# 풀무원 (017810)

## 내년 기저효과 기인한 유의미한 손익 개선 전망

**Not Rated**

| | |
|---|---|
| 목표주가(12M) | Not Rated |
| 현재주가(12.04) | 13,110원 |

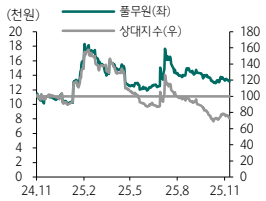
**Key Data**

| | |
|---|---|
| KOSPI 지수 (pt) | 4,028.51 |
| 52주 최고/최저(원) | 18,310/10,140 |
| 시가총액(십억원) | 499.8 |
| 시가총액비중(%) | 0.02 |
| 발행주식수(천주) | 38,120.5 |
| 60일 평균 거래량(천주) | 194.8 |
| 60일 평균 거래대금(십억원) | 2.8 |
| 외국인지분율(%) | 1.01 |
| 주요주주 지분율(%) | |
| 남승우 외 17 인 | 60.13 |
| 한마음평화연구재단 | 9.99 |

**Consensus Data**

| | 2025 | 2026 |
|---|---|---|
| 매출액(십억원) | 3,381.6 | 3,608.9 |
| 영업이익(십억원) | 95.1 | 119.9 |
| 순이익(십억원) | 22.5 | 65.7 |
| EPS(원) | 560 | 1,459 |
| BPS(원) | 6,166 | 7,766 |

**Stock Price**




**Financial Data** (십억원, %, 배, 원)

| 투자지표 | 2023 | 2024 | 2025F | 2026F |
|---|---|---|---|---|
| 매출액 | 2,993.5 | 3,213.7 | 3,363.7 | 3,556.2 |
| 영업이익 | 62.0 | 91.8 | 89.0 | 115.7 |
| 세전이익 | 14.3 | 41.0 | 24.9 | 52.6 |
| 순이익 | 19.5 | 35.4 | 11.8 | 42.0 |
| EPS | 500 | 929 | 308 | 1,102 |
| 증감율 | 흑전 | 85.80 | (66.85) | 257.79 |
| PER | 20.98 | 11.52 | 43.38 | 12.12 |
| PBR | 1.21 | 1.29 | 1.57 | 1.41 |
| EV/EBITDA | 7.40 | 6.59 | 7.13 | 6.28 |
| ROE | 5.35 | 11.40 | 3.82 | 12.70 |
| BPS | 8,672 | 8,282 | 8,492 | 9,495 |
| DPS | 102 | 102 | 102 | 102 |

Analyst 심은주 yesej01@hanafn.com
RA 고찬결 cgko@hanafn.com

**하나증권** 리서치센터

### 3Q25 Re: 국내 급식 호조 + 해외 적자 축소

3분기 연결 매출액 및 영업이익은 각각 8,884억원(YoY 6.6%), 381억원(YoY 14.4%)을 기록했다. 국내 ① 급식 대형 거래처 수주, ② 해외 법인 적자 폭 축소, ③ 가공식품 신제품 판매 호조 기인해 호실적을 시현했다.

① 식품 제조 매출액은 YoY 5.5% 증가했다. B2C 매출은 신제품(제로건강면, 콩물 등) 판매 호조 기인해 견조한 성장을 시현했다. B2B 매출도 키즈 채널 내에서의 안정적 계약 확보 기인해 7% 내외 증가한 것으로 추정된다. ② 식품서비스 매출액은 YoY 8.5% 증가했다. 대형 거래처 수주 기인해 탑라인이 고성장한 가운데, 영업마진도 YoY 1.4%p 개선되었다. ③ 해외법인 합산 매출액은 YoY 5.6% 증가한 1,727억원을 시현했다. 합산 적자는 전년대비 소폭 감소한 -20억원을 기록했다. 미국 적자 폭이 YoY 및 QoQ 유의미하게 개선되었으나, 일본은 여전히 부진했다. 미국 법인은 상반기 관세 및 냉장면 판매 부진 기인해 분기 적자 폭이 큰 폭 확대되었다. 3분기는 두부 PB 제품 신규 공급 등 기인해 BEP 내외 시현한 것으로 추정된다. 일본 법인 '두부바' 성장세가 둔화되면서 생산기지 통폐합을 추진 중이다. 4분기부터 점진적으로 고정비 절감 효과가 나타날 것으로 기대한다.

