

풀무원(017810)

Analyst 하희지 1300691@hmsec.com

탐방 Note: 안정적인 국내, 커지는 해외 기여도

BUY

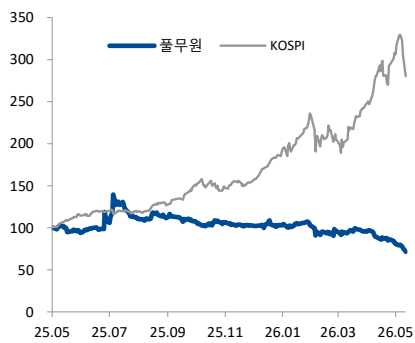
TP 13,000원

현재주가 (6/8)	9,060원	
상승여력	43.5%	
시가총액	345십억원	
발행주식수	38,121천주	
자본금/액면가	21십억원/500원	
52주 최고가/최저가	17,670원/9,060원	
일평균 거래대금 (60일)	1십억원	
외국인 지분율	1.05%	
주요주주 지분율		
남승우외 14인	59.32%	
추가상승률	1M	3M 6M
절대주가(%)	-19.5	-24.7 -30.8
상대주가(%p)	-19.3	-43.8 -61.6

* K-IFRS 연결 기준

(단위: 원)	EPS(26F)	EPS(27F)	T/P
Before	418	1,230	16,000
After	1,160	1,464	13,000
Consensus	1,104	1,472	16,500
Cons. 차이	5.1%	-0.5%	-21.2%

최근 12개월 주가수익률



자료: FnGuide, 현대차증권

주요이슈 및 실적전망

- **[1Q26 Review]**: 연결 기준 매출액은 8,504억원(Flat), 영업이익 190억원(+68.8%yoy, OPM 1.6%) 기록
- **[식품제조유통]** 매출 +2.3%yoy, 영업이익 Flat 기록. B2C/B2B 등 시장 지배력 강화하며 매출 성장하였으나, 풀무원 샘물/B2B 고객사 믹스 변경으로 인한 수익성 개선은 제한적. **[식품서비스유통]** 매출 +10.6%yoy, 영업이익 +29.8%yoy. 산업체/군급식 지속 확대 및 컨세션/휴게소 채널 또한 안정적인 성장 지속. 운영 효율화 또한 지속되며 이익 개선 기여
- **[해외식품제조유통]** 매출 +13.8%yoy, 흑전. 특히, 미국 두부와 냉장면 제품 중심 성장 및 신규 채널 진출 효과 가시화되며 매출 +18%yoy 성장, 이익 또한 BEP 수준 기록 고무적. 중국 또한 기존 회원제 채널 중심의 안정적인 매출 성장세 지속되며 매출 +16%yoy 시현. 다만, 여전히 일본 매출 부진 지속되며 -11%yoy 하락하였으나 적자 규모 지속 축소 중
- **[2Q26 Preview]**: 연결 기준 매출액은 8,874억원(+5.8%yo), 영업이익 282억원(+44.1%yo, OPM 3.2%) 전망
- 국내는 상온 포트폴리오 확대 및 식품서비스유통 부문의 안정적인 실적 바탕의 이익 기여도 확대 전망
- 해외 부문은 중등 지정학적 리스크 감안한 유가/포장재 상승에 따른 전반적인 비용 확대 가능성은 감안해야 하지만, 향후 **[미국]** 클럽/리테일 채널 공급 확대 및 신규 공장 안정화 통한 성장, **[중국]** 클럽 채널향 주력제품(면류/냉동) 중심의 안정적인 수익성 지속, **[일본]** K-푸드 포트폴리오 확대 및 공장 통폐합 통한 점진적인 수익성 개선 기대 가능

주가전망 및 Valuation

- 풀무원 투자이견 BUY, 목표주가 기준 16,000원에서 13,000원으로 하향 조정. 목표주가는 동사의 12M Fwd EPS 1,312원에 Target P/E 10배(풀무원 미국 법인 성과 기대감 부여되던 24년 Historical P/E 하단 값 적용, 직전 Multiple은 동일 P/E 평균값 13배 적용하였으나, 현재의 음식료 업종 업황 감안하여 동일 시기의 P/E 하단 값으로 변경)적용하여 산정. 풀무원 국내 법인은 안정적인 실적 바탕의 안정적인 이익 창출, 해외 법인의 경우, 일본 법인은 아직 기다림 필요하나, 미국/중국 법인 실적 기여도 지속 상승하고 있다는 점 고무적

