

풀무원 017810

불황에 더욱 돋보인 포트폴리오

3Q24Re: 국내 식품 제조와 서비스 유통 활약으로 실적 서프라이즈

풀무원의 3분기 실적은 연결기준 매출액 8,337억원(+12% YoY), 영업이익 333억원(+52% YoY, OPM 4%)으로 시장 기대치(OP 244억원)를 상회했다. 국내 식품 제조유통과 서비스유통 부문의 실적 호조가 수익성 개선을 견인했다. 1)국내 식품제조유통(OP 246억원)으로 B2C는 온라인 채널 성장, B2B는 대형 고객사 및 학교 등 고수익 채널 집중으로 수익성 개선이 나타났다. 2)해외식품제조유통(-28억원)은 미국과 중국은 각각 매출액이 전년비 +33%, +9% 증가하며 외형 성장이 나타났으나 미국 해상운임 부담 증가와 일본 매출 감소(-14%)에 따른 고정비 부담으로 적자 규모는 전년 수준을 유지했다. 3)식품서비스유통(104억원)은 성수기 효과 및 신규 대형 급식 업장 수주 따른 외형 성장 및 수익성 개선이 나타났다. 4)건강케어제조유통(-36억원)은 건강생활의 초기 마케팅 비용 반영과 녹즙 및 FI 사업 매출과 수익 부진이 전분기에 이어 실적 부담으로 작용했다.

미국을 중심으로 해외 사업 성장 지속 중

풀무원의 해외 실적은 미국을 중심으로 외형 성장이 나타나고 있다. 풀무원 미국 사업 3분기 누적 매출액은 3,291억원(+21% YoY)을 기록했는데 상반기는 두부류, 3분기는 주요 회원제 유통채널 행사 참여에 따라 아시안 푸드 매출 성장이 +57% YoY로 두드러졌다. 23년 10월부터 가동을 시작한 길로이 공장의 아시안 누들 라인을 통해 적극적인 시장 대응과 SKU 확대 효과로 분석된다. 미국 현지의 K-Food에 대한 관심이 이어지고 있고 4분기는 계절적 성수기 진입과 해상 물류비 프리미엄 완화로 BEP 달성이 기대된다. 풀무원의 해외 사업 매출 비중은 19년 15%→22년 19%→24년 20%로 확대되고 있다.

투자의견 매수, 목표주가 1.7만원 유지

풀무원의 목표주가는 12M Fwd EPS에 목표배수 12배를 적용했다. 동사의 해외 매출 비중은 24년 20% 수준이나 식물성 단백질 식품과 K-Food라는 제품 포트폴리오로 소비 트렌드에 적극적으로 대응하며 장기 성장이 기대되고 수익성 개선도 나타나고 있다. 향후 재무구조 개선에 따른 레버리지 효과도 기대된다.

Financial Data

(십억원)	2021	2022	2023	2024F	2025F
매출액	2,519	2,838	2,993	3,214	3,403
영업이익	39	26	62	86	112
영업이익률(%)	1.5	0.9	2.1	2.7	3.3
세전이익	14	-18	14	33	64
지배주주지분순이익	13	-19	20	31	51
EPS(원)	314	-506	531	852	1,393
증감률(%)	-19.6	적전	흑전	60.5	63.5
ROE(%)	2.9	-4.2	5.2	9.1	13.4
PER(배)	55.2	-22.1	19.8	13.4	8.2
PBR(배)	1.6	1.1	1.2	1.2	1.1
EV/EBITDA(배)	9.1	8.4	7.1	5.9	5.2

자료: 풀무원, DS투자증권 리서치센터, KIFRS 연결기준

장지혜 음식료·미디어

02-709-2336

jihye.j@ds-sec.co.kr

김대성 RA

02-709-2886

rlarla6019@ds-sec.co.kr

2024.11.18

매수(유지)

목표주가(유지)	17,000원
현재주가(11/15)	11,410원
상승여력	49.0%

Stock Data

KOSPI	2,416.9pt
시가총액(보통주)	435십억원
발행주식수	38,121천주
액면가	500원
자본금	21십억원
60일 평균거래량	101천주
60일 평균거래대금	1,099백만원
외국인 지분율	1.3%
52주 최고가	18,410원
52주 최저가	9,500원
주요주주	
남승우(외 15인)	60.3%
한미음평화연구재단(외 1인)	10.0%

