

풀무원 (017810)

남아있는 미국 턴어라운드 과제

2Q25 Review: 컨센서스 부합

풀무원의 2Q25 연결 매출은 8,391억원(YoY +5.8%), 영업이익은 196억원(YoY +16.1%, OPM 2.3%)으로 컨센서스에 부합했다. 국내 식품제조유통 부문이 신제품 및 고수익 채널 전략으로 실적 개선세를 이끌었다. 국내 식품제조유통 매출은 4,170억원(YoY +6.2%), 영업이익은 246억원(YoY +87.8%, OPM 5.9%)으로 분기 최고 수준의 수익성을 기록했다. 냉모밀·냉면 등 여름 시즌 제품과 ‘풀무원 다논’ 그릭요거트의 고성장이 외형 확대를 견인했다. B2B 부문도 신규 수주 확대와 푸드머스의 채널 전략 효과로 이익률이 개선됐다. 반면 해외는 매출 1,493억원(YoY -0.9%)에 영업손실 -78억원을 기록했다. 미국은 클럽채널 판매 조정으로 매출이 982억원(YoY -3.6%)에 그쳤고, 적자 폭이 확대됐다. 중국은 296억원(YoY +29.8%)으로 회원제 채널과 냉동김밥 판매가 견조해 흑자 기조를 유지했다. 일본은 구조조정 과정에서 매출 부진(YoY -17.1%)과 고정비 부담으로 적자가 지속됐다. 지배주주 순이익은 -68억원으로 적자 전환했다. 차입금 증가에 따른 금융비용과 해외법인 환율 손실 등이 반영되었다.

하반기 거는 기대: 미국 턴어라운드, 중국 성장 지속

3Q25에는 국내 식품제조유통의 계절효과가 이어지고, 식품서비스·유통 부문에서도 컨세션·단체급식 신규 대형 수주 효과가 본격화될 전망이다. 해외는 미국에서 두부 신규 입점이 확대되고, 3분기부터 PB 제품 출시가 본격화되며 적자폭이 크게 축소될 전망이다. 중국은 회원제 채널과 냉동김밥 SKU 확대를 통해 성장이 이어질 것으로 보인다. 다만 일본은 구조조정이 완료되는 4Q25까지 실적 기여는 제한적일 전망이다. 동사는 국내 식품제조유통의 안정적인 성장과 중국의 고성장은 긍정적이지만, 금융비용과 환율 변수에 따른 순이익 변동성이 크다는 점은 단기 리스크 요인이다. 보수적으로 추정 시 3Q25 매출액은 8,906억원(YoY +6.8%), 영업이익은 261억원(YoY -21.6%, OPM 2.9%) 수준이 예상된다.

하반기에는 미국 법인의 턴어라운드가 주가 리레이팅의 핵심 변수가 될 것이다. 현재 주가는 26F PER 11배로 국내 음식료 Peer 평균 대비 할인 구간에 있다. 중국 고성장에도 더해, 하반기 미국 턴어라운드 기대가 남아 있다는 점은 멀티플 확장의 근거로 작용한다. 목표주가 21,000원을 유지한다.



손현정 음식료/전력기기
hyunjeong.son@yuantakorea.com

BUY (M)

목표주가 21,000원 (M)

직전 목표주가 21,000원

현재주가 (8/14) 15,440원

상승여력 36%

시가총액 5,886억원

총발행주식수 38,120,542주

60일 평균 거래대금 100억원

60일 평균 거래량 637,269주

52주 고/저 18,310원 / 9,760원

외인지분율 0.16%

배당수익률 0.95%

주요주주 남승우 외 17 인

주가수익률 (%) 1개월 3개월 12개월

절대 21.4 2.7 18.1

상대 20.5 (16.0) (3.2)

절대 (달러환산) 21.3 5.5 16.3

Quarterly earning Forecasts

(십억원, %)

	2Q25P	전년동기대비	전분기대비	컨센서스	컨센서스대비
매출액	839	5.8	5.7	840	-0.1
영업이익	20	16.1	73.7	21	-4.7
세전계속사업이익	0	적전	적지	3	-112.8
지배순이익	-7	적전	적지	3	-306.5
영업이익률 (%)	2.3	+0.2 %pt	+0.9 %pt	2.4	-0.1 %pt
지배순이익률 (%)	-0.8	적전	적지	0.4	-1.2 %pt

자료: 유안타증권

Forecasts and valuations (K-IFRS 연결)

(십억원, 원, %, 배)

