

과도한 우려에 따른 저평가 상태

BUY

Valuation

Target Price: 56,562

Price: 42,400

Margin of Safety: 33%

MktCap.(100mn): 2,239

ROE: 15.7%

Op.Magin: 5.2%

PER: 8.31

PBR: 1.22

Dividend Yield: 2.45%

Major Sh.Holder:

남승우(41.05)

Foreign Shr.: 18.33%

S&P 500 비교 차트



● Investment Points

식품산업은 정체되어 있으며 크게 성장하지 못하고 있음. 그러나 동사가 Leading하고 있는 신선식품 시장의 경우 당분간 지속적인 성장을 할 것으로 예상. 또한 동사는 신선식품의 1위업체임.

안정적으로 Market Share를 잘 유지하고 있는 동사의 능력에 비해 성장성이 없고 경쟁이 심한 식품시장에 대한 과도한 우려는 동사의 저 평가에 가장 큰 요인.

이러한 안정적인 능력에 덧붙여 동사는 종합 식품회사로의 전환에 성공하였으며, 그 결과로 지분법이익이 많이 증가한 상황임. 2003년 지주회사 전환이 안정적으로 이루어 졌음.

● Risk요인

국제 곡물 가격의 인상으로 인한 원가 증가의 문제가 있을 수 있으나, 풀무원은 대부분의 경우 국산 콩을 사용하기 때문에 그 효과는 생각보다 크지 않음.

식품 산업 특성상 경쟁이 치열하고, 영업이익률이 낮음. 그러나 동사는 신선식품 업계 1위의 지위를 놓치지 않고 있으며 꾸준한 신제품의 개발과 그에 따른 성공으로 인해 영업이익률은 타 업체에 비해 높은 상태.

기업분석 4팀

남영구, 김선교, 김진호,
정광우, 정예린

I. 성장중인 신선식품시장.

높은 성장률의 신선식품시장

신선식품은 LOHAS 트렌드의 확산과 함께 건강과 환경을 중시하는 소비패턴이 대두되면서 이제는 누구나 손쉽게 소비할 수 있는 대중소비품목이 되고 있다. 이에 따라 신선식품시장은 계속해서 성장하고 있는 추세이다. 2006년 매출액 기준 1,114억원이었던 신선식품시장은 2007년에는 비약적인 성장을 하여 1,415억원에 이르렀고 그 성장률을 27%에 다다른다.

따라서 현재 신선식품 시장의 전망은 좋다고 말할 수 있다. 최근 식품 안전성에 대한 문제가 불거지면서, 소비자들의 안전한 먹거리에 대한 관심 높아졌고, 이에 따라 신선식품이 포함된 유기식품의 시장이 더욱 커질 것으로 보여지기 때문이다.

지금, 신선식품시장의 상황은 좋다

그러나 최근의 신선식품시장의 성장은 정체된 식품시장의 다른 영역을 대신하면서 이루어지는 것이기 때문에, 이 성장이 오랜 기간 동안 지속될 것으로는 보이지 않는다. 다시 말해, 신선식품 시장도 식품시장의 성장률에 수렴해서 낮은 성장을 보이는 정체국면에 다다를지도 모른다. 다만, 지금 시점에서의 신선식품시장의 전망은 최근의 추세와 정황에 미루어볼 때, 높은 성장을 당분간(최소 2~3년간) 이어나갈 것으로 기대된다.

II. 풀무원은 신선식품 1위 기업이다.

풀무원은 두부, 나물 시장 등 신선식품 분야 1위다

풀무원은 두부 시장에서 점유율 57.7%(2007년)로 1위이고, 나물 시장에서도 점유율 45.8%(2007년)로 1위 업체이다. 두부와 나물은 풀무원의 Cash-cow로서 두 제품이 풀무원 매출에서 차지하는 비중은 거의 절반(49.7%)에 가까우며, 매출총이익에서는 60.7%를 차지하는 상황이다. 그러나 두부 시장에 2003년부터 CJ제일제당과 대상 등 대기업이 시장에 들어오면서 2003년 76.1%였던 점유율은 20% 가까이 잠식당했다.

그림 1. 유기식품의 시장 규모와 성장률

(단위: 억원)

구 분		2006년	2007년	성장률 (%)
유기식품	신선식품	1,114	1,415	27.0
	가공식품	1,419	1,768	24.6
	계	2,533	3,183	25.7
친환경농산물 (유기농산물 외)		11,992	15,236	27.1
합 계		14,525	18,419	26.8

자료: 유기가공식품은 유통업체 조사(한국식품연구원) 결과, 유기농산물은 김창길, '국내외 친환경농산물의 생산실태 및 시장전망' 한국농촌경제연구원 농정연구숙보

어느정도 출혈이 있었지만 시장을 지켜내다.

