

풀무원 (017810)

한유정 노희재
yujung.han@daishin.com heejae.roh@daishin.com

투자의견 BUY
매수, 유지

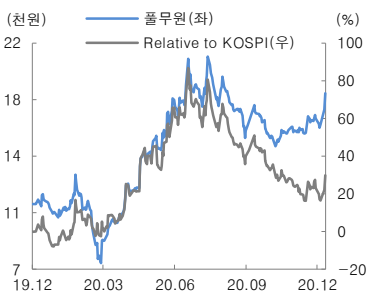
6개월 목표주가 25,000
하향

현재주가 18,650
(21.01.05)

음식료업종

KOSPI	2990.57
시가총액	711십억원
시가총액비중	0.04%
자본금(보통주)	19십억원
52주 최고/최저	21,100원 / 7,300원
120일 평균거래대금	30억원
외국인지분율	0.83%
주요주주	남승우 외 6 인 60.33% 한마음평화연구재단 9.99%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	15.1	5.7	3.6	62.9
상대수익률	5.1	-16.7	-25.4	18.5



코로나로 울고 웃은 4분기

투자의견 매수 유지, 목표주가 25,000원으로 하향 조정(-11%)

- 코로나19 사태 장기화를 감안하여 단체급식(푸드머스), 푸드서비스/외식(푸드 앤컬처) 부문의 실적 추정을 보수적으로 접근하여 이익 추정치 하향 조정
- 단기 실적 부진은 아쉽지만 국내외 식품 시장에서의 높은 성장 잠재력을 보유했다고 판단되어 음식료 업종 차선호주 관점 유지

기대치를 하회할 4분기

- 2020년 4분기 풀무원의 연결 기준 매출액은 6,014억원(-1% yoy, -0.3% qoq), 영업이익은 64억원(-9% yoy, -64% qoq)으로 매출액은 컨센서스 부합, 영업이익은 하회 전망. 시장 기대치 하회를 예상하는 이유는 1) **[국내 식품/식자재]** 온라인 채널 중심의 견조한 내식 수요에 더한 두부, 라면, 만두 등의 주요 제품 판매 호조에도 채고 폐기손실이 일회적으로 반영되며 전년 동기 대비 영업이익은 17% 증가에 그칠 것으로 추정하며, 2) **[국내 푸드서비스/외식]** 코로나19 사태 장기화에 따른 선제적 구조조정 영향으로 영업적자 폭이 확대되어 -138억원을 기록할 것으로 추정하기 때문. 그럼에도 3) **[해외]** 미국 코스트코 전점 입점을 앞둔 대대적인 프로모션 행사가 진행되었음에도 중국 법인의 이익 기여 지속 및 일본 법인 적자 폭 축소로 해외 합산 영업적자는 전년 동기 대비 101억원 축소된 -1억원으로 추정되는 점은 긍정적임

흔들리지 않는 투자포인트

- 코로나19 여파로 다수의 컨세션 사업장을 운영해왔던 푸드서비스/외식 부문의 손익 악화가 예상보다 크고 개선 속도 역시 더딘 점이 아쉬움
- 국내 온라인 식품 시장의 폭발적 성장에 따른 냉장 · 신선식품 상위 사업자로서의 직접적 수혜가 예상된다. 점, 미국 B2B, B2C 전반에 걸쳐 유통 채널 확대가 기대된다는 점, O2O 채널을 적극 활용한 중국 B2C 판매 증가가 기대된다는 점 등의 핵심 투자포인트는 변함없다고 판단됨

(단위: 십억원, %)

구분	4Q19	3Q20	4Q20(F)					1Q21		
			직전추정	당사추정	YoY	QoQ	Consensus	당사추정	YoY	QoQ
매출액	608	603	618	601	-1.1	-0.3	630	600	6.6	-0.2
영업이익	7	18	13	6	-9.3	-63.6	15	14	205.3	116.6
순이익	-9	12	0	-6	적지	적전	4	20	184.7	흑전

자료: 풀무원, FnGuide, 대신증권 Research Center

영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 십억원, 원, %)

