

풀무원 (017810)

NDR 후기: 하반기 미국 성장의 확산

1Q25 Re: 체질 개선 중, 해외는 온도차 존재

풀무원의 1분기 연결 매출액은 7,935억원(YoY +3.1%), 영업이익은 113억원(YoY -28.1%, OPM 1.4%)으로 수익성이 둔화된 실적을 기록했다. 국내식품제조 부문은 매출이 3,719억원으로 YoY -3.5% 감소했으나, 브랜드Fee 요율 인하와 고수익 채널 집중 전략으로 영업이익은 153억원(YoY +30.5%, OPM 4.1%)으로 크게 개선되었다. 반면 해외식품제조은 매출 1,668억원(YoY +7.9%)에도 불구하고 영업적자 53억원을 기록하며 적자폭이 확대되었다. 미국은 클럽채널 MVM 품목수 조정과 동부공장 일회성 유지보수로 수익성이 악화되었고, 일본은 고정비 부담과 매출 정체로 적자가 지속되었다. 한편 중국은 샘스클럽 채널 중심으로 YoY +40.2% 성장을 달성하며 유일하게 안정적인 성장세를 유지했다.

미국 동부공장 증설, 하반기 실적 반등의 핵심

동사는 1Q25 미국 동부공장의 노후 설비 교체를 마무리하고, 3Q25부터 약 50% 증설된 신규 생산설비를 본격 가동할 예정이다. 해당 증설은 하반기 클럽채널 MVM 행사와 두부 수요 증가에 대응하기 위한 것으로, 3Q부터 생산성 개선과 고정비 분산 효과가 동시에 기대된다. 수요 대응 여력이 확보됨에 따라 가동 이후에는 신규 매출 성장 가능성도 열려 있는 상황이다. 1분기에 집중된 유지보수 비용은 일회성으로, 하반기부터는 실적 정상화가 본격화될 것으로 전망된다.

식품서비스, 런치플레이션 & 성수기 수혜 진입

동사의 식품서비스 부문은 단체급식과 컨세션(공항·휴게소)에서 모두 외형성장 동력이 구체화되고 있다. 단체급식은 런치플레이션 수요 확산과 함께, H사 등 대기업 계열사 수주 성과가 가시화되었으며, 한화의 아워홈 인수 이후 유입될 수 있는 일부 계약 물량 역시 캡티브 수요 확대 요인으로 작용하고 있다. 군급식 시장 내 선제 진입 효과도 지속되며, 신규 수주가 실적으로 이어지는 구조다. 컨세션 부문은 하계 여행 성수기를 맞아 공항·휴게소 중심으로 계절적 수요 증가와 평균 객단가 상승이 동반되고 있으며, 이를 통해 단기 외형 확대와 수익 레버리지가 동시에 가능할 전망이다.

동사의 2025년 연결 매출액은 3조 4,363억원(YoY +6.9%), 영업이익은 1,013억원(YoY +10.3%, OPM 2.9%)로 전망하며, 투자이건 '매수', 목표주가 21,000원을 유지한다.



손현정 음식료/전력기기
hyunjeong.son@yuantakorea.com

BUY (M)

목표주가 21,000원 (M)

직전 목표주가 21,000원

현재주가 (5/22) 12,670원

상승여력 66%

시가총액	4,830억원
총발행주식수	38,120,542주
60일 평균 거래대금	37억원
60일 평균 거래량	221,610주
52주 고/저	18,310원 / 9,760원
외인지분율	3.92%
배당수익률	0.95%
주요주주	남승우 외 14 인

주가수익률 (%)	1개월	3개월	12개월
절대	(19.2)	(20.4)	(9.1)
상대	(22.5)	(18.5)	(4.6)
절대 (달러환산)	(16.9)	(17.4)	(10.3)

Quarterly earning Forecasts (십억원, %)

	1Q25P	전년동기대비	전분기대비	컨센서스	컨센서스대비
매출액	793	3.1	-3.0	811	-2.1
영업이익	11	-28.1	-56.7	19	-41.6
세전계속사업이익	-3	적전	적전	6	-145.5
지배순이익	-2	적전	적전	5	-133.2
영업이익률 (%)	1.4	-0.6 %pt	-1.8 %pt	2.4	-1.0 %pt
지배순이익률 (%)	-0.3	적전	적전	0.7	-1.0 %pt