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 (%)
2024	3,214	92	35	253	929	81.4	11.5	1.3	5.2	11.4	1.0
2025	3,380	93	18	265	475	-48.9	27.3	1.6	5.4	5.9	0.8
2026F	3,569	120	44	298	1,160	144.4	7.8	0.9	4.1	13.1	1.1
2027F	3,705	133	56	311	1,464	26.2	6.2	0.8	3.7	14.3	1.1
2028F	3,816	143	62	321	1,632	11.5	5.6	0.7	3.4	13.9	1.1

* K-IFRS 연결 기준

<표1> 풀무원 목표주가 산정

	내용	비고
12M Forward EPS(원)	1,312	- 풀무원 12M Fwd EPS 추정치
Target P/E(배)	10	- 풀무원 미국 법인 성장에 대한 기대감 가시화되었던 2024 년 Historical P/E 하단 적용
적정 주가(원)	13,384	
목표주가(원)	13,000	
전일 종가(원)	9,060	- 2025.06.08 종가
상승여력(%)	43.5	
투자의견	BUY	

자료: 현대차증권

<표2> 풀무원 실적 추이 및 전망

	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26F	3Q26F	4Q26F	2024	2025	2026F
매출액	793.5	839.1	888.4	859.2	850.4	887.4	928.1	902.7	3,213.7	3,380.2	3,568.5
yoy%	3.1%	5.8%	6.6%	5.1%	7.2%	5.8%	4.5%	5.1%	7.4%	5.2%	5.6%
1. 식품제조유통	371.9	417.0	425.4	397.1	380.5	421.2	428.4	405.0	1,576.9	1,611.4	1,635.1
yoy%	-3.5%	6.2%	5.5%	0.3%	2.3%	1.0%	0.7%	2.0%	0.3%	2.2%	1.5%
2. 식품서비스유통	229.7	245.4	261.0	258.6	254.0	270.4	284.0	279.3	898.0	994.7	1,087.7
yoy%	12.3%	9.5%	8.5%	13.0%	10.6%	10.2%	8.8%	8.0%	19.4%	10.8%	9.3%
3. 건강케어	24.6	26.8	28.9	24.6	25.4	26.5	28.2	25.3	103.2	104.9	105.4
yoy%	-0.4%	4.7%	9.9%	-7.5%	3.2%	-1.0%	-2.6%	3.0%	-4.1%	1.6%	0.5%
4. 해외식품제조유통	166.8	149.3	172.7	178.2	189.8	168.8	187.1	192.3	635.2	667.0	738.0
yoy%	8.0%	-0.9%	5.6%	7.0%	13.8%	13.0%	8.3%	7.9%	13.4%	5.0%	10.6%
미국	115.5	98.2	124.5	127.8	136.2	113.9	136.0	139.0	444.5	466.0	525.1
yoy%	5.2%	-3.6%	6.0%	10.8%	17.9%	16.0%	9.2%	8.8%	21.6%	4.8%	12.7%
중국	28.1	29.6	26.6	26.6	32.7	34.0	30.2	30.1	88.6	110.9	127.0
yoy%	42.6%	29.8%	23.7%	8.1%	16.4%	15.0%	13.5%	13.0%	8.3%	25.2%	14.5%
일본	22.2	20.8	20.7	22.8	19.7	19.9	20.0	22.1	98.4	86.5	81.7
영업이익	11.3	19.6	38.1	24.3	19.0	28.2	42.8	29.6	91.8	93.2	119.6
yoy%	-28.0%	16.1%	14.4%	-6.8%	68.8%	44.1%	12.4%	22.0%	48.1%	1.5%	28.4%
OPM%	1.4%	2.3%	4.3%	2.8%	1.6%	3.2%	4.6%	3.3%	2.9%	2.8%	3.4%
1. 식품제조유통	15.3	24.6	28.8	21.5	15.4	24.8	29.6	22.7	71.0	90.2	92.5
yoy%	30.1%	87.8%	17.1%	0.0%	0.7%	1.0%	2.6%	5.5%	16.7%	27.1%	2.5%
OPM%	4.1%	5.9%	6.8%	5.4%	4.0%	5.9%	6.9%	5.6%	4.5%	5.6%	5.7%
2. 식품서비스유통	4.7	6.5	14.8	9.3	6.1	7.8	16.5	10.6	27.8	35.3	41.0
yoy%	-2.8%	-3.0%	42.3%	57.6%	29.8%	20.7%	11.3%	14.1%	97.0%	26.8%	16.2%
OPM%	2.0%	2.6%	5.7%	3.6%	2.4%	2.9%	5.8%	3.8%	3.1%	3.5%	3.8%
3. 건강케어	-3.0	-2.3	-1.1	-2.3	-2.7	-2.3	-0.6	-1.1	-9.8	-8.7	-6.7
yoy%	적지	적지	적전	흑전	적지	적지	적지	흑전	적지	적지	적지
OPM%	-12.2%	-8.6%	-3.8%	-9.3%	-10.6%	-8.7%	-2.1%	-4.3%	-9.5%	-8.3%	-6.4%
4. 해외식품제조유통	-5.3	-7.8	-2.0	-1.2	0.0	-0.9	-0.6	0.2	-6.5	-16.3	-1.3
yoy%	적지	적지	적지	적지	흑전	적지	적지	흑전	적지	적지	적지
OPM%	-3.2%	-7.9%	-1.6%	-0.7%	0.0%	-0.5%	-0.3%	0.2%	-1.0%	-2.4%	-0.2%

