

풀무원 017810

40년 역사의 전환점이 될 2024년

2024년 해외 부문 흑자 전환으로 연결 실적 성장 전망

풀무원의 24년 실적은 연결기준 매출액 3.1조원(+5% YoY), 영업이익 865억원(+40% YoY, OPM 2.8%)으로 전망한다. 수익성 개선은 오랜 기간 적자였던 해외 사업부문의 흑자전환에 기인하며 해외(미국, 일본, 중국) 합산 영업이익은 22년 -455억원→23년 -222억원→24년 11억원으로 개선세를 이어갈 것이다. 국내 사업의 경우 식품제조유통(OP 648억원)은 기존 주력 제품의 프리미엄화와 지구 식단 브랜드 강화로 수익성을 개선하고 성장하는 온라인, B2B, 편의점 채널에 집중하며 성장할 것이다. 식품서비스유통(OP 182억원)은 캡티브와 군급식을 통한 차별적 성장과 컨세션, 휴게소 사업부 회복으로 수익성 개선이 기대된다.

NDR 주요 질의 응답: 해외 실적 개선, 재무 구조 개선 계획

이번 NDR의 주요 질문은 해외 실적 성장과 재무 구조 개선의 계획이었다. 우선 해외 실적에서 가장 비중이 큰 미국은 23년 10월 미국 길로이 공장에 아시안누들 라인 증설이 완료되며 24년은 수출 관련 비용 절감과 SKU확대 및 적극적인 시장 공략으로 매출 성장과 수익성 개선이 가능해졌다. 일본은 마진이 높은 두부바 매출 비중 확대, 중국은 주요 유통채널 매출 회복으로 수익성 개선이 기대된다. 해외사업은 24년 상반기 적자폭 축소, 하반기 흑자 전환으로 중요 전환점을 맞이할 것이다. 또한 해외 부문 수익성 개선과 함께 CAPEX 투자 금액을 연간 1,200~1,300억원으로 EBITDA의 50% 내외로 유지하며 개선된 현금흐름을 통해 재무구조 개선도 가능해질 것이다.

투자자의견 매수, 목표주가 1.4만원 유지

풀무원의 목표주가는 24년 EPS에 목표배수 15배를 적용해 산출했다. 동사의 해외 매출 비중은 24년 20% 수준이나 국내의 높은 시장 지위와 높은 EPS 성장률을 감안해 음식료 평균 목표배수 12배 대비 프리미엄을 적용했다. 동사는 식물성 단백질 식품과 K-Food라는 글로벌 식품 시장 내 양대 트렌드에 해당하는 제품 포트폴리오를 가지고 있다. 2024년은 창립 40주년으로 해외 법인 턴어라운드와 재무구조 개선까지 이루어지는 중요한 전환점이 될 것이다.

Financial Data

(십억원)	2021	2022	2023P	2024F	2025F
매출액	2,519	2,838	2,993	3,133	3,303
영업이익	39	26	62	87	110
영업이익률(%)	1.5	0.9	2.1	2.8	3.3
세전이익	14	-18	11	43	66
지배주주지분순이익	13	-19	11	34	53
EPS(원)	314	-506	301	936	1,455
증감률(%)	-19.6	적전	흑전	210.6	55.4
ROE(%)	2.9	-4.2	3.0	9.9	13.8
PER(배)	55.2	-22.1	35.5	11.4	7.3
PBR(배)	1.6	1.1	1.2	1.1	1.0
EV/EBITDA(배)	9.1	8.4	7.0	6.0	5.3

자료: 풀무원, DS투자증권 리서치센터, KIFRS 연결기준

장지혜 음식료·미디어
02-709-2336
jihye.j@ds-sec.co.kr

2024.02.27

매수(유지)

