풀무원(017810)

Analyst 하희지 1300691@hmsec.com

COVERAGE INITIATION

해외 법인 기여도 점차 확대, 여전히 방향성 유효

BUY **TP 16,000원**

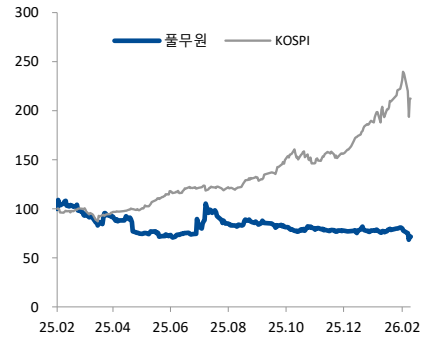
현재주가 (3/6)	12,030원
상승여력	33.0%
시가총액	459십억원
발행주식수	38,121천주
자본금/액면가	21십억원/500원
52주 최고가/최저가	18,150원/11,500원
일평균 거래대금 (60일)	1십억원
외국인 지분율	1.40%
주요주주 지분율	
남승우외 15인	59.87%

주가상승률	1M	3M	6M
절대주가(%)	-5.9	-8.9	-14.5
상대주가(%p)	-14.3	-33.1	-50.9

* K-IFRS 연결 기준

(단위: 원)	EPS(25F)	EPS(26F)	T/P
Before	N/A	N/A	
After	418	1,230	16,000
Consensus	672	1,334	
Cons. 차이	-37.8%	-7.8%	N/A

최근 12개월 주가수익률



자료: FnGuide, 현대차증권

투자포인트 및 결론

-풀무원 4Q25 연결 기준 매출액은 8,592억원(+5.1%yoy), 영업이익은 343억원 (-6.6%yoy, OPM 2.8%)으로 국내 B2C, 식품서비스유통, 미국/중국 법인 견조한 흐름 보였으나, 풀무원 샘물 경쟁 심화 및 건강케어 부문 구조 개편 길어지며 수익성 감소

주요이슈 및 실적전망

-1) 식품제조유통: 매출 +0.3%yoy, 영업이익 Flat 시현. 시장의 소비 위축 영향에도 B2C/B2B 신제품 판매 호조 지속되며 성장 지속하였으나, 풀무원 샘물 부문 경쟁 심화로 매출 성장 둔화되며 수익성 Flat 기록. 향후 운영 효율 높은 상온 사업 집중 육성 통한 외형 성장 기대

-2) 식품서비스유통: 매출 +13.0%yoy, 영업이익 +57.6%yoy 기록. 산업체 캡티브/군급식/신규 수주(컨세션 등) 통한 견조한 매출 성장세 지속되는 가운데, 인력 효율화 및 운영 효율화 통한 이익 개선세 함께 나타나고 있다는 점 긍정적

- 3) 해외식품제조유통: 매출 +7.0%yoy, 영업이익 적지. 미국 법인은 2분기 연속 흑자 기록한 점 고무적인 성과. 두부 안정적인 성장세 지속되는 가운데 K-푸드, 누들 카테고리 확장 통한 +10.8%yoy 성장. 중국 주력 제품(두부, 파스타, 냉동) 클럽 채널 내 고른 성장 지속하며 매출 +8.1%yoy 시현, BEP 수준 도달. 일본은 기존 주력 제품 매출 성장 둔화 영향으로 매출 -10.2%yoy, 수익성도 소폭 하락. 다만, 현재 일본 내 5개의 공장을 3개로 통합하는 과정을 3Q26까지 진행하며 점진적인 수익성 개선 기대 가능

주가전망 및 Valuation

-풀무원 투자의견 BUY, 목표주가 16,000원 제시하며 커버리지 개시. 목표주가는 동사의 12M Fwd EPS 1,286원에 Target P/E 13배(풀무원 미국 법인 성과 기대감 부여되던 24년 Historical P/E 13배 부여)적용하여 산정. 풀무원 미국/중국 법인 2025년 하반기부터 안정적인 BEP 수준 도달한 점 고무적, 일본 법인 주력 제품 부진 영향으로 적자 기록한 점 다소 아쉬우나, 향후 공장 효율화 통한 해외 법인 점진적인 이익 기여도 확대에 대한 기대감 유효