	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
매출액	2,272	2,381	2,333	2,440	2,560
영업이익	40	31	43	71	88
세전순이익	24	7	23	55	69
총당기순이익	11	-8	18	33	42
지배지분순이익	22	3	20	36	46
EPS	5,491	56	536	978	1,229
PER	1.4	200.3	34.8	19.1	15.2
BPS	8,163	9,425	9,318	10,097	11,099
PBR	1.0	1.2	2.0	1.8	1.7
ROE	7.2	1.0	5.1	8.9	10.3

주: EPS와 BPS, ROE는 지배지분 기준으로 산출, 자료: 풀무원, 대신증권 Research Center

연간 실적 추정 변경 (단위: 십억원, 원, %, %p)

	수정전		수정후		변동률	
	2020F	2021F	2020F	2021F	2020F	2021F
매출액	2,349	2,721	2,333	2,440	-0.7	-10.3
판매비와 관리비	571	647	567	579	-0.7	-10.4
영업이익	50	81	43	71	-14.0	-11.6
영업이익률	2.1	3.0	1.9	2.9	-0.3	0.0
영업외손익	-21	-21	-20	-16	적자유지	적자유지
세전순이익	29	60	23	55	-21.3	-8.4
지배지분순이익	25	40	20	36	-21.3	-8.4
순이익률	1.0	1.3	0.8	1.4	-0.2	0.0
EPS(지배지분순이익)	681	1,068	536	978	-21.3	-8.4

자료: 풀무원, 대신증권 Research Center

표 1. 플무원 분기/연간 실적 추정

(단위: 억원, %)

