



# 폴무원 (017810)

쌓이지 않는 곳간

**Not Rated**

현재주가(1/13): 11,520원

▶Analyst 한유정 yujung.han@hanwha.com 3772-7693 / RA 이다연 dayeon.lee@hanwha.com 3772-7690

## B/S의 관점에서

2024년 3분기 말 기준 폴무원의 연결 기준 부채총계는 1조 6,974억원, 자본총계는 5,286억원으로 부채비율은 321.1%다. 하지만 자본으로 분류하고 있는 전환사채 및 채권형신종자본증권이 총 3,255억원이다. 부채로 분류 시 연결 기준 부채총계는 2조 229억원, 자본총계는 2,031억원으로 부채비율은 996.0%다.

전환사채와 신종자본증권을 회계적으로는 자본으로 분류할 수 있지만 폴무원의 경우 1) 현재 발행한 전환사채와 신종자본증권은 발행일로부터 특정 기간 경과 시 변경금리로 변경되어 금리가 높아진다는 점, 2) 이러한 이유로 금리 변동 적용 시점에 대부분 차환을 택했다는 점, 3) 전환사채와 신종자본증권의 목적이 자본 확충의 목적보다는 운영 자금 조달의 필요성에 기인했다는 점에서 전환사채와 신종자본증권을 부채로 재분류한 재무구조 및 손익 분석도 필요하다고 판단한다.

## I/S의 관점에서

폴무원의 연결 기준 2024년 3분기 누적 금융비용은 502억원이지만, 자본에서 차감되고 있는 신종자본증권으로의 수익분배금은 112억원이다. 즉, 3,255억원의 전환사채와 신종자본증권을 자본으로 분류한다면 2024년 3분기 누적 금융비용은 502억원, 세전이익 233억원이지만, 부채로 분류한다면 누적 금융비용은 614억원, 세전이익은 121억원이다. 연간 추정치 기준으로는, 2024년, 2025년 지배주주순이익은 225억원, 236억원으로 추정하나 연간 세후 신종자본증권의 수익분배금 추정 수치 146억원을 반영하면 자본 차감분 반영 지배주주순이익은 79억원, 89억원에 그친다.

## C/F의 관점에서

전환사채 및 신종자본증권을 자본으로 분류해도 부채비율이 321.1%인 만큼 금융비용 규모가 상당해 영업이익과 세전이익간 괴리가 크다. 그럼에도 2020~2023년 보통주 현금 배당금 총액은 매년 38억원이었고, 이익잉여금에서 상당한 금액이 신종자본증권 수익분배금으로 지급되고 있기 때문에 2020년 이후 폴무원의 이익잉여금은 감소 추세다. 2024년 3분기 이익잉여금은 1,535억원, 현금성자산은 1,548억원에 불과하다.

총 8회의 전환사채 및 신종자본증권 중 (주)폴무원(별도)의 72회, 폴무원식품(100% 연결 자회사)의 69회, 71회, 72회, 75회, 76회 채권형신종자본증권(총 2,255억원)의 변경금리 적용 시점이 2025~2026년 중이다. 가장 날짜가 가까운 폴무원식품의 72회, 75회 채권형신종자본증권의 경우 각각 2025년 5월 30일, 2025년 10월 31일부터 '3년 만기 개별민평 수익률 + 가산금리 1.119% + 2.00% 적용', '2년 만기 개별민평 수익률 + 가산금리 2.048% + 2.50% 적용'으로 변동금리가 적용된다. 참고로 2025년 1월 13일 기준, 민평 3사 기준 폴무원식품(A-, negative)의 2년 만기 채권 수익률은 3.946%, 3년 만기 채권 수익률은 4.380%다.

이와 별도로 70회 전환사채(전환가능일 2024년 9월 6일, 전환가액 11,319원) 전환 시 희석율은 8.48%, 71회 전환사채도 추가로 전환 시 희석율은 11.29%로 70회 전환 전 대비는 최종 희석율은 18.82%다.

