

풀무원 017810

지속 가능 기업으로 체질 개선 중

4Q24Re: 전 사업부 수익성 개선

풀무원의 4분기 실적은 연결기준 매출액 8,177억원(+7% YoY), 영업이익 252억원(+128% YoY, OPM 3.1%)으로 시장 기대치(OP 190억원)를 상회했다. 국내 식품 제조/서비스 유통 수익 성장과 해외 적자폭 축소가 실적 성장을 견인했다. 1)국내식품제조유통은 매출액 3,958억원(-1%)으로 소비심리 위축에 따른 B2C 부진을 B2B 고마진 채널과 프랜차이즈 콜라보를 통해 상쇄했다. 풀무원 샘플과 다논의 이익 개선도 실적 성장에 기여했다. 2)해외식품제조유통은 미국 매출 1,153억원(+23% YoY), 중국 매출 247억원(+27% YoY)으로 호조를 보였으며 해외 합산 적자 규모는 -9억원으로 전년비 60억 개선됐다. 미국 사업의 분기 흑자전환이 주효했는데 주력 품목의 매출 성장과 해상운임 부담이 축소됐다. 3)식품서비스유통은 매출액 2,288억원(+16% YoY)으로 단체급식 신규 수주 및 높은 재계약률 달성, 인천공항과 김해국제공항 등 신규 사업장 수주 효과로 외형 성장 및 수익성 개선이 나타났다. 4)건강케어제조유통은 시판 매출 회복과 신제품 출시, 조직 통합 및 비용 통제를 통해 영업이익 1억원으로 흑자 전환했다.

25년 해외 사업부 흑자 전환 및 전 사업부 실적 & 재무구조 개선 전망

풀무원의 25년 실적은 연결기준 매출액 3,4조원(+5% YoY), 영업이익 1,169억원(+28% YoY, OPM 3.4%)으로 전망한다. 해외 사업은 매출액 7,128억원(+12% YoY), 영업이익 17억원(흑전, YoY 102억원 개선)으로 실적 성장을 견인할 전망이다. 미국은 주력 제품인 두부와 아시안 누들 신제품 확대 및 생산라인 증설, K-스낵으로 냉동 매출이 성장하며 2자리수 외형 성장을 이어가며 연간 흑자전환이 기대된다. 풀무원의 해외 사업 매출 비중은 19년 15%→22년 19%→25년 21%로 확대될 것이다. 국내 사업도 지속가능식품 비중 확대와 수익성 기반 사업구조 개선을 지속하며 재무구조 개선이 기대된다.

투자의견 매수, 목표주가 1.7만원 유지

풀무원의 목표주가는 25F EPS에 목표배수 12배를 적용했다. 국내외 수익성 개선에 따른 재무구조 개선으로 높은 EPS 성장률이 매력적이다.

Financial Data

(십억원)	2022	2023	2024P	2025F	2026F
매출액	2,838	2,993	3,214	3,389	3,575
영업이익	26	62	91	117	130
영업이익률(%)	0.9	2.1	2.8	3.4	3.6
세전이익	-18	14	40	65	78
지배주주지분순이익	-19	20	33	52	63
EPS(원)	-488	512	907	1,412	1,699
증감률(%)	적전	흑전	77.2	55.6	20.4
ROE(%)	-4.2	5.3	15.1	34.7	30.8
PER(배)	-23.0	20.5	14.2	9.1	7.6
PBR(배)	1.1	1.3	3.9	2.8	2.1
EV/EBITDA(배)	8.4	7.1	7.1	6.1	5.6

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

2025.02.17

매수(유지)

목표주가(유지)	17,000원
현재주가(02/14)	12,870원
상승여력	32.1%

Stock Data

KOSPI	2,591.1pt
시가총액(보통주)	491십억원
발행주식수	38,121천주
액면가	500원
자본금	21십억원
60일 평균거래량	167천주
60일 평균거래대금	1,962백만원
외국인 지분율	1.2%
52주 최고가	18,410원
52주 최저가	9,500원
주요주주	
남승우(외 15인)	60.1%
한미음평화연구재단(외 1인)	10.0%

