
이자손익	(18,591)	(31,160)	(34,029)	(27,429)	(14,705)	(30,872)	(26,759)	(24,941)
외환손익	1,590	(1,422)	(1,379)	(1,488)	(2,442)	(1,430)	(1,430)	(1,430)
외화환산손익	62	739	40	528	(124)	436	436	436

영업외손익 경우, 수출 규모 및 파생상품 운용 규모가 큰 동사에게 있어 변동성이 매우 크다. 따라서 3년 이상 일정한 수준을 유지했던 손익계정들의 경우 avg값을 활용, 이외 합리적 추정이 불가능한 금액들은 zero flat 처리하여 영업외손익을 추정하였다. 추정된 영업외손익을 반영한 최종 연결 손익계산서 추정 Table은 하단에 첨부하였다. 법인세 추정 내역은 Appendix에 첨부하였다.

추정 연결손익계산서								
(단위: 백만 원)	2021	2022	2023	2024	1H25	2025E	2026E	2027E
매출액	3,509,498	4,372,983	4,125,264	4,554,411	2,449,908	4,917,528	5,205,686	5,578,178
YoY(%)	35.31%	24.60%	-5.66%	10.40%	11.50%	7.97%	5.86%	7.16%
매출원가	3,009,895	3,911,020	3,684,408	3,938,497	2,166,057	4,338,493	4,479,404	4,767,932
매출총이익	499,603	461,962	440,856	615,915	283,851	579,035	726,281	810,246
GPM(%)	14.24%	10.56%	10.69%	13.52%	11.59%	11.77%	13.95%	14.53%
판매비와관리비	185,478	230,343	212,219	292,146	163,308	269,525	299,332	316,666
영업이익	314,125	231,620	228,636	323,769	120,544	309,510	426,949	493,580
OPM(%)	8.95%	5.30%	5.54%	7.11%	4.92%	6.29%	8.20%	8.85%
기타손익	9,658	19,980	7,850	23,044	(10,803)	13,228	3,026	3,026
금융손익	(16,939)	(31,843)	(35,368)	(28,389)	(17,271)	(31,866)	(27,753)	(25,935)
법인세비용차감전순이익	306,844	219,758	201,118	318,424	135,234	290,872	402,222	470,670
법인세비용	63,457	44,496	44,646	82,260	29,476	69,270	103,908	121,591
당기순이익	243,387	175,262	156,472	236,164	105,759	221,601	298,314	349,080
NPM(%)	6.94%	4.01%	3.79%	5.19%	4.32%	4.51%	5.73%	6.26%

## 7.2. Valuation - SOTP - Historical PER Method

## 7.2.1. Why SOTP Method?

본 보고서는 Valuation Method로 동사의 두 사업부인 신동 부문과 방산 부문에 별도로 Historical PER Method를 사용한다. 동사의 사업부인 신동과 방산의 경우, 각각 이익률이 큰 폭으로 상이하며, 성장성이 제한적이라 평가받는 신동 부문과 달리 방산 부문의 경우 중장기적으로는 비교적 큰 성장성을 인정받을 수 있기 때문이다. 따라서, 각 사업부문에 상이한 Multiple을 부여하여 산출한 주주가치를 합산하는 방식을 통해, 동사의 기업가치를 평가하고자 한다.

## 7.2.2. Why SOTP Method + Historical PER Method?

이때, 통상적으로 SOTP Method의 경우 EV/EBITDA로 핵심 사업부문 혹은 종속회사의 사업가치를 산출하고, 이를 바탕으로 핵심 사업부문의 영업가치와 비핵심사업부의 장부가치나 투자부동산 등의 가치를 합산하는 식으로 기업가치를 산정하나, 동사의 경우 지방에 공장을 두고 있어 투자부동산 등의 가치가 상대적으로 크지 않으며, 사업부문 또한 연결 전사적으로 신동과 방산이라는 두 핵심 영역으로 모두 포괄되기에 사업가치를 별도로 구해 주주가치를 산정하는 EV/EBITDA 방식보다는, 오히려 시장 참여자들이 동사에 요구하는 이익 성장성에 대한 기대감을 반영할 수 있는 PER Valuation이 적절하다고 판단하였다.

뿐만 아니라, 국내의 사실상 유일하게 대규모로 영위되는 신동 사업부문과, 신동 사업부문을 바탕으로 소구경/대구경탄을 생산하는 사실상 국내 유일한 동사의 Valuation을 PEER로 주는 것 또한 적절치 않을 수 있다. 아직 동사는 국내 방산업체들의 밸류에이션을 PEER로 온전히 반영하기엔 그만큼의 이익 성장을 숫자로 보여주지 못한 상태이며, 경쟁 환경 또한 차별점이 존재하기 때문이다. 다만, 24년 상반기를 기점으로 시장 또한 동사의 방산 사업에 대한 가치를 주가에 반영하기 시작했으므로, 해당 시기를 기점으로 전후 구간의 Valuation을 동사의 각 사업부에 부여할 수 있다고 판단하였다.

### 7.2.3. 부문별 Target Multiple 선정

신동사업부의 Target Multiple로는 1Q21~2Q21의 12M fwd Multiple 값인 6.5를 제시한다. 당시는 러우 발발 이전으로, 동사의 주가는 오로지 구리 가격으로만 움직이던 시기이다. 동시에 구리 가격이 팬데믹 이후 글로벌 경기 회복 국면에서 구리 수요가 강세로 몰리던 시기로서, 관세로 인한 구리가격 폭락에 이은 급락이 해소되고, 중장기적으로 데이터센터 증설 흐름 및 공급의 부족으로 구리 가격이 강세를 떨 것으로 판단되는 현재 국면에 부여하기 부담스럽지 않은 Multiple이라 판단하였다.