[표1] 풀무원 연결 기준 전환사채 및 신증자본증권 내역

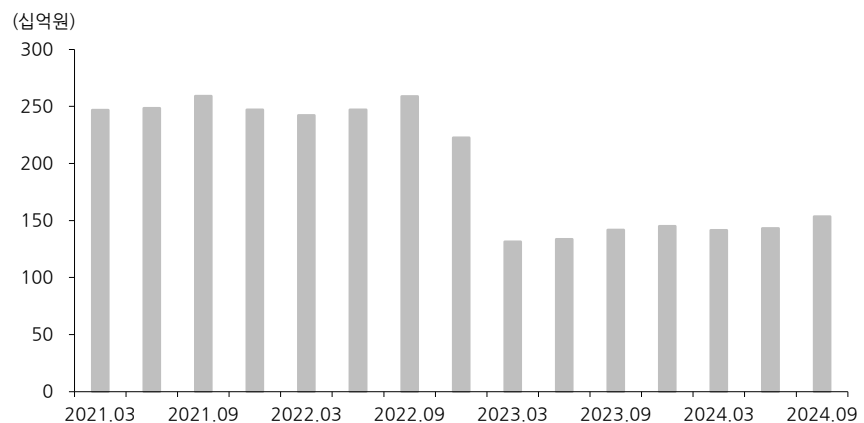
종류	발행금액	발행일	금리	
		만기일	1 차	2 차
풀무원 연결	3,255 억원			
풀무원 별도	1,700 억원			
70 회 전환사채	400 억원	2023 년 9 월 5 일 2053 년 9 월 5 일	표면 2%, 만기보장 연복리 8%	2028 년 9 월 5 일 미상환 시, 매 5 년마다 만기보장수익률+2.5% 가산
→ 전환가액 11,319 원, 전환가능일 2024 년 9 월 6 일, 전환가능주식수 3,533,881 주				
71 회 전환사채	600 억원	2023 년 9 월 5 일 2053 년 9 월 5 일	표면 2%, 만기보장 연복리 9.5%	2028 년 9 월 5 일 미상환 시, 매 5 년마다 만기보장수익률+2.5% 가산
→ 전환가액 11,319 원, 전환가능일 2026 년 9 월 6 일, 전환가능주식수 5,300,821 주				
72 회 채권형신증자본증권	700 억원	2024 년 7 월 24 일 2054 년 7 월 24 일	6.7%	발행 후 만 2 년이 되는 날 변경금리로 적용 (2 년 만기 개별민평 수익률 + 가산금리 +2.5% 적용)
풀무원식품	1,555 억원			
69 회 채권형신증자본증권	585 억원	2021 년 7 월 30 일 2051 년 7 월 30 일	5.5%	발행 후 만 5 년이 되는 날 변경금리로 적용 (5 년 만기 개별민평 수익률 + 가산금리 1.968% + 2.50% 적용)
71 회 채권형신증자본증권	100 억원	2021 년 10 월 14 일 2051 년 10 월 14 일	5.5%	발행 후 만 5 년이 되는 날 변경금리로 적용 (5 년 만기 개별민평 수익률 + 가산금리 1.414% + 2.50% 적용)
72 회 채권형신증자본증권	170 억원	2022 년 5 월 30 일 2052 년 5 월 30 일	5.8%	발행 후 만 3 년이 되는 날 변경금리로 적용 (3 년 만기 개별민평 수익률 + 가산금리 1.119% + 2.00% 적용)
75 회 채권형신증자본증권	200 억원	2023 년 10 월 31 일 2053 년 10 월 31 일	7.9%	발행 후 만 2 년이 되는 날 변경금리로 적용 (2 년 만기 개별민평 수익률 + 가산금리 2.048% + 2.50% 적용)
76 회 채권형신증자본증권	500 억원	2024 년 3 월 12 일 2054 년 3 월 21 일	6.4%	발행 후 만 2 년이 되는 날 변경금리로 적용 (2 년 만기 개별민평 수익률 + 가산금리 1.517% + 2.50% 적용)