	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20E	1Q21E	2Q21E	3Q21E	4Q21E	2017	2018	2019	2020E	2021E
매출액	5,626	5,651	6,033	6,014	6,000	5,910	6,255	6,235	22,381	22,720	23,815	23,326	24,400
지주	323	231	249	216	349	252	271	236	732	772	790	1,019	1,108
식품/식자재	4,319	4,415	4,772	4,694	4,398	4,430	4,818	4,736	14,996	16,077	17,977	18,201	18,382
푸드서비스/외식	1,261	1,154	1,322	1,393	1,516	1,337	1,435	1,469	6,324	6,596	6,633	5,130	5,757
물류	317	316	345	339	321	325	350	346	1,093	1,163	1,309	1,316	1,341
건강기능	135	121	149	156	141	132	154	165	1,593	1,430	495	561	591
해외	1,065	1,186	1,113	1,084	1,121	1,257	1,198	1,205	3,078	3,165	3,685	4,447	4,781
중국	103	186	125	98	115	214	137	108	167	214	288	511	575
미국	638	657	645	625	674	689	696	711	1,719	1,782	2,131	2,565	2,771
일본	313	340	306	334	321	351	327	358	1,133	1,094	1,178	1,293	1,357
기타	10	3	37	27	11	4	38	27	60	76	88	77	80
기타	16	16	18	16.1	15	15	16	15	78	79	71	66	61
내부거래	1,810	1,787	1,934	1,884	1,861	1,837	1,988	1,936	5,512	6,561	7,146	7,415	7,622
YoY	2.4%	-5.3%	-3.7%	-1.1%	6.6%	4.6%	3.7%	3.7%	10.2%	1.5%	4.8%	-2.1%	4.6%
지주	45.5%	28.4%	31.0%	9.1%	8.1%	9.0%	8.9%	9.2%	6.4%	5.5%	2.4%	29.0%	8.7%
식품/식자재	13.9%	-9.4%	1.9%	1.5%	1.8%	0.4%	0.9%	0.9%	7.5%	7.2%	11.8%	1.2%	1.0%
푸드서비스/외식	-18.6%	-31.1%	-26.6%	-13.4%	20.2%	15.8%	8.6%	5.5%	27.4%	4.3%	0.6%	-22.6%	12.2%
물류	14.3%	-9.2%	-0.8%	0.5%	1.1%	2.8%	1.5%	2.1%	4.0%	6.3%	12.6%	0.5%	1.9%
건강기능	-	-	-	10.5%	4.9%	9.1%	3.0%	5.5%	2.1%	-10.2%	-65.4%	13.2%	5.5%
해외	19.8%	37.3%	17.1%	10.4%	5.2%	6.0%	7.7%	11.2%	5.0%	2.8%	16.4%	20.7%	7.5%
중국	11.5%	386.3%	30.1%	58.9%	11.5%	15.1%	10.2%	10.7%	-8.4%	28.3%	34.6%	77.5%	12.3%
미국	22.8%	32.1%	17.7%	10.5%	5.6%	4.9%	7.9%	13.8%	15.3%	3.7%	19.6%	20.4%	8.0%
일본	14.4%	19.4%	3.3%	3.4%	2.5%	3.2%	6.8%	7.2%	-7.5%	-3.4%	7.7%	9.8%	4.9%
기타	222.8%	-92.1%	275.0%	-15.5%	3.5%	3.2%	2.8%	2.6%	65.4%	26.5%	16.4%	-12.1%	2.8%
영업이익	45	147	176	64	138	172	210	193	535	402	306	432	714
지주	93	22	33	8	95	22	34	9	203	233	123	156	161
식품/식자재	158	188	193	164	162	161	163	154	605	599	494	703	639
푸드서비스/외식	-111	-72	-74	-138	-61	-33	-17	-22	96	81	64	-395	-133
물류	9	11	6	12	9	10	6	12	34	-7	37	38	37
건강기능	-2	-9	9	4	-1	1	4	4	67	30	-16	2	8
해외	-34	18	1	-1	4	21	13	22	-389	-399	-362	-16	59
기타	-1	-4	-1	1	-1	-4	-1	1	-10	-1	-3	-6	-5
내부거래	-66	-6	9	13	-69	-6	9	14	-71	-133	-31	-49	-51
YoY	202.3%	36.5%	56.2%	-9.1%	205.2%	17.1%	19.8%	202.4%	40.9%	-24.7%	-24.1%	41.4%	65.4%
지주	35.9%	-26.1%	88.0%	3.0%	3.0%	3.0%	3.0%	3.0%	-17.6%	14.7%	-47.0%	26.5%	3.0%
식품/식자재	50.3%	54.9%	51.4%	16.6%	2.2%	-14.2%	-15.8%	-6.1%	7.4%	-1.1%	-17.5%	42.1%	-9.0%
푸드서비스/외식	적지	적전	적전	적전	적지	적지	적지	적지	116.0%	-16.0%	-21.1%	적전	적지
물류	흑전	-57%	36.8%	4.6%	1.1%	-12%	1.5%	2.1%	-11.6%	적전	흑전	5.0%	-2.3%
건강기능	적전	적지	흑전	흑전	적지	흑전	-56.9%	-5.1%	-7.5%	-55.1%	적전	흑전	366.1%
해외	적지	흑전	흑전	적지	흑전	17.4%	1766%	흑전	적지	적지	적지	적지	흑전
영업이익률	0.8%	2.6%	2.9%	1.1%	2.3%	2.9%	3.4%	3.1%	2.4%	1.8%	1.3%	1.9%	2.9%
지주	28.7%	9.3%	13.4%	3.9%	27.3%	8.8%	12.7%	3.7%	27.7%	30.1%	15.6%	15.3%	14.5%
식품/식자재	3.7%	4.2%	4.0%	3.1%	3.8%	4.4%	4.2%	3.2%	4.0%	3.7%	2.7%	3.9%	3.5%
푸드서비스/외식	-8.8%	-6.3%	-5.6%	-9.9%	-4.0%	-2.5%	-1.2%	-1.5%	1.5%	1.2%	1.0%	-7.7%	-2.3%
물류	2.9%	3.4%	1.7%	3.6%	2.9%	2.9%	1.7%	3.6%	3.1%	-0.6%	2.8%	2.9%	2.8%
건강기능	-1.2%	-7.6%	5.7%	2.5%	-0.5%	1.0%	2.4%	2.3%	4.2%	2.1%	-3.3%	0.3%	1.4%
해외	-3.2%	1.5%	0.1%	-0.1%	0.3%	1.7%	1.0%	1.8%	-12.6%	-12.6%	-9.8%	-0.4%	1.2%

