풀무원 (017810)



손현정 음식료/전력기기
hyunjeong.son@yuantakorea.com
김고은 Research Assistant
koeun2.kim@yuantakorea.com

기다리던 서프라이즈

3Q25 Review: 미국 법인의 회복 시그널

풀무원의 3Q25 매출은 8,884억원(YoY +6.6%), 영업이익은 381억원(YoY +14.4%, OPM 4.3%)으로 컨센서스 및 당사 추정치를 크게 상회하며 이익 서프라이즈를 기록했다. 국내 식품은 신제품 중심의 B2C 매출 증가로 이익이 확대됐고, 식품서비스는 상반기 수주한 산업체 신규 사업장의 정상화로 수익성이 개선됐다. **해외 식품은 미국 법인의 두부제품 신규 공급, B2B 확대를 기반으로 분기 BEP를 달성하며 회복 흐름을 보였고, 중국 냉동김밥 인기도 고성장세**에 기여했다. 건강케어 부문 역시 방문판매 회복으로 적자 폭을 줄이며 전사적으로 개선 흐름이 나타난 분기였다.

국내 식품 매출은 4,254억원(YoY +5.5%), 영업이익은 288억원(YoY +16.7%, OPM 6.8%)으로 신제품 기여 확대가 이익 레버리지로 연결됐다. **식품서비스·유통은 매출 2,610억원(YoY +8.5%), 영업이익 148억원(YoY +42.2%, OPM 5.7%)으로 산업체·공항 채널이 실적을 견인**했다. 해외 부문에서는 미국 법인의 신규 채널 진출이 본격화되며 구조적 회복의 초기 국면에 진입했고, 중국은 회원제 채널 중심의 성장세가 유지되며 흑자를 이어갔다. 일본은 구조조정 비용으로 적자가 지속됐으나 공장 통합을 중심으로 비용 효율화 작업이 진행 중이다.

4Q25 해외 중심의 턴어라운드 본격화

4Q25에도 미국 외형성장과 함께 흑자 지속, 중국 냉동김밥의 고성장세 유지, 일본 공장 통합 효과에 따른 적자 축소가 예상된다. 이는 **해외 부문의 체력 회복을 의미하며, 동사의 중기 실적 레벨과 밸류에이션 확장의 핵심 요인으로 작용할 전망**이다. 다만 일본 구조조정 비용과 건강케어 사업의 체질 개선 속도, 금융비용 부담은 단기 변동 요인으로 남아 있다. 그럼에도 중국법인의 성장은 견조하며, **미국 법인의 손익 턴어라운드는 동사 이익 방향성의 가장 중요한 변수**다. 현재 주가는 26F PER 8배로 음식료 Peer 대비 할인되어 있으며, 해외 실적 개선이 구체화될 경우 멀티플 확장이 가능하다. 목표주가 21,000원을 유지한다.

BUY (M)

목표주가	21,000원 (M)
직전 목표주가	21,000원
현재주가 (11/14)	13,040원
상승여력	61%

시가총액	4,971억원
총발행주식수	38,120,542주
60일 평균 거래대금	36억원
60일 평균 거래량	249,498주
52주 고/저	18,310원 / 10,140원
외인지분율	0.48%
배당수익률	0.95%
주요주주	남승우 외 17 인

주가수익률 (%)	1개월	3개월	12개월
절대	(3.9)	(15.5)	25.7
상대	(14.7)	(32.1)	(24.2)
절대 (달러환산)	(5.6)	(19.9)	21.3

Quarterly earning Forecasts (십억원, %)

	3Q25P	전년동기대비	전분기대비	컨센서스	컨센서스대비
매출액	888	6.6	5.9	882	0.7
영업이익	38	14.4	94.7	31	21.1
세전계속사업이익	26	73.1	흑전		
지배순이익	22	50.3	흑전	17	25.3
영업이익률 (%)	4.3	+0.3 %pt	+2.0 %pt	3.6	+0.7 %pt
지배순이익률 (%)	2.5	+0.8 %pt	흑전	2.0	+0.5 %pt

자료: 유안타증권

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

결산 (12월)	2023A	2024A	2025F	2026F
매출액	2,993	3,214	3,391	3,620
영업이익	62	92	100	171
지배순이익	20	35	28	60
PER	20.7	12.8	17.5	8.2
PBR	1.2	1.4	1.4	1.1
EV/EBITDA	7.4	6.8	6.5	4.6
ROE	5.3	11.4	8.7	15.4