요약 실적 및 Valuation

구분	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EBITDA (십억원)	EPS (원)	증감율 (%)	P/E (배)	P/B (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	배당수익률 (%)
2023	2,993	62	20	210	512	흑전	20.5	1.3	5.9	5.3	1.0
2024	3,214	92	35	253	929	81.4	11.5	1.3	5.2	11.4	1.0
2025F	3,380	93	16	262	418	-55.0	31.0	1.7	5.2	5.3	0.8
2026F	3,539	119	47	284	1,230	194.5	9.8	1.4	4.4	14.8	0.9
2027F	3,674	134	55	300	1,454	18.3	8.3	1.2	4.0	15.2	0.9

* K-IFRS 연결 기준

〈표1〉 풀무원 목표주가 산정

	내용	비고
12M Forward EPS(원)	1,286	- 풀무원 12M Fwd EPS 추정치
Target P/E(배)	13	- 풀무원 미국 법인 성장에 대한 기대감 가시화되었던 24 년 Historical P/E 적용
적정 주가(원)	16,459	
목표주가(원)	**16,000**	
전일 종가(원)	12,030	- 2025.03.06 종가
상승여력(%)	33.0	
투자의견	**BUY**	

자료: 현대차증권

〈표2〉 풀무원 실적 추이 및 전망

	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25P	1Q26F	2Q26F	3Q26F	4Q26F	2024	2025P	2026F
매출액	**793.5**	**839.1**	**888.4**	**859.2**	**838.1**	**878.2**	**923.7**	**899.3**	**3,213.7**	**3,380.2**	**3,539.3**
yoy%	*3.1%*	*5.8%*	*6.6%*	*5.1%*	*5.6%*	*4.7%*	*4.0%*	*4.7%*	*7.4%*	*5.2%*	*4.7%*
1. 식품제조유통	371.9	417.0	425.4	397.1	382.7	418.7	428.4	405.0	1,576.9	1,611.4	1,634.8
yoy%	*-3.5%*	*6.2%*	*5.5%*	*0.3%*	*2.9%*	*0.4%*	*0.7%*	*2.0%*	*0.3%*	*2.2%*	*1.5%*
2. 식품서비스유통	229.7	245.4	261.0	258.6	249.9	267.5	281.4	277.7	898.0	994.7	1,076.5
yoy%	*12.3%*	*9.5%*	*8.5%*	*13.0%*	*8.8%*	*9.0%*	*7.8%*	*7.4%*	*19.4%*	*10.8%*	*8.2%*
3. 건강케어	24.6	26.8	28.9	24.6	23.8	26.0	27.8	25.3	103.2	104.9	102.9
yoy%	*-0.4%*	*4.7%*	*9.9%*	*-7.5%*	*-3.2%*	*-3.0%*	*-3.8%*	*3.0%*	*-4.1%*	*1.6%*	*-1.9%*
4. 해외식품제조유통	166.8	149.3	172.7	178.2	181.0	165.6	185.7	190.5	635.2	667.0	722.8
yoy%	*8.0%*	*-0.9%*	*5.6%*	*7.0%*	*8.5%*	*10.9%*	*7.5%*	*6.9%*	*13.4%*	*5.0%*	*8.4%*
미국	115.5	98.2	124.5	127.8	128.2	111.9	135.1	137.8	444.5	466.0	513.0
yoy%	*5.2%*	*-3.6%*	*6.0%*	*10.8%*	*11.0%*	*14.0%*	*8.5%*	*7.8%*	*21.6%*	*4.8%*	*10.1%*
중국	28.1	29.6	26.6	26.6	30.5	32.7	29.3	29.5	88.6	110.9	122.0
yoy%	*42.6%*	*29.8%*	*23.7%*	*8.1%*	*8.5%*	*10.4%*	*10.2%*	*11.0%*	*8.3%*	*25.2%*	*10.0%*
일본	22.2	20.8	20.7	22.8	21.4	20.1	20.3	22.1	98.4	86.5	83.9
영업이익	**11.3**	**19.6**	**38.1**	**24.3**	**17.9**	**28.5**	**42.8**	**29.6**	**91.8**	**93.2**	**118.9**