목표주가(유지)	14,000원
현재주가(02/26)	10,690원
상승여력	31.0%

Stock Data

KOSPI	2,647.1pt
시가총액(보통주)	408십억원
발행주식수	38,121천주
액면가	500원
자본금	21십억원
60일 평균거래량	37천주
60일 평균거래대금	388백만원
외국인 지분율	0.4%
52주 최고가	13,550원
52주 최저가	9,330원
주요주주	
남승우(위 11인)	60.1%
한미음평화연구재단(위 1인)	10.0%

주가추이 및 상대강도

(%)	절대수익률	상대수익률
1M	3.3	-3.5
3M	2.0	-4.0
6M	-5.6	-10.7

주가차트

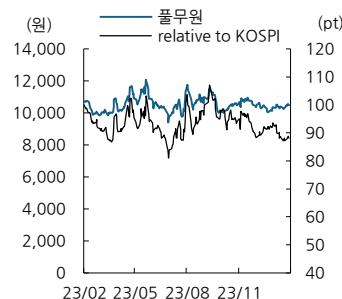


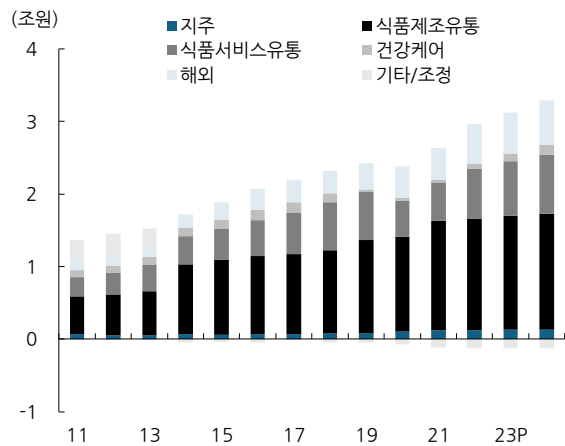
표1 풀무원 실적 테이블

(십억원, %)	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23P	1Q24F	2Q24F	3Q24F	4Q24F	2021	2022	2023P	2024F
매출액	730.0	755.4	746.1	762.0	771.3	794.9	760.7	806.1	2,518.9	2,838.3	2,993.5	3,133.0
YoY	12.2%	7.0%	-1.1%	4.8%	5.7%	5.2%	2.0%	5.8%	9.0%	12.7%	5.5%	4.7%
0. 지주(별도)	41.0	31.0	27.7	28.2	41.0	31.0	27.7	28.2	119.8	126.7	127.9	127.9
YoY	5.0%	3.1%	-5.7%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	10.3%	5.8%	1.0%	0.0%
1. 식품제조유통	390.1	411.7	370.9	399.6	394.5	410.5	381.7	413.5	1,513.3	1,535.2	1,572.2	1,600.2
YoY	5.0%	5.4%	-8.3%	8.4%	1.1%	-0.3%	2.9%	3.5%	16.3%	1.5%	2.4%	1.8%
2. 식품서비스유통	178.3	193.0	184.4	196.4	191.4	207.0	198.5	210.8	525.0	683.9	752.0	807.7
YoY	32.0%	14.7%	-5.9%	6.4%	7.4%	7.3%	7.6%	7.3%	6.3%	30.3%	10.0%	7.4%
3. 건강케어	14.3	14.0	53.6	25.6	26.0	26.0	26.0	26.0	42.0	74.3	107.5	104.0
YoY	44.8%	-16.4%	257.3%	-21.5%	81.6%	85.2%	-51.5%	1.6%	3.7%	76.9%	44.7%	-3.3%
4. 해외	147.0	141.5	131.7	140.0	159.0	156.5	148.9	155.5	436.5	543.4	560.3	619.9
YoY	10.1%	9.0%	-5.0%	-0.9%	8.2%	10.6%	13.0%	11.0%	-0.5%	24.5%	3.1%	10.6%
4-1. 중국	24.2	19.1	18.8	19.3	21.8	22.9	22.6	21.2	93.7	105.2	81.4	88.5
YoY	-10.0%	-33.8%	-27.8%	-16.8%	-10.0%	20.0%	20.0%	10.0%	74.1%	12.2%	-22.6%	8.7%
4-2. 미국	95.7	88.1	88.1	93.6	110.0	98.6	98.7	103.0	238.7	323.4	365.5	410.3
YoY	21.9%	21.8%	5.2%	5.3%	15.0%	12.0%	12.0%	10.0%	-6.8%	35.5%	13.0%	12.3%
4-3. 일본	27.2	29.3	27.7	25.7	28.0	30.7	31.4	30.7	110.5	114.0	109.9	120.8