주가추이 및 상대강도

(%)	절대수익률	상대수익률
1M	21.2	17.4
3M	24.1	17.0
6M	-1.5	0.5

주가차트

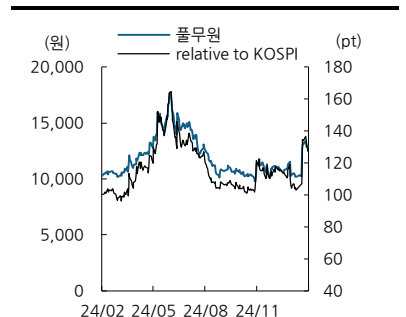


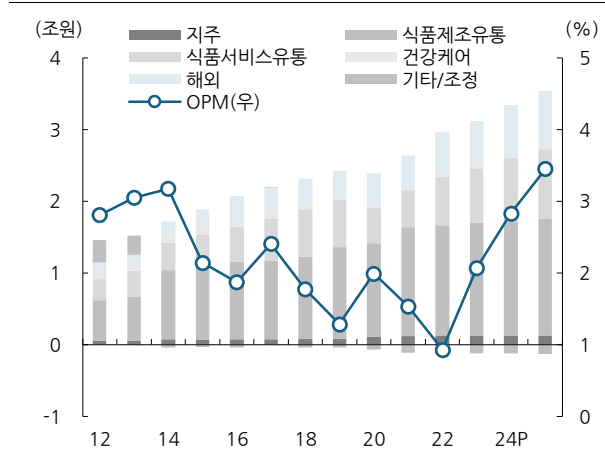
표1 풀무원 실적 테이블

(십억원, %)	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24P	1Q25F	2Q25F	3Q25F	4Q25F	2022	2023	2024P	2025F
매출액	769.3	793.0	833.7	817.7	805.9	841.0	883.3	858.5	2,838.3	2,993.5	3,213.7	3,388.7
YoY	5.4%	5.0%	11.7%	7.3%	4.8%	6.0%	6.0%	5.0%	12.7%	5.5%	7.4%	5.4%
0. 지주(별도)	40.3	29.7	28.5	29.7	40.3	29.7	28.5	29.7	126.7	129.7	128.2	128.2
YoY	-1.7%	-4.3%	2.8%	-1.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	5.8%	2.4%	-1.2%	0.0%
1. 식품제조유통	385.4	392.6	403.1	395.8	383.5	403.5	414.0	406.0	1,535.2	1,572.1	1,576.9	1,607.1
YoY	2.3%	-1.1%	1.1%	-1.0%	-0.5%	2.8%	2.7%	2.6%	1.5%	2.4%	0.3%	1.9%
2. 식품서비스유통	204.6	224.1	240.5	228.8	221.6	242.8	260.5	245.8	683.9	752.1	897.9	970.7
YoY	14.7%	16.2%	30.4%	16.5%	8.3%	8.3%	8.3%	7.4%	30.3%	10.0%	19.4%	8.1%
3. 건강케어	24.7	25.6	26.3	26.6	25.4	26.3	27.1	27.4	74.3	107.6	103.1	106.2
YoY	-10.7%	-11.2%	2.7%	3.9%	3.0%	3.0%	3.0%	3.0%	76.9%	44.9%	-4.2%	3.0%
4. 해외	154.5	155.5	158.6	166.5	175.2	173.4	176.2	187.9	543.4	560.3	635.2	712.8
YoY	5.1%	9.9%	20.4%	18.9%	13.4%	11.5%	11.1%	12.8%	24.5%	3.1%	13.4%	12.2%
4-1. 중국	19.7	22.7	21.5	24.7	23.6	25.0	24.7	28.4	105.2	81.8	88.6	101.8
YoY	-18.3%	22.9%	9.1%	26.7%	20.0%	10.0%	15.0%	15.0%	12.2%	-22.2%	8.4%	14.8%
4-2. 미국	109.8	101.9	117.4	115.3	126.2	117.2	131.5	132.6	323.4	365.5	444.4	507.5
YoY	14.7%	15.7%	33.3%	23.1%	15.0%	15.0%	12.0%	15.0%	35.5%	13.0%	21.6%	14.2%
4-3. 일본	24.1	25.1	23.8	25.4	25.3	26.3	25.0	26.7	114.0	109.9	98.3	103.2
YoY	-11.3%	-14.5%	-14.3%	-1.3%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	3.2%	-3.6%	-10.6%	5.0%