자료: 유안타증권

Forecasts and valuations (K-IFRS 연결) (십억원, 원, %, 배)

결산 (12월)	2023A	2024A	2025F	2026F
매출액	2,993	3,214	3,436	3,665
영업이익	62	92	101	158
지배순이익	20	35	41	63
PER	20.7	12.8	11.7	7.7
PBR	1.2	1.4	1.3	1.0
EV/EBITDA	7.4	6.8	6.3	4.7
ROE	5.3	11.4	12.4	15.5

자료: 유안타증권

금융투자분석사의 확인 및 중요 공시는 Appendix 참조

NDR 주요 Q&A

1. 1분기 비용 상승 요인 및 향후 비용효율화 목표는?

미국 유지보수, 인건비, 브랜드 사용료 신규 반영 등이 주요 항목. 이들은 대부분 일회성 성격으로 판단. 원가 절감과 고정비 통제를 병행 중이며, 상반기 집중된 비용 반영 이후 하반기에는 레버리지 효과 기대.

2. 미국 법인의 제품 믹스는 어떻게 구성되어 있나?

미국은 두부, 냉장면, 스트리트푸드(아시안푸드 포함) 중심으로 구성됨. 클럽채널 중심의 냉장면 SKU는 행사 축소로 물량이 1Q에 다소 줄었으나, 두부는 안정적으로 성장 중.

3. 동부 공장 증설 및 노후 설비 교체 현황은?

동부 공장 2개 중 한 곳은 노후화된 설비로 1분기 중 교체를 완료. 3분기부터 증설된 신규 설비가 가동되며, 생산능력은 약 50% 확대. 향후 2~3년간 수요 커버 가능.

4. 브랜드 Fee(브랜드사용료) 조정이 실적에 미친 영향은?

전체적으로 브랜드 Fee 하향 조정이 1Q25부터 적용됨. 국내는 적용 완료. 해외도 부과하나, 국내 대비 법인별 적용 강도가 다르고 시점도 상이.

5. 브랜드 Fee 인하가 연결 수익성에 미치는 영향은?

내부 거래이므로 연결 기준 영업이익에는 영향 없음. 다만 자회사별 수익성에는 유의미한 변동 발생.

6. 미국·일본 지역 해외 법인의 적자 원인은?

미국은 설비 보수와 행사 품목수 조정 영향, 일본은 두부바 외 제품 부진 및 고정비 부담. 양국 모두 상반기 적자 확대, 하반기 정상화 목표.

7. 국내 온라인 전용 제품군의 성과는?

‘아임리얼100’ 등 상온·실온 신제품이 쿠팡 등 채널 중심으로 호조. 기존 제품보다 수익성 우수. 프리미엄 냉장 제품 중심으로 판매 확대 중.

8. 단체급식 부문 수익성과 수주 전략은?

산업체 중심 포트폴리오로 수요 예측 가능. 군급식(육군훈련소, 공군) 진입 완료. H사 등 대기업 신규 수주 확보. 런치플레이션 수해도 실적에 반영 중.

9. 미국에서 판가 인상 여력은 있는가?

인플레이션 및 유통 구조상 판가 인상은 가능한 구간으로 보이나, 경쟁 제품과의 가격 차이 고려해 신중히 접근 중.

10. 재무구조 및 배당 정책 방향은?

현 주가 수준에서 CB 전환 가능성은 제한적. 배당은 안정적 정액 배당 기조 유지.

1Q25 Review							(단위: 십억원)
	1Q25P	1Q24	YoY	4Q24	QoQ	당사 추정치	Diff
매출액	793.5	769.3	3.1%	817.7	-3.0%	809.1	-1.9%
영업이익	11.3	15.7	-28.1%	26.0	-56.7%	19.5	-42.2%
영업이익률	1.4%	2.0%	-0.6%p	3.2%	-1.8%p	2.4%	-1.0%p
당기순이익률	-0.2%	0.3%	-0.5%p	1.7%	-1.9%p	0.9%	-1.1%p