YoY	-3.7%	2.0%	-2.1%	-10.5%	3.3%	4.8%	13.1%	19.5%	-12.8%	3.2%	-3.6%	10.0%
5. 기타/조정	-40.7	-35.8	-22.2	-27.8	-40.6	-36.1	-22.1	-27.8	-117.7	-125.2	-126.5	-126.6
영업이익	12.3	16.8	21.9	11.0	16.5	20.1	26.2	23.7	38.5	26.3	62.0	86.5
YoY	101.2%	6.8%	55.2%	흑전	34.3%	19.9%	19.6%	114.9%	-16.2%	-31.6%	135.4%	39.6%
영업이익률	1.7%	2.2%	2.9%	1.4%	2.1%	2.5%	3.4%	2.9%	1.5%	0.9%	2.1%	2.8%
0. 지주(별도)	15.0	4.8	2.8	3.4	15.0	4.8	2.8	3.4	24.0	27.1	25.9	25.9
YoY	9.3%	-10.1%	-39.8%	-0.7%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	18.1%	12.9%	-4.2%	0.0%
영업이익률	36.6%	15.4%	10.1%	12.0%	36.6%	15.4%	10.1%	12.0%	20.0%	21.4%	20.3%	20.3%
1. 식품제조유통	12.0	13.6	17.3	19.1	12.6	14.4	17.9	19.8	63.0	53.5	61.9	64.8
YoY	-21.4%	-30.3%	40.8%	193.8%	5.6%	5.8%	3.7%	3.9%	-4.2%	-15.2%	15.8%	4.6%
영업이익률	3.1%	3.3%	4.7%	4.8%	3.2%	3.5%	4.7%	4.8%	4.2%	3.5%	3.9%	4.0%
2. 식품서비스유통	1.4	5.0	6.9	0.8	1.9	6.2	7.9	2.1	-12.2	1.3	14.1	18.2
YoY	흑전	109.9%	0.4%	흑전	34.0%	24.7%	14.5%	163.4%	적지	흑전	950.6%	28.5%
영업이익률	0.8%	2.6%	3.8%	0.4%	1.0%	3.0%	4.0%	1.0%	-2.3%	0.2%	1.9%	2.2%
3. 건강케어	-0.6	-1.5	0.6	-2.7	-2.1	-1.8	-1.8	-1.8	-0.1	-3.1	-4.2	-7.5
YoY	적지	적지	흑전	적지	적지	적지	적전	적지	적전	적지	적지	적지
영업이익률	-4.3%	-10.5%	1.0%	-10.5%	-8.0%	-7.0%	-7.0%	-7.0%	-0.3%	-4.1%	-3.9%	-7.3%
4. 해외	-6.6	-5.8	-2.9	-6.9	-3.0	-0.9	2.2	2.9	-26.5	-45.5	-22.2	1.1
YoY	적지	적지	적지	적지	적지	적지	흑전	흑전	적지	적지	적지	흑전
영업이익률	-4.5%	-4.1%	-2.2%	-4.9%	-1.9%	-0.6%	1.4%	1.8%	-6.1%	-8.4%	-4.0%	0.2%
5. 기타/조정	-9.0	0.8	-2.8	-2.6	-8.0	-2.5	-2.8	-2.6	-9.6	-7.0	-13.6	-16.0
순이익	1.8	3.5	7.2	-3.5	4.4	7.4	12.3	10.3	0.3	-37.0	9.0	34.4
YoY	흑전	-20.0%	-17.7%	적지	151.7%	109.1%	71.4%	흑전	-97.4%	적전	흑전	282.6%
순이익률	0.2%	0.5%	1.0%	-0.5%	0.6%	0.9%	1.6%	1.3%	0.0%	-1.3%	0.3%	1.1%
지배주주순이익	3.3	4.8	8.6	-2.8	4.4	7.4	12.3	10.3	13.4	-18.6	13.9	34.4
YoY	0.7%	-41.1%	-33.6%	적지	34.3%	53.5%	43.0%	흑전	-18.0%	적전	흑전	147.1%
지배주주순이익률	0.5%	0.6%	1.2%	-0.4%	0.6%	0.9%	1.6%	1.3%	0.5%	-0.7%	0.5%	1.1%