결산 (12월)	2023A	2024A	2025F	2026F
매출액	2,993	3,214	3,411	3,632
영업이익	62	92	81	154
지배순이익	20	35	18	55
PER	20.7	12.8	32.9	10.8
PBR	1.2	1.4	1.7	1.4
EV/EBITDA	7.4	6.8	7.5	5.3
ROE	5.3	11.4	5.5	14.4

자료: 유안타증권

금융투자분석사의 확인 및 중요 공시는 Appendix 참조

풀무원 2Q25 Review						(단위: 십억원)	
	2Q25P	2Q24	YoY	1Q25	QoQ	당사 추정치	Diff
매출액	839.1	793.1	5.8%	793.5	5.7%	846.0	-0.8%
영업이익	19.6	16.9	16.1%	11.3	73.7%	22.0	-11.0%
영업이익률	2.3%	2.1%	0.2%p	1.4%	0.9%p	2.6%	-0.3%p

자료: 유안타증권 리서치센터

당사 풀무원 실적 추정 변경 내역									(단위: 십억원)
	기존 추정			신규 추정			변화율		
	3Q25F	2025F	2026F	3Q25F	2025F	2026F	3Q25F	2025F	2026F
매출액	910.1	3,436.3	3,665.3	890.6	3,411.0	3,632.2	-2.1%	-0.7%	-0.9%
영업이익	35.0	101.3	116.5	26.1	80.8	117.4	-25.4%	-20.2%	0.8%
영업이익률	3.8%	2.9%	3.2%	2.9%	2.4%	3.2%	-0.9%p	-0.6%p	0.1%p
당기순이익(지배)	19.5	40.8	61.6	9.6	17.9	54.5	-50.8%	-56.1%	-11.5%

자료: 유안타증권 리서치센터

폴무원 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)

		1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25P	3Q25F	4Q25F	2024	2025F	2026F
매출액		769.3	793.1	833.7	817.7	793.5	839.1	890.6	887.8	3,213.7	3,411.0	3,632.2
국내 식품제조유통		385.4	392.6	403.1	395.8	371.9	417.0	414.0	400.2	1,576.9	1,603.1	1,629.9
식품서비스유통		204.5	224.1	240.5	228.8	229.7	245.4	281.3	268.0	897.9	1,024.4	1,134.8
건강케어		24.6	25.6	26.3	26.6	24.6	26.8	26.6	27.2	103.1	105.2	107.2
해외 식품제조유통		154.5	150.6	163.6	166.5	166.8	149.3	168.5	192.3	635.2	676.9	758.2
	미국	109.8	101.9	117.5	115.3	115.5	98.2	129.3	140.7	444.5	483.6	536.8
	일본	24.1	25.1	23.8	25.4	22.2	20.8	21.4	22.9	98.4	87.3	85.5
	중국	19.7	22.8	21.5	24.7	28.1	29.6	26.9	28.7	88.7	113.2	135.0
지주 및 기타 연결조정		0.3	0.1	0.2	-	0.6	0.6	0.2	-	0.6	1.4	2.1
% YoY		5.4%	5.0%	11.7%	7.3%	3.1%	5.8%	6.8%	8.6%	7.4%	6.1%	6.5%
국내 식품제조유통		2.3%	-1.1%	1.1%	-1.0%	-3.5%	6.2%	2.7%	1.1%	0.3%	1.7%	1.7%
식품서비스유통		14.8%	16.1%	30.4%	16.5%	12.3%	9.5%	17.0%	17.1%	19.4%	14.1%	10.8%
건강케어		-10.5%	-11.1%	2.7%	3.9%	-0.1%	4.7%	1.0%	2.4%	-4.1%	2.0%	1.9%
해외 식품제조유통		5.0%	10.4%	19.6%	18.9%	7.9%	-0.9%	3.0%	15.5%	13.4%	6.6%	12.0%
	미국	14.7%	15.7%	33.4%	23.2%	5.2%	-3.6%	10.0%	22.0%	21.6%	8.8%	11.0%
	일본	-11.4%	-14.0%	-14.1%	-1.2%	-7.9%	-17.1%	-10.0%	-10.0%	-10.4%	-11.3%	-2.1%
	중국	-18.3%	23.2%	9.1%	26.7%	42.6%	29.8%	25.0%	16.0%	8.4%	27.7%	19.2%
% 매출비중												
국내 식품제조유통		50.1%	49.5%	48.4%	48.4%	46.9%	49.7%	46.5%	45.1%	49.1%	47.0%	44.9%
식품서비스유통		26.6%	28.3%	28.8%	28.0%	28.9%	29.2%	31.6%	30.2%	27.9%	30.0%	31.2%
건강케어		3.2%	3.2%	3.2%	3.3%	3.1%	3.2%	3.0%	3.1%	3.2%	3.1%	3.0%
해외 식품제조유통		20.1%	19.0%	19.6%	20.4%	21.0%	17.8%	18.9%	21.7%	19.8%	19.8%	20.9%
	미국	14.3%	12.8%	14.1%	14.1%	14.6%	11.7%	14.5%	15.8%	13.8%	14.2%	14.8%
	일본	3.1%	3.2%	2.9%	3.1%	2.8%	2.5%	2.4%	2.6%	3.1%	2.6%	2.4%
	중국	2.6%	2.9%	2.6%	3.0%	3.5%	3.5%	3.0%	3.2%	2.8%	3.3%	3.7%
영업이익		15.7	16.9	33.3	26.0	11.3	19.6	26.1	23.9	91.8	80.8	117.4
% YoY		27.7%	0.4%	52.0%	135.6%	-28.1%	16.1%	-21.6%	-8.2%	48.2%	-12.0%	45.3%
% 영업이익률		2.0%	2.1%	4.0%	3.2%	1.4%	2.3%	2.9%	2.7%	2.9%	2.4%	3.2%