동시에 방산사업부의 Target Multiple로는 올해 5월~9월의 평균 12M fwd Multiple 값인 12.35배를 제시한다. 해당 기간은 동사의 2분기 실적과 2026년부터 반영될 것이라고 생각되는 수출 믹스 등으로 인한 가이드스 개선에 대한 기대감이 최고조였던 시점이 포함된 최근의 기간으로, 해당 기간의 fwd Multiple을 현재의 방산 부문에 부여한다는 것은 3분기 실적 발표 이후 어느정도 시장의 기대감이 하향 조정된 상태이기에 공격적인 가정이다. 허나, 공격적인 밸류에이션을 부여했을 때의 Upside가 제한적으로만 존재함을 논증하기에는 적절한 방법이기에, 방산 부문에 대한 시장의 기대감이 위축되기 이전의 밸류에이션을 부여하였다.

상기 논의를 모두 종합하여, 2026E 부문별 EPS 1,907원과 8,773원에 Target PER 6.5x와 12.35x를 곱해 합산한 목표주가 120,700원, 상승여력 9.7%, 투자 의견 “Hold”를 제시한다.

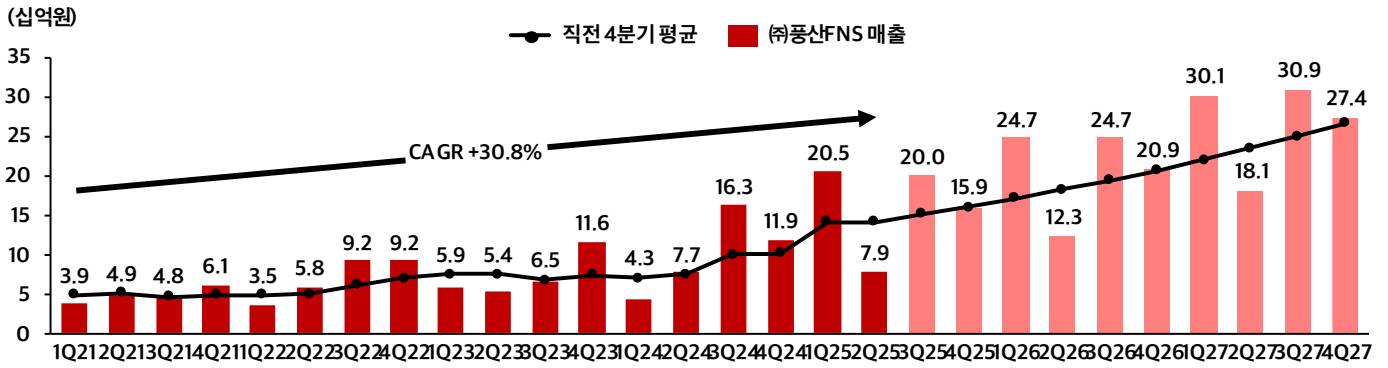
Historical PER Method (2026E)		
구분	신동 사업	방산 사업
2026E 부문별 매출액 (백만 원)	3,703,738	1,493,008
2026E 부문별 당기순이익 (백만 원)	52,080	239,635
유통주식총수 (주)	27,314,278	27,314,278
2026E 부문별 EPS (원)	1,907	8,773
Target PER Multiple	6.5x	12.35x
부문별 목표주가 (원)	12,394	108,300
합계 목표주가 (원)	120,700	
현재주가 (원)	110,000	
상승여력	9.73%	