자료: 풀무원, DS투자증권 리서치센터 추정

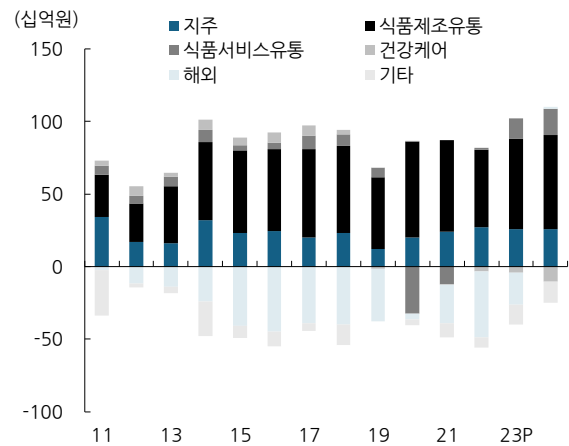
주: 3Q23부터 풀무원 녹즙 사업이 기존 식품제조유통 부문에서 건강케어제조유통 부문으로 편입됨. 연간 실적을 고려해 23년 상반기 사업부문 실적은 임의 조정함

그림1 풀무원 사업부별 매출액 추이 및 전망



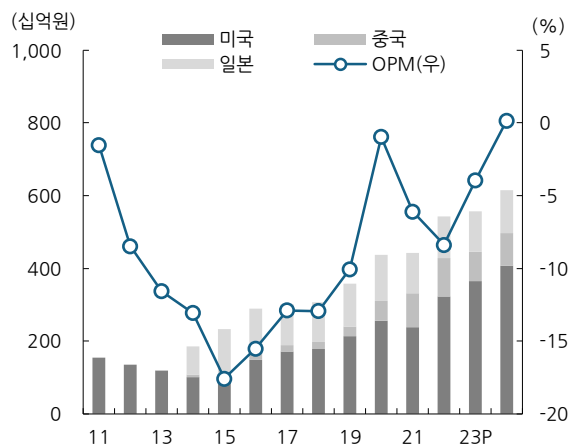
자료: 풀무원, DS투자증권 리서치센터

그림2 풀무원 사업부별 영업이익 추이 및 전망



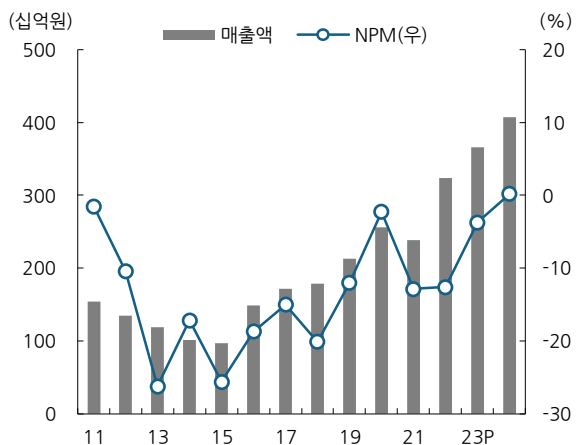
자료: 풀무원, DS투자증권 리서치센터

그림3 풀무원 해외 국가별 매출과 합산 이익률 추이



자료: 풀무원, DS투자증권 리서치센터

그림4 풀무원 미국 매출 및 순이익 추이



자료: 풀무원, DS투자증권 리서치센터

그림5 풀무원 미국 생산기지



자료: 풀무원, DS투자증권 리서치센터

그림6 풀무원 해외 주요 제품



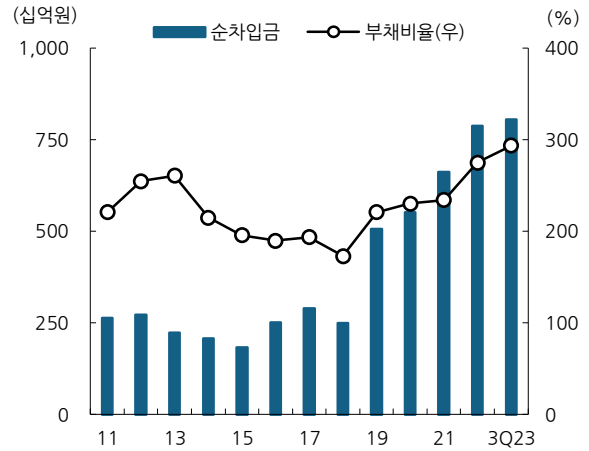
자료: 풀무원, DS투자증권 리서치센터

그림7 해외식품제조유통 24년 전략



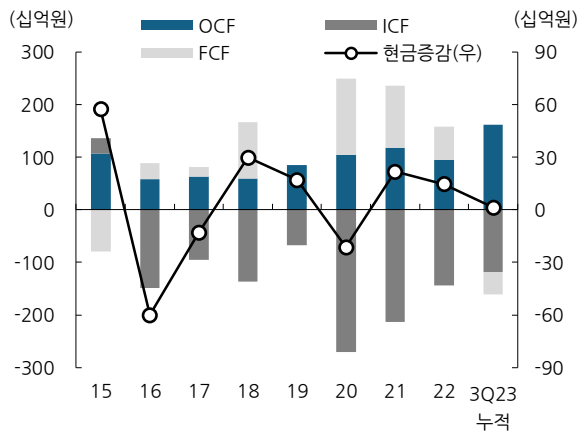
자료: 풀무원, DS투자증권 리서치센터

그림8 풀무원(연결) 순차입금 및 부채비율 추이



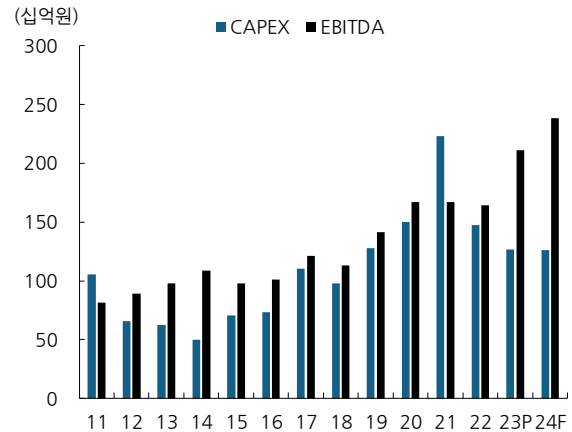
자료: 풀무원, DS투자증권 리서치센터

그림9 풀무원 현금흐름 추이



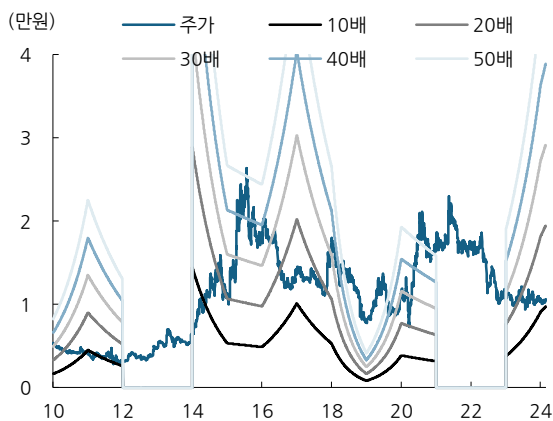
자료: 풀무원, DS투자증권 리서치센터

그림10 CAPEX 투자 금액과 EBITDA 추이