풀무원의 최대 경쟁 업체는 CJ제일제당이다. CJ제일제당의 두부 점유율은 2006년 8%에서 1년 만에 22%로 올랐다. 이는 비록 동기간 풀무원의 M/S는 8%가 줄어 CJ가 풀무원에서 일정부분을 빼앗아 갔지만, 대상이 두부사업을 두산에 매각하면서 생긴 저가 시장 공백을 CJ가 메운 효과가 큰 것으로 보인다. 대상의 사업 철수는 풀무원이 시장을 지켜낸 것으로 평가할 수 있다. 2003년 이후 대기업이 경쟁업체로 뛰어들어 1+1행사와 같은 출혈 전략으로 두부 시장을 공략했지만 CJ를 제외하면 모두 실패했다. 또한 대기업의 시장 참여 이후 11.37%였던 영업이익률은 2006년 4.34%까지 지속적으로 하락하였는데 2007년에는 다시 5.20%로 상승했다. (그림 3) 이는 CJ와의 출혈경쟁이 끝나는 것으로 해석된다.

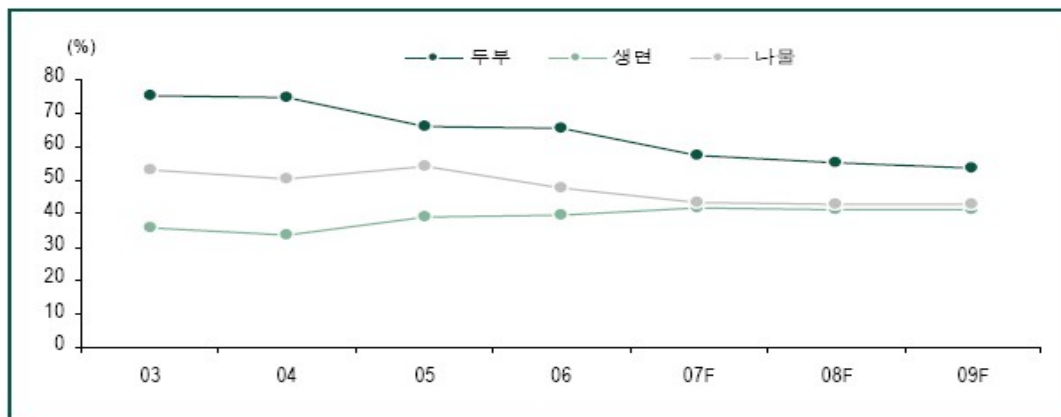
생면시장은 후발주자이지만 1위를 차지하였다.

풀무원이 최초의 포장두부를 출시하여 시장을 선점했던 것과는 반대로, 생면시장은 후발주자로 시장에 뛰어들어 1위(시장점유율 40.5%, 2007년) 업체가 되었다. 이는 풀무원의 바른 먹거리 이미지에 지속적인 신제품 개발이 효과를 더해 가능했다. 2004년 오뚜기가 뛰어들어 CJ와 더불어 3자 구도를 형성 중이나 M/S는 지속적으로 상승 중이다.

생면시장은 매년 20%성장이 예상된다.

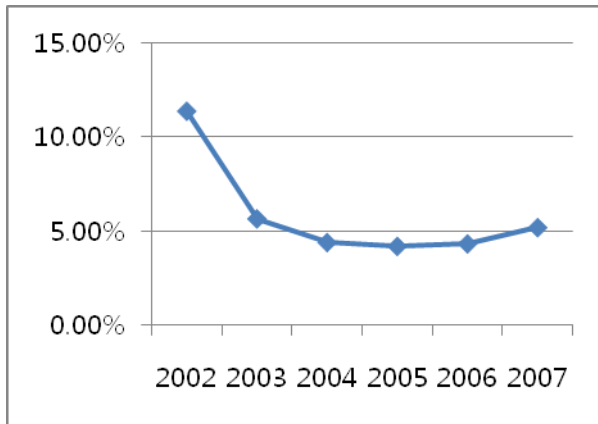
생면시장은 향후 매년 20%의 성장이 예상된다. 전체 라면 시장 규모는 약 1조5천억원으로 2004년 이후 정체 중이지만, 웰빙바람과 함께 생면시장은 2002년 약 1000억원에서 2007년 3000억원으로 급격히 성장 중이다. 업계추정에 따르면 향후 해마다 20%씩 시장이 성장할 것으로 보인다. 전체 시장의 성장과 시장점유율 1위를 바탕으로 풀무원 생면은 새로운 Cash-cow가 될 것으로 보인다.