자료: 유안타증권 리서치센터

실적 추정 변경 내역							(단위: 십억원)
	기존 추정		신규 추정		변화율		
	2Q25F	2025F	2Q25F	2025F	2Q25F	2025F	
매출액	849.2	3,459.0	846.0	3,436.3	-0.4%	-0.7%	
영업이익	24.7	108.2	22.0	101.3	-10.9%	-6.4%	
영업이익률	2.9%	3.1%	2.6%	2.9%	-0.3%p	-0.5%p	
당기순이익(지배)	11.1	55.5	5.1	40.8	-54.3%	-26.5%	

자료: 유안타증권 리서치센터

폴무원 실적테이블

(단위: 십억원)

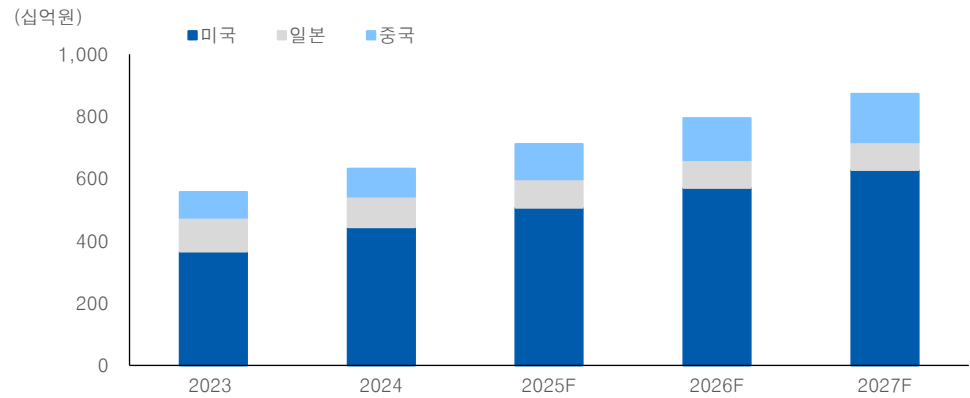
		1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25P	2Q25F	3Q25F	4Q25F	2024	2025F
매출액		769.3	793.1	833.7	817.7	793.5	846.0	910.1	886.8	3,213.7	3,436.3
국내 식품제조유통		385.4	392.6	403.1	395.8	371.9	390.9	414.0	394.9	1,576.9	1,571.7
식품서비스유통		204.5	224.1	240.5	228.8	229.7	264.5	285.4	272.7	897.9	1,052.3
건강케어		24.6	25.6	26.3	26.6	24.6	24.8	26.6	26.8	103.1	102.8
해외 식품제조유통		154.5	150.6	163.6	166.5	166.8	165.7	184.1	192.3	635.2	708.8
	미국	109.8	101.9	117.5	115.3	115.5	112.1	138.7	140.7	444.5	506.9
	일본	24.1	25.1	23.8	25.4	22.2	23.3	22.6	22.9	98.4	91.0
	중국	19.7	22.8	21.5	24.7	28.1	29.6	26.9	28.7	88.7	113.3
지주 및 기타 연결조정		0.3	0.1	0.2	-	0.6	0.1	0.1	-	0.6	0.8
% YoY		5.4%	5.0%	11.7%	7.3%	3.1%	6.7%	9.2%	8.4%	7.4%	6.9%
국내 식품제조유통		2.3%	-1.1%	1.1%	-1.0%	-3.5%	-0.4%	2.7%	-0.2%	0.3%	-0.3%
식품서비스유통		14.8%	16.1%	30.4%	16.5%	12.3%	18.0%	18.7%	19.2%	19.4%	17.2%
건강케어		-10.5%	-11.1%	2.7%	3.9%	-0.1%	-3.0%	1.0%	0.9%	-4.1%	-0.3%
해외 식품제조유통		5.0%	10.4%	19.6%	18.9%	7.9%	10.0%	12.5%	15.5%	13.4%	11.6%
	미국	14.7%	15.7%	33.4%	23.2%	5.2%	10.0%	18.0%	22.0%	21.6%	14.0%
	일본	-11.4%	-14.0%	-14.1%	-1.2%	-7.9%	-7.0%	-5.0%	-10.0%	-10.4%	-7.5%
	중국	-18.3%	23.2%	9.1%	26.7%	42.6%	30.0%	25.0%	16.0%	8.4%	27.7%
% 매출비중											
국내 식품제조유통		50.1%	49.5%	48.4%	48.4%	46.9%	46.2%	45.5%	44.5%	49.1%	45.7%
식품서비스유통		26.6%	28.3%	28.8%	28.0%	28.9%	31.3%	31.4%	30.8%	27.9%	30.6%
건강케어		3.2%	3.2%	3.2%	3.3%	3.1%	2.9%	2.9%	3.0%	3.2%	3.0%
해외 식품제조유통		20.1%	19.0%	19.6%	20.4%	21.0%	19.6%	20.2%	21.7%	19.8%	20.6%
	미국	14.3%	12.8%	14.1%	14.1%	14.6%	13.3%	15.2%	15.9%	13.8%	14.8%
	일본	3.1%	3.2%	2.9%	3.1%	2.8%	2.8%	2.5%	2.6%	3.1%	2.6%
	중국	2.6%	2.9%	2.6%	3.0%	3.5%	3.5%	3.0%	3.2%	2.8%	3.3%
영업이익		15.7	16.9	33.3	26.0	11.3	22.0	35.0	33.1	91.8	101.3
% YoY		27.7%	0.4%	52.0%	135.6%	-28.1%	30.4%	5.0%	27.1%	48.2%	10.3%
% 영업이익률		2.0%	2.1%	4.0%	3.2%	1.4%	2.6%	3.8%	3.7%	2.9%	2.9%