주가추이 및 상대강도

(%)	절대수익률	상대수익률
1M	7.2	15.5
3M	-12.7	-4.1
6M	-11.9	-0.4

주가차트

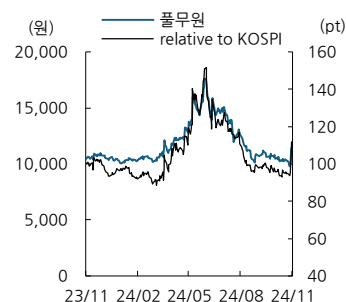


표1 폴무원 3Q24 실적 vs 컨센서스

(십억원, %)	회사 발표치			DS 추정치		컨센서스	
	3Q24P	3Q23	YoY	3Q24F	% Gap	3Q24F	% Gap
매출액	833.7	746.1	11.7	773.2	7.8	773.2	7.8
영업이익	33.3	21.9	52.0	24.4	36.4	24.2	37.6
영업이익률	4.0	2.9	1.1	3.2	0.8	3.1	0.9

자료: 폴무원, DS투자증권 리서치센터

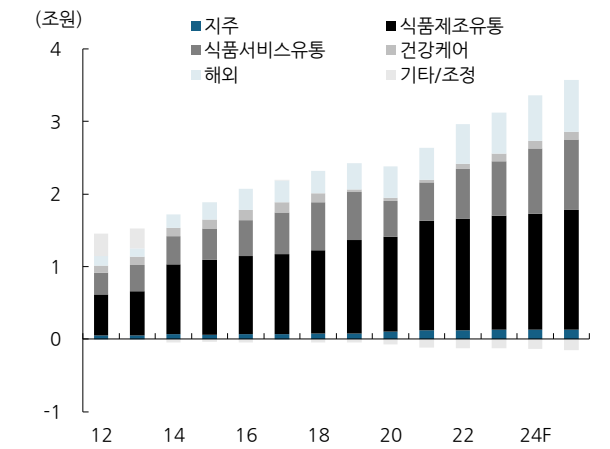
표2 폴무원 실적 테이블

(십억원, %)	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24P	4Q24F	2022	2023	2024F	2025F
매출액	730.0	755.4	746.1	762.0	769.3	793.0	833.7	818.4	2,838.3	2,993.5	3,214.4	3,403.1
YoY	12.2%	7.0%	-1.1%	4.7%	5.4%	5.0%	11.7%	7.4%	12.7%	5.5%	7.4%	5.9%
0. 지주(별도)	41.0	31.0	27.7	30.0	40.3	29.7	28.5	29.7	126.7	129.7	128.2	128.2
YoY	5.0%	3.1%	-5.7%	6.6%	-1.7%	-4.3%	2.8%	-1.0%	5.8%	2.4%	-1.2%	0.0%
1. 식품제조유통	376.8	396.9	398.8	399.6	385.4	392.6	403.1	409.4	1,535.2	1,572.1	1,590.4	1,640.0
YoY	1.4%	1.6%	-1.4%	8.4%	2.3%	-1.1%	1.1%	2.4%	1.5%	2.4%	1.2%	3.1%
2. 식품서비스유통	178.3	193.0	184.4	196.4	204.6	224.1	240.5	227.0	683.9	752.1	896.2	970.7
YoY	32.0%	14.7%	-5.9%	6.4%	14.7%	16.2%	30.4%	15.6%	30.3%	10.0%	19.2%	8.3%
3. 건강케어	27.6	28.8	25.6	25.6	24.7	25.6	26.3	26.0	74.3	107.6	102.5	104.0
YoY	179.1%	71.4%	70.8%	-21.5%	-10.7%	-11.2%	2.7%	1.5%	76.9%	44.9%	-4.7%	1.4%
4. 해외	147.0	141.5	131.7	140.0	154.5	155.5	158.6	164.3	543.4	560.3	633.0	710.9
YoY	10.1%	9.0%	-5.0%	-0.8%	5.1%	9.9%	20.4%	17.3%	24.5%	3.1%	13.0%	12.3%
4-1. 중국	24.1	18.5	19.7	19.3	19.7	22.7	21.5	21.2	105.2	81.6	85.2	93.7
YoY	-10.5%	-35.8%	-24.5%	-16.8%	-18.3%	22.9%	9.1%	10.0%	12.2%	-22.4%	4.4%	10.0%
4-2. 미국	95.7	88.1	88.1	93.6	109.8	101.9	117.4	119.9	323.4	365.5	448.9	516.3
YoY	21.9%	21.8%	5.2%	5.3%	14.7%	15.7%	33.3%	28.0%	35.5%	13.0%	22.8%	15.0%