주1: 2025년 1월 13일 기준, 민평 3사 기준 회사채(BBB+) 2년 만기 채권 수익률은 4.543~6.935%

주2: 2025년 1월 13일 기준, 민평 3사 기준 풀무원식품(A-, negative)의 2년 만기 채권 수익률은 3.946%, 3년 만기 채권 수익률은 4.380%, 5년 만기 채권 수익률은 5.222%

자료: Dart, 한화투자증권 리서치센터

[그림1] 풀무원 연결 기준 분기 이익잉여금



자료: 한화투자증권 리서치센터

[표2] 풀무원 분기 및 연간 실적 추정

(단위: 십억 원)

	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24E	1Q25E	2Q25E	3Q25E	4Q25E	2023	2024E	2025E
<b>매출액</b>	<b>769</b>	<b>793</b>	<b>834</b>	<b>791</b>	<b>806</b>	<b>845</b>	<b>904</b>	<b>847</b>	<b>2,993</b>	<b>3,187</b>	<b>3,402</b>
지주	40	30	28	31	42	31	30	33	130	130	136
식품제조유통	582	607	620	616	592	629	642	639	2,368	2,426	2,503
식품서비스유통	206	225	242	251	231	253	271	281	755	923	1,035
건강케어	31	32	34	23	22	22	36	24	141	119	104
해외	157	153	166	159	183	178	194	185	570	635	740
내부거래	-247	-254	-256	-288	-265	-268	-269	-314	-971	-1,045	-1,116
<b>YoY</b>	<b>5.4%</b>	<b>5.0%</b>	<b>11.7%</b>	<b>3.8%</b>	<b>4.7%</b>	<b>6.6%</b>	<b>8.5%</b>	<b>7.1%</b>	<b>3.4%</b>	<b>6.5%</b>	<b>6.7%</b>
지주	-1.7%	-4.3%	2.8%	3.9%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	2.4%	-0.1%	5.0%
식품제조유통	0.9%	-0.7%	8.6%	1.3%	1.8%	3.6%	3.6%	3.7%	2.7%	2.4%	3.2%
식품서비스유통	14.9%	16.3%	30.4%	27.1%	12.2%	12.2%	12.1%	12.0%	10.0%	22.2%	12.1%
건강케어	86.3%	90.5%	-54.3%	-34.0%	-30.0%	-30.0%	6.0%	6.0%	107.3%	-15.6%	-13.0%
해외	4.9%	10.1%	19.2%	11.6%	16.7%	16.5%	16.9%	16.4%	2.3%	11.4%	16.6%
내부거래	5.8%	7.3%	2.1%	15.3%	7.4%	5.5%	5.0%	9.0%	14.3%	7.7%	6.8%
<b>영업이익</b>	<b>16</b>	<b>17</b>	<b>32</b>	<b>18</b>	<b>18</b>	<b>21</b>	<b>36</b>	<b>21</b>	<b>62</b>	<b>83</b>	<b>96</b>
지주	14	4	6	2	14	4	6	2	24	25	26
식품제조유통	12	13	25	18	13	14	26	20	61	68	73
식품서비스유통	5	7	10	1	6	8	12	1	14	23	26
건강케어	-3	-4	-4	-2	-2	-3	-4	-2	-4	-12	-10
해외	-1	-2	-3	-1	0	-1	-2	-1	-22	-7	-4
내부거래	-12	-2	-2	0	-12	-2	-2	0	-11	-15	-15
<b>YoY</b>	<b>27.7%</b>	<b>0.5%</b>	<b>46.6%</b>	<b>66.3%</b>	<b>17.8%</b>	<b>23.3%</b>	<b>11.5%</b>	<b>11.7%</b>	<b>135.4%</b>	<b>33.9%</b>	<b>15.1%</b>