자료: 풀무원, 현대차증권

(단위:십억원)

포괄손익계산서	2024	2025	2026F	2027F	2028F
매출액	3,214	3,380	3,569	3,705	3,816
증가율 (%)	7.4	5.2	5.6	3.8	3.0
매출원가	2,399	2,549	2,684	2,784	2,863
매출원가율 (%)	74.6	75.4	75.2	75.1	75.0
매출총이익	814	832	885	921	953
매출이익률 (%)	25.3	24.6	24.8	24.9	25.0
증가율 (%)	7.2	2.2	6.4	4.1	3.5
판매관리비	723	738	765	788	809
판매비율(%)	22.5	21.8	21.4	21.3	21.2
EBITDA	253	265	298	311	321
EBITDA 이익률 (%)	7.9	7.8	8.3	8.4	8.4
증가율 (%)	20.5	4.7	12.5	4.4	3.2
영업이익	92	93	120	133	143
영업이익률 (%)	2.9	2.8	3.4	3.6	3.7
증가율 (%)	48.4	1.1	29.0	10.8	7.5
영업외손익	-50	-62	-61	-61	-63
금융수익	18	9	11	11	12
금융비용	68	68	65	63	64
기타영업외손익	0	-3	-7	-9	-11
종속관계기업관련손익	-1	-1	-0	0	0
세전계속사업이익	41	31	59	71	79
세전계속사업이익률	1.3	0.9	1.7	1.9	2.1
증가율 (%)	192.9	-24.4	90.3	20.3	11.3
법인세비용	7	16	19	21	23
계속사업이익	34	15	40	50	56
중단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익	34	15	40	50	56
당기순이익률 (%)	1.1	0.4	1.1	1.3	1.5
증가율 (%)	161.5	-55.9	166.7	25.0	12.0
지배주주지분 순이익	35	18	44	56	62
비지배주주지분 순이익	-1	-3	-4	-5	-6
기타포괄이익	24	6	21	0	0
총포괄이익	58	21	61	50	56

(단위:십억원)

현금흐름표	2024	2025	2026F	2027F	2028F
영업활동으로인한현금흐름	173	164	242	241	243
당기순이익	34	15	40	50	56
유형자산 상각비	152	163	170	171	171
무형자산 상각비	9	9	8	7	7
외환손익	-5	-1	-4	0	0
운전자본의 감소(증가)	-41	-62	16	12	10
기타	24	40	12	1	-1
투자활동으로인한현금흐름	-107	-159	-88	-170	-170
투자자산의 감소(증가)	4	-2	-1	-0	-0
유형자산의 감소	3	9	0	0	0
유형자산의 증가(CAPEX)	-93	-149	-153	-170	-170
기타	-21	-17	66	0	0
재무활동으로인한현금흐름	-27	-44	-82	-53	-3
차입금의 증가(감소)	-59	8	2	0	0
사채의증가(감소)	-80	10	0	0	0
자본의 증가	-53	0	-0	0	0
배당금	-19	-24	-4	-4	-4
기타	184	-38	-80	-49	1
기타현금흐름	4	-0	2	0	0
현금의증가(감소)	43	-41	73	18	70
기초현금	127	170	130	203	221
기말현금	170	130	203	221	291

* K-IFRS 연결 기준

(단위:십억원)