자료: 유안타증권 리서치센터

Peer 밸류에이션 테이블		(단위: 십억원, 십억 USD, 십억 CHF)			
		풀무원	CJ 제일제당	Nestlé(NESN.SW)	Kraft Heinz(KHC)
시가총액		483	3,710	222	33
매출액	2024	3,214	29,359	91	26
	2025F	3,436	29,991	93	25
	2026F	3,665	31,134	97	25
영업이익	2024	92	1,553	16	2
	2025F	101	1,569	15	2
	2026F	117	1,752	16	2
영업이익률	2024	2.9%	5.3%	17.1%	6.5%
	2025F	2.9%	5.2%	15.9%	6.4%
	2026F	3.2%	5.6%	16.3%	7.9%
당기순이익(지배)	2024	35	148	11	3
	2025F	41	412	12	3
	2026F	62	550	13	3
PER	2024	12.8	33.9	20.0	15.0
	2025F	11.8	9.0	18.8	12.3
	2026F	7.8	6.7	17.6	11.5

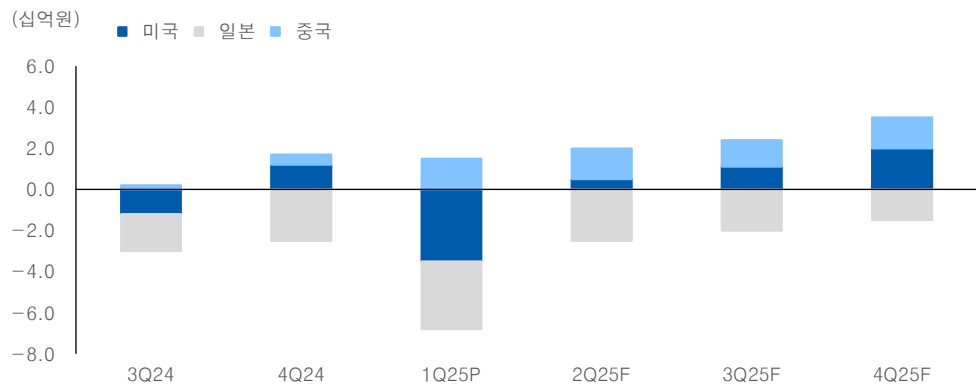
자료: 유안타증권 리서치센터

해외식품제조 매출액 추이



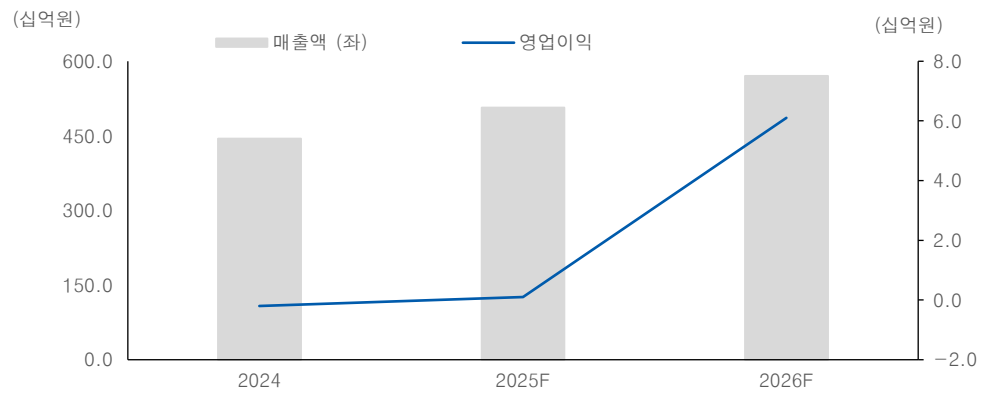
자료: 풀무원, 유안타증권 리서치센터

해외법인 영업이익 추이 및 전망



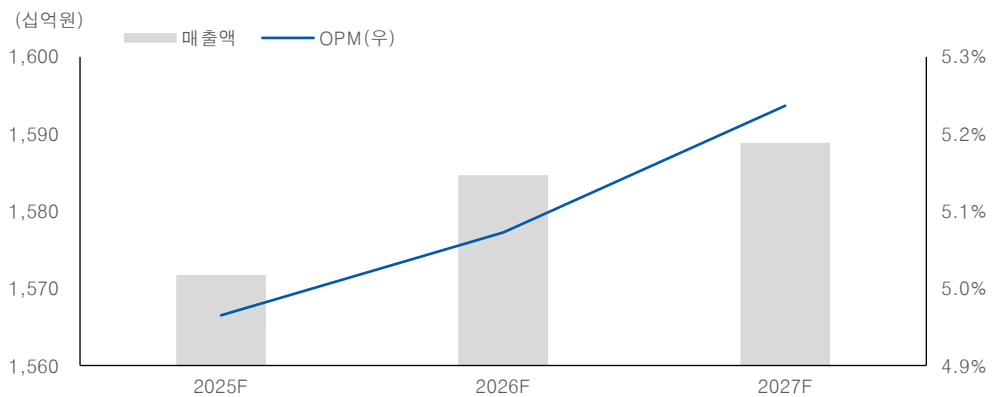
자료: 풀무원, 유안타증권 리서치센터

미국 법인 실적 추이