# Appendix

Appx 1. BS / CF

연결 재무상태표						연결 현금흐름표					
(단위: 백만 원)						(단위: 백만 원)					
자산	2021	2022	2023	2024	1H25	영업활동순현금흐름	2021	2022	2023	2024	1H25
유동자산	3,148,260	3,395,297	3,660,629	4,096,583	4,159,020	(19,476)	136,558	696,184	(164,562)	(130,696)	
현금및현금성자산	1,859,455	2,013,246	2,239,437	2,561,697	2,647,000	당기순이익(손실)	243,387	175,262	156,440	148,154	105,759
단기금융상품	126,248	154,823	407,883	345,192	285,910	현금의 유·출입이 없는 손익 등의	231,176	216,827	205,255	139,755	112,115
유동 담기순익인식금융자산	5,300	13,630	6,310	10,000	10,000	이자비용	18,807	32,465	39,193	18,661	18,814
유동매출채권	-	7,125	15,293	5,007	-	퇴직급여	28,111	28,975	20,970	11,850	23,569
미수금	499,260	578,026	517,023	602,405	687,463	대손상각비 관련 조정	1,068	519	(51)	-	-
미수수익	23	147	678	714	380	법인세비용	-	-	-	53,821	29,476
유동성보증금	30	36	34	36	38	감가상각비	92,710	90,232	87,554	43,171	42,396
선급금	13,551	19,450	14,094	43,367	44,714	사용권자산감가상각비	2,417	2,550	2,602	1,377	1,372
선급비용	5,270	4,590	5,309	15,408	18,986	무형자산상각비	2,535	1,950	545	291	207
당기법인세자산	-	327	305	6,658	6,571	외화환산손실	11,431	33,517	17,029	5,137	19,789
파생상품자산	2,165	8,522	3,239	6,050	3,509	당기순익-금융자산 평가손실	29	403	129	0	8
온실가스배출권	255	239	-	-	-	유·무형자산처분손실 등	1,412	5	26	3	4,397
재고자산	1,183,455	1,204,278	1,227,253	1,458,732	1,545,713	무형자산상상차손 조정	-	6,675	-	-	-
매각예정자산	-	-	-	-	8,055	재고자산상감손실 조정	224	3,984	1,471	(3,640)	(10,410)
비유동자산	1,288,805	1,382,051	1,421,191	1,534,885	1,512,020	파생상품관련손실	38,255	40,732	37,741	32,747	14,042
장기금융상품	16,330	17,227	21,787	31,808	4,926	온실가스배출권	-	16	239	-	-
공정가치 측정 금융자산	3,488	3,534	2,921	3,951	2,146	법인세비용	63,457	44,496	44,646	-	-
비유동 담기순익인식금융자산	8,982	15,555	8,171	8,945	9,015	이자수익	(216)	(1,305)	(5,165)	(4,804)	(4,109)
공통기업투자지주	-	-	3,204	3,227	3,446	배당수익에 대한 조정	(118)	(81)	(124)	(124)	(24)
기타자산	10	10	9	9	9	외화환산이익	(10,312)	(21,277)	(12,872)	(9,251)	(7,793)
투자부동산	105,118	103,500	101,883	100,266	99,457	공정가치 측정 금융자산 평가이익	(638)	(247)	(149)	(78)	(106)
유형자산	1,099,322	1,137,930	1,183,361	1,308,904	1,317,019	금융자산처분이익	(2)	-	(13)	-	(19)
무형자산	14,832	11,459	12,430	12,596	17,960	지분이익	-	-	(40)	(249)	(248)
순확정급여자산	659	36,392	30,719	-	-	유형자산처분이익	(419)	(280)	(629)	(175)	(3,830)
비유동매출채권	873	834	1,234	-	-	파생상품거래이익	(15,031)	(37,786)	(24,533)	(5,597)	(12,041)
장기보증금	3,225	4,417	2,995	3,075	2,975	파생상품평가이익	(2,173)	(8,486)	(3,240)	(3,385)	(3,374)
장기대여금	300	300	150	310	310	온실가스인수이익	(369)	(228)	(175)	-	-
이연법인세자산	16,937	30,334	32,148	40,379	30,932	영업활동 관련 자산 부채의 변동	(429,515)	(110,048)	454,421	(383,207)	(203,990)
장기성선급금	18,190	20,448	19,793	18,901	18,901	매출채권의 감소(증가)	(98,402)	(96,449)	25,913	(127,755)	(120,755)
장기성선급비용	460	32	303	2,418	4,833	미수금 등의 감소(증가)	(8,203)	2,748	7,298	(22,860)	31,939
기타비유동자산	78	81	83	95	91	예수금의 감소(증가)	(2,705)	(5,256)	14,133	10,004	(3,414)
부채	1,462,625	1,553,057	1,694,674	1,897,281	1,954,168	선급비용의 감소(증가)	(176)	1,265	(986)	(10,494)	(6,323)
유동부채	1,108,833	1,117,974	1,352,196	1,358,506	1,314,248	재고자산의 감소(증가)	(384,304)	(10,884)	(28,746)	(156,737)	(106,282)
매입채무	127,210	98,879	182,755	185,318	160,011	보증금의 감소(증가)	370	(1,712)	1,476	8	40
단기차입금	517,943	539,461	327,936	392,831	471,984	매입채무의 증가(감소)	17,816	(27,065)	84,780	(66,985)	(1,788)
미지급비용	71,470	83,643	85,551	84,415	57,585	미지급금의 증가(감소)	1,730	3,179	5,552	(9,675)	(10,465)
미지급비용	52,421	54,560	60,587	63,138	58,686	계약부채의 증가(감소)	67,883	43,109	358,951	17,522	55,619
