

풀무원 (017810)

1Q25 Preview: 실적 방향성 회복에 주목

1Q25 Pre: 매출은 부합, 영업이익 기대치 하회 전망

풀무원의 1Q25 연결기준 매출액은 8,091억원(YoY +5.2%), 영업이익은 195억원(YoY +24.5%, OPM 2.4%)으로 추정된다. 매출은 시장 기대치에 부합하나, 계절적 비수기와 판가 인상 지연 등으로 인해 영업이익은 컨센서스를 하회할 것으로 예상된다. 전년동기대비 수익성은 개선되었으나, 전분기 대비로는 둔화된 흐름이며, 미국법인 흑자전환의 모멘텀이 일시적으로 약화될 전망이다.

2Q 가격 인상 기대, 실적 개선 본격화 전망

국내 식품 가격 인상은 2Q 중에 가능할 것으로 보이며, 유통재고 및 채널 반영 시기를 고려할 때 2분기 말부터 온기 반영이 가능할 것으로 예상된다. 광고판촉비 효율화 및 미국법인의 구조적 흑자 기조 유지가 가능할 경우, 하반기에는 전사 수익성이 점진적으로 회복될 수 있을 것으로 판단된다. 해외법인의 생산 효율성 제고와 고정비 레버리지 효과가 작동하는 시점부터는 수익성 개선폭이 본격화될 여지도 존재한다.

구조적 개선 방향성은 유효

미국 중심의 해외 수익성 개선과 식품서비스 고성장은 긍정적이다. 2분기부터는 가격 인상 효과와 고정비 분산 효과가 더해지며 실적 방향성의 회복이 가능할 것으로 예상된다. 현재 주가는 25F PER 10배 이하 수준으로, 구조적 개선 흐름이 확인되는 경우 점진적인 밸류에이션 정상화 구간 진입이 가능하다는 판단이다.



손현정 음식료/전력기기
hyunjeong.son@yuantakorea.com

BUY (M)

목표주가 21,000원 (M)

직전 목표주가 21,000원

현재주가 (4/14) 14,170원

상승여력 48%

시가총액 5,402억원

총발행주식수 38,120,542주

60일 평균 거래대금 47억원

60일 평균 거래량 309,756주

52주 고/저 18,310원 / 9,760원

외인지분율 3.58%

배당수익률 0.95%

주요주주 남승우 외 14 인

주가수익률 (%) 1개월 3개월 12개월

절대 (17.4) 33.4 25.7

상대 (13.7) 35.7 37.3

절대 (달러환산) (15.7) 37.1 21.4

Quarterly earning Forecasts

(십억원, %)

	1Q25E	전년동기대비	전분기대비	컨센서스	컨센서스대비
매출액	809	5.2	-1.1	814	-0.6
영업이익	19	24.5	-25.1	21	-5.5
세전계속사업이익	8	77.6	-56.8	5	39.0
지배순이익	7	208.2	-46.2	4	69.5
영업이익률 (%)	2.4	+0.4 %pt	-0.8 %pt	2.5	-0.1 %pt
지배순이익률 (%)	0.9	+0.6 %pt	-0.8 %pt	0.5	+0.4 %pt

자료: 유안타증권

Forecasts and valuations (K-IFRS 연결)

(십억원, 원, %, 배)

결산 (12월)	2022A	2023A	2024A	2025F
매출액	2,838	2,993	3,214	3,459
영업이익	26	62	92	108
지배순이익	-19	20	35	55
PER	-28.7	20.7	12.8	9.7
PBR	1.4	1.2	1.4	1.4
EV/EBITDA	9.2	7.4	6.8	6.3
ROE	-4.2	5.3	11.4	16.3

자료: 유안타증권

금융투자분석사의 확인 및 중요 공시는 Appendix 참조

실적 추정 변경 내역

(단위: 십억원)