주: 2019년 5월 2일자로 기존 건강기능 사업부에 포함되어 있던 녹즙 사업부가 식품및식자재 사업부로 재편되어 2Q19부터 사업부별 실적 변동

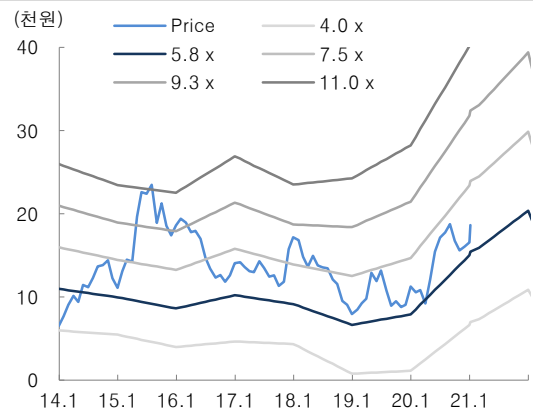
자료: 대신증권 Research Center

표 2. Global Peer

회사명 코드		풀무원 017810 KS Equity	DANONE BN FP Equity	PEPSICO INC PEP US Equity	KRAFT KHC US Equity	NISSIN FOODS 2897 JP Equity	TINGYI 322 HK Equity
주가(2021.01.05 기준) (USD)		17	67	144	34	87	1,76
시가총액 (USDmn)		652	45,835	199,375	41,850	9,148	9,896
매출액 (USDmn)	19A	2,044	28,308	67,161	24,977	4,068	8,974
	20F	2,172	29,044	69,658	26,034	4,739	10,198
	21F	2,345	29,402	73,497	24,850	4,818	10,537
매출액 yoy (%)	19A	-1.0	-2.8	3.9	-4.9	2.2	-2.3
	20F	6.2	2.6	3.7	4.2	16.5	13.6
	21F	8.0	1.2	5.5	-4.5	1.7	3.3
영업이익 (USDmn)	19A	26	3,624	10,291	3,070	226	728
	20F	47	3,994	10,462	5,445	497	920
	21F	65	4,172	11,476	4,950	483	909
영업이익 yoy (%)	19A	-28.3	11.9	1.8	-130.1	-20.9	19.7
	20F	78.5	10.2	1.7	77.4	120.4	26.3
	21F	39.7	4.4	9.7	-9.1	-2.8	-1.3
OPM (%)	19A	1.3	12.8	15.3	12.3	5.5	8.1
	20F	2.2	13.8	15.0	20.9	10.5	9.0
	21F	2.8	14.2	15.6	19.9	10.0	8.6
PER (배)	19A	200.9	25.1	24.9	11.0	40.9	20.1
	20F	24.1	16.8	26.2	12.2	25.8	16.4
	21F	16.6	15.9	23.8	13.4	26.4	16.3
PBR (배)	19A	1.1	2.8	12.9	0.7	2.4	3.4
	20F	2.1	2.0	14.5	0.8	2.6	3.2
	21F	1.9	1.9	13.3	0.8	2.4	3.0
EV/EBITDA (배)	19A	7.0	11.7	16.2	11.5	14.8	8.7
	20F	7.6	11.5	17.9	10.3	12.1	6.2
	21F	6.8	11.1	16.3	11.2	12.3	6.2
ROE (%)	19A	0.6	11.5	49.9	3.7	5.9	17.0
	20F	6.8	11.6	52.0	6.1	10.4	19.6
	21F	10.0	11.7	58.1	5.9	9.5	19.1
ROA (%)	19A	0.3	4.3	9.4	1.9	3.6	6.0
	20F	1.9	4.3	8.6	2.8	6.1	6.8
	21F	3.0	4.7	9.2	3.1	5.6	6.6
EPS (USD)	19A	0.06	4.07	5.53	2.88	1.92	0.071
	20F	0.71	3.97	5.52	2.80	3.35	0.106
	21F	1.03	4.18	6.05	2.55	3.26	0.107