### 내년은 기저 기인해 유의미한 손익 개선 전망

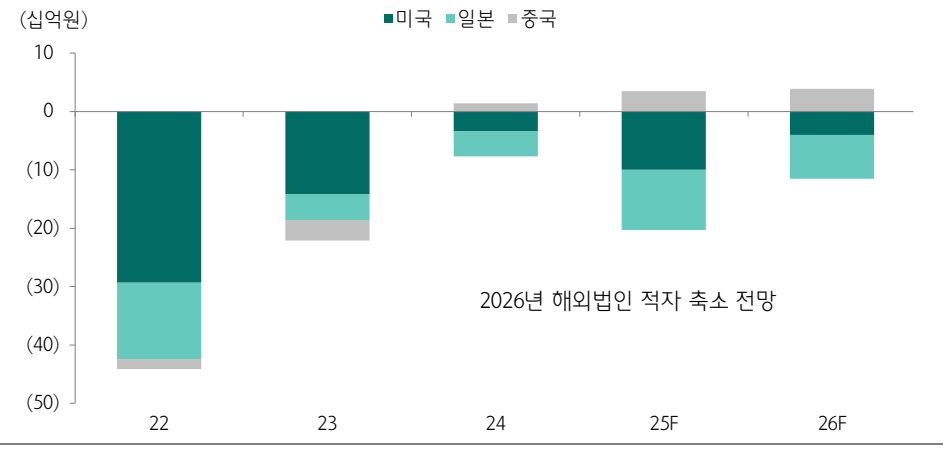
2026년 연결 매출액 및 영업이익은 각각 3조 5,260억원(YoY 4.4%), 1,131억원(YoY 21.6%)으로 추정한다. 풀무원 전사 단기 손익 개선의 Key는 '해외'이다. ① 미국 법인은 두부 PB 제품 신규 공급 및 B2B 채널 면 제품 수주가 온기로 반영되면서 적자 축소가 가능해 보인다. 내년 미국 법인 적자는 YoY 60억원 내외 축소될 것으로 예상한다. ② 일본 법인도 생산기지 통폐합 효과가 온기 반영될 것이다. 관련 적자 축소 규모는 30억원 내외로 추정한다. ③ 중국 법인은 흑자기조가 이어질 것으로 예상된다. 올해 중국 매출은 냉동김밥, 상온파스타 등 신제품 매출 호조 기인해 YoY 25.7% 증가할 것으로 추정된다. 내년에도 두 자리 수 성장을 전망한다.

### 해외 적자 축소 기대감 반영 전망

해외법인 손익은 2025년 -166억원에서 2026년 -76억원으로 개선될 전망이다. 해외 적자 축소 기대감이 단기 주가에 반영될 수 있겠다. 현 주가는 12개월 Fwd PER 13배 내외(전환사채 희석 감안)에서 거래 중이다.

**2026년 미주 및 일본 적자 축소 기대**

**도표 1. 해외 법인 손익 추이**




자료: 풀무원, 하나증권

**도표 2. 풀무원 연결 실적 전망**

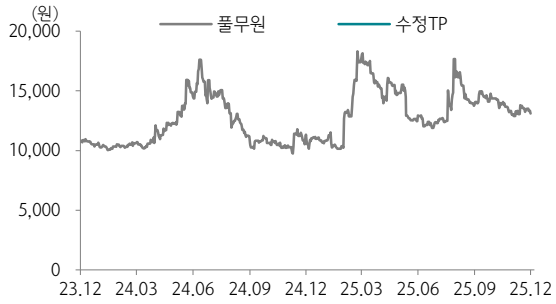
(단위:십억원)