	기존 추정		신규 추정		변화율	
	1Q25F	2025F	1Q25F	2025F	1Q25F	2025F
매출액	840.4	3,519.1	809.1	3,459.0	-3.7%	-1.7%
영업이익	24.9	108.1	19.5	108.2	-21.7%	0.1%
영업이익률	3.0%	3.1%	2.4%	3.1%	-0.2%p	0.1%p
당기순이익	12.3	55.3	7.4	55.5	-40.2%	0.4%

자료: 유안타증권 리서치센터

Peer 밸류에이션 테이블

(단위: 십억원, 십억 USD, 십억 CHF, 배)

		CJ 제일제당	풀무원	Nestlé(NESN.SW)	Kraft Heinz(KHC)
시가총액		3,493	540	223	35
매출액	2024	29,359	3,214	91	26
	2025F	30,304	3,459	93	26
	2026F	31,848	3,934	95	28
영업이익	2024	1,553	92	16	2
	2025F	1,673	111	16	2
	2026F	1,810	132	17	4
영업이익률	2024	5.3%	2.9%	17.1%	6.5%
	2025F	5.5%	3.2%	17.2%	6.5%
	2026F	5.7%	3.4%	17.3%	6.7%
당기순이익(지배)	2024	148	35	11	3
	2025F	534	58	11	3
	2026F	696	65	12	4
PER	2024	33.9	12.8	20.0	15.0
	2025F	6.6	9.7	19.9	12.3
	2026F	5.1	8.4	19.4	12.1

자료: 유안타증권 리서치센터

품무원 실적테이블

(단위: 십억원)

		1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25F	2Q25F	3Q25F	4Q25F	2023	2024	2025F
매출액		769.3	793.1	833.7	817.7	809.1	849.2	910.0	890.7	2,993.5	3,213.7	3,459.0
국내 식품제조유통		385.4	392.6	403.1	395.8	385.6	393.7	414.0	398.3	1,572.2	1,576.9	1,591.6
식품서비스유통		204.5	224.1	240.5	228.8	231.1	264.8	285.8	273.1	752.0	897.9	1,054.8
건강케어		24.6	25.6	26.3	26.6	25.4	25.0	26.1	27.0	107.5	103.1	103.5
해외 식품제조유통		154.5	150.6	163.6	166.5	166.9	165.7	184.1	192.3	560.3	635.2	708.9
	미국	109.8	101.9	117.5	115.3	120.8	117.2	138.7	140.7	365.5	444.5	517.3
	일본	24.1	25.1	23.8	25.4	24.1	23.1	22.0	23.8	109.8	98.4	93.0
	중국	19.7	22.8	21.5	24.7	21.1	24.6	23.3	27.6	81.8	88.7	96.7
지주 및 기타 연결조정		0.3	0.1	0.2	-0.0	0.1	0.0	0.1	-0.0	1.4	0.6	0.2
% YoY		5.4%	5.0%	11.7%	7.3%	5.2%	7.1%	9.2%	8.9%	5.5%	7.4%	7.6%
국내 식품제조유통		2.3%	-1.1%	1.1%	-1.0%	0.1%	0.3%	2.7%	0.6%	0.0%	0.3%	0.9%
식품서비스유통		14.8%	16.1%	30.4%	16.5%	13.0%	18.2%	18.8%	19.4%	0.0%	19.4%	17.5%
건강케어		-10.5%	-11.1%	2.7%	3.9%	3.3%	-2.3%	-0.7%	1.4%	0.0%	-4.1%	0.4%
해외 식품제조유통		5.0%	10.4%	19.6%	18.9%	8.0%	10.0%	12.5%	15.5%	0.0%	13.4%	11.6%
	미국	14.7%	15.7%	33.4%	23.2%	10.0%	15.0%	18.0%	22.0%	0.0%	21.6%	16.4%
	일본	-11.4%	-14.0%	-14.1%	-1.2%	0.1%	-8.1%	-7.5%	-6.2%	0.0%	-10.4%	-5.5%
	중국	-18.3%	23.2%	9.1%	26.7%	7.0%	8.0%	8.5%	11.9%	0.0%	8.4%	9.0%
% 매출비중												
국내 식품제조유통		50.1%	49.5%	48.4%	48.4%	47.7%	46.4%	45.5%	44.7%	52.5%	49.1%	46.0%
식품서비스유통		26.6%	28.3%	28.8%	28.0%	28.6%	31.2%	31.4%	30.7%	25.1%	27.9%	30.5%
건강케어		3.2%	3.2%	3.2%	3.3%	3.1%	2.9%	2.9%	3.0%	3.6%	3.2%	3.0%
해외 식품제조유통		20.1%	19.0%	19.6%	20.4%	20.6%	19.5%	20.2%	21.6%	18.7%	19.8%	20.5%
	미국	14.3%	12.8%	14.1%	14.1%	14.9%	13.8%	15.2%	15.8%	12.2%	13.8%	15.0%
	일본	3.1%	3.2%	2.9%	3.1%	3.0%	2.7%	2.4%	2.7%	3.7%	3.1%	2.7%
	중국	2.6%	2.9%	2.6%	3.0%	2.6%	2.9%	2.6%	3.1%	2.7%	2.8%	2.8%
영업이익		15.7	16.9	33.3	25.2	19.5	24.7	33.9	30.2	62.0	91.0	108.2
% YoY		27.7%	0.4%	52.0%	128.1%	24.5%	46.3%	1.9%	19.7%	135.4%	46.8%	18.9%
% 영업이익률		2.0%	2.1%	4.0%	3.1%	2.4%	2.9%	3.7%	3.4%	2.1%	2.8%	3.1%