그림 2. 제품별 풀무원의 시장 점유율 추이 및 전망



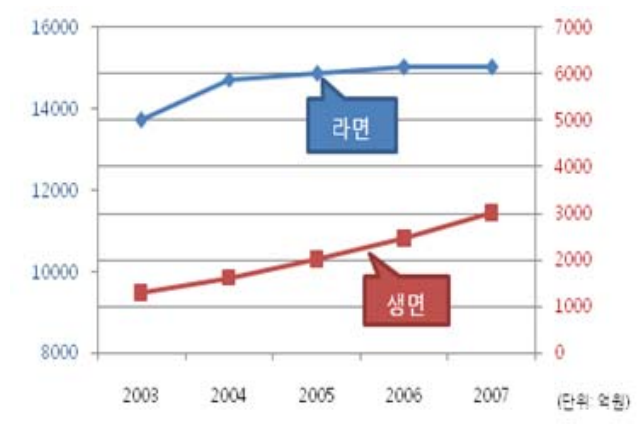
자료: 대한투자증권, 풀무원 자료

그림 3. 풀무원 영업이익률 변화



자료: 풀무원

그림 4. 라면과 생면시장 크기



자료: 풀무원

III. 풀무원과 이마트의 JBP와 효과

이마트와의 JBP는 두부 및 신선식품의 점유율을 높여 줄 것이다.

2008년 1월 풀무원은 이마트와 JBP를 맺었다. JBP(Joint Business Plan)란 유통업체와 제조업체가 상품개발부터 소비자 환경 분석, 운영전략까지 함께하는 시스템으로 정보를 공유함으로써 최적 비용구조를 구축하는 것을 말한다. 일반적으로 PB(Private Brand)의 가격이 기존 제품에 비해 20~30% 싼 반면 JBP제품은 10%정도 저렴하다.

JBP를 통해 풀무원이 가지게 되는 이익은 세 가지이다.

JBP를 통한 안정적인 공급처의 확보

첫째, 안정적인 공급처를 마련하게 된다.

CJ제일제당은 공격적인 마케팅과 영업망으로 풀무원을 공략했다. 특히 할인매장에서의 두부 점유율은 풀무원 40.2%, CJ 28.0%로 전체점유율보다 근소한 차이였다. 그러나 이마트와 제휴하게 되면 상황이 뒤바뀔 전망이다.

JBP로 인한 매출 효과는 이마트 PB의 매출을 보면 예측 가능하다. 아래 그림-5를 보면 시장 점유율 75%인 CJ햇반이 이마트에서 왕후의 밥(PB)에 약 3:7로 밀려나 있는 것을 볼 수 있다. 풀무원 제품도 PB만큼의 M/S를 차지할 것이 기대되며, 이를 풀무원 판매구조에 따라 계산하면 9%의 매출 증대가 예상된다.

이마트에 전용냉장고를 만든 뒤 매출액이 증가하였다.

둘째, 두부, 나물 이외 제품과 신제품 홍보가 용이해진다. 생면의 경우 건조라면과 달리 냉장시설이 필요하다. 풀무원은 시범케이스로 이마트 영업점 중 10곳에 전용 냉장시설을 구비했는데 1달 만에 생면 매출액이 5배 증가하였다. 이는 생면을 모르던 고객이 이마트를 통해 생면을 접하면서 생긴 것이다. 이를 통해 볼 때 JBP는 기존 풀무원 사업부문 이외의 제품 역시 홍보 효과가 늘어날 것임을 예측할 수 있다.

JBP를 통한 판관비 감소

셋째, 광고선전비를 포함한 판관비를 아낄 수 있다. 대기업 시장 참여 이후 풀무원의 급여, 광고선전비는 3배 이상 증가했다. 급여비 증가는 마트 등 판매점마다 풀무원 물건을 권하는 직원을 배치하면서 생겼고, 광고선전비는 1+1등 판촉비도 포함된 금액으로 출혈 마케팅 때문에 늘어났다. 그러나 JBP를 통해 제품의 판촉을 이마트가 맡아주면 매출액 대비 10%의 판관비 감소가 예상된다.

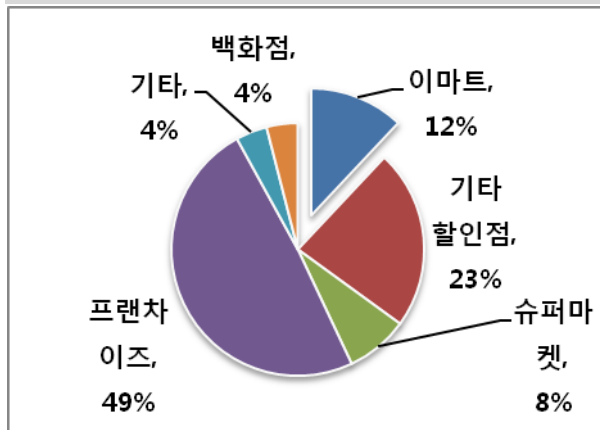
그림 5. PB상품 출시 후 주요 브랜드 들의 판매량저하

PB 상품명	평균판매가	판매수량	NB상품명	평균판매가	판매수량
태양초고추장 3kg	9,900	9,961	순창갈고추장 2.8kg	11,900	2,892
왕후의밥 210g×4	2,780	19,857	CJ햇반 210g×3	3,650	7,748
맛으로 승부하는 라면 (120g×5, 매운맛/해물)	2,340/2,520	50,768	신라면 120g×5	2,600	123,666
이마트콜라 1.5ℓ	790	26,992	코카콜라 1.8ℓ	1,630	10,683
이마트 봉평샘물 2ℓ	470	162,664	제주삼다수 2ℓ	820	126,455
이마트 모카믹스 180입	15,890	4,106	맥심모카믹스 180입	18,400	36,829
이마트 한스푼 2kg×2	8,900	8,780	퍼펙트하나로 3.2kg	12,400	807
베스트셀렉트3겹데코 화장지 40m×24롤	13,800	6,800	크리넥스데코 &소프트 3겹 35m×24롤	18,800	3,307