자료: 풀무원, DS투자증권 리서치센터

그림11 풀무원 PER밴드 차트



자료: FnGuide, DS투자증권 리서치센터

그림12 풀무원 목표주가 산출내역

PER Valuation	
2024F EPS (원)	936.3
2023P EPS	301.0
2024F EPS	936.3
Target PER (배)	15.0
Historical PER(23)	28.8
음식료 평균 목표배수	12.0
목표주가 (원)	14,000
현재주가 (원)	10,690
상승여력	31.0%

자료: FnGuide, DS투자증권 리서치센터 추정, 주: 현재주가는 2024.02.26 종가

[폴무원 017810]

재무상태표 (십억원)						손익계산서 (십억원)					
	2021	2022	2023P	2024F	2025F		2021	2022	2023P	2024F	2025F
유동자산	711	752	704	780	866	매출액	2,519	2,838	2,993	3,133	3,303
현금 및 현금성자산	122	133	67	110	161	매출원가	1,863	2,138	2,237	2,300	2,418
매출채권 및 기타채권	246	264	292	309	326	매출총이익	656	700	756	833	885
재고자산	141	169	160	169	178	판매비 및 관리비	618	674	694	746	775
기타	202	187	185	193	200	영업이익	39	26	62	87	110
비유동자산	1,258	1,297	1,332	1,309	1,296	(EBITDA)	167	164	211	239	259
관계기업투자등	11	17	20	21	21	금융손익	-26	-33	-54	-55	-54
유형자산	1,085	1,086	1,113	1,086	1,069	이자비용	29	39	57	59	59