자료: 유안타증권 리서치센터

풀무원 (017810) 추정재무제표 (K-IFRS 연결)

손익계산서				(단위: 십억원)	
결산(12월)	2022A	2023A	2024A	2025F	2026F
매출액	2,838	2,993	3,214	3,459	3,938
매출원가	2,138	2,234	2,399	2,579	2,939
매출총이익	700	759	814	880	999
판매비	674	697	723	771	868
영업이익	26	62	92	108	131
EBITDA	164	210	253	250	256
영업외손익	-45	-48	-51	-54	-56
외환관련손익	3	0	10	3	3
이자손익	-36	-53	-62	-62	-59
관계기업관련손익	0	-1	-1	-1	-1
기타	-11	6	2	6	1
법인세비용차감전순이익	-18	14	41	55	76
법인세비용	19	1	7	1	13
계속사업순손익	-37	13	34	54	62
중단사업순손익	0	0	0	0	0
당기순이익	-37	13	34	54	62
지배지분순이익	-19	20	35	55	64
포괄순이익	-25	21	58	78	86
지배지분포괄이익	-4	26	55	73	81

주: 영업이익의 산출 기준은 기존 k-GAAP과 동일. 즉, 매출액에서 매출원가와 판매비만 차감

현금흐름표		(단위: 십억원)				
결산(12월)	2022A	2023A	2024A	2025F	2026F	
영업활동 현금흐름	92	194	173	190	162	
당기순이익	-37	13	34	54	62	
감가상각비	129	139	152	134	118	
외환손익	3	1	-5	-3	-3	
종속, 관계기업관련손익	0	0	0	1	1	
자산부채의 증감	-65	-29	-41	-35	-54	
기타현금흐름	63	70	33	39	38	
투자활동 현금흐름	-141	-148	-107	-7	-8	
투자자산	-1	-23	-13	0	-1	
유형자산 증가 (CAPEX)	-142	-123	-93	0	0	
유형자산 감소	4	2	3	0	0	
기타현금흐름	-4	-4	-4	-7	-7	
재무활동 현금흐름	64	-51	-27	-8	-5	
단기차입금	41	96	19	3	5	
사채 및 장기차입금	69	25	33	0	0	
자본	-36	-8	-53	0	0	
현금배당	-18	-17	-19	-4	-4	
기타현금흐름	7	-147	-7	-7	-7	
연결범위변동 등 기타	-4	0	4	42	55	
현금의 증감	11	-5	43	217	204	
기초 현금	122	133	127	170	387	
기말 현금	133	127	170	387	592	
NOPLAT	53	62	92	108	131	
FCF	-49	71	79	190	162	