주 : 2007년 10월18일~10월23일 6일간 이마트의 판매자료임

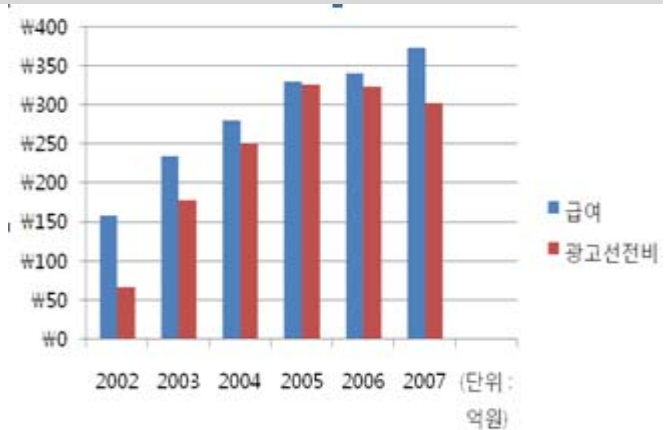
자료: 매경이코노미

그림 6. 풀무원의 판매구조



자료: 풀무원

그림 7. 풀무원 급여, 광고선전비 증가추이



자료: 풀무원

IV. 종합 음식 회사로의 전환-자회사

지주회사로의 전환

풀무원은 2003년 물적분할을 통해 10개의 자회사를 거느린 지주회사로 전환한다. 이후 사업부의 분할과 통합을 거쳐 2008년 현재 남승우 회장과 특수관계인을 합친 주요주주의 풀무원 관계도는 아래와 같다. 이 중 풀무원 건강그린은 풀무원과 별개의 회사로 운영되고 있다. 풀무원 지주에는 세부적으로 보면 14 개의 자회사가 있지만 크게 유통(엑소후레쉬물류), 급식(이씨엠디), 식자재사업(푸드머스), 미국법인(Pulmuone USA)의 4개로 나뉜다.

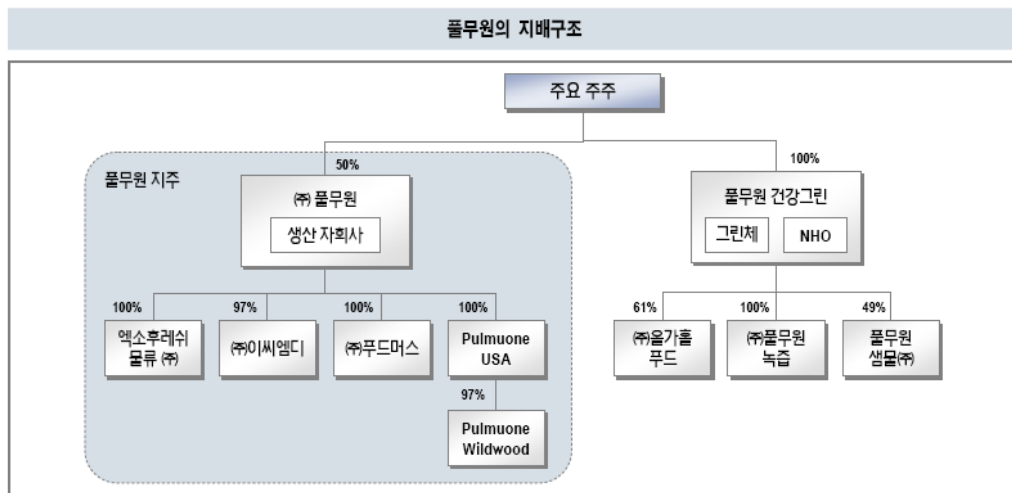
지주회사로의 전환 이유

풀무원이 지주회사로 전환하게 된 이유는 투명경영을 이루는데 있었다. 남승우 회장은 풀무원의 자회사로 누적 손실이 120 억에 이르렀던 울가홀푸드를 풀무원 건강생활로 매각하기도 했다. 이런 경영 방침은 풀무원이 주주중심의 경영을 한다는 것을 보여준다.

자회사의 성장

풀무원의 2007년 영업이익은 184억원인데 이에 비해 지분법이익은 162억원으로 영업이익 대비 88.11%의 수준에 있다. 이는 자회사의 핵심인 유통, 급식, 식자재 사업부가 지속적으로 성장하고 있고, 미국법인은 영업이익 기준으로 2007년 턱어라운드 성공하였기에 가능했다. 이제 풀무원은 두부, 나물 등 신선식품을 만들던 회사에서 유통, 급식, 식자재 사업을 하는 종합식품회사로 탈바꿈하고 있다.