자료: 유안타증권 리서치센터

Peer 밸류에이션 테이블		(단위: 십억원, 십억 CHF, 십억 USD)			
		풀무원	CJ 제일제당	Nestle(NESN.SW)	Kraft Heinz(KHC)
시가총액		589	3,553	186	33
매출액	2024	3,214	29,359	92	26
	2025F	3,411	29,723	90	25
	2026F	3,632	30,338	92	25
영업이익	2024	92	1,553	16	5
	2025F	81	1,471	14	5
	2026F	117	1,611	15	5
영업이익률	2024	2.9%	5.3%	17.4%	20.7%
	2025F	2.4%	5.0%	15.7%	19.5%
	2026F	3.2%	5.3%	16.1%	19.6%
당기순이익(지배)	2024	35	148	11	3
	2025F	18	286	10	3
	2026F	55	397	11	3
PER	2024	12.8	33.9	20.0	15.0
	2025F	32.9	12.4	18.3	10.8
	2026F	10.8	8.9	16.9	10.6

자료: 유안타증권 리서치센터

폴무원 (017810) 추정재무제표 (K-IFRS 연결)

손익계산서				(단위: 십억원)	
결산(12월)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액	2,993	3,214	3,411	3,632	3,902
매출원가	2,234	2,399	2,579	2,720	2,928
매출총이익	759	814	832	912	975
판매비	697	723	751	759	837
영업이익	62	92	81	154	138
EBITDA	210	253	222	278	247
영업외손익	-48	-51	-54	-56	-53
외환관련 손익	0	10	3	3	3
이자손익	-53	-62	-62	-59	-56
관계기업관련손익	-1	-1	-1	-1	-1
기타	6	2	6	1	1
법인세비용차감전순손익	14	41	27	98	85
법인세비용	1	7	7	24	21
계속사업순손익	13	34	20	73	63
중단사업순손익	0	0	0	0	0
당기순이익	13	34	20	73	63
지배지분순이익	20	35	18	55	60
포괄순이익	21	58	44	97	87
지배지분포괄이익	26	55	41	91	82

주: 영업이익 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	160	194	166
당기순이익	13	34	20	73	63
감가상각비	139	152	134	118	104
외환손익	1	-5	-3	-3	-3
중속, 관계기업관련손익	0	0	1	1	1
자산부채의 증감	-29	-41	-31	-33	-37
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	-8
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	39	37	41
현금의 증감	-5	43	184	217	192
기초 현금	133	127	170	354	571
기말 현금	127	170	354	571	763
NOPLAT	62	92	81	154	138
FCF	71	79	160	194	166