지주	-7.4%	-11.7%	98.7%	3.0%	3.0%	3.0%	3.0%	3.0%	-10.1%	4.8%	3.0%
식품제조유통	-3.3%	-4.0%	42.4%	4.9%	7.1%	8.1%	6.2%	7.0%	15.2%	11.9%	7.0%
식품서비스유통	238.7%	34.1%	50.1%	29.7%	14.5%	14.4%	14.4%	14.2%	952.7%	62.3%	14.4%
건강케어	적지	적지	적전	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지
해외	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지
<b>영업이익률</b>	<b>2.0%</b>	<b>2.1%</b>	<b>3.9%</b>	<b>2.3%</b>	<b>2.3%</b>	<b>2.5%</b>	<b>4.0%</b>	<b>2.4%</b>	<b>2.1%</b>	<b>2.6%</b>	<b>2.8%</b>
지주	34.5%	14.2%	19.5%	5.8%	33.8%	13.9%	19.2%	5.7%	18.8%	19.7%	19.3%
식품제조유통	2.0%	2.2%	4.0%	3.0%	2.1%	2.3%	4.1%	3.1%	2.6%	2.8%	2.9%
식품서비스유통	2.4%	3.0%	4.3%	0.4%	2.4%	3.0%	4.4%	0.4%	1.9%	2.5%	2.5%
건강케어	-8.2%	-11.5%	-10.8%	-9.0%	-8.1%	-11.2%	-10.6%	-8.8%	-3.0%	-10.0%	-9.8%
해외	-0.5%	-1.3%	-1.7%	-0.9%	-0.1%	-0.7%	-1.0%	-0.4%	-3.9%	-1.1%	-0.6%
<b>영업외손익</b>	<b>-11</b>	<b>-13</b>	<b>-18</b>	<b>-16</b>	<b>-13</b>	<b>-14</b>	<b>-16</b>	<b>-15</b>	<b>-48</b>	<b>-59</b>	<b>-58</b>
<b>세전이익</b>	<b>4</b>	<b>4</b>	<b>14</b>	<b>2</b>	<b>5</b>	<b>7</b>	<b>19</b>	<b>6</b>	<b>14</b>	<b>24</b>	<b>37</b>
<b>당기순이익</b>	<b>2</b>	<b>5</b>	<b>14</b>	<b>1</b>	<b>3</b>	<b>4</b>	<b>13</b>	<b>4</b>	<b>13</b>	<b>22</b>	<b>24</b>
<b>지배순이익(①)</b>	<b>2</b>	<b>5</b>	<b>14</b>	<b>1</b>	<b>5</b>	<b>4</b>	<b>12</b>	<b>2</b>	<b>20</b>	<b>23</b>	<b>24</b>
신종자본증권 수익분배금(세후, ②)	3	4	5	3	3	4	5	3	13	15	15
<b>자본 차감분 반영 지배 순이익(③=①-②)</b>	<b>-1</b>	<b>1</b>	<b>10</b>	<b>-3</b>	<b>2</b>	<b>0</b>	<b>8</b>	<b>-1</b>	<b>7</b>	<b>8</b>	<b>9</b>
<b>전환권(④)</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>1</b>	<b>2</b>	<b>2</b>
<b>희석분을 반영한 순이익(③+④)</b>	<b>0</b>	<b>1</b>	<b>10</b>	<b>-2</b>	<b>3</b>	<b>1</b>	<b>8</b>	<b>-1</b>	<b>7</b>	<b>9</b>	<b>11</b>

주: 지주 부문간수익, 국내식품제조유통 부문간수익, 식품서비스유통 부문간수익, 건강케어제조유통 부문간수익, 해외식품제조유통 부문간수익(내부거래)이 포함되어 있어 하단 내부 거래에서 제거한 수치