4-3. 일본	27.2	29.3	27.7	25.7	24.1	25.1	23.8	23.2	114.0	109.9	96.1	100.9
YoY	-3.7%	2.0%	-2.1%	-10.4%	-11.3%	-14.5%	-14.3%	-10.0%	3.2%	-3.6%	-12.6%	5.0%
5. 기타/조정	-40.7	-35.8	-22.2	-29.7	-40.1	-34.5	-23.3	-38.0	-125.2	-128.4	-135.9	-150.7
영업이익	12.3	16.8	21.9	11.0	15.7	16.9	33.3	20.0	26.3	62.0	85.8	112.2
YoY	101.2%	6.8%	55.2%	흑전	27.7%	0.5%	52.0%	81.1%	-31.6%	135.4%	38.4%	30.7%
영업이익률	1.7%	2.2%	2.9%	1.4%	2.0%	2.1%	4.0%	2.4%	0.9%	2.1%	2.7%	3.3%
0. 지주(별도)	15.0	4.8	2.8	1.8	13.9	4.2	5.6	1.8	27.1	24.3	25.5	25.5
YoY	9.3%	-10.1%	-39.8%	-48.2%	-7.4%	-11.7%	98.7%	1.1%	12.9%	-10.1%	4.6%	0.0%
영업이익률	36.6%	15.4%	10.1%	5.9%	34.5%	14.2%	19.5%	6.0%	21.4%	18.8%	19.9%	19.9%
1. 식품제조유통	12.5	13.1	17.6	19.1	11.8	13.1	24.6	20.5	53.5	62.3	70.0	77.8
YoY	-17.8%	-32.8%	43.2%	193.8%	-5.9%	0.3%	40.0%	7.2%	-15.2%	16.5%	12.4%	11.1%
영업이익률	3.3%	3.3%	4.4%	4.8%	3.1%	3.3%	6.1%	5.0%	3.5%	4.0%	4.4%	4.7%
2. 식품서비스유통	1.4	5.0	6.9	0.8	4.8	6.7	10.4	2.3	1.3	14.2	24.2	28.2
YoY	흑전	109.9%	0.4%	흑전	238.7%	34.1%	50.1%	173.8%	흑전	952.7%	70.7%	16.5%
영업이익률	0.8%	2.6%	3.8%	0.4%	2.4%	3.0%	4.3%	1.0%	0.2%	1.9%	2.7%	2.9%
3. 건강케어	-0.9	-0.9	0.3	-2.7	-2.6	-3.7	-3.6	-2.6	-3.1	-4.2	-12.5	-7.3
YoY	적지	적지	흑전	적지	적지	적지	적전	적지	적지	적지	적지	적지
영업이익률	-3.3%	-3.1%	1.2%	-10.4%	-10.4%	-14.3%	-13.8%	-10.0%	-4.1%	-3.9%	-12.1%	-7.0%
4. 해외	-6.6	-5.8	-2.9	-6.9	-0.8	-2.0	-2.8	-0.8	-45.5	-22.2	-6.4	4.9
YoY	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	흑전
영업이익률	-4.5%	-4.1%	-2.2%	-4.9%	-0.5%	-1.3%	-1.7%	-0.5%	-8.4%	-4.0%	-1.0%	0.7%
5. 기타/조정	-9.2	0.7	-2.9	-1.1	-11.5	-1.5	-0.9	-1.1	-7.0	-12.5	-15.0	-17.0
순이익	1.8	3.5	7.2	0.9	1.6	5.2	15.0	10.1	-37.0	13.4	32.0	51.3
YoY	흑전	-20.0%	-17.7%	흑전	-9.1%	47.9%	109.6%	1038.0%	적전	흑전	139.6%	60.4%
순이익률	0.2%	0.5%	1.0%	0.1%	0.2%	0.7%	1.8%	1.2%	-1.3%	0.4%	1.0%	1.5%