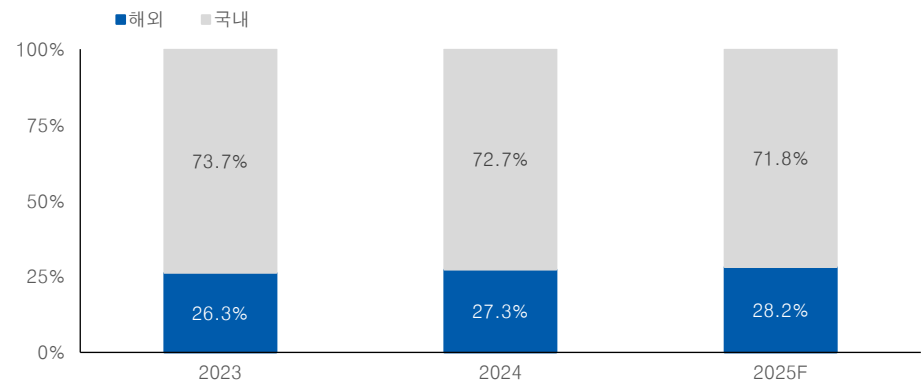
자료: 풀무원, 유안타증권 리서치센터

국내식품제조 실적 전망



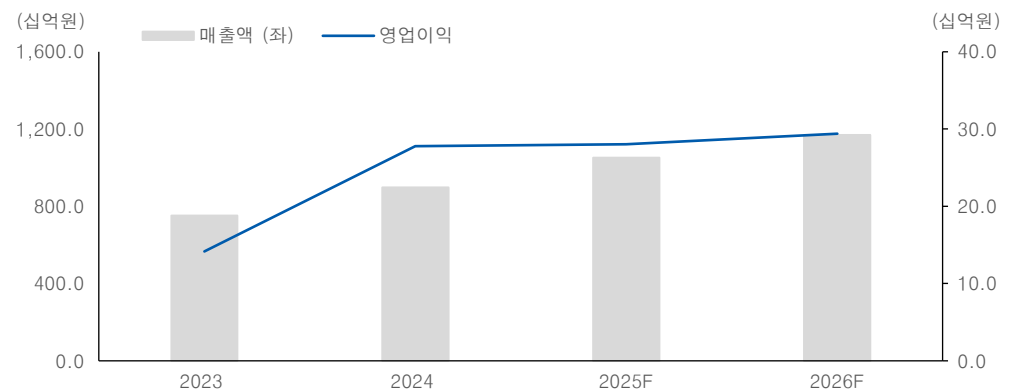
자료: 풀무원, 유안타증권 리서치센터

식품 내 국내 및 해외 매출 비중 추이



자료: 풀무원, 유안타증권 리서치센터

식품서비스유통 실적 추이 및 전망



자료: 풀무원, 유안타증권 리서치센터

폴무원 (017810) 추정재무제표 (K-IFRS 연결)

손익계산서		(단위: 십억원)				
결산(12월)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F	
매출액	2,993	3,214	3,436	3,665	3,961	
매출원가	2,234	2,399	2,577	2,738	2,965	
매출총이익	759	814	859	927	996	
판매비	697	723	758	769	852	
영업이익	62	92	101	158	143	
EBITDA	210	253	243	283	253	
영업외손익	-48	-51	-54	-55	-52	
외환관련손익	0	10	3	3	3	
이자손익	-53	-62	-62	-59	-56	
관계기업관련손익	-1	-1	-1	-1	-1	
기타	6	2	6	1	1	
법인세비용차감전순이익	14	41	48	102	91	
법인세비용	1	7	1	18	11	
계속사업순이익	13	34	47	85	80	
중단사업순이익	0	0	0	0	0	
당기순이익	13	34	47	85	80	
지배지분순이익	20	35	41	63	76	
포괄순이익	21	58	71	108	104	