계약부채	110,999	154,608	513,668	349,165	401,283	예수금의 증가(감소)	6,173	1,267	1,258	(8,254)	(11,062)
예수금	11,814	12,720	13,513	19,647	8,035	미지급비용의 증가(감소)	9,447	(110)	6,407	(7,601)	(3,164)
당기법인세부채	51,551	36,940	20,315	58,698	38,625	온실가스인수이익의 증가(감소)	197	67	159	68	34
미지급 배당금	6	6	6	7	12	장단기 수입보증금의 증가(감소)	22	2,610	(158)	(559)	(123)
유동성장기부채	159,216	129,628	141,256	194,322	110,869	회피금의 지급	(20,753)	(13,495)	(22,714)	(6,494)	(5,037)
유동 파생상품 금융부채	2,646	4,119	3,128	8,010	3,524	사회적책임자산의 감소(증가)	(19,138)	(8,455)	(4,146)	3,551	1,972
유동성수입보증금	1,936	1,797	1,739	1,233	1,236	기타비유동부채의 증가(감소)	530	(867)	5,242	3,055	(25,182)
유동성리스부채	1,425	1,576	1,720	1,723	2,364	법인세 납부	(29,698)	(89,009)	(58,541)	(23,468)	(58,795)
온실가스인수이익	197	36	20	-	34	이자 지급	(18,357)	(29,679)	(38,921)	(17,893)	(19,239)
비유동부채	353,792	435,083	342,478	538,774	639,920	이자 수취	219	1,182	4,634	4,748	4,444
사채	183,544	249,393	149,746	149,618	279,221	배당금지금(영업)	(16,807)	(28,058)	(27,314)	(32,775)	(71,013)
장기차입금	74,857	79,279	77,649	90,406	84,726	배당금수취(영업)	118	81	208	124	24
비유동계약부채	-	-	-	161,419	162,680	투자활동순현금흐름	(114,194)	(141,482)	(136,767)	(112,389)	(59,091)
순확정급여부채	-	21,532	2,413	8,665	26,685	단기금융상품의 감소	7,083	5,000	18,655	7,008	10,000
기타 비유동 부채	8,538	7,643	34,573	51,283	24,851	장기금융상품의 감소	-	-	227	-	27,262
이연법인세부채	71,729	59,644	60,970	59,935	44,600	공정가치 측정 금융자산의 처분	840	16	10,005	9,071	12,386
장기성수입보증금	10,079	12,828	12,728	12,658	12,533	유형/무형자산의 처분	542	288	1,048	264	5,196
리스부채	5,045	4,763	4,399	4,789	4,624	단기금융상품의 증가	(5,803)	(13,330)	(10,655)	(10,669)	(10,000)
장기금융상품의 증가	(2,516)	(3,065)	(2,388)	(4,061)	(1,547)	파생상품의 변동	(22,805)	714	(5,496)	(23,662)	(560)
공정가치 측정 금융자산의 증가	(7)	(6)	(0)	(1,342)	-	장기금융상품의 증가	(2,516)	(3,065)	(2,388)	(4,061)	(1,547)
공정가치 측정 금융자산의 감소	(304)	(13,863)	(10,484)	(3,116)	(5,533)	공정가치 측정 금융자산의 증가	(90,991)	(116,967)	(136,060)	(85,880)	(90,792)
유형자산의 취득	(232)	(269)	(1,618)	(1)	(5,503)	유형자산의 취득	(232)	(269)	(1,618)	(1)	(5,503)
무형자산의 취득	-	-	-	-	-	무형자산의 취득	-	-	-	-	-
무형자산의 처분	-	-	-	-	-	무형자산의 처분	-	-	-	-	-
유형자산의 처분	-	-	-	-	-	유형자산의 처분	-	-	-	-	-
무형자산의 처분	-	-	-	-	-	무형자산의 처분	-	-	-	-	-
유형자산의 처분	-	-	-	-	-	유형자산의 처분	-	-	-	-	-
무형자산의 처분	-	-	-	-	-	무형자산의 처분	-	-	-	-	-
유형자산의 처분	-	-	-	-	-	유형자산의 처분	-	-	-	-	-
무형자산의 처분	-	-	-	-	-	무형자산의 처분	-	-	-	-	-
유형자산의 처분	-	-	-	-	-	유형자산의 처분	-	-	-	-	-
무형자산의 처분	-	-	-	-	-	무형자산의 처분	-	-	-	-	-
유형자산의 처분	-	-	-	-	-	유형자산의 처분	-	-	-	-	-
무형자산의 처분	-	-	-	-	-	무형자산의 처분	-	-	-	-	-
유형자산의 처분	-	-	-	-	-	유형자산의 처분	-	-	-	-	-
무형자산의 처분	-	-	-	-	-	무형자산의 처분	-	-	-	-	-
유형자산의 처분	-	-	-	-	-	유형자산의 처분	-	-	-	-	-
무형자산의 처분	-	-	-	-	-	무형자산의 처분	-	-	-	-	-
유형자산의 처분	-	-	-	-	-	유형자산의 처분	-	-	-	-	-
무형자산의 처분	-	-	-	-	-	무형자산의 처분	-	-	-	-	-
유형자산의 처분	-	-	-	-	-	유형자산의 처분	-	-	-	-	-
무형자산의 처분	-	-	-	-	-	무형자산의 처분	-	-	-	-	-
유형자산의 처분	-	-	-	-	-	유형자산의 처분	-	-	-	-	-
무형자산의 처분	-	-	-	-	-	무형자산의 처분	-	-	-	-	-
유형자산의 처분	-	-	-	-	-	유형자산의 처분	-	-	-	-	-
무형자산의 처분	-	-	-	-	-	무형자산의 처분	-	-	-	-	-
유형자산의 처분	-	-	-	-	-	유형자산의 처분	-	-	-	-	-
무형자산의 처분	-	-	-	-	-	무형자산의 처분	-	-	-	-	-
유형자산의 처분	-	-	-	-	-	유형자산의 처분	-	-	-	-	-
무형자산의 처분	-	-	-	-	-	무형자산의 처분	-	-	-	-	-
유형자산의 처분	-	-	-	-	-	유형자산의 처분	-	-	-	-	-
무형자산의 처분	-	-	-	-	-	무형자산의 처분	-	-	-	-	-
유형자산의 처분	-	-	-	-	-	유형자산의 처분	-	-	-	-	-
무형자산의 처분	-	-	-	-	-	무형자산의 처분	-	-	-	-	-
유형자산의 처분	-	-	-	-	-	유형자산의 처분	-	-	-	-	-
무형자산의 처분	-	-	-	-	-	무형자산의 처분	-	-	-	-	-
유형자산의 처분	-	-	-	-	-	유형자산의 처분	-	-	-	-	-
무형자산의 처분	-	-	-	-	-	무형자산의 처분	-	-	-	-	-
유형자산의 처분	-	-	-	-	-	유형자산의 처분	-	-	-	-	-