무형자산	103	98	96	95	94	관계기업등 투자손익	-3	0	-1	-1	-1
자산총계	1,969	2,049	2,036	2,089	2,162	기타영업외손익	4	-11	4	12	12
유동부채	804	893	964	985	1,007	세전계속사업이익	14	-18	11	43	66
매입채무 및 기타채무	319	335	316	334	352	계속사업법인세비용	13	19	6	8	13
단기금융부채	443	506	569	569	569	계속사업이익	0	-37	5	34	53
기타유동부채	41	52	79	82	85	중단사업이익	0	0	0	0	0
비유동부채	576	610	608	609	611	당기순이익	0	-37	5	34	53
장기금융부채	539	587	571	571	571	지배주주	13	-19	11	34	53
기타비유동부채	36	22	37	38	40	총포괄이익	14	-37	5	34	53
부채총계	1,380	1,503	1,572	1,595	1,618	매출총이익률 (%)	26.1	24.7	25.3	26.6	26.8
지배주주지분	467	412	331	362	412	영업이익률 (%)	1.5	0.9	2.1	2.8	3.3
자본금	21	21	21	21	21	EBITDA마진률 (%)	6.6	5.8	7.0	7.6	7.9
자본잉여금	82	47	47	47	47	당기순이익률 (%)	0.0	-1.3	0.2	1.1	1.6
이익잉여금	247	223	136	167	216	ROA (%)	0.7	-0.9	0.5	1.7	2.5
비지배주주지분(연결)	123	134	133	133	133	ROE (%)	2.9	-4.2	3.0	9.9	13.8
자본총계	590	547	464	495	544	ROIC (%)	0.1	1.3	2.0	4.7	6.0