자료: 유안타증권

금융투자분석사의 확인 및 중요 공시는 Appendix 참조

풀무원 3Q25 Review (단위: 십억원)

	3Q25P	3Q24	YoY	2Q25	QoQ	당사 추정치	Diff
매출액	888.4	833.7	6.6%	839.1	5.9%	890.6	-0.2%
영업이익	38.1	33.3	14.4%	19.6	94.7%	26.1	45.9%
영업이익률	4.3%	4.0%	+0.3%p	2.3%	+2.0%p	2.9%	+1.4%p

자료: 유안타증권 리서치센터

당사 풀무원 실적 추정 변경 내역 (단위: 십억원)

	기존 추정			신규 추정			변화율		
	4Q25F	2025F	2026F	4Q25F	2025F	2026F	4Q25F	2025F	2026F
매출액	887.8	3,411.0	3,632.2	869.6	3,390.6	3,620.2	-2.1%	-0.6%	-0.3%
영업이익	23.8	80.8	117.3	30.7	99.6	132.6	28.9%	23.4%	13.0%
영업이익률	2.7%	2.4%	3.2%	3.5%	2.9%	3.7%	0.8%p	0.6%p	0.4%p
당기순이익(지배)	16.9	17.9	54.5	15.1	28.4	60.3	-10.1%	58.6%	10.6%

자료: 유안타증권 리서치센터

풀무원 실적 추이 및 전망 (단위: 십억원)

		1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25P	4Q25F	2024	2025F	2026F
매출액		**769.3**	**793.1**	**833.7**	**817.7**	**793.5**	**839.1**	**888.4**	**869.6**	**3,213.7**	**3,390.6**	**3,620.2**
국내 식품제조유통		385.4	392.6	403.1	395.8	371.9	417.0	425.4	402.4	1,576.9	1,616.7	1,666.0
식품서비스유통		204.5	224.1	240.5	228.8	229.7	245.4	261.0	247.1	897.9	983.2	1,069.8
건강케어		24.6	25.6	26.3	26.6	24.6	26.8	28.9	27.7	103.1	108.0	114.7
해외 식품제조유통		154.5	150.6	163.6	166.5	166.8	149.3	172.7	192.3	635.2	681.0	766.0
	미국	109.8	101.9	117.5	115.3	115.5	98.2	124.5	140.7	444.5	478.9	528.4
	일본	24.1	25.1	23.8	25.4	22.2	20.8	20.7	22.9	98.4	86.6	84.8
	중국	19.7	22.8	21.5	24.7	28.1	29.6	26.6	28.7	88.7	113.0	134.1
지주 및 기타 연결조정		0.3	0.1	0.2	-	0.6	0.6	0.5	-	0.6	1.6	3.6
% YoY		**5.4%**	**5.0%**	**11.7%**	**7.3%**	**3.1%**	**5.8%**	**6.6%**	**6.3%**	**7.4%**	**5.5%**	**6.8%**
국내 식품제조유통		2.3%	-1.1%	1.1%	-1.0%	-3.5%	6.2%	5.5%	1.7%	0.3%	2.5%	3.0%
식품서비스유통		14.8%	16.1%	30.4%	16.5%	12.3%	9.5%	8.5%	8.0%	19.4%	9.5%	8.8%
건강케어		-10.5%	-11.1%	2.7%	3.9%	-0.1%	4.7%	9.8%	4.2%	-4.1%	4.7%	6.2%
해외 식품제조유통		5.0%	10.4%	19.6%	18.9%	7.9%	-0.9%	5.5%	15.5%	13.4%	7.2%	12.5%
	미국	14.7%	15.7%	33.4%	23.2%	5.2%	-3.6%	6.0%	22.0%	21.6%	7.7%	10.3%
	일본	-11.4%	-14.0%	-14.1%	-1.2%	-7.9%	-17.1%	-13.0%	-10.0%	-10.4%	-12.0%	-2.1%
	중국	-18.3%	23.2%	9.1%	26.7%	42.6%	29.8%	23.7%	16.0%	8.4%	27.3%	18.8%
% 매출비중												
국내 식품제조유통		50.1%	49.5%	48.4%	48.4%	46.9%	49.7%	47.9%	46.3%	49.1%	47.7%	46.0%
식품서비스유통		26.6%	28.3%	28.8%	28.0%	28.9%	29.2%	29.4%	28.4%	27.9%	29.0%	29.6%
건강케어		3.2%	3.2%	3.2%	3.3%	3.1%	3.2%	3.3%	3.2%	3.2%	3.2%	3.2%
해외 식품제조유통		20.1%	19.0%	19.6%	20.4%	21.0%	17.8%	19.4%	22.1%	19.8%	20.1%	21.2%
	미국	14.3%	12.8%	14.1%	14.1%	14.6%	11.7%	14.0%	16.2%	13.8%	14.1%	14.6%
	일본	3.1%	3.2%	2.9%	3.1%	2.8%	2.5%	2.3%	2.6%	3.1%	2.6%	2.3%
	중국	2.6%	2.9%	2.6%	3.0%	3.5%	3.5%	3.0%	3.3%	2.8%	3.3%	3.7%
영업이익		**15.7**	**16.9**	**33.3**	**26.0**	**11.3**	**19.6**	**38.1**	**30.7**	**91.8**	**99.6**	**132.6**
% YoY		27.7%	0.4%	52.0%	135.6%	-28.1%	16.1%	14.4%	18.0%	48.2%	8.5%	33.0%
% 영업이익률		2.0%	2.1%	4.0%	3.2%	1.4%	2.3%	4.3%	3.5%	2.9%	2.9%	3.7%