재무상태표	2024	2025	2026F	2027F	2028F
유동자산	818	798	836	876	964
현금성자산	170	130	203	221	291
단기투자자산	3	1	1	1	1
매출채권	287	303	319	331	341
재고자산	187	189	198	206	212
기타유동자산	56	50	53	55	56
비유동자산	1,513	1,550	1,548	1,540	1,533
유형자산	1,248	1,280	1,293	1,292	1,291
무형자산	123	120	113	105	99
투자자산	17	20	21	21	21
기타비유동자산	125	130	121	122	122
기타금융업자산	0	0	0	0	0
자산총계	2,331	2,348	2,385	2,416	2,497
유동부채	1,145	1,107	1,089	1,057	1,071
단기차입금	444	472	496	446	446
매입채무	209	216	227	236	243
유동성장기부채	239	194	129	129	129
기타유동부채	253	225	237	246	253
비유동부채	603	623	646	663	676
사채	60	70	70	70	70
장기차입금	131	137	139	139	139
장기금융부채	1	3	3	3	3
기타비유동부채	411	413	434	451	464
기타금융업부채	0	0	0	0	0
부채총계	1,748	1,730	1,735	1,720	1,748
지배주주지분	303	310	366	417	476
자본금	21	21	21	21	21
자본잉여금	-15	-15	-15	-15	-15
자본조정 등	91	91	91	91	91
기타포괄이익누계액	55	52	71	71	71
이익잉여금	152	161	197	249	308
비지배주주지분	280	308	284	279	273
자본총계	583	618	650	696	749

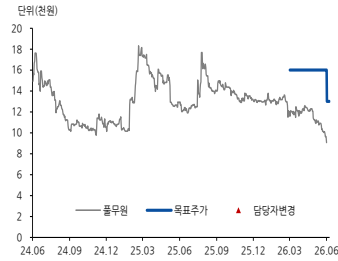
(단위:원, 배, %)

주요투자지표	2024	2025	2026F	2027F	2028F
EPS(당기순이익 기준)	902	398	1,050	1,325	1,477
EPS(지배순이익 기준)	929	475	1,160	1,464	1,632
BPS(자본총계 기준)	15,305	16,205	17,041	18,266	19,644
BPS(지배지분 기준)	7,965	8,135	9,584	10,949	12,482
DPS	102	102	102	102	102
P/E(당기순이익 기준)	11.9	32.5	8.6	6.8	6.1
P/E(지배순이익 기준)	11.5	27.3	7.8	6.2	5.6
P/B(자본총계 기준)	0.7	0.8	0.5	0.5	0.5
P/B(지배지분 기준)	1.3	1.6	0.9	0.8	0.7
EV/EBITDA(Reported)	5.2	5.4	4.1	3.7	3.4
배당수익률	1.0	0.8	1.1	1.1	1.1
성장성 (%)					
EPS(당기순이익 기준)	157.4	-55.9	164.0	26.2	11.5
EPS(지배순이익 기준)	81.4	-48.9	144.4	26.2	11.5
수익성 (%)					
ROE(당기순이익 기준)	6.3	2.5	6.3	7.5	7.8
ROE(지배순이익 기준)	11.4	5.9	13.1	14.3	13.9
ROA	1.5	0.6	1.7	2.1	2.3
안정성 (%)					
부채비율	299.6	280.1	267.1	247.0	233.4
순차입금비율	106.4	103.8	91.2	75.5	61.0
이자보상배율	1.4	1.5	1.9	2.2	2.5

▶ 투자 의견 및 목표주가 추이

일자	투자 의견	목표주가	과리율(%)	
			평균	최고/최저
2026.03.09	BUY	16,000	-27.65	-21.25
2026.06.09	BUY	13,000		

▶ 최근 2년간 플무원 주가 및 목표주가



▶ Compliance Notice

- 동 자료는 기관투자자 또는 제3자에게 사전제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료에 언급된 종목의 지분을 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 하회지의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

▶ 투자 의견 분류

- ▶ 업종 투자 의견 분류 현대차증권의 업종투자 의견은 3등급으로 구분되며 향후 6개월간 업종 펀더멘탈과 업종주가의 전망을 의미함.
 - OVERWEIGHT : 업종 펀더멘탈의 개선과 함께 업종주가의 상승 기대
 - NEUTRAL : 업종 펀더멘탈상의 유의미한 변화가 예상되지 않음
 - UNDERWEIGHT : 업종 펀더멘탈의 악화와 함께 업종주가의 하락 기대

- ▶ 현대차증권의 종목투자 의견은 3등급으로 구분되며 향후 6개월간 추천기준일 증가대비 추천종목의 예상 상대수익률을 의미함.
 - BUY : 추천일 증가대비 초과수익률 +15%P 이상
 - MARKETPERFORM(M.PERFORM) : 추천일 증가대비 초과수익률 -15% ~ +15%P 이내
 - SELL : 추천일 증가대비 초과수익률 -15%P 이하

▶ 투자등급 통계 (2025.04.01~2026.03.31)

투자등급	건수	비율(%)
매수	181건	93.8%
보유	12건	6.2%
매도	0건	0%

- 본 조사항목은 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.