자료: 유안타증권

주: 1. EPS, BPS 및 PER, PBR은 지배주주 기준임
2. PER등 valuation 지표의 경우, 확정치는 연평균 주가 기준, 전망치는 현재주가 기준임
3. ROE,ROA의경우, 자본,자산 항목은 연초,연말 평균을 기준으로 함

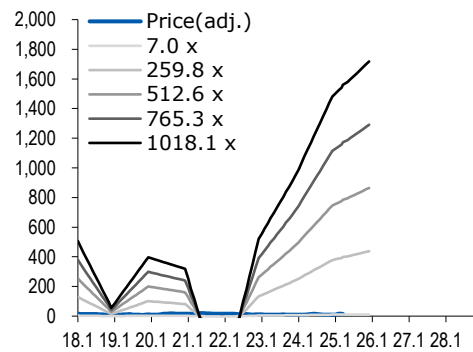
재무상태표				(단위: 십억원)	
결산(12월)	2022A	2023A	2024A	2025F	2026F
유동자산	752	730	818	1,073	1,356
현금및현금성자산	133	127	170	387	592
매출채권 및 기타채권	264	281	304	324	369
재고자산	169	165	187	201	229
비유동자산	1,297	1,427	1,513	1,372	1,248
유형자산	1,086	1,197	1,248	1,114	996
관계기업등 지분관련자산	4	5	5	5	6
기타투자자산	17	18	12	12	12
자산총계	2,049	2,157	2,331	2,444	2,604
유동부채	893	978	1,145	1,180	1,249
매입채무 및 기타채무	335	348	354	381	433
단기차입금	362	433	444	444	444
유동성장기부채	143	109	239	239	239
비유동부채	610	672	603	607	615
장기차입금	160	191	131	131	131
사채	160	140	60	60	60
부채총계	1,503	1,650	1,748	1,787	1,864
지배지분	412	318	304	379	463
자본금	21	21	21	21	21
자본잉여금	47	38	-15	-15	-15
이익잉여금	223	145	152	203	264
비지배지분	134	189	280	278	276
자본총계	547	507	583	657	740
순차입금	837	966	978	763	563
총차입금	1,093	1,214	1,266	1,269	1,274

Valuation 지표	(단위: 원, 배, %)				
결산(12월)	2022A	2023A	2024A	2025F	2026F
EPS	-488	512	929	1,455	1,687
BPS	10,103	8,638	8,237	10,285	12,573
EBITDAPS	3,899	5,381	6,627	6,554	6,715
SPS	67,330	76,724	84,304	90,739	103,299
DPS	102	102	102	102	102
PER	-28.7	20.7	12.8	9.7	8.4
PBR	1.4	1.2	1.4	1.4	1.1
EV/EBITDA	9.2	7.4	6.8	6.3	5.4
PSR	0.2	0.1	0.1	0.2	0.1

재무비율		(단위: 배, %)				
결산(12월)	2022A	2023A	2024A	2025F	2026F	
매출액 증가율 (%)	12.7	5.5	7.4	7.6	13.8	
영업이익 증가율 (%)	-31.6	135.4	48.2	17.9	21.3	
지배순이익 증가율 (%)	적전	흑전	81.4	56.7	15.9	
매출총이익률 (%)	24.7	25.4	25.3	25.4	25.4	
영업이익률 (%)	0.9	2.1	2.9	3.1	3.3	
지배순이익률 (%)	-0.7	0.7	1.1	1.6	1.6	
EBITDA 마진 (%)	5.8	7.0	7.9	7.2	6.5	
ROIC	4.1	4.4	5.4	7.6	8.5	
ROA	-0.9	0.9	1.6	2.3	2.5	
ROE	-4.2	5.3	11.4	16.3	15.3	
부채비율 (%)	274.9	325.8	299.6	271.9	251.9	
순차입금/자기자본 (%)	203.1	304.0	322.0	201.2	121.5	
영업이익/금융비용 (배)	0.7	1.1	1.4	1.6	1.9	