자료: 폴무원, DS투자증권 리서치센터 추정

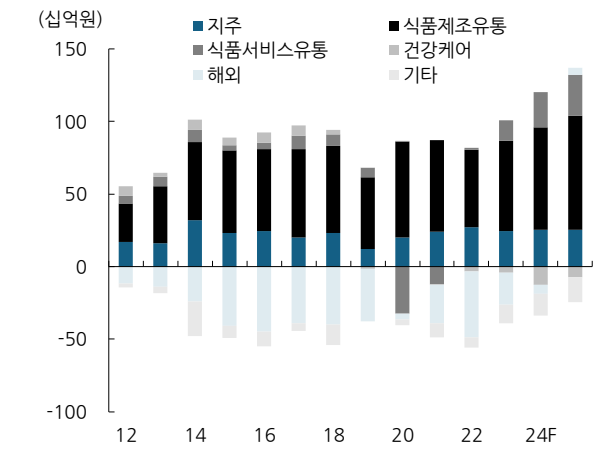
주: 3Q23부터 폴무원 녹즙 사업이 기존 식품제조유통 부문에서 건강케어제조유통 부문으로 편입됨. 연간 실적을 고려해 23년 상반기 사업부문 실적은 임의 조정함

그림1 풀무원 사업부별 매출액 추이 및 전망



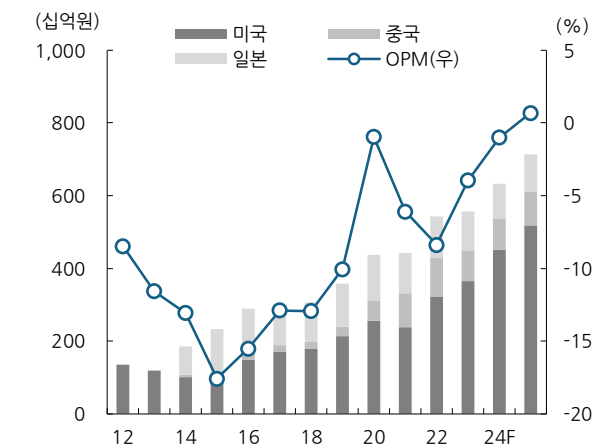
자료: 풀무원, DS투자증권 리서치센터

그림2 풀무원 사업부별 영업이익 추이 및 전망



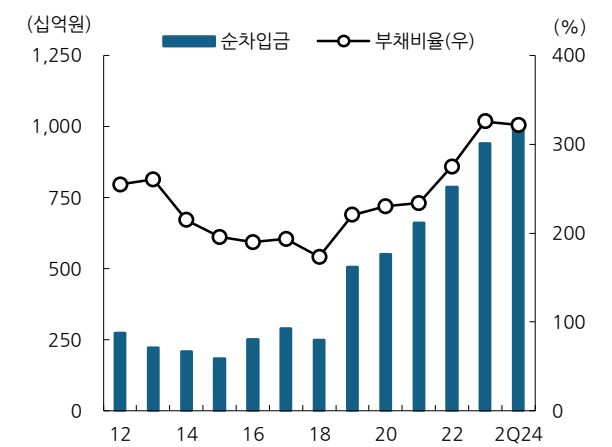
자료: 풀무원, DS투자증권 리서치센터

그림3 풀무원 해외 국가별 매출과 합산 이익률 추이



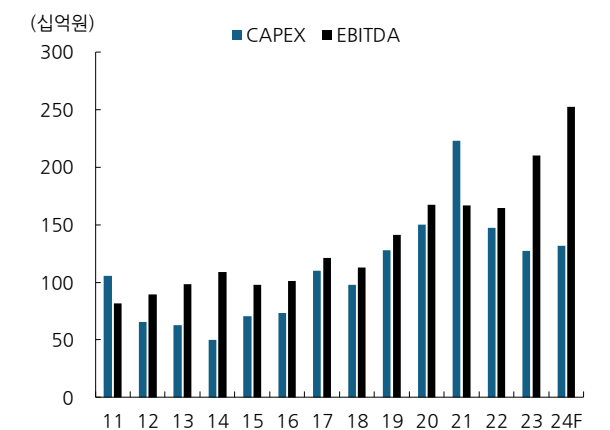
자료: 풀무원, DS투자증권 리서치센터

그림4 풀무원 순차입금 및 부채비율 추이



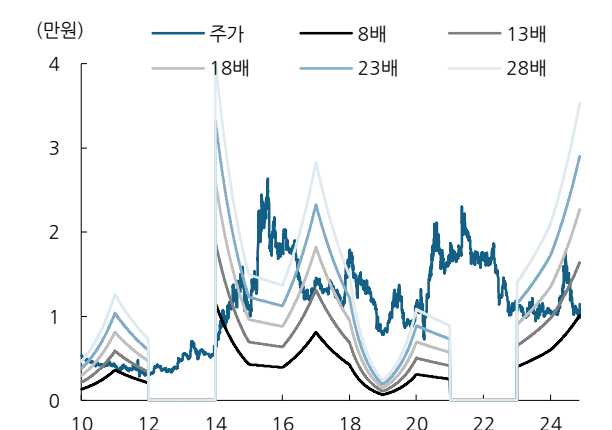
자료: 풀무원, DS투자증권 리서치센터

그림5 풀무원 CAPEX 투자 금액과 EBITDA 추이



자료: 풀무원, DS투자증권 리서치센터

그림6 풀무원 PER 밴드차트



자료: FnGuide, DS투자증권 리서치센터

[폴무원 017810]

재무상태표 (십억원)						손익계산서 (십억원)					
	2021	2022	2023	2024F	2025F		2021	2022	2023	2024F	2025F
유동자산	711	752	730	814	907	매출액	2,519	2,838	2,993	3,214	3,403
현금 및 현금성자산	122	133	127	170	226	매출원가	1,863	2,138	2,234	2,422	2,539
매출채권 및 기타채권	246	264	281	311	331	매출총이익	656	700	759	792	864
재고자산	141	169	165	170	180	판매비 및 관리비	618	674	697	706	752
기타	202	187	157	163	170	영업이익	39	26	62	86	112