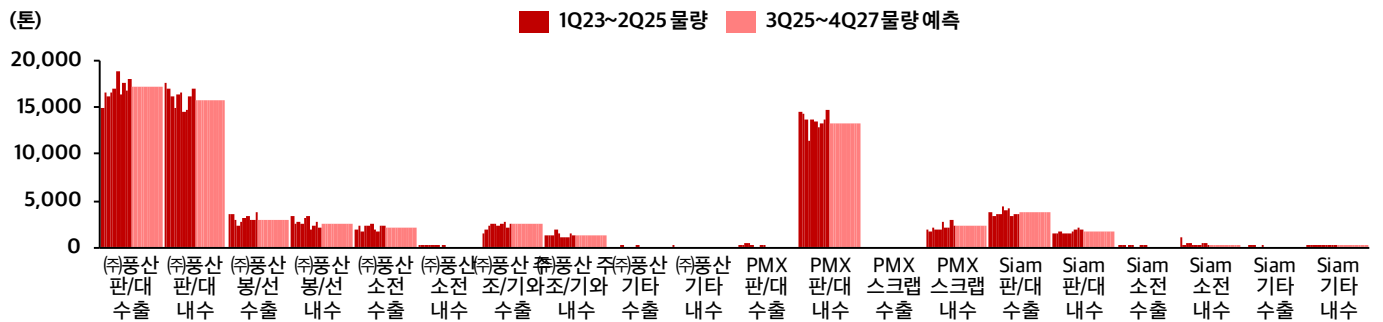
Appx 3. (주)풍산FNS 매출 추이



Appx 4. PMC Ammunition 매출 추정

PMC Ammunition 매출 추정	1H22	2H22	1H23	2H23	1H24	2H24	1H25	2H25	1H26	2H26	1H27	2H27
(단위: 백만원)												
PMC Ammunition 매출	147,627	146,085	137,876	127,102	181,747	141,201	104,491	89,594	89,594	89,594	89,594	89,594
미국 소구경탄 시장 규모	671,032	664,023	551,504	508,408	726,988	564,804	454,309	407,243	407,243	407,243	407,243	407,243
점유율(%)	22.0%	22.0%	25.0%	25.0%	25.0%	25.0%	23.0%	22.0%	22.0%	22.0%	22.0%	22.0%
내부거래액	(133,548)	(99,782)	(120,589)	(120,397)	(154,573)	(126,246)	(91,318)	(77,121)	(77,121)	(77,121)	(77,121)	(77,121)

Appx 5. 신동사업부문 Q 추정



Appx 6. 신동사업부문 ASP 추정

신동사업부문 물량 ASP 추정	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25E	4Q25E	1Q26E	2Q26E	3Q26E	4Q26E	1Q27E	2Q27E	3Q27E	4Q27E
(주)풍산 판/대 수출	13.2	13.2	12.8	12.5	12.7	14.3	14.2	14.5	14.9	15.0	14.9	15.2	15.4	15.6	15.9	16.1	16.4	16.6	16.9	17.1
(주)풍산 판/대 내수	13.2	13.4	12.8	12.8	12.8	14.5	14.7	14.7	15.3	15.7	15.3	15.6	15.9	16.1	16.4	16.7	16.9	17.2	17.5	17.8
(주)풍산 봉/선 수출	7.9	8.0	7.7	7.5	8.0	9.0	9.3	9.5	9.7	9.5	9.7	9.8	10.0	10.2	10.4	10.6	10.8	11.0	11.2	11.4
(주)풍산 봉/선 내수	5.7	5.5	5.8	5.5	6.9	7.6	5.6	6.5	8.1	6.7	7.2	7.4	7.5	7.7	7.8	7.9	8.1	8.2	8.4	8.5
(주)풍산 소전 수출	7.7	7.8	7.6	7.5	7.9	8.6	8.6	9.1	9.3	9.3	9.2	9.4	9.5	9.7	9.9	10.0	10.2	10.3	10.5	10.7
(주)풍산 주조/기와 수출	9.6	9.6	9.2	5.5	6.1	10.3	10.4	10.6	11.0	11.0	11.3	11.8	12.2	12.7	13.2	13.6	14.1	14.6	15.1	15.6
PMX 판/대 내수	11.9	11.8	11.6	10.8	10.5	11.6	12.0	12.2	13.3	12.2	12.4	12.6	12.7	12.8	13.0	13.1	13.3	13.4	13.6	13.7
PMX 스크랩 내수	7.2	7.9	7.9	7.0	7.5	9.4	9.2	11.2	9.7	8.2	9.8	10.1	10.3	10.5	10.7	11.0	11.2	11.5	11.7	12.0
Siam 판/대 수출	11.5	11.7	11.5	11.2	11.4	12.4	12.8	12.9	13.0	13.2	13.1	13.3	13.5	13.6	13.8	14.0	14.2	14.4	14.5	14.7
Siam 판/대 내수	11.8	12.1	11.4	11.5	11.6	12.7	13.6	13.5	14.1	14.3	14.0	14.2	14.4	14.7	14.9	15.2	15.5	15.7	16.0	16.3
Siam 소전 내수	18.1	18.7	18.2	18.6	19.1	19.1	19.4	20.5	22.6	23.2	21.4	21.6	21.9	22.2	22.5	22.8	23.1	23.4	23.7	24.0
Siam 기타 내수	12.7	12.9	12.3	12.3	12.0	14.6	17.0	16.8	19.3	14.6	16.9	17.3	17.7	18.2	18.6	19.1	19.5	20.0	20.5	21.0
LME Copper Price	8.9	8.5	8.4	8.2	8.4	9.8	9.2	9.2	9.3	9.5	9.7	9.8	9.9	10.1	10.2	10.4	10.5	10.7	10.9	11.0