그림 8. 풀무원의 지배구조



자료: 풀무원, 우리투자증권 리서치센터

자료: 유기가공식품은 유통업체 조사(한국식품연구원) 결과, 유기농산물은 김창길, '국내의 친환경농산물의 생산실태 및 시장전망' 한국농촌경제연구원 농정연구숙보

V. 자회사들의 시너지 효과

풀무원의 신선한
기업이미지를 계승한
자회사들의 시너지효과

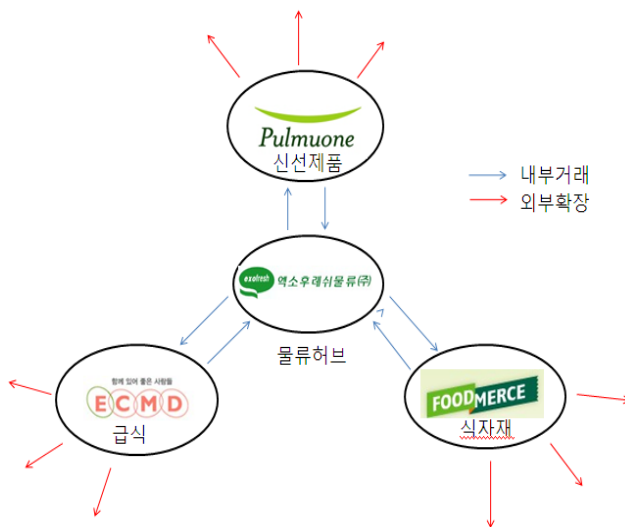
식품업체 중에서 특히 풀무원은 유기농의 안전한 이미지가 강한데, 제품을 생산해서 소비자에게 안겨주는 모든 과정을 풀무원이 관리하게 되면서 품질관리에 좋은 효과를 거두었다. 이러한 자회사간 긴밀한 관계는 풀무원 지주회사가 수직계열화를 통해 자회사에 대한 통제력이 늘고 효율적인 관리가 가능해졌다는 것을 의미한다.

아래 그림과 같은 구조도에 나타나는 자회사들의 시너지 효과도 자회사들이 모두 적자이면 불가능하지만 풀무원의 자회사들은 흑자전환에 성공했다. 흑자전환의 배경에는 풀무원이 지주회사로 전환된 후 기업이 안정화되었다는 것에 있다. 예를 들자면 간접경영비용도 많이 줄고 4개의 자회사 모두 자립도를 키워나가고 있는 중이다.

지분법이익이 크게 늘다

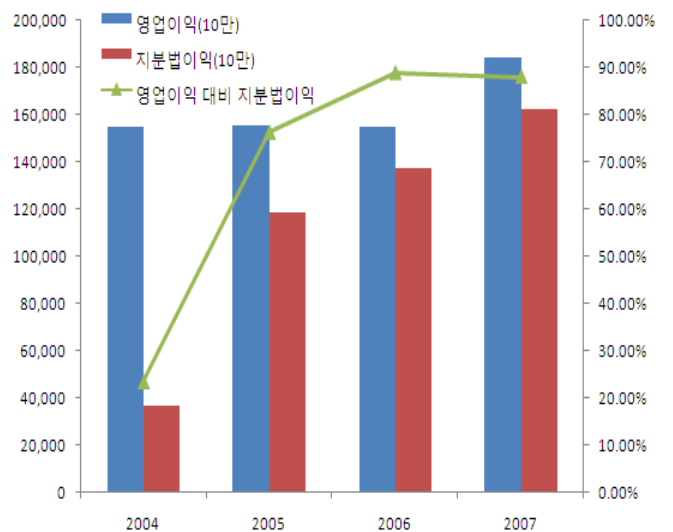
이들 자회사는 식자재공급, 신선식품->유통->급식을 통한 시너지 효과를 낸다. 자회사의 실적은 지속적으로 좋아져서 지분법이익이 늘고 있다. 2004년 영업이익 154억, 지분법이익 36억, 영업이익 대비 지분법이익률 23.4% 였으나 2007년 영업이익 184억('04년 대비 19.5%증가), 지분법이익 162억('04년 대비 4.5배 증가), 영업이익 대비 지분법이익률 88.1%로 지분법 이익과 이익률 모두 증가하였다.

그림 9. 자회사간 시너지 효과 모형



자료: SMIC Research Team 4

그림 10. 영업이익과 지분법이익 비중추이



자료: 풀무원 Company Data

자회사가 빠르게 성장하고 있다.