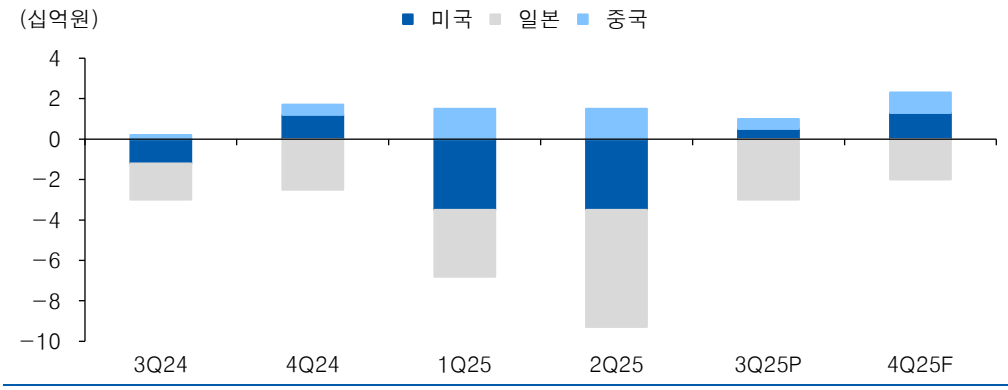
자료: 유안타증권 리서치센터

Peer 밸류에이션 테이블 (단위: 십억원, 십억 CHF, 십억 USD)

		풀무원	CJ 제일제당	Nestle(NESN.SW)	Kraft Heinz(KHC)
시가총액		497	3,410	207	30
매출액	2024	3,214	29,359	92	26
	2025F	3,391	29,723	90	25
	2026F	3,620	30,338	92	25
영업이익	2024	92	1,553	16	5
	2025F	100	1,471	14	5
	2026F	133	1,611	15	5
영업이익률	2024	2.9%	5.3%	17.4%	20.7%
	2025F	2.9%	5.0%	15.7%	19.5%
	2026F	3.7%	5.3%	16.1%	19.6%
당기순이익(지배)	2024	35	148	11	3
	2025F	28	286	10	3
	2026F	60	397	11	3
PER	2024	12.8	33.9	20.0	15.0
	2025F	17.5	11.9	20.4	9.6
	2026F	8.2	8.6	18.9	9.4

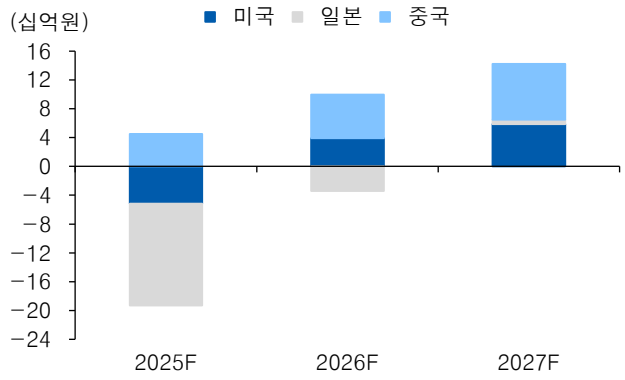
자료: 유안타증권 리서치센터

풀무원 해외법인 영업이익 추이 및 전망 (분기)