Appx 7. PMX Industries 매출추정

PMX Industries 매출추정	2022	2023	2024	1Q25	2Q25	3Q25E	4Q25E	2025E	2026E	2027E
(단위: 백만원)										
PMX Industries 매출	768,523	700,193	710,602	212,279	210,846	188,434	190,793	802,352	771,994	768,031
% of Copper Sales		22.8%	21.6%					22.1%	20.8%	19.7%
판/대	681,032	643,741	628,494	183,632	180,002	166,038	167,887	697,559	683,690	675,354
% of Copper Sales	20.2%	20.9%	19.1%	20.1%	19.1%	18.8%	18.8%	19.2%	18.5%	17.4%
수출	640	21,024	11,895	125	2	-	-	127	2	-
내수	680,392	622,718	616,599	183,508	180,000	166,038	167,887	697,432	683,687	675,354
기타	87,491	56,452	82,108	28,647	30,844	22,396	22,906	104,792	88,304	92,677
% of Copper Sales	2.6%	1.8%	2.5%	3.1%	3.3%	2.5%	2.6%	2.9%	2.4%	2.4%
수출	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
내수	87,491	56,452	82,108	28,647	30,844	22,396	22,906	104,792	88,304	92,677

## Appx 8. Siam Poongsan 매출추정

Siam Poongsan 매출추정										
(단위 : 백만원)										
	2022	2023	2024	1Q25	2Q25	3Q25E	4Q25E	2025E	2026E	2027E
Siam Poongsan 매출	287,482	292,136	317,593	88,562	79,912	82,647	83,842	336,290	347,670	368,238
<b>% of Copper Sales</b>		<b>9.5%</b>	<b>9.7%</b>					<b>9.3%</b>	<b>9.4%</b>	<b>9.5%</b>
판/대	257,332	236,586	281,391	75,556	73,460	73,150	74,201	296,367	307,618	325,700
<i>% of Copper Sales</i>	7.6%	7.7%	8.6%	8.3%	7.8%	8.3%	8.3%	8.2%	8.3%	8.4%
수출	171,905	163,501	196,857	46,659	46,362	49,376	50,018	192,414	206,692	217,756
내수	85,428	73,085	84,535	28,898	27,099	23,774	24,182	103,953	100,927	107,944
소전	24,858	44,783	23,181	10,783	6,141	7,626	7,723	32,272	31,889	33,558
<i>% of Copper Sales</i>	0.7%	1.5%	0.7%	1.2%	0.7%	0.9%	0.9%	0.9%	0.9%	0.9%
수출	2,225	769	382	1,182	823	-	-	2,004	-	-
내수	22,633	44,014	22,799	9,601	5,318	7,626	7,723	30,268	31,889	33,558
기타	5,291	10,767	13,021	2,223	311	1,871	1,918	7,651	8,162	8,979
<i>% of Copper Sales</i>	0.2%	0.4%	0.4%	0.2%	0.0%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%
수출	-	6,063	6,305	1	1	-	-	2	-	-
내수	5,291	4,703	6,716	2,222	310	1,871	1,918	7,649	8,162	8,979

## Appx 9. 기타 사업부 및 내부거래 추정

신동 기타 사업부 매출 및 내부거래 추정										
(단위 : 백만원)										
	2022	2023	2024	1Q25	2Q25	3Q25E	4Q25E	2025E	2026E	2027E
기타 사업부 및 내부거래	(35,500)	(29,852)	(67,687)	(9,421)	(18,721)	(11,513)	(11,513)	(51,168)	(46,052)	(46,052)
<b>YoY(%)</b>		<b>-15.9%</b>	<b>126.7%</b>					<b>-24.4%</b>	<b>-10.0%</b>	<b>0.0%</b>
이외 사업부	752,625	604,644	681,420	178,004	224,885					
내부거래	(788,125)	(634,496)	(749,107)	(187,425)	(243,606)					