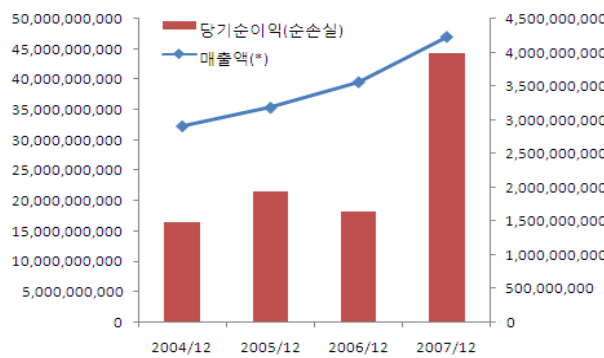
유통업체인 엑소후레쉬물류는 매출액이 '06년 396억, '07년 470억으로 18.6%늘었고, 당기 순이익은 '06년 16.5억, '07년 39.9억으로 2배 가량 늘었다. 이는 2007년 7월 농협과 협약을 맺으면서 안정적인 공급처를 마련하고 영업 이익율이 늘었기 때문이다.

급식업체인 이씨엠디는 매출액이 '06년 1157억, '07년 1350억으로 16.7%늘었으나, 당기순이익은 소폭 줄었다('06년 40억, '07년 37.5억). 이씨엠디는 급식사업(매출액 중 비중 90%) 중심에서 컨세션 사업으로도 확장해 나가고 있다. 이에 따른 판관비 증가로 2007년의 당기순이익은 소폭 줄었지만, 정체중인 급식사업에 비해 컨세션 사업은 빠른 증가가 예상되어 이익 개선에 도움이 될 전망이다.

식자재업체인 푸드머스는 2007년에 '05년 대비 매출은 2배, 사업장수는 4배 가량 증가하였다. 국내 식자재업계는 대기업 비중이 5%로 낮아 푸드머스가 확장할 여지가 많아 성장이 기대되나 영업이익률은 1.2%로 업계 특성상 낮다.

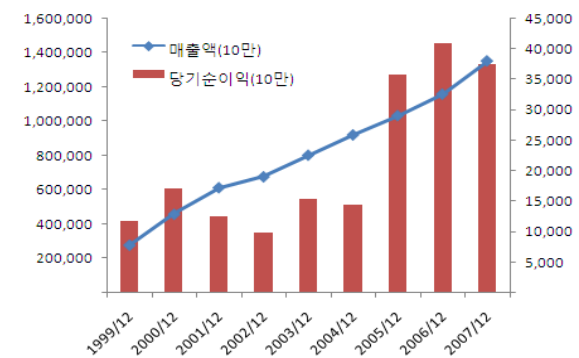
Pulmuone USA는 '07년 현재 미국 서부지방 두부 1위업체로 '04년 인수 이후 작년 처음으로 영업이익 흑자(13억)를 기록했다. 매출액도 '04년 1250만 달러에서 '07년 2830만 달러로 2.26배 증가했다. 또한 성공적인 구조조정으로 판관비를 71.6억에서 55.6억으로 낮추어 영업이익률 향상이 기대된다.

그림 11. 엑소후레쉬물류의 당기순이익과 매출액 추이



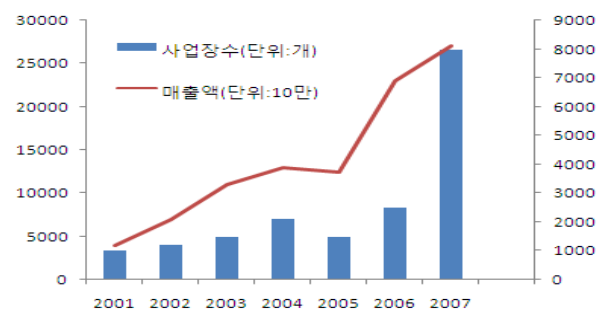
자료: 풀무원 SMIC Research Team 4

그림 12. 이씨엠디의 당기순이익과 매출액 추이



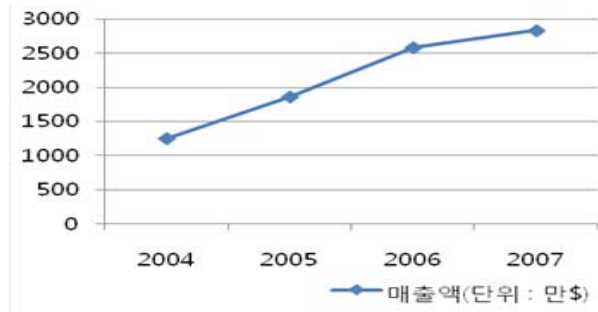
자료: 풀무원 SMIC Research Team 4

그림 13. 푸드머스의 영업이익과 매출액추이



자료: 풀무원 SMIC Research Team 4

그림 14. 풀무원USA의 매출액 증가율



자료: 풀무원 SMIC Research Team 4

VI. Risk 1. 국제 곡물 가격

국제곡물가격이 인상된다 하더라도 풀무원은 거의 국산콩을 사용하기 때문에 큰 영향을 받지 않는다.