자료: 유안타증권

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

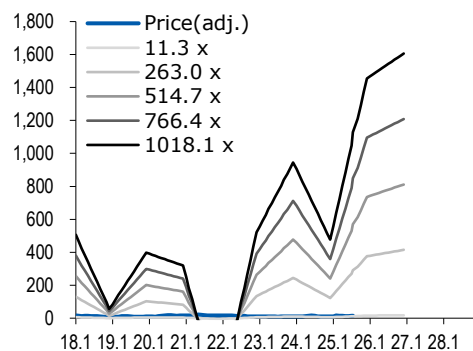
재무상태표			(단위: 십억원)		
결산(12월)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
유동자산	730	818	1,031	1,285	1,521
현금및현금성자산	127	170	354	571	763
매출채권 및 기타채권	281	304	320	341	366
재고자산	165	187	199	211	227
비유동자산	1,427	1,513	1,372	1,247	1,138
유형자산	1,197	1,248	1,114	996	892
관계기업등 지분관련자산	5	5	5	5	6
기타투자자산	18	12	12	12	12
자산총계	2,157	2,331	2,403	2,532	2,659
유동부채	978	1,145	1,173	1,205	1,244
매입채무 및 기타채무	348	354	375	400	429
단기차입금	433	444	444	444	444
유동성장기부채	109	239	239	239	239
비유동부채	672	603	606	610	614
장기차입금	191	131	131	131	131
사채	140	60	60	60	60
부채총계	1,650	1,748	1,779	1,815	1,858
지배지분	318	304	342	416	496
자본금	21	21	21	21	21
자본잉여금	38	-15	-15	-15	-15
이익잉여금	145	152	166	217	273
비지배지분	189	280	282	301	304
자본총계	507	583	624	717	801
순차입금	966	978	796	581	392
총차입금	1,214	1,266	1,268	1,271	1,273

Valuation 지표		(단위: 원, 배, %)				
결산(12월)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F	
EPS	512	929	469	1,430	1,577	
BPS	8,638	8,237	9,265	11,287	13,462	
EBITDAPS	5,381	6,627	5,835	7,302	6,492	
SPS	76,724	84,304	89,478	95,282	102,361	
DPS	102	102	102	102	102	
PER	20.7	12.8	32.9	10.8	9.8	
PBR	1.2	1.4	1.7	1.4	1.1	
EV/EBITDA	7.4	6.8	7.5	5.3	5.2	
PSR	0.1	0.1	0.2	0.2	0.2	

재무비율		(단위: 배, %)				
결산(12월)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F	
매출액 증가율 (%)	5.5	7.4	6.1	6.5	7.4	
영업이익 증가율 (%)	135.4	48.2	-12.0	90.1	-10.4	
지배순이익 증가율 (%)	흑전	81.4	-49.5	204.9	10.3	
매출총이익률 (%)	25.4	25.3	24.4	25.1	25.0	
영업이익률 (%)	2.1	2.9	2.4	4.2	3.5	
지배순이익률 (%)	0.7	1.1	0.5	1.5	1.5	
EBITDA 마진 (%)	7.0	7.9	6.5	7.7	6.3	
ROIC	4.4	5.4	4.3	9.1	8.9	
ROA	0.9	1.6	0.8	2.2	2.3	
ROE	5.3	11.4	5.5	14.4	13.2	
부채비율 (%)	325.8	299.6	285.3	253.1	232.1	
순차입금/자기자본 (%)	304.0	322.0	233.0	139.7	79.0	
영업이익/금융비용 (배)	1.1	1.4	1.2	2.3	2.0	

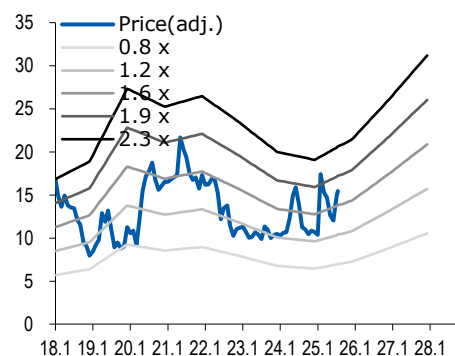
P/E band chart

(천원)



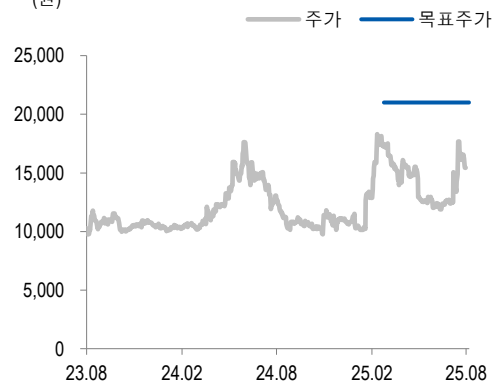
P/B band chart

(천원)



풀무원 (017810) 투자등급 및 목표주가 추이

(원)



일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점	과리율 평균주가 대비 최고(최저) 주가 대비
2025-08-18	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	투자여건 비율(%)
Strong Buy(매수)	0
Buy(매수)	93.5
Hold(중립)	6.5
Sell(비중축소)	0
합계	100.0

주: 기준일 2025-08-16

※ 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.