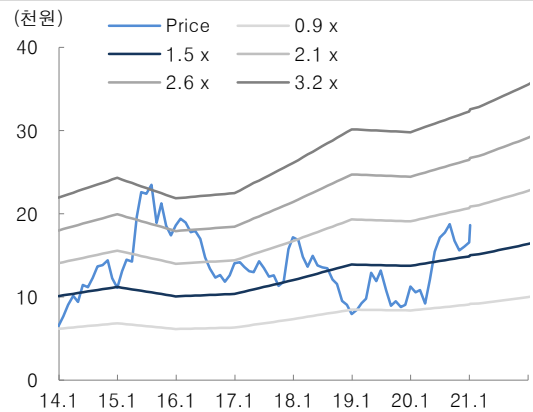
자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

그림 1. 풀무원 EV/EBITDA Band Chart



자료: Valuewise, 대신증권 Research Center

그림 2. 풀무원 PBR Band Chart



자료: Valuewise, 대신증권 Research Center

1. 기업개요

기업 및 경영진 현황

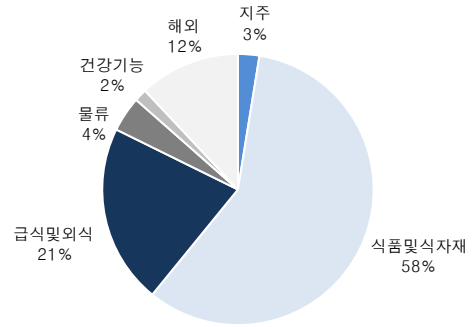
- 식품제조업 등을 주사업 목적으로 설립되었으며, 2008년 인적분할을 통해 순수자회사로 출범
- 풀무원식품, 풀무원건강생활 등 총 7개의 자회사를 가지고 있음
- 자산 1조 5,625억원, 부채 1조 891억원, 자본 4,734억원
- 발행주식 수: 38,120,539주 / 자기주식수: 849,700주

주가 변동요인

- 해외사업 정상화 속도
- 국내 가공식품 시장 경쟁 완화에 따른 수익성 개선 여부
- 코로나 19 완화에 따른 식자재 유통 및 외식 사업 정상화 여부