지구온난화로 인한 기상이변과 바이오에너지 작물수요 증가 등에 따라 국제곡물 가격의 지속적인 인상이 예상되고 있다. 이러한 상황에서 대부분의 사료곡물과 식용곡물들을 수입하고 있는 식품업계에 비상이 걸렸다. 풀무원의 대표 상품, 두부의 원료인 콩의 가격 역시 아래의 표와 같이 2006년부터 지속적인 상승추이를 나타낸다. 따라서 풀무원 역시 원재료 가격 상승으로 인해 수익성이 악화되지 않을까 하는 우려가 있을 수 있다. 이에 대해 리서치4팀은 두 가지 근거를 통해 이러한 리스크가 풀무원의 투자에 있어 치명적이지 않다고 판단하였다.

첫 번째, 풀무원의 경우 대부분 국산 콩을 사용하기 때문에 국제 곡물가에 비해 비교적 가격 변동에 훨씬 둔감한 편이다. 풀무원은 콩을 주원료로 사용하는 두부상품이 26가지나 있다. 하지만 이 중에서 6종류의 풀무원오가닉스에서 나온 유기농 두부만이 중국에서 재배한 유기농 콩을 사용한다. 전체 포장두부 매출액이 1700억원인데 그 중 유기농포장두부의 매출액은 300억원 정도로 비중이 그리 크지 않다.

두 번째, 풀무원은 대부분의 콩식품을 국산콩을 사용하여 국제 가격 상승에 큰 영향을 받지 않음에도 그것을 빌미로 두부가격을 8% 인상했다. 이렇게 두부의 ASP(Average Selling Price)를 높임으로써 오히려 매출이 늘고 매출 총이익률은 상승할 것으로 보인다.

그림 15. 국제 콩 가격 상승 추이

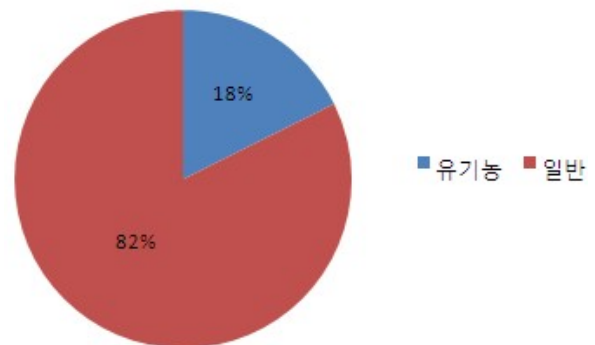


자료: 시카고 선물거래소 · 뉴욕상업거래소

뷰셀 = 약 27.2kg, 파운드 = 약 0.45kg

자료: 풀무원 SMIC Research Team 4

그림 16. 풀무원의 두부 종류별 매출비중



자료: 풀무원 SMIC Research Team 4

VI. Risk 2. 식품 산업은 Red Ocean

정체된 식품산업

2005년 국내 식품 시장 규모는 35조 8백억원으로 전년 대비 1.1% 성장하였다. 2001년부터 2004년까지 변동은 있었지만, 일정규모 이상을 벗어나지 못하고 정체되고 있다는 것을 확인할 수 있다. 매출액을 살펴보면, 1999년 14.3%의 성장률에서 2001년 18.21%까지의 높은 성장률을 보여왔지만, 2003년에는 오히려 큰 폭으로 감소하였고, 그 후 매출액 성장은 거의 보여지지 않고 있다. 2006년의 매출액은 2001년의 매출액과 거의 흡사할 정도이며, 이는 식품산업이 정체되어 있다는 것을 반증해주고 있다.

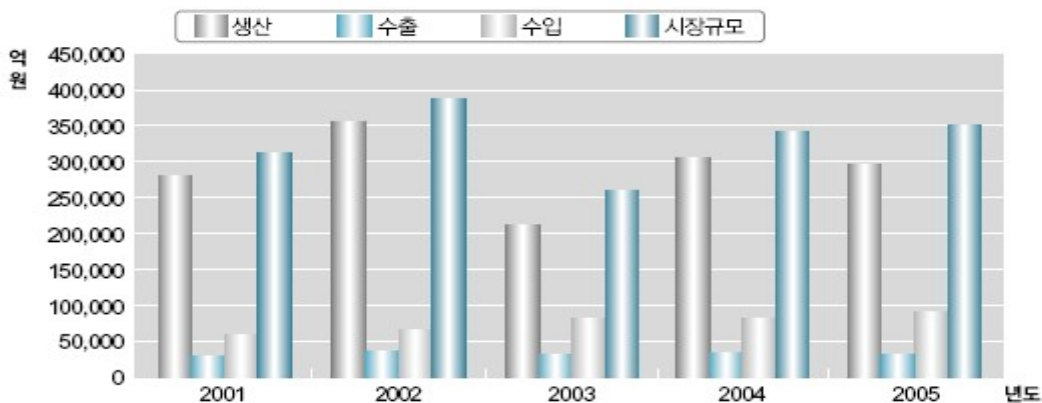
영업이익률이 낮은 식품산업.