5. 기타/조정	-40.1	-34.5	-23.3	-29.7	-40.1	-34.8	-23.0	-38.4	-125.2	-128.4	-127.6	-136.3
영업이익	15.7	16.9	33.3	25.2	21.2	26.1	41.9	27.6	26.3	62.0	91.0	116.9
YoY	27.7%	0.5%	52.0%	128.1%	35.5%	55.0%	25.9%	9.7%	-31.6%	135.4%	46.8%	28.4%
영업이익률	2.0%	2.1%	4.0%	3.1%	2.6%	3.1%	4.7%	3.2%	0.9%	2.1%	2.8%	3.4%
0. 지주(별도)	13.9	4.2	5.6	1.8	13.9	4.2	5.6	1.8	27.1	24.3	25.5	25.5
YoY	-7.4%	-11.7%	98.7%	1.1%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	12.9%	-10.1%	4.6%	0.0%
영업이익률	34.5%	14.2%	19.5%	6.0%	34.5%	14.2%	19.5%	6.0%	21.4%	18.8%	19.9%	19.9%
1. 식품제조유통	11.8	13.1	24.6	21.5	13.4	15.3	25.3	22.3	53.5	62.3	71.0	76.4
YoY	-5.9%	0.3%	40.0%	12.6%	14.2%	16.7%	2.7%	3.9%	-15.2%	16.5%	14.0%	7.6%
영업이익률	3.1%	3.3%	6.1%	5.4%	3.5%	3.8%	6.1%	5.5%	3.5%	4.0%	4.5%	4.8%
2. 식품서비스유통	4.8	6.7	10.4	5.9	5.5	7.8	11.2	6.4	1.3	14.2	27.8	30.9
YoY	238.7%	34.1%	50.1%	611.7%	14.5%	16.3%	7.6%	8.3%	흑전	952.7%	96.4%	11.1%
영업이익률	2.4%	3.0%	4.3%	2.6%	2.5%	3.2%	4.3%	2.6%	0.2%	1.9%	3.1%	3.2%
3. 건강케어	-2.6	-3.7	-3.6	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	-3.1	-4.2	-9.8	0.4
YoY	적지	적지	적전	흑전	흑전	흑전	흑전	9.6%	적지	적지	적지	흑전
영업이익률	-10.4%	-14.3%	-13.8%	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%	-4.1%	-3.9%	-9.5%	0.4%
4. 해외	-0.8	-2.0	-2.8	-0.9	-0.2	0.2	0.7	1.0	-45.5	-22.2	-6.4	1.7
YoY	적지	적지	적지	적지	적지	흑전	흑전	흑전	적지	적지	적지	흑전
영업이익률	-0.5%	-1.3%	-1.7%	-0.5%	-0.1%	0.1%	0.4%	0.5%	-8.4%	-4.0%	-1.0%	0.2%
5. 기타/조정	-11.5	-1.5	-0.9	-3.2	-11.5	-1.5	-1.0	-4.0	-7.0	-12.5	-17.1	-18.0
순이익	1.6	5.2	15.0	12.2	6.6	10.5	23.1	11.7	-37.0	13.4	34.0	51.9
YoY	-9.1%	47.9%	109.6%	1265.3%	311.4%	101.2%	53.6%	-3.7%	적전	흑전	154.7%	52.5%
순이익률	0.2%	0.7%	1.8%	1.5%	0.8%	1.2%	2.6%	1.4%	-1.3%	0.4%	1.1%	1.5%