| | 1Q24 | 2Q24 | 3Q24 | 4Q24 | 1Q25 | 2Q25 | 3Q25 | 4Q25F | 24 | 25F | 26F |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| **매출액** | **769.3** | **793.0** | **833.7** | **817.7** | **793.5** | **839.1** | **888.4** | **855.2** | **3,213.7** | **3,376.2** | **3,526.0** |
| ① 식품 제조 | 385.4 | 392.6 | 403.1 | 395.8 | 371.9 | 417.0 | 425.4 | 403.7 | 1,576.9 | 1,618.0 | 1,666.6 |
| ② 식품 서비스 | 204.6 | 224.1 | 240.5 | 228.8 | 229.7 | 245.4 | 261.0 | 251.7 | 897.9 | 987.7 | 1,047.0 |
| ③ 해외 | 154.5 | 150.6 | 163.6 | 166.5 | 166.8 | 149.3 | 172.7 | 172.4 | 635.2 | 661.1 | 701.4 |
| 미국 | 109.8 | 101.9 | 117.4 | 115.3 | 115.5 | 98.2 | 124.5 | 121.1 | 444.4 | 459.2 | 489.0 |
| 일본 | 24.1 | 25.1 | 23.8 | 25.4 | 22.2 | 20.8 | 20.7 | 24.1 | 98.3 | 87.8 | 87.8 |
| 중국 | 19.8 | 22.7 | 21.5 | 24.7 | 28.1 | 29.6 | 26.6 | 27.2 | 88.7 | 111.5 | 124.6 |
| **YoY** | **5.4%** | **5.0%** | **11.7%** | **7.3%** | **3.1%** | **5.8%** | **6.6%** | **4.6%** | **7.4%** | **5.1%** | **4.4%** |
| ① 식품 제조 | 2.3% | -7.6% | 8.7% | -1.0% | -3.5% | 6.2% | 5.5% | 2.0% | 0.3% | 2.6% | 3.0% |
| ② 식품 서비스 | 14.7% | 16.2% | 30.4% | 16.5% | 12.3% | 9.5% | 8.5% | 10.0% | 19.4% | 10.0% | 6.0% |
| ③ 해외 | 5.0% | 10.4% | 19.6% | 18.9% | 7.9% | -0.9% | 5.6% | 3.5% | 13.4% | 4.1% | 6.1% |
| 미국 | 14.7% | 15.8% | 33.2% | 23.1% | 5.2% | -3.6% | 6.0% | 5.0% | 21.6% | 3.3% | 6.5% |
| 일본 | -11.4% | -14.3% | -14.3% | -1.4% | -7.7% | -17.0% | -13.1% | -5.0% | -10.6% | -10.7% | 0.0% |
| 중국 | -18.4% | 19.0% | 14.1% | 26.9% | 42.5% | 30.1% | 23.7% | 10.0% | 8.7% | 25.7% | 11.7% |
| **영업이익** | **15.7** | **16.9** | **33.3** | **26.0** | **11.3** | **19.6** | **38.1** | **24.1** | **91.8** | **93.0** | **113.1** |
| **YoY** | 27.7% | 0.5% | 52.0% | 135.5% | -28.1% | 16.1% | 14.4% | -7.3% | 48.2% | 1.3% | 21.6% |
| **OPM** | 2.0% | 2.1% | 4.0% | 3.2% | 1.4% | 2.3% | 4.3% | 2.8% | 2.9% | 2.8% | 3.2% |
| ① 식품 제조 | 11.8 | 13.1 | 24.6 | 21.5 | 15.3 | 24.6 | 28.8 | 20.2 | 71.0 | 88.9 | 93.5 |
| ② 식품 서비스 | 4.8 | 6.7 | 10.4 | 5.9 | 4.7 | 6.5 | 14.8 | 7.0 | 27.8 | 33.1 | 32.0 |
| ③ 해외 | (0.8) | (2.0) | (2.8) | (0.9) | (5.3) | (7.8) | (2.0) | (1.5) | (6.4) | (16.6) | (7.6) |

자료: 하나증권

## 투자의견 변동 내역 및 목표주가 괴리율

**풀무원**




| 날짜 | 투자의견 | 목표주가 | 괴리율 | |
|---|---|---|---|---|
| | | | 평균 | 최고/최저 |
| 23.6.16 | Not Rated | - | | |

## Compliance Notice

- 당사는 2025년 12월 5일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유 하고 있지 않습니다
- 본 자료를 작성한 애널리스트(심은주)는 자료의 작성과 관련하여 외부의 압력이나 부당한 간섭을 받지 않았으며, 본인의 의견을 정확하게 반영하여 신의성실 하게 작성하였습니다.
- 본 자료는 기관투자가 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다
- 본자료를 작성한 애널리스트(심은주)는 2025년 12월 5일 현재 해당회사의 유가증권을 보유하고 있지 않습니다

본 조사자료는 고객의 투자에 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 어떠한 경우에도 무단 복제 및 배포 될 수 없습니다. 또한 본 자료에 수록된 내용은 당사가 신뢰할 만한 자료 및 정보로 얻어진 것이나, 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

## 투자등급 관련사항 및 투자의견 비율공시

- **투자의견의 유효기간은 추천일 이후 12개월을 기준으로 적용**
- **기업의 분류**
  BUY(매수)_목표주가가 현주가 대비 15% 이상 상승 여력
  Neutral(중립)_목표주가가 현주가 대비 -15%~15% 등락
  Reduce(비중축소)_목표주가가 현주가 대비 15% 이상 하락 가능
- **산업의 분류**
  Overweight(비중확대)_업종지수가 현재지수 대비 15% 이상 상승 여력
  Neutral(중립)_업종지수가 현재지수 대비 -15%~15% 등락
  Underweight(비중축소)_업종지수가 현재지수 대비 -15%~15% 등락

| 투자등급 | BUY(매수) | Neutral(중립) | Reduce(매도) | 합계 |
|---|---|---|---|---|
| 금융투자상품의 비율 | 95.73% | 4.27% | 0.00% | 100% |

* 기준일: 2025년 12월 02일