yoy%	*-28.0%*	*16.1%*	*14.4%*	*-6.6%*	*59.1%*	*45.9%*	*12.3%*	*22.0%*	*48.1%*	*1.5%*	*27.5%*
OPM%	*1.4%*	*2.3%*	*4.3%*	*2.8%*	*1.6%*	*3.3%*	*4.6%*	*3.3%*	*2.9%*	*2.8%*	*3.4%*
1. 식품제조유통	15.3	24.6	28.8	21.5	15.9	25.1	29.6	22.7	71.0	90.2	93.2
yoy%	*30.1%*	*87.8%*	*17.1%*	*0.0%*	*3.8%*	*2.1%*	*2.6%*	*5.5%*	*16.7%*	*27.1%*	*3.4%*
OPM%	*4.1%*	*5.9%*	*6.8%*	*5.4%*	*4.2%*	*6.0%*	*6.9%*	*5.6%*	*4.5%*	*5.6%*	*5.7%*
2. 식품서비스유통	4.7	6.5	14.8	9.3	6.2	8.0	16.3	10.6	27.8	35.3	41.1
yoy%	*-2.8%*	*-3.0%*	*42.3%*	*57.6%*	*32.9%*	*23.5%*	*10.3%*	*13.5%*	*97.0%*	*26.8%*	*16.6%*
OPM%	*2.0%*	*2.6%*	*5.7%*	*3.6%*	*2.5%*	*3.0%*	*5.8%*	*3.8%*	*3.1%*	*3.5%*	*3.8%*
3. 건강케어	-3.0	-2.3	-1.1	-2.3	-2.5	-2.4	-0.5	-1.0	-9.8	-8.7	-6.4
yoy%	*적지*	*적지*	*적전*	*흑전*	*적지*	*적지*	*적전*	*흑전*	*적지*	*적지*	*적지*
OPM%	*-12.2%*	*-8.6%*	*-3.8%*	*-9.3%*	*-10.5%*	*-9.2%*	*-1.8%*	*-3.9%*	*-9.5%*	*-8.3%*	*-6.2%*
4. 해외식품제조유통	-5.3	-7.8	-2.0	-1.2	-1.1	-0.9	-0.6	0.2	-6.5	-16.3	-2.4
yoy%	*적지*	*적지*	*적지*	*적지*	*적지*	*적지*	*적지*	*적지*	*적지*	*적지*	*적지*
OPM%	*-3.2%*	*-7.9%*	*-1.6%*	*-0.7%*	*-0.6%*	*-0.5%*	*-0.3%*	*0.1%*	*-1.0%*	*-2.4%*	*-0.3%*

자료: 풀무원, 현대차증권

(단위:십억원)

포괄손익계산서	2023	2024	2025F	2026F	2027F
매출액	2,993	3,214	3,380	3,539	3,674
증가율 (%)	5.5	7.4	5.2	4.7	3.8
매출원가	2,234	2,399	2,542	2,660	2,761
매출원가율 (%)	74.6	74.6	75.2	75.2	75.1
매출총이익	759	814	838	880	913
매출이익률 (%)	25.4	25.3	24.8	24.9	24.9
증가율 (%)	8.4	7.2	2.9	5.0	3.8
판매관리비	697	723	745	761	779
판관비율(%)	23.3	22.5	22.0	21.5	21.2
EBITDA	210	253	262	284	300
EBITDA 이익률 (%)	7.0	7.9	7.8	8.0	8.2
증가율 (%)	28.0	20.5	3.6	8.4	5.6
영업이익	62	92	93	119	134
영업이익률 (%)	2.1	2.9	2.8	3.4	3.6
증가율 (%)	138.5	48.4	1.1	28.0	12.6
영업외손익	-47	-50	-64	-57	-61
금융수익	20	18	6	10	9
금융비용	58	68	66	66	63
기타영업외손익	-9	0	-4	-1	-7
종속/관계기업관련손익	-1	-1	-0	0	0
세전계속사업이익	14	41	29	62	73
세전계속사업이익률	0.5	1.3	0.9	1.8	2.0
증가율 (%)	흑전	192.9	-29.3	113.8	17.7
법인세비용	1	7	16	15	18
계속사업이익	13	34	13	47	55
중단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익	13	34	13	47	55
당기순이익률 (%)	0.4	1.1	0.4	1.3	1.5
증가율 (%)	흑전	161.5	-61.8	261.5	17.0
지배주주지분 순이익	20	35	16	47	55
비지배주주지분 순이익	-6	-1	-3	-0	-0
기타포괄이익	7	24	-12	0	0
총포괄이익	21	58	1	47	55