자료: 풀무원, DS투자증권 리서치센터 추정

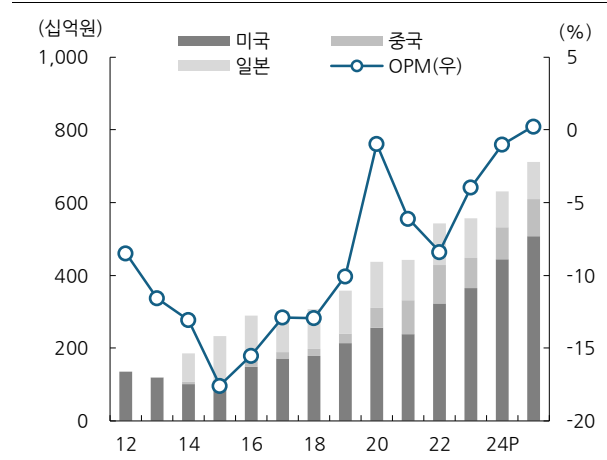
주: 3Q23부터 풀무원 녹즙 사업이 기존 식품제조유통 부문에서 건강케어제조유통 부문으로 편입됨 연간 실적을 고려해 23년 상반기 사업부문 실적은 임의 조정함

그림1 풀무원 연결 실적 추이 및 전망



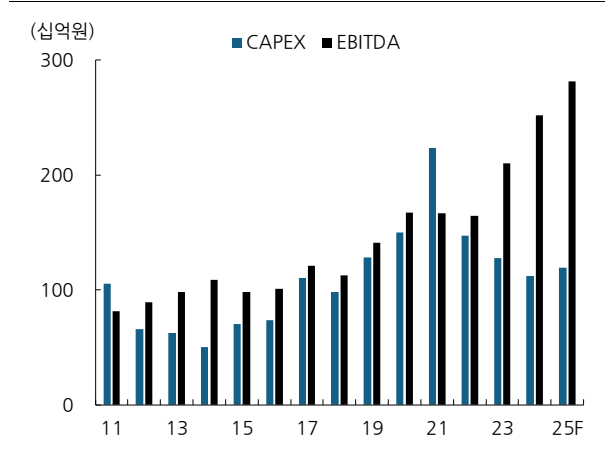
자료: 풀무원, DS투자증권 리서치센터

그림2 풀무원 해외 실적 추이 및 전망



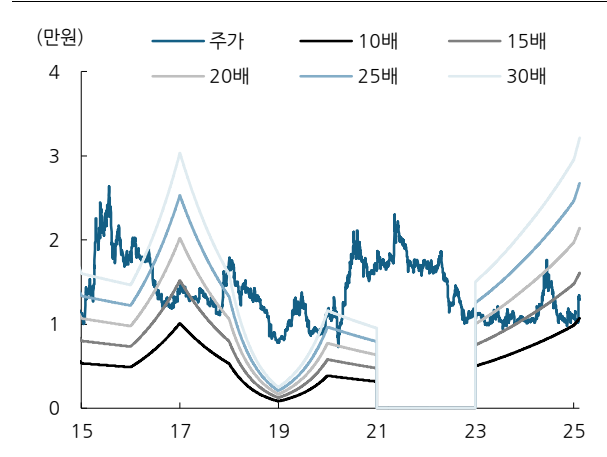
자료: 풀무원, DS투자증권 리서치센터

그림3 풀무원 CAPEX 투자 금액과 EBITDA 추이



자료: 풀무원, DS투자증권 리서치센터

그림4 풀무원 PER 밴드차트



자료: FnGuide, DS투자증권 리서치센터

그림5 풀무원 국내외 신제품 출시 계획. No.1 Sustainable Foods 기업 도약

구분	1Q	2Q	3Q	4Q
대한민국 • 지구식단 제품 • No.1 Soy 혁신 제품 • 상온/HMR 제품 • 차별화 샘플 • 기능성 강화 요거트 • 건강기능 녹즙	- 제로건강면 컨셉 신제품 - 파우치형 나또 - 소스 - 반듯한식(상온/냉동) - 용기 변형 제품 - 떠먹는 타입 요거트 - 기능성 녹즙	- 대체육 음료 - 튜브형 나또 - 아임리얼 관련 신제품 - 파우치타입 워터 디스펜서 - 마시는 타입 요거트 - 바들형 샐러드	- 두부 소재 주역밥 - 전자레인지용 두부 - 반듯한식 냉동제품 - 제로밀가루 만두 - 두부 소재 스낵류 - 소재차별화 냉동제품 - 기능성 강화 신제품 - 기능성 녹즙 - 과채음료형 녹즙	- 동물복지 치킨류 - 순두부 - 야채가공 기반 샐러드
미국 • In Market 아시아제품	K-Street Food류	Sustainable Foods류	- K-Street Food류 - PBF(두부 관련 신제품)	아시아소스
일본 • 창조적 혁신상품 개발	하이엔드급 두부 신제품	두유 신제품	하이엔드급 두부/유부 신제품 추가	두부 반찬 밀키트
중국 • 차별화된 간편식	K-Street Food류	두부바 3종	한식 밀키트 2종	- K-Street Food류 - 파스타

자료: 풀무원, DS투자증권 리서치센터

[폴무원 017810]

재무상태표 (십억원)						손익계산서 (십억원)					
	2022	2023	2024P	2025F	2026F		2022	2023	2024P	2025F	2026F
유동자산	752	730	665	773	888	매출액	2,838	2,993	3,214	3,389	3,575