비유동자산	1,258	1,297	1,427	1,397	1,377	(EBITDA)	167	164	210	252	274
관계기업투자등	11	17	20	20	21	금융손익	-26	-36	-53	-52	-52
유형자산	1,085	1,086	1,197	1,164	1,140	이자비용	29	39	56	57	57
무형자산	103	98	95	93	91	관계기업등 투자손익	-3	0	-1	-1	-1
자산총계	1,969	2,049	2,157	2,211	2,285	기타영업외손익	4	-8	6	1	5
유동부채	804	893	978	989	1,014	세전계속사업이익	14	-18	14	33	64
매입채무 및 기타채무	319	335	348	357	380	계속사업법인세비용	13	19	1	1	13
단기금융부채	443	506	568	568	568	계속사업이익	0	-37	13	32	51
기타유동부채	41	52	61	64	66	중단사업이익	0	0	0	0	0
비유동부채	576	610	672	673	675	당기순이익	0	-37	13	32	51
장기금융부채	539	587	646	646	646	지배주주	13	-19	20	31	51
기타비유동부채	36	22	27	28	29	총포괄이익	14	-37	13	32	51
부채총계	1,380	1,503	1,650	1,663	1,689	매출총이익률 (%)	26.1	24.7	25.4	24.6	25.4
지배주주지분	467	412	332	359	407	영업이익률 (%)	1.5	0.9	2.1	2.7	3.3
자본금	21	21	21	21	21	EBITDA마진률 (%)	6.6	5.8	7.0	7.8	8.0
자본잉여금	82	47	38	38	38	당기순이익률 (%)	0.0	-1.3	0.4	1.0	1.5
이익잉여금	247	223	145	173	220	ROA (%)	0.7	-0.9	0.9	1.4	2.3
비지배주주지분(연결)	123	134	189	189	189	ROE (%)	2.9	-4.2	5.2	9.1	13.4
자본총계	590	547	521	548	596	ROIC (%)	0.1	1.3	3.8	5.2	5.7