(단위:십억원)

재무상태표	2023	2024	2025F	2026F	2027F
유동자산	730	818	902	933	967
현금성자산	127	170	278	282	294
단기투자자산	0	3	3	3	3
매출채권	270	287	302	316	328
재고자산	165	187	197	206	214
기타유동자산	47	56	58	61	63
비유동자산	1,427	1,513	1,497	1,502	1,506
유형자산	1,197	1,248	1,235	1,247	1,258
무형자산	95	123	117	110	103
투자자산	23	17	18	18	18
기타비유동자산	112	125	127	127	127
기타금융업자산	0	0	0	0	0
자산총계	2,157	2,331	2,399	2,435	2,474
유동부채	978	1,145	1,098	1,070	1,040
단기차입금	433	444	546	496	446
매입채무	203	209	219	230	239
유동성장기부채	109	239	67	67	67
기타유동부채	233	253	266	277	288
비유동부채	672	603	699	720	737
사채	140	60	0	0	0
장기차입금	191	131	267	267	267
장기금융부채	0	1	1	1	1
기타비유동부채	341	411	431	452	469
기타금융업부채	0	0	0	0	0
부채총계	1,650	1,748	1,797	1,790	1,777
지배주주지분	318	303	295	338	389
자본금	21	21	21	21	21
자본잉여금	38	-15	-15	-15	-15
자본조정 등	91	91	91	91	91
기타포괄이익누계액	22	55	44	44	44
이익잉여금	145	152	154	197	249
비지배주주지분	189	280	307	307	307
자본총계	507	583	602	645	696

(단위:십억원)

현금흐름표	2023	2024	2025F	2026F	2027F
영업활동으로인한현금흐름	194	173	155	227	234
당기순이익	13	34	13	47	55
유형자산 상각비	139	152	161	157	159
무형자산 상각비	9	9	8	8	7
외환손익	1	-5	1	0	0
운전자본의 감소(증가)	-29	-41	-50	15	13
기타	61	24	22	0	0
투자활동으로인한현금흐름	-148	-107	-46	-170	-170
투자자산의 감소(증가)	-2	4	-1	-0	-0
유형자산의 감소	2	3	3	0	0
유형자산의 증가(CAPEX)	-123	-93	-103	-170	-170
기타	-25	-21	55	0	0
재무활동으로인한현금흐름	-51	-27	-1	-52	-52
차입금의 증가(감소)	-18	-59	136	0	0
사채의증가(감소)	-20	-80	-60	0	0
자본의 증가	-8	-53	0	0	0
배당금	-17	-19	-18	-4	-4
기타	12	184	-59	-48	-48
기타현금흐름	-0	4	-1	0	0
현금의증가(감소)	-5	43	107	4	12
기초현금	133	127	170	278	282
기말현금	127	170	278	282	294

(단위:원, 배, %)