## Appx 10. 신동 부문 비용추정 내역

신동 사업부문 매출원가 및 판매비외관리비									
(단위: 백만원)									
	2021	2022	2023	2024	1H25	2025E	2026E	2027E	
매출액	2,705,271	3,376,815	3,073,440	3,283,976	1,854,833	3,633,147	3,703,738	3,890,467	
<b>YoY(%)</b>	<b>47.6%</b>	<b>24.8%</b>	<b>-9.0%</b>	<b>6.9%</b>		<b>10.6%</b>	<b>1.9%</b>	<b>5.0%</b>	
매출원가	2,383,020	3,124,098	2,889,112	3,065,513	1,757,179	3,450,179	3,452,333	3,638,236	
<i>% of sales</i>	88.1%	92.5%	94.0%	93.3%	94.7%	95.0%	93.2%	93.5%	
<b>GPM(%)</b>	<b>11.9%</b>	<b>7.5%</b>	<b>6.0%</b>	<b>6.7%</b>	<b>5.3%</b>	<b>5.0%</b>	<b>6.8%</b>	<b>6.5%</b>	
원재료비	1,962,575	2,670,916	2,433,441	2,564,373	1,497,771	2,863,229	2,870,353	3,042,574	
<i>% of sales</i>	72.5%	79.1%	79.2%	78.1%	80.7%	78.8%	77.5%	78.2%	
인건비	100,011	105,268	106,716	114,444	63,147	121,116	127,509	132,676	
<i>% of sales</i>	3.7%	3.1%	3.5%	3.5%	3.4%	3.3%	3.4%	3.4%	
감가상각비 등	47,422	49,412	46,020	43,801	21,039	51,002	52,270	60,740	
<i>% of sales</i>	1.8%	1.5%	1.5%	1.3%	1.1%	1.4%	1.4%	1.6%	
물류비용	20,492	28,158	18,099	21,522	10,403	21,642	20,877	20,877	
<i>% of sales</i>	0.8%	0.8%	0.6%	0.7%	0.6%	0.6%	0.6%	0.5%	
기타 매출원가	252,519	270,344	284,835	321,373	164,819	393,190	381,324	381,369	
<i>% of sales</i>	9.3%	8.0%	9.3%	9.8%	8.9%	10.8%	10.3%	9.8%	
판매비외관리비	111,355	140,022	124,010	162,196	70,338	152,900	163,592	172,315	
<i>% of sales</i>	4.1%	4.1%	4.0%	4.9%	3.8%	4.2%	4.4%	4.4%	
<b>OPM(%)</b>	<b>7.80%</b>	<b>3.34%</b>	<b>1.96%</b>	<b>1.71%</b>	<b>1.47%</b>	<b>0.83%</b>	<b>2.37%</b>	<b>2.05%</b>	
인건비	20,971	23,767	22,857	33,041	12,869	29,315	30,863	32,113	
<i>% of sales</i>	0.8%	0.7%	0.7%	1.0%	0.7%	0.8%	0.8%	0.8%	
지급수수료	19,369	24,016	27,490	29,276	16,618	32,384	31,495	33,749	
<i>% of sales</i>	0.7%	0.7%	0.9%	0.9%	0.9%	0.9%	0.9%	0.9%	
물류비용	18,833	20,187	15,358	14,997	7,765	15,295	14,473	14,473	
<i>% of sales</i>	0.7%	0.6%	0.5%	0.5%	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%	
경상개발비	3,289	3,967	3,384	3,821	1,495	4,126	4,368	4,680	
<i>% of sales</i>	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	
세금과공과	3,401	3,775	3,438	3,111	1,039	3,441	3,347	3,586	
<i>% of sales</i>	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	
수출제비용	24,613	37,454	23,031	37,604	14,188	32,267	41,468	43,541	
<i>% of sales</i>	0.9%	1.1%	0.7%	1.1%	0.8%	0.9%	1.1%	1.1%	
감가상각비 등	1,343	1,572	2,022	2,156	1,091	2,510	2,879	2,989	
<i>% of sales</i>	0.0%	0.0%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	
기타 판매비	19,536	25,285	26,428	38,191	15,274	33,562	34,700	37,183	
<i>% of sales</i>	0.7%	0.7%	0.9%	1.2%	0.8%	0.9%	0.9%	1.0%	

## Appx 11. 방산 부문 비용추정 내역

방산 사업부문 매출원가 및 판매비와관리비								
(단위: 백만 원)	2021	2022	2023	2024	1H25	2025E	2026E	2027E
매출액	795,761	988,944	1,042,971	1,261,484	590,587	1,275,423	1,493,008	1,678,771
YoY(%)	5.7%	24.3%	5.5%	21.0%		1.1%	17.1%	12.4%
매출원가	626,875	786,922	795,296	872,983	408,877	888,314	1,027,072	1,129,696
% of sales	78.8%	79.6%	76.3%	69.2%	69.2%	69.6%	68.8%	67.3%
GPM(%)	21.2%	20.4%	23.7%	30.8%	30.8%	30.4%	31.2%	32.7%
원재료비	310,734	461,997	447,556	470,388	204,242	485,854	563,237	603,687
% of sales	39.0%	46.7%	42.9%	37.3%	34.6%	38.1%	37.7%	36.0%
인건비	188,285	195,104	204,076	229,256	131,555	246,286	263,017	278,503
% of sales	23.7%	19.7%	19.6%	18.2%	22.3%	19.3%	17.6%	16.6%
감가상각비 및 무형자산상각비	47,550	42,400	40,864	41,621	20,741	50,279	63,885	74,238
% of sales	6.0%	4.3%	3.9%	3.3%	3.5%	3.9%	4.3%	4.4%
물류비용	6,028	8,247	6,142	8,268	3,108	7,597	9,824	9,824
% of sales	0.8%	0.8%	0.6%	0.7%	0.5%	0.6%	0.7%	0.6%
기타 매출원가	74,279	79,174	96,659	123,450	49,232	98,298	127,108	163,444
% of sales	9.3%	8.0%	9.3%	9.8%	8.3%	7.7%	8.5%	9.7%
판매비와관리비	74,123	90,321	88,209	129,950	50,206	116,625	135,741	144,351
% of sales	9.3%	9.1%	8.5%	10.3%	8.5%	9.1%	9.1%	8.6%
OPM(%)	11.91%	11.30%	15.29%	20.50%	22.27%	21.21%	22.12%	24.11%
인건비	39,482	44,050	43,711	66,187	26,809	59,612	63,661	67,409
% of sales	5.0%	4.5%	4.2%	5.2%	4.5%	4.7%	4.3%	4.0%
지급수수료	5,698	7,033	9,329	11,246	4,964	11,369	14,821	15,882
% of sales	0.7%	0.7%	0.9%	0.9%	0.8%	0.9%	1.0%	0.9%
물류비용	5,540	5,912	5,212	5,761	2,319	5,369	6,811	6,811
% of sales	0.7%	0.6%	0.5%	0.5%	0.4%	0.4%	0.5%	0.4%
경상개발비	7,674	9,256	7,897	8,916	3,489	9,627	10,191	10,920
% of sales	1.0%	0.9%	0.8%	0.7%	0.6%	0.8%	0.7%	0.7%
세금과공과	1,000	1,105	1,167	1,195	310	1,208	1,575	1,688
% of sales	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%
수출세비용	7,636	14,210	10,130	19,926	6,677	15,185	19,514	20,490
% of sales	1.0%	1.4%	1.0%	1.6%	1.1%	1.2%	1.3%	1.2%
감가상각비 및 무형자산상각비	1,347	1,349	1,796	2,048	1,075	2,474	2,838	3,654
% of sales	0.2%	0.1%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%
기타 판매비	5,746	7,405	8,969	14,670	4,562	11,782	16,329	17,498
% of sales	0.7%	0.7%	0.9%	1.2%	0.8%	0.9%	1.1%	1.0%