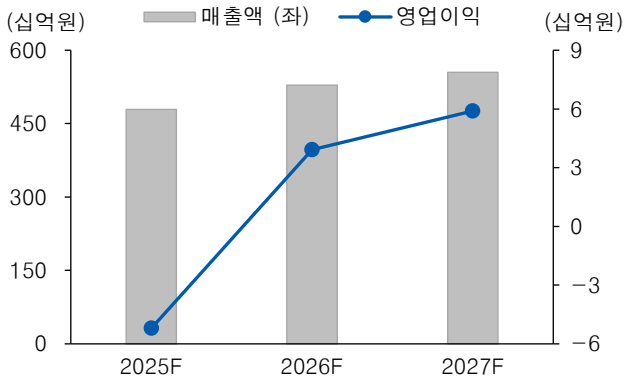
자료: 풀무원, 유안타증권 리서치센터

풀무원 해외법인 영업이익 추이 및 전망 (연간)



자료: 풀무원, 유안타증권 리서치센터

풀무원 미국 법인 실적 추이 및 전망



자료: 풀무원, 유안타증권 리서치센터

풀무원 (017810) 추정재무제표 (K-IFRS 연결)

손익계산서 (단위: 십억원)

결산(12월)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액	**2,993**	**3,214**	**3,391**	**3,620**	**3,865**
매출원가	2,234	2,399	2,551	2,704	2,875
매출총이익	759	814	840	916	991
판관비	697	723	740	745	822
영업이익	**62**	**92**	**100**	**171**	**169**
EBITDA	210	253	241	295	279
영업외손익	-48	-51	-57	-63	-58
외환관련손익	0	10	3	1	1
이자손익	-53	-62	-62	-59	-56
관계기업관련손익	-1	-1	-1	-1	-1
기타	6	2	3	-4	-2
법인세비용차감전순손익	14	41	43	108	111
법인세비용	1	7	11	27	28
계속사업순손익	13	34	32	81	83
중단사업순손익	0	0	0	0	0
당기순이익	13	34	32	81	83
지배지분순이익	**20**	**35**	**28**	**60**	**79**
포괄순이익	21	58	56	105	107
지배지분포괄이익	26	55	53	98	101

주: 영업이익 산출 기준은 기존 k-GAAP과 동일. 즉, 매출액에서 매출원가와 판관비만 차감

현금흐름표 (단위: 십억원)

결산(12월)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
영업활동 현금흐름	**194**	**173**	**174**	**203**	**190**
당기순이익	13	34	32	81	83
감가상각비	139	152	134	118	104
외환손익	1	-5	-3	-1	-1
종속,관계기업관련손익	0	0	1	1	1
자산부채의 증감	-29	-41	-29	-33	-35
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**	**-9**	**-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	37	36	37
현금의 증감	**-5**	**43**	**196**	**224**	**212**
기초 현금	133	127	170	366	591
기말 현금	127	170	366	591	802
NOPLAT	**62**	**92**	**100**	**171**	**169**
FCF	**71**	**79**	**174**	**203**	**190**

재무상태표 (단위: 십억원)

결산(12월)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
유동자산	**730**	**818**	**1,040**	**1,302**	**1,555**
현금및현금성자산	127	170	366	591	802
매출채권 및 기타채권	281	304	318	340	363
재고자산	165	187	197	211	225
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**	**2,412**	**2,550**	**2,693**
유동부채	978	1,145	1,171	1,204	1,239
매입채무 및 기타채무	348	354	373	398	425
단기차입금	433	444	444	444	444
유동성장기부채	109	239	239	239	239
비유동부채	672	603	606	609	614
장기차입금	191	131	131	131	131
사채	140	60	60	60	60
부채총계	**1,650**	**1,748**	**1,776**	**1,813**	**1,852**
지배지분	318	304	352	432	532
자본금	21	21	21	21	21
자본잉여금	38	-15	-15	-15	-15
이익잉여금	145	152	176	233	308
비지배지분	189	280	284	304	309
자본총계	**507**	**583**	**636**	**737**	**840**
순차입금	**966**	**978**	**784**	**561**	**352**
총차입금	1,214	1,266	1,268	1,270	1,273