결과적으로 식품산업의 판관비는 매우 높은 상태이다. 2006년 기준으로 식품산업의 거래소 및 코스닥 기업 44개소의 매출원가는 126,486억이었는데, 판관비는 무려 42,433억원으로 매출원가 대비 34%의 수준이다. 가격을 올려 영업이익율을 높이려는 시도는 강력한 경쟁업체에게 M/S 확장의 기회를 제공할 수 있기 때문에, 원료 상승에 따른 혹은 이익 향상을 위한 가격인상 또한 제한적일 수 밖에 없다.

그러나 신선식품은 성장한다.

그러나 풀무원이 주력하는 신선식품은 해마다 20%이상 성장하고 있다. 물론 신선식품도 성장이 둔화되어 결국 식품산업의 영업이익률에 수렴할 것이다. 다만 그렇게 되기 위해서는 신선식품 시장이 기존 식품산업을 절반 이상 잠식하거나 위협하는 수준이 될 때로 예상한다. 따라서 이 시장은 향후 최소 2~3년 이상 성장할 것으로 보인다.

그림 17. 식품산업에서의 시장규모 추세



자료: 식품의약품안전청 식품의약품통계연보

RIM을 사용해 자회사의
성장을 Valuation에 반영

VII. Valuation 및 결론

RIM을 통한 Valuation

풀무원 자회사의 매출액은 2007년 3,750억원으로 이는 모회사인 풀무원의 매출액을 209억원이나 뛰어 넘는 규모이다. 일반재무제표를 사용하고 DCF를 통해 Valuation을 할 경우에는 모회사의 성과만 반영이 되기 때문에 자회사에 대한 평가가 중요한 풀무원에는 적합한 가치평가 방법이 될 수 없다. 하지만 RIM에서는 당기순이익을 기준으로 하여 산출한 ROE를 사용하기 때문에 지분법손익을 반영할 수 있게 된다.

중요한 가정들

A. 풀무원은 최근 수익성을 높이는 방향의 경영을 계획하고 있고, 경쟁사의 출혈경쟁은 감소할 것으로 예상되고 있어 현재보다 당기순이익률이 나아질 것으로 보인다. 그리고 지난 4년간 지분법이익은 평균 15.67% 성장하였으며 앞으로도 자회사의 성장은 긍정적으로 평가된다.

또한 듀퐁 분석을 통해서 ROE를 분석한 결과 제품에 순 이익률은 출혈경쟁의 감소와 수익성 위주의 경영 그리고 늘어나는 지분법 이익에 따라 계속 증가하는 추세일 것으로 판별되며, 총자산회전률과 자산/자기자본 비용은 10년간 큰 변화를 보이지 않았다. 따라서 그 동안의 자기자본수익률이 앞으로도 유지될 것으로 가정하여 지주회사로 전환한 2003년 이후의 ROE를 평균한 13%를 사용한다.

C. 풀무원은 2003년부터 현재까지 매 회계연도 20%의 배당성향을 보여주고 있다. 풀무원의 꾸준한 배당정책으로 볼 때 앞으로도 배당성향은 20%로 유지될 것으로 보인다.

D. 풀무원은 지속가능한 기업으로 평가되며 경영철학이 확고하고 꾸준한 매출을 기록 중인 점을 고려해 Persistence factor는 1로 가정하였다.



그림 18. RIM을 통한 Valuation

	2007/12	2008/12	2009/12	2010/12	2011/12	2012/12	2013/13
자기자본장부가치	180,542,246	199,318,640	220,047,778	242,932,747	268,197,753	296,090,319	326,883,712
ROE		13%	13%	13%	13%	13%	13%
당기순이익	26,576,426	23,470,492	25,911,423	28,606,211	31,581,257	34,865,708	38,491,741
배당금		4,694,098	5,182,285	5,721,242	6,316,251	6,973,142	7,698,348
Residual Income		6,878,660	7,594,040	8,383,820	9,255,738	10,218,334	11,281,041
할인기간		1	2	3	4	5	6
현재가치		6,299,716	6,369,527	6,440,111	6,511,478	6,583,636	

자료: SMIC Research Team 4

그림 19. RIM Valuation 가정

자기자본비용	9%
배당성향	20%
Persistence factor	1
Contiuing Value	122,753,440

자료: SMIC Research Team 4

그림 20. RIM Valuation 결과

자기자본장부가치	180,542,246
RI 현재가치의 합	32,204,467
PV of CV	79,089,593
Value of the Equity	291,836,306
발행주식수	5,159,568
적정주가	56,562
현재주가	42,400
안전마진	33%

자료: SMIC Research Team 4

기대수익률 33%, BUY를 추천

RIM를 통한 Valuation을 수행한 결과, 풀무원 주식의 적정주가를 56,562원으로 산출하였다. 이는 2008년 4월 10일 현재 42,400원인 주가에 대비하여 33%의 기대 수익률을 나타낸다. 따라서 리서치 4팀은 풀무원의 안정적인 사업구조와 자회사의 성장성에 비해 저평가된 현 상황을 고려하여 Buy를 추천한다.