## Appx 12. 사업부문별 IS 추정 내역

추정 연결손익계산서 - 신동 부문								
(단위: 백만 원)	2021	2022	2023	2024	1H25	2025E	2026E	2027E
매출액	2,705,271	3,376,815	3,073,440	3,283,976	1,854,833	3,633,147	3,703,738	3,890,467
YoY(%)	47.63%	24.82%	-8.98%	6.85%		10.63%	1.94%	5.04%
매출원가	2,383,020	3,124,098	2,889,112	3,065,513	1,757,179	3,450,179	3,452,333	3,638,236
매출총이익	322,251	252,717	184,328	218,463	97,654	182,968	251,405	252,231
GPM(%)	11.91%	7.48%	6.00%	6.65%	5.26%	5.04%	6.79%	6.48%
판매비와관리비	111,355	140,022	124,010	162,196	70,338	152,900	163,592	172,315
영업이익	210,896	112,695	60,318	56,267	27,316	30,068	87,813	79,916
OPM(%)	7.80%	3.34%	1.96%	1.71%	1.47%	0.83%	2.37%	2.05%
기타손익	7,445	15,429	5,849	16,616	(8,179)	9,773	2,153	2,110
금융손익	(13,057)	(24,589)	(26,350)	(20,470)	(13,076)	(23,543)	(19,746)	(18,088)
법인세비용차감전순이익	205,284	103,535	39,816	52,413	6,061	16,298	70,221	63,938
법인세비용	42,454	20,963	8,839	13,540	1,321	3,881	18,140	16,517
당기순이익	162,830	82,572	30,978	38,873	4,740	12,417	52,080	47,420
NPM(%)	6.02%	2.45%	1.01%	1.18%	0.26%	0.34%	1.41%	1.22%

추정 연결손익계산서 - 방산 부문								
(단위: 백만 원)	2021	2022	2023	2024	1H25	2025E	2026E	2027E
매출액	795,761	988,944	1,042,971	1,261,484	590,587	1,275,423	1,493,008	1,678,771
YoY(%)	5.71%	24.28%	5.46%	20.95%		1.10%	17.06%	12.44%
매출원가	626,875	786,922	795,296	872,983	408,877	888,314	1,027,072	1,129,696
매출총이익	168,886	202,022	247,675	388,501	181,710	387,109	465,936	549,075
GPM(%)	21.22%	20.43%	23.75%	30.80%	30.77%	30.35%	31.21%	32.71%
판매비와관리비	74,123	90,321	88,209	129,950	50,206	116,625	135,741	144,351
영업이익	94,763	111,701	159,466	258,551	131,504	270,484	330,196	404,724
OPM(%)	11.91%	11.30%	15.29%	20.50%	22.27%	21.21%	22.12%	24.11%
기타손익	2,190	4,519	1,985	6,383	(2,604)	3,431	868	911
금융손익	(3,841)	(7,201)	(8,942)	(7,863)	(4,163)	(8,265)	(7,960)	(7,805)
법인세비용차감전순이익	93,112	109,019	152,509	257,071	124,737	265,650	323,104	397,829
법인세비용	19,256	22,074	33,855	66,410	27,188	63,264	83,469	102,773
당기순이익	73,856	86,945	118,653	190,661	97,549	202,386	239,635	295,056
NPM(%)	9.28%	8.79%	11.38%	15.11%	16.52%	15.87%	16.05%	17.58%

Appx 13. 법인세비용 추정 내역

법인세비용 추정								
(단위: 백만 원)	2021	2022	2023	2024	1H25	2025E	2026E	2027E
법인세비용(수익)	63,457	44,496	44,646	82,260	29,476	69,270	103,908	121,591
세전순이익	306,844	219,758	201,118	318,424	135,234	290,872	402,222	470,670
법인세율(%)	20.68%	20.25%	22.20%	25.83%	21.80%	23.81%	25.83%	25.83%

## Notice.

본 보고서는 서울대 투자연구회의 리서치 결과를 토대로 한 분석보고서입니다. 보고서에 사용된 자료들은 서울대 투자연구회가 신뢰할 수 있는 출처 및 정보로부터 얻어진 것이나, 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임 하에 종목 선택이나 투자 시기에 대한 최종 결정을 내리시기 바랍니다. 그리고 이 분석보고서는 어떠한 경우에도 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 또한, 이 분석보고서의 지적재산권은 서울대 투자연구회에 있음을 알립니다.