현금 및 현금성자산	133	127	87	166	250	매출원가	2,138	2,234	2,415	2,553	2,686
매출채권 및 기타채권	264	281	294	309	326	매출총이익	700	759	798	836	889
재고자산	169	165	167	176	186	판매비 및 관리비	674	697	707	719	759
기타	187	157	117	122	127	영업이익	26	62	91	117	130
비유동자산	1,297	1,427	1,489	1,449	1,415	(EBITDA)	164	210	252	281	288
관계기업투자등	17	20	20	21	21	금융손익	-36	-53	-62	-70	-70
유형자산	1,086	1,197	1,232	1,195	1,163	이자비용	39	56	68	74	74
무형자산	98	95	121	112	105	관계기업등 투자손익	0	-1	-1	-1	-1
자산총계	2,049	2,157	2,154	2,222	2,303	기타영업외손익	-8	6	11	19	19
유동부채	893	978	1,182	1,200	1,221	세전계속사업이익	-18	14	40	65	78
매입채무 및 기타채무	335	348	310	325	343	계속사업법인세비용	19	1	5	13	16
단기금융부채	506	568	802	802	802	계속사업이익	-37	13	34	52	63
기타유동부채	52	61	70	73	76	중단사업이익	0	0	0	0	0
비유동부채	610	672	609	610	611	당기순이익	-37	13	34	52	63
장기금융부채	587	646	575	575	575	지배주주	-19	20	33	52	63
기타비유동부채	22	27	34	35	36	총포괄이익	-31	16	34	52	63
부채총계	1,503	1,650	1,790	1,810	1,832	매출총이익률 (%)	24.7	25.4	24.8	24.7	24.9
지배주주지분	412	318	126	174	233	영업이익률 (%)	0.9	2.1	2.8	3.4	3.6
자본금	21	21	21	21	21	EBITDA마진률 (%)	5.8	7.0	7.8	8.3	8.1
자본잉여금	47	38	-4	-4	-4	당기순이익률 (%)	-1.3	0.4	1.1	1.5	1.8
이익잉여금	223	145	165	213	272	ROA (%)	-0.9	0.9	1.5	2.4	2.8
비지배주주지분(연결)	134	189	238	238	238	ROE (%)	-4.2	5.3	15.1	34.7	30.8
자본총계	547	507	364	412	471	ROIC (%)	1.3	3.8	4.9	5.8	6.6