Valuation 지표 (단위: 원, 배, %)

결산(12월)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
EPS	512	929	745	1,581	2,076
BPS	8,638	8,237	9,551	11,729	14,419
EBITDAPS	5,381	6,627	6,329	7,750	7,312
SPS	76,724	84,304	88,943	94,967	101,397
DPS	102	102	102	102	102
PER	**20.7**	**12.8**	**17.5**	**8.2**	**6.3**
PBR	**1.2**	**1.4**	**1.4**	**1.1**	**0.9**
EV/EBITDA	**7.4**	**6.8**	**6.5**	**4.6**	**4.2**
PSR	**0.1**	**0.1**	**0.1**	**0.1**	**0.1**

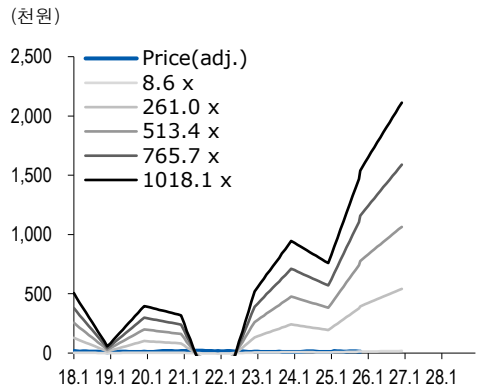
재무비율 (단위: 배, %)

결산(12월)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액 증가율 (%)	**5.5**	**7.4**	**5.5**	**6.8**	**6.8**
영업이익 증가율 (%)	**135.4**	**48.2**	**8.5**	**71.3**	**-1.1**
지배순이익 증가율 (%)	**흑전**	**81.4**	**-19.8**	**112.2**	**31.3**
매출총이익률 (%)	25.4	25.3	24.8	25.3	25.6
영업이익률 (%)	**2.1**	**2.9**	**2.9**	**4.7**	**4.4**
지배순이익률 (%)	0.7	1.1	0.8	1.7	2.0
EBITDA 마진 (%)	7.0	7.9	7.1	8.2	7.2
ROIC	4.4	5.4	5.3	10.1	10.9
ROA	0.9	1.6	1.2	2.4	3.0
ROE	**5.3**	**11.4**	**8.7**	**15.4**	**16.4**
부채비율 (%)	325.8	299.6	279.4	246.1	220.4
순차입금/자기자본 (%)	304.0	322.0	222.6	129.8	66.2
영업이익/금융비용 (배)	1.1	1.4	1.5	2.5	2.5

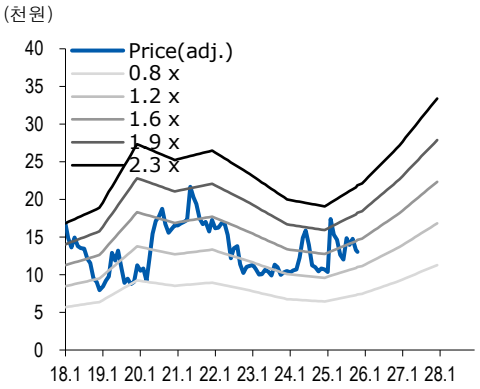
자료: 유안타증권

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 기준일로 함

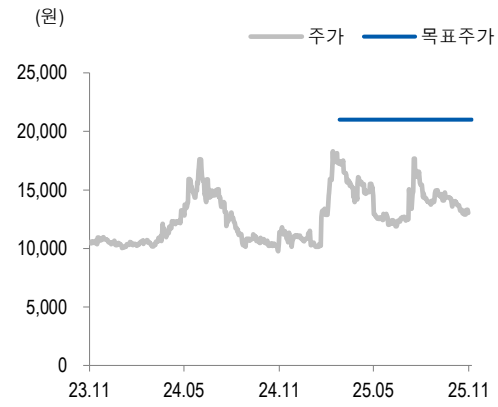
P/E band chart



P/B band chart



풀무원 (017810) 투자등급 및 목표주가 추이



일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점	괴리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
2025-11-17	BUY	21,000	1년		
2025-03-11	BUY	21,000	1년		
2024-06-28	Not Rated	-	1년		

자료: 유안타증권

주: 괴리율 = (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)	94.2
Hold(중립)	5.8
Sell(비중축소)	0
합계	100.0

주: 기준일 2025-11-15

※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.