지배지분포괄이익	26	55	67	102	98	

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

현금흐름표		(단위: 십억원)				
결산(12월)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F	
영업활동 현금흐름	194	173	185	205	180	
당기순이익	13	34	47	85	80	
감가상각비	139	152	134	118	104	
외환손익	1	-5	-3	-3	-3	
종속, 관계기업관련손익	0	0	1	1	1	
자산부채의 증감	-29	-41	-33	-33	-39	
기타현금흐름	70	33	39	38	37	
투자활동 현금흐름	-148	-107	-7	-7	-7	
투자자산	-23	-13	0	0	0	
유형자산 증가 (CAPEX)	-123	-93	0	0	0	
유형자산 감소	2	3	0	0	0	
기타현금흐름	-4	-4	-7	-7	-7	
재무활동 현금흐름	-51	-27	-8	-8	-7	
단기차입금	96	19	2	2	3	
사채 및 장기차입금	25	33	0	0	0	
자본	-8	-53	0	0	0	
현금배당	-17	-19	-4	-4	-4	
기타현금흐름	-147	-7	-7	-7	-7	
연결범위변동 등 기타	0	4	40	38	43	
현금의 증감	-5	43	210	228	208	
기초 현금	133	127	170	381	609	
기말 현금	127	170	381	609	817	
NOPLAT	62	92	101	158	143	
FCF	71	79	185	205	180	