현금흐름표 (십억원)						주요투자지표 (원, 배)					
	2021	2022	2023	2024F	2025F		2021	2022	2023	2024F	2025F
영업활동 현금흐름	118	92	165	184	203	투자지표 (x)					
당기순이익(손실)	0	-37	13	32	51	P/E	55.2	-22.1	19.8	13.4	8.2
비현금수익비용가감	201	244	152	182	163	P/B	1.6	1.1	1.2	1.2	1.1
유형자산감가상각비	120	129	139	156	151	P/S	0.3	0.2	0.1	0.1	0.1
무형자산상각비	9	9	9	10	10	EV/EBITDA	9.1	8.4	7.1	5.9	5.2
기타현금수익비용	72	97	-4	15	2	P/CF	3.6	2.3	2.4	2.0	2.0
영업활동 자산부채변동	-36	-65	0	-30	-12	배당수익률 (%)	0.6	0.8	1.0	0.9	0.9
매출채권 감소(증가)	-12	-25	-25	-30	-20	성장성 (%)					
재고자산 감소(증가)	0	-24	5	-5	-11	매출액	9.0	12.7	5.5	7.4	5.9
매입채무 증가(감소)	22	21	0	9	23	영업이익	-16.2	-31.6	135.4	38.4	30.7
기타자산 부채변동	-46	-38	20	-4	-4	세전이익	-24.8	적전	흑전	133.2	92.2
투자활동 현금	-214	-141	-165	-137	-143	당기순이익	-97.4	적전	흑전	139.6	60.4
유형자산처분(취득)	-208	-137	-121	-123	-128	EPS	-19.6	적전	흑전	60.5	63.5
무형자산 감소(증가)	-6	-5	-5	-8	-9	안정성 (%)					
투자자산 감소(증가)	-4	30	-19	-2	-2	부채비율	233.9	274.9	316.9	303.2	283.4
기타투자활동	4	-29	-20	-5	-5	유동비율	88.4	84.3	74.7	82.3	89.5
재무활동 현금	117	64	-6	-4	-4	순차입금/자기자본(x)	144.3	175.7	208.7	190.4	165.7
차입금의 증가(감소)	63	76	5	0	0	영업이익/금융비용(x)	1.3	0.7	1.1	1.5	2.0
자본의 증가(감소)	-22	-5	-11	-4	-4	총차입금 (십억원)	983	1,093	1,214	1,214	1,214
배당금의 지급	13	5	4	4	4	순차입금 (십억원)	851	960	1,087	1,044	988
기타재무활동	76	-7	0	0	0	주당지표(원)					
현금의 증가	23	11	-5	43	56	EPS	314	-506	531	852	1,393
기초현금	99	122	133	127	170	BPS	11,068	9,780	8,704	9,430	10,678
기말현금	122	133	127	170	226	SPS	59,753	67,330	78,526	84,322	89,271
NOPLAT	1	19	58	82	90	CFPS	4,766	4,911	4,341	5,601	5,634
FCF	-49	0	1	46	60	DPS	102	90	100	100	100

자료: 폴무원, DS투자증권 리서치센터 / 주: K-IFRS 연결기준

풀무원 (017810) 투자 의견 및 목표주가 변동추이

제시일자	투자 의견	목표주가(원)	과리율(%)		(원)
			평균주가대비	최고(최저)주가대비	
2023-05-30	담당자변경				
2023-05-30	매수	14,000	-23.2	-1.7	
2023-07-19	매수	14,000	-23.4	-1.7	
2023-08-24	매수	14,000	-22.7	-1.7	
2023-11-20	매수	14,000	-22.3	-1.7	
2024-01-23	매수	14,000	-20.9	-1.7	
2024-02-27	매수	14,000	-18.7	-1.7	
2024-04-08	매수	14,000	-13.2	-1.7	
2024-05-20	매수	17,000	-25.0	3.6	
2024-08-16	매수	17,000	-36.5	-25.7	
2024-11-18	매수	17,000			

투자 의견 및 적용 기준 (향후 12개월간 주가 등락 기준)

기업		산업
매수	+10% 이상의 투자수익이 예상되는 경우	비중확대
중립	-10% ~ +10% 이내의 등락이 예상되는 경우	중립
매도	-10% 이하의 주가하락이 예상되는 경우	비중축소

업종별 투자 의견은 해당업종 투자비중에 대한 의견

투자 의견 비율

기준일 2024.09.30

매수	중립	매도
98.7%	1.3%	0.0%

Compliance Notice

본 자료에 기재된 내용들은 작성자 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

본 자료는 고객의 증권투자를 돕기 위한 정보제공을 목적으로 제작되었습니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료 및 정보를 바탕으로 작성한 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 참고자료로만 활용하시기 바라며 유가증권 투자 시 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 본 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

본 자료는 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있으며 어떠한 경우에도 당사의 동의 없이 복제, 배포, 전송, 변형될 수 없습니다.

- 동 자료는 제공시점 현재 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 추천종목은 전일 기준 현재 당사에서 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료의 추천종목은 전일 기준 현재 당사의 조사분석 담당자 및 그 배우자 등 관련자가 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료의 추천종목에 해당하는 회사는 당사와 계열회사 관계에 있지 않습니다.