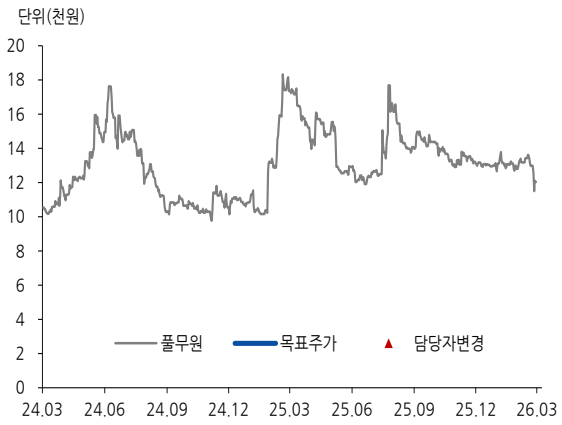
주요투자지표	2023	2024	2025F	2026F	2027F
EPS(당기순이익 기준)	350	902	345	1,226	1,449
EPS(지배순이익 기준)	512	929	418	1,230	1,454
BPS(자본총계 기준)	13,288	15,305	15,789	16,916	18,266
BPS(지배지분 기준)	8,332	7,965	7,729	8,860	10,215
DPS	102	102	102	102	102
P/E(당기순이익 기준)	29.9	11.9	37.5	9.8	8.3
P/E(지배순이익 기준)	20.5	11.5	31.0	9.8	8.3
P/B(자본총계 기준)	0.8	0.7	0.8	0.7	0.7
P/B(지배지분 기준)	1.3	1.3	1.7	1.4	1.2
EV/EBITDA(Reported)	5.9	5.2	5.2	4.4	4.0
배당수익률	1.0	1.0	0.8	0.9	0.9
성장성 (%)					
EPS(당기순이익 기준)	흑전	157.4	-61.8	255.5	18.3
EPS(지배순이익 기준)	흑전	81.4	-55.0	194.5	18.3
수익성 (%)					
ROE(당기순이익 기준)	2.5	6.3	2.2	7.5	8.2
ROE(지배순이익 기준)	5.3	11.4	5.3	14.8	15.2
ROA	0.6	1.5	0.6	1.9	2.3
안정성 (%)					
부채비율	325.8	299.6	298.6	277.6	255.2
순차입금비율	128.4	106.4	94.8	80.3	65.7
이자보상배율	1.1	1.4	1.4	1.8	2.2

** K-IFRS 연결 기준*

▶ 투자의견 및 목표주가 추이

일 자	투자의견	목표주가	괴리율(%)	
			평균	최고/최저
2026.03.09	BUY	16,000		

▶ 최근 2년간 풀무원 주가 및 목표주가



▶ Compliance Notice

- 동 자료는 기관투자가 또는 제3자에게 사전제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료에 언급된 종목의 지분율 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료에 언급된 종목의 유가증권(DR, CB, IPO, 시장조성) 발행과 관련하여 지난 6개월간 주간사로 참여하지 않았습니다.
- 조사분석 담당자 및 그 배우자는 해당 종목과 재산적 이해관계가 없습니다.
- 이 자료에 게재된 내용들은 자료작성자 하희지의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

▶ 투자의견 분류

▶ 업종 투자의견 분류 현대차증권의 업종투자의견은 3등급으로 구분되며 향후 6개월간 업종 펀더멘털과 업종주가의 전망을 의미함.

- OVERWEIGHT : 업종 펀더멘털의 개선과 함께 업종주가의 상승 기대
- NEUTRAL : 업종 펀더멘털상의 유의미한 변화가 예상되지 않음
- UNDERWEIGHT : 업종 펀더멘털의 악화와 함께 업종주가의 하락 기대

▶ 현대차증권의 종목투자의견은 3등급으로 구분되며 향후 6개월간 추천기준일 종가대비 추천종목의 예상 상대수익률을 의미함.

- BUY : 추천일 종가대비 초과수익률 +15%P 이상
- MARKETPERFORM(M.PERFORM) : 추천일 종가대비 초과수익률 -15%~+15%P 이내
- SELL : 추천일 종가대비 초과수익률 -15%P 이하

▶ 투자등급 통계 (2025.01.01~2025.12.31)

투자등급	건수	비율(%)
매수	147건	90.7%
보유	15건	9.3%
매도	0건	0%

- 본 조사자료는 투자자들에게 도움이 될 만한 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 당사의 사전 동의 없이 무단복제 및 배포할 수 없습니다.
- 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.
- 본 자료는 어떠한 경우에도 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.