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

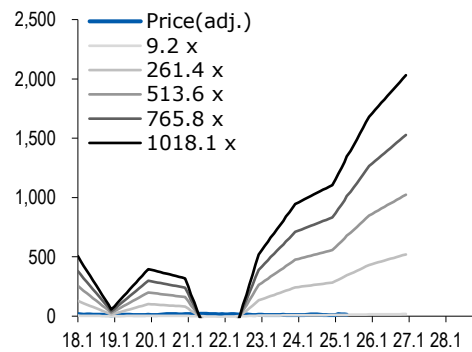
재무상태표				(단위: 십억원)	
결산(12월)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
유동자산	730	818	1,062	1,328	1,585
현금및현금성자산	127	170	381	609	817
매출채권 및 기타채권	281	304	322	344	371
재고자산	165	187	200	213	231
비유동자산	1,427	1,513	1,372	1,247	1,138
유형자산	1,197	1,248	1,114	996	892
관계기업등 지분관련자산	5	5	5	5	6
기타투자자산	18	12	12	12	12
자산총계	2,157	2,331	2,434	2,575	2,723
유동부채	978	1,145	1,177	1,210	1,252
매입채무 및 기타채무	348	354	378	403	436
단기차입금	433	444	444	444	444
유동성장기부채	109	239	239	239	239
비유동부채	672	603	606	610	615
장기차입금	191	131	131	131	131
사채	140	60	60	60	60
부채총계	1,650	1,748	1,783	1,820	1,868
지배지분	318	304	365	448	544
자본금	21	21	21	21	21
자본잉여금	38	-15	-15	-15	-15
이익잉여금	145	152	189	249	321
비지배지분	189	280	285	307	311
자본총계	507	583	650	755	855
순차입금	966	978	770	544	338
총차입금	1,214	1,266	1,269	1,271	1,274

Valuation 지표		(단위: 원, 배, %)				
결산(12월)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F	
EPS	512	929	1,086	1,652	1,995	
BPS	8,638	8,237	9,904	12,155	14,762	
EBITDAPS	5,381	6,627	6,372	7,416	6,639	
SPS	76,724	84,304	90,144	96,150	103,902	
DPS	102	102	102	102	102	
PER	20.7	12.8	11.7	7.7	6.4	
PBR	1.2	1.4	1.3	1.0	0.9	
EV/EBITDA	7.4	6.8	6.3	4.7	4.5	
PSR	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	

재무비율		(단위: 배, %)				
결산(12월)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F	
매출액 증가율 (%)	5.5	7.4	6.9	6.7	8.1	
영업이익 증가율 (%)	135.4	48.2	10.3	55.9	-9.3	
지배순이익 증가율 (%)	흑전	81.4	16.9	52.1	20.7	
매출총이익률 (%)	25.4	25.3	25.0	25.3	25.1	
영업이익률 (%)	2.1	2.9	2.9	4.3	3.6	
지배순이익률 (%)	0.7	1.1	1.2	1.7	1.9	
EBITDA 마진 (%)	7.0	7.9	7.1	7.7	6.4	
ROIC	4.4	5.4	7.1	10.3	10.9	
ROA	0.9	1.6	1.7	2.5	2.9	
ROE	5.3	11.4	12.4	15.5	15.3	
부채비율 (%)	325.8	299.6	274.2	241.0	218.3	
순차입금/자기자본 (%)	304.0	322.0	210.8	121.3	62.1	
영업이익/금융비용 (배)	1.1	1.4	1.5	2.3	2.1	

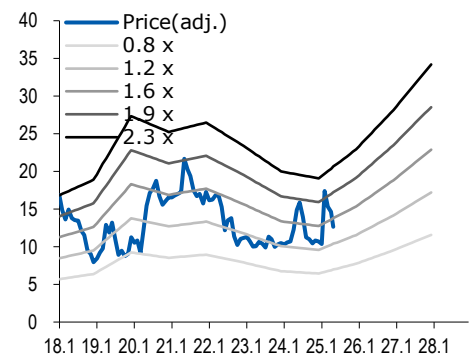
P/E band chart

(천원)

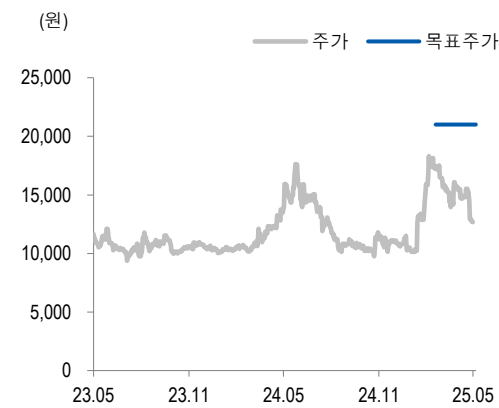


P/B band chart

(천원)



풀무원 (017810) 투자등급 및 목표주가 추이



일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점	과리율 평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
2025-05-23	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)	93.7
Hold(중립)	6.3
Sell(비중축소)	0
합계	100.0

주: 기준일 2025-05-22

※ 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.