자료: 풀무원, 한화투자증권 리서치센터 추정

## [ 재무제표 ]

### 손익계산서

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2021	2022	2023	2024E	2025E
매출액	2,519	2,838	2,993	3,187	3,402
매출총이익	656	700	759	805	865
영업이익	39	26	62	84	96
EBITDA	167	164	210	244	255
순이자손익	-26	-36	-53	-61	-60
외화관련손익	0	0	0	2	1
지분법손익	-3	0	-1	-1	0
세전계속사업손익	14	-18	14	26	37
당기순이익	0	-37	13	23	24
지배주주순이익	13	-19	20	23	24
증가율(%)					
매출액	65.5	12.7	5.5	6.5	6.7
영업이익	-17.1	-31.6	135.4	35.8	13.5
EBITDA	70.1	-1.5	27.7	16.2	4.7
순이익	흑전	적전	흑전	74.4	4.2
이익률(%)					
매출총이익률	26.1	24.7	25.4	25.3	25.4
영업이익률	1.5	0.9	2.1	2.6	2.8
EBITDA 이익률	6.6	5.8	7.0	7.7	7.5
세전이익률	0.5	-0.6	0.5	0.8	1.1
순이익률	0.0	-1.3	0.4	0.7	0.7

### 현금흐름표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2021	2022	2023	2024E	2025E
영업현금흐름	118	92	194	186	173
당기순이익	0	-37	13	23	24
자산상각비	128	138	148	160	160
운전자본증감	-36	-65	-29	-3	-12
매출채권 감소(증가)	-12	-25	-25	6	-20
재고자산 감소(증가)	0	-24	5	5	-11
매입채무 증가(감소)	22	21	0	-27	21
투자현금흐름	-214	-141	-148	-73	-133
유형자산처분(취득)	-208	-137	-120	-97	-120
무형자산 감소(증가)	-6	-5	-5	-11	-8
투자자산 감소(증가)	10	30	4	48	0
재무현금흐름	117	64	-51	-100	-43
차입금의 증가(감소)	63	76	5	-54	-40
자본의 증가(감소)	-22	-18	-4	-46	-4
배당금의 지급	-13	-18	-4	-4	-4
총현금흐름	201	207	243	189	185
(-)운전자본증가(감소)	11	14	-39	-3	12
(-)설비투자	217	142	123	100	120
(+)자산매각	3	-1	-2	-8	-8
Free Cash Flow	-25	51	157	84	45
(-)기타투자	34	81	95	20	5
잉여현금	-59	-30	62	65	40
NOPLAT	1	19	58	77	62
(+) Dep	128	138	148	160	160
(-)운전자본투자	11	14	-39	-3	12
(-)Capex	217	142	123	100	120
OpFCF	-99	2	123	139	90

주: IFRS 연결 기준

### 재무상태표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2021	2022	2023	2024E	2025E
유동자산	711	752	730	704	737
현금성자산	132	133	128	141	138
매출채권	246	264	281	285	305
재고자산	141	169	165	162	173
비유동자산	1,258	1,297	1,427	1,489	1,461
투자자산	71	113	135	136	140
유형자산	1,085	1,086	1,197	1,232	1,203
무형자산	103	98	95	121	118
자산총계	1,969	2,049	2,157	2,192	2,198
유동부채	804	893	978	1,071	1,086
매입채무	319	335	348	300	321
유동성이자부채	443	506	568	699	690
비유동부채	576	610	672	601	573
비유동이자부채	539	587	646	568	538
부채총계	1,380	1,503	1,650	1,673	1,658
자본금	21	21	21	21	21
자본잉여금	82	47	38	-4	-4
이익잉여금	247	223	145	154	174
자본조정	116	122	113	-59	-59
자기주식	-13	-13	-13	-12	-12
자본총계	590	547	676	520	539

### 주요지표

(단위: 원, 배)