현금흐름표 (십억원)						주요투자지표 (원, 배)					
	2022	2023	2024P	2025F	2026F		2022	2023	2024P	2025F	2026F
영업활동 현금흐름	92	194	-14	208	212	투자지표 (x)					
당기순이익(손실)	-37	13	34	52	63	P/E	-23.0	20.5	14.2	9.1	7.6
비현금수익비용가감	244	230	55	166	160	P/B	1.1	1.3	3.9	2.8	2.1
유형자산감가상각비	129	139	147	133	129	P/S	0.2	0.1	0.2	0.1	0.1
무형자산상각비	9	9	14	30	29	EV/EBITDA	8.4	7.1	7.1	6.1	5.6
기타현금수익비용	106	82	-113	2	2	P/CF	2.3	1.6	5.5	2.3	2.2
영업활동 자산부채변동	-65	-29	-46	-9	-11	배당수익률 (%)	0.9	1.0	0.8	0.8	0.8
매출채권 감소(증가)	-25	-25	-4	-15	-17	성장성 (%)					
재고자산 감소(증가)	-24	5	-1	-8	-10	매출액	12.7	5.5	7.4	5.4	5.5
매입채무 증가(감소)	21	0	-17	15	18	영업이익	-31.6	135.4	46.8	28.4	11.5
기타자산 부채변동	-38	-9	-25	-2	-2	세전이익	적전	흑전	176.2	64.2	20.7
투자활동 현금	-141	-148	-82	-125	-125	당기순이익	적전	흑전	154.7	52.5	20.7
유형자산처분(취득)	-137	-120	-94	-97	-96	EPS	적전	흑전	77.2	55.6	20.4
무형자산 감소(증가)	-5	-5	-15	-22	-22	안정성 (%)					
투자자산 감소(증가)	30	-19	35	-2	-2	부채비율	274.9	325.8	492.5	439.7	389.4
기타투자활동	-29	-3	-8	-5	-5	유동비율	84.3	74.7	56.3	64.4	72.7
재무활동 현금	64	-51	54	-4	-4	순차입금/자기자본(x)	175.7	214.5	354.7	293.9	239.4
차입금의 증가(감소)	76	5	65	0	0	영업이익/금융비용(x)	0.7	1.1	1.3	1.6	1.8
자본의 증가(감소)	-18	-17	-4	-4	-4	총차입금 (십억원)	1,093	1,214	1,377	1,377	1,377
배당금의 지급	18	17	4	4	4	순차입금 (십억원)	960	1,087	1,290	1,210	1,126
기타재무활동	6	-40	-7	0	0	주당지표(원)					
현금의 증가	11	-5	-41	79	83	EPS	-488	512	907	1,412	1,699
기초현금	122	133	127	87	166	BPS	9,780	8,332	3,293	4,557	6,102
기말현금	133	127	87	166	250	SPS	67,330	78,526	84,304	88,894	93,778
NOPLAT	19	58	78	94	104	CFPS	4,911	6,379	2,336	5,708	5,837
FCF	0	66	-39	83	87	DPS	102	102	102	102	102

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	-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	-28.0	3.6	
2024-08-16	매수	17,000	-35.3	-21.2	
2024-11-18	매수	17,000	-34.1	-21.2	
2025-02-17	매수	17,000			

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	업종별 투자 의견은 해당 업종 투자 비중에 대한 의견
매도	- 10% 이하의 주가 하락이 예상되는 경우		비중 축소	

투자 의견 비율

기준일 2024.12.31

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 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.