현금흐름표 (십억원)						주요투자지표 (원, 배)					
	2021	2022	2023P	2024F	2025F		2021	2022	2023P	2024F	2025F
영업활동 현금흐름	118	95	42	178	193	투자지표 (x)					
당기순이익(손실)	0	-37	5	34	53	P/E	55.2	-22.1	35.5	11.4	7.3
비현금수익비용가감	201	244	41	155	152	P/B	1.6	1.1	1.2	1.1	1.0
유형자산감가상각비	120	129	140	148	144	P/S	0.3	0.2	0.1	0.1	0.1
무형자산상각비	9	9	9	5	5	EV/EBITDA	9.1	8.4	7.0	6.0	5.3
기타현금수익비용	72	103	-114	3	3	P/CF	3.6	2.3	8.9	2.1	2.0
영업활동 자산부채변동	-36	-66	-4	-12	-12	배당수익률 (%)	0.6	0.8	0.9	0.9	n/a
매출채권 감소(증가)	-12	-25	-28	-17	-17	성장성 (%)					
재고자산 감소(증가)	0	-24	12	-9	-9	매출액	9.0	12.7	5.5	4.7	5.4
매입채무 증가(감소)	22	21	-6	18	18	영업이익	-16.2	-31.6	135.4	39.6	27.2
기타자산 부채변동	-46	-38	18	-4	-4	세전이익	-24.8	적전	흑전	274.5	55.4
투자활동 현금	-214	-144	-162	-131	-138	당기순이익	-97.4	적전	흑전	533.0	55.4
유형자산처분(취득)	-208	-137	-121	-121	-127	EPS	-19.6	적전	흑전	210.6	55.4
무형자산 감소(증가)	-6	-5	-4	-4	-4	안정성 (%)					
투자자산 감소(증가)	-4	26	-29	-2	-2	부채비율	233.9	274.9	338.7	322.3	297.1
기타투자활동	4	-28	-8	-4	-4	유동비율	88.4	84.3	73.0	79.2	86.0
재무활동 현금	117	64	54	-4	-4	순차입금/자기자본(x)	144.3	174.1	228.7	205.6	177.3
차입금의 증가(감소)	63	76	-4	0	0	영업이익/금융비용(x)	1.3	0.7	1.1	1.5	1.9
자본의 증가(감소)	-22	-5	58	-4	-4	총차입금 (십억원)	983	1,093	1,140	1,140	1,140
배당금의 지급	13	5	4	4	4	순차입금 (십억원)	851	952	1,061	1,017	965
기타재무활동	76	-7	0	0	0	주당지표(원)					
현금의 증가	23	11	-66	43	52	EPS	314	-506	301	936	1,455
기초현금	99	122	133	67	110	BPS	11,068	9,780	8,689	9,494	10,799
기말현금	122	133	67	110	161	SPS	59,753	67,330	78,527	82,186	86,634
NOPLAT	1	19	30	70	89	CFPS	4,766	4,911	1,206	4,979	5,387
FCF	-49	-3	-120	47	55	DPS	102	90	100	100	n/a

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

플무원 (017810) 투자 의견 및 목표주가 변동 추이

제시일자	투자 의견	목표주가(원)	과리율(%)		(원)
			평균주가대비	최고(최저)주가대비	
2023-05-30	담당자 변경				
2023-05-30	매수	14,000	-24.6	-13.6	
2023-07-19	매수	14,000	-25.1	-15.9	
2023-08-24	매수	14,000	-24.5	-15.9	
2023-11-20	매수	14,000	-25.1	-21.8	
2024-01-23	매수	14,000	-26.0	-24.5	
2024-02-27	매수	14,000			

투자 의견 및 적용 기준 (향후 12개월간 주가 등락 기준)

기업		산업
매수	+10% 이상의 투자 수익이 예상되는 경우	비중 확대
중립	-10% ~ +10% 이내의 등락이 예상되는 경우	중립
매도	-10% 이하의 주가 하락이 예상되는 경우	비중 축소

업종별 투자 의견은 해당업종 투자 비중에 대한 의견

투자 의견 비율

기준일 2023.12.31

매수	중립	매도
98.0%	2.0%	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 당사에 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.