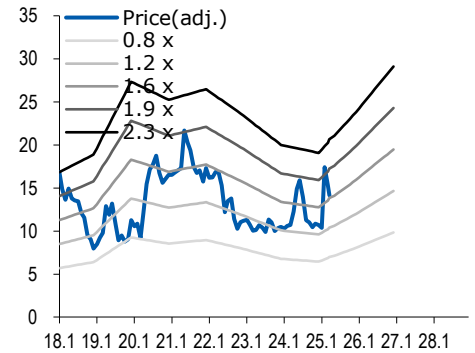
P/E band chart

(천원)

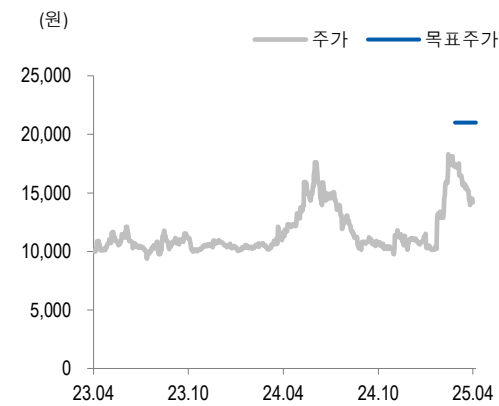


P/B band chart

(천원)



풀무원 (017810) 투자등급 및 목표주가 추이



일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
2025-04-15	BUY	21,000	1년		
2025-03-11	BUY	21,000	1년		
2024-06-28	Not Rated	-	1년		

자료: 유안타증권

주: 과리율 = (실제주가* - 목표주가) / 목표주가 X 100

* 1) 목표주가 제시 대상시점까지의 "평균주가"

2) 목표주가 제시 대상시점까지의 "최고(또는 최저) 주가"

구분	투자의견 비율(%)
Strong Buy(매수)	0
Buy(매수)	93
Hold(중립)	7
Sell(비중축소)	0
합계	100.0

주: 기준일 2025-04-14

※ 해외 계열회사 등이 작성하거나 공표한 리포트는 투자등급 비율 산정시 제외

Appendix

- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 타인의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인함. (작성자 : **손현정**)
- 당사는 자료공표일 현재 동 종목 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당 기업과 관련하여 특별한 이해관계가 없습니다.
- 당사는 동 자료를 전문투자자 및 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배우자는 자료공표일 현재 대상법인의 주식관련 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 종목 투자등급 (Guide Line): 투자기간 12개월, 절대수익률 기준 투자등급 4단계(Strong Buy, Buy, Hold, Sell)로 구분한다
- Strong Buy: +30%이상 Buy: 15%이상, Hold: -15% 미만 ~ +15% 미만, Sell: -15%이하로 구분
- 업종 투자등급 Guide Line: 투자기간 12개월, 시가총액 대비 업종 비중 기준의 투자등급 3단계(Overweight, Neutral, Underweight)로 구분
- 2014년 2월21일부터 당사 투자등급이 기존 3단계 + 2단계에서 4단계로 변경

본 자료는 투자자의 투자를 권유할 목적으로 작성된 것이 아니라, 투자자의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 작성된 참고 자료입니다. 본 자료는 금융투자분석사가 신뢰할만 하다고 판단되는 자료와 정보에 의거하여 만들어진 것이지만, 당사와 금융투자분석사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없습니다. 따라서, 본 자료를 참고한 투자자의 투자의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않습니다. 또한, 본 자료는 당사 투자자에게만 제공되는 자료로 당사의 동의 없이 본 자료를 무단으로 복제 전송 인용 배포하는 행위는 법으로 금지되어 있습니다.