12 월 결산	2021	2022	2023	2024E	2025E
주당지표					
EPS	314	-488	531	610	639
BPS	11,068	9,780	12,774	7,388	7,908
DPS	102	102	102	160	160
CFPS	4,766	4,911	6,379	4,967	4,845
ROA(%)	0.7	-0.9	0.9	1.0	1.1
ROE(%)	2.9	-4.2	4.3	5.9	8.1
ROIC(%)	0.1	1.3	3.8	4.8	3.8
Multiples(x, %)					
PER	55.2	-23.0	19.8	17.9	18.0
PBR	1.6	1.1	0.8	1.5	1.5
PSR	0.3	0.2	0.1	0.1	0.1
PCR	3.6	2.3	1.6	2.2	2.4
EV/EBITDA	9.1	8.4	7.1	6.3	6.0
배당수익률	0.6	0.9	1.0	1.5	1.4
안정성(%)					
부채비율	233.9	274.9	244.2	321.9	307.5
Net debt/Equity	144.3	175.7	160.8	216.6	201.9
Net debt/EBITDA	510.0	584.3	517.5	461.4	426.7
유동비율	88.4	84.3	74.7	65.7	67.8
이자보상배율(배)	1.3	0.7	1.1	1.3	1.5
자산구조(%)					
투자자본	87.6	85.9	85.7	85.4	85.3
현금+투자자산	12.4	14.1	14.3	14.6	14.7
자본구조(%)					
차입금	62.5	66.7	64.2	70.9	69.5
자기자본	37.5	33.3	35.8	29.1	30.5

[ Compliance Notice ]

(공표일: 2025년 1월 14일)

이 자료는 조사분석 담당자가 객관적 사실에 근거해 작성하였으며, 타인의 부당한 압력이나 간섭없이 본인의 의견을 정확하게 반영했습니다. 본인은 이 자료에서 다른 종목과 관련해 공표일 현재 관련 법규상 알려야 할 재산적 이해관계가 없습니다. 본인은 이 자료를 기관투자자 또는 제 3자에게 사전에 제공한 사실이 없습니다. (한유정, 이다연)  
저희 회사는 공표일 현재 이 자료에서 다른 종목의 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.

이 자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위해 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로서 저작권이 당사에 있으며 불법 복제 및 배포를 금합니다. 이 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료나 정보출처로부터 얻은 것이지만, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 이 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과와 관련된 법적 책임소재에 대한 증빙으로 사용될 수 없습니다.

[ 종목 투자등급 ]

당사는 개별 종목에 대해 향후 1년간 +15% 이상의 절대수익률이 기대되는 종목에 대해 Buy(매수) 의견을 제시합니다. 또한 절대수익률 -15~+15%가 예상되는 종목에 대해 Hold(보유) 의견을, -15% 이하가 예상되는 종목에 대해 Sell(매도) 의견을 제시합니다. 밸류에이션 방법 등 절대수익률 산정은 개별 종목을 커버하는 애널리스트의 추정치에 따르며, 목표주가 산정이나 투자의견 변경 주기는 종목별로 다릅니다.

[ 산업 투자의견 ]

당사는 산업에 대해 향후 1년간 해당 업종의 수익률이 과거 수익률에 비해 양호한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Positive(긍정적) 의견을 제시하고 있습니다. 또한 향후 1년간 수익률이 과거 수익률과 유사한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Neutral(중립적) 의견을, 과거 수익률보다 부진한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Negative(부정적) 의견을 제시하고 있습니다. 산업별 수익률 전망은 해당 산업 내 분석대상 종목들에 대한 담당 애널리스트의 분석과 판단에 따릅니다.

[ 당사 조사분석자료의 투자등급 부여 비중 ]

(기준일: 2024년 12월 31일)

투자등급	매수	중립	매도	합계
금융투자상품의 비중	92.0%	8.0%	0.0%	100.0%