주: 주식의 수 는 보통주 기준, 자산 규모는 2020년 6월 기준
자료: 풀무원, 대신증권 Research Center

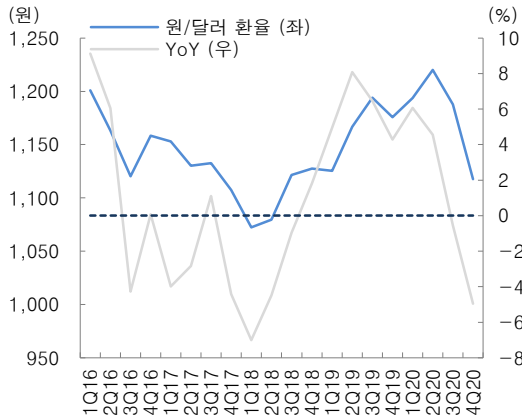
사업부별 매출 비중



주: 2019년 매출액 기준
자료: 풀무원, 대신증권 Research Center

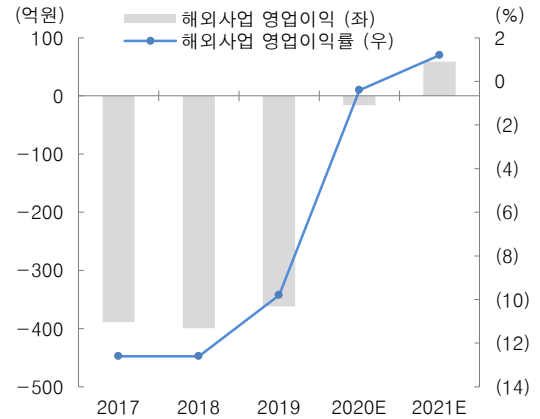
2. Earnings Driver

원/달러 환율 추이



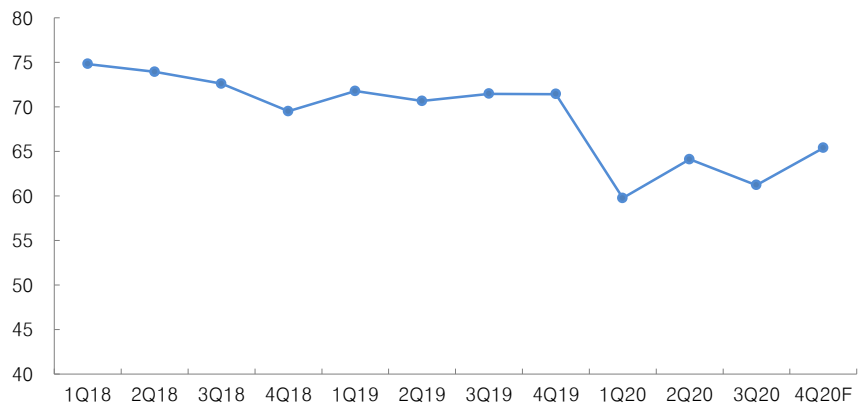
자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

해외사업 영업이익 추이



자료: 풀무원, 대신증권 Research Center

외식산업 경기전망지수 추이



자료: 농림축산식품부, 대신증권 Research Center

재무제표

포괄손익계산서	(단위: 십억원)				
	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
매출액	2,272	2,381	2,333	2,440	2,560
매출원가	1,713	1,791	1,722	1,789	1,869
매출총이익	559	590	610	651	691
판매비와관리비	519	559	567	579	602
영업이익	40	31	43	71	88
영업이익률	1.8	1.3	1.9	2.9	3.4
EBITDA	113	141	163	202	229
영업외손익	-16	-24	-20	-16	-19
관계기업손익	2	3	3	4	4
금융수익	8	4	4	4	4
외환관련이익	1	2	2	2	2
금융비용	-17	-30	-32	-27	-27
외환관련손실	0	0	0	0	0
기타	-8	0	5	3	1
법인세비용차감전순손익	24	7	23	55	69
법인세비용	-14	-14	-5	-22	-28
계속사업순손익	11	-8	18	33	42
중단사업순손익	0	0	0	0	0
당기순이익	11	-8	18	33	42
당기순이익률	0.5	-0.3	0.8	1.4	1.6
비지배지분순이익	-11	-11	-2	-3	-4
지배지분순이익	22	3	20	36	46
매도가능금융자산평가	0	0	0	0	0
기타포괄이익	-7	10	7	7	7
포괄순이익	4	2	25	40	49
비지배지분포괄이익	-12	-10	-3	-4	-5
지배지분포괄이익	16	12	28	44	54

Valuation 지표	(단위: 원, 배, %)				
	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
EPS	5,491	56	536	978	1,229
PER	1.4	200.3	34.8	19.1	15.2
BPS	8,163	9,425	9,318	10,097	11,099
PBR	1.0	1.2	2.0	1.8	1.7
EBITDAPS	2,738	3,355	3,873	4,793	5,431
EV/EBITDA	6.1	7.3	8.5	6.5	5.5
SPS	55,090	56,532	55,353	57,881	60,724
PSR	0.1	0.2	0.3	0.3	0.3
CFPS	3,429	4,040	4,216	5,083	5,663
DPS	102	102	102	105	110

재무비율	(단위: 원, 배, %)				
	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
성장성					
매출액 증가율	35	48	-2.1	46	4.9
영업이익 증가율	-23.7	-24.0	41.3	65.4	23.4
순이익 증가율	-63.9	적전	흑전	82.6	25.6
수익성					
ROIC	2.5	-3.8	3.3	4.1	5.3
ROA	3.5	2.3	2.9	4.7	5.7
ROE	7.2	1.0	5.1	8.9	10.3
안정성					
부채비율	173.0	220.6	229.4	199.2	186.9
순차입금비율	61.1	114.9	130.3	104.9	82.5
이자보상배율	2.9	1.2	1.6	3.4	4.1

자료: 풀무원, 대신증권 Research Center

재무상태표	(단위: 십억원)				
	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
유동자산	470	468	510	513	632
현금및현금성자산	104	121	169	161	234
매출채권 및 기타채권	191	214	222	220	243
재고자산	106	106	93	106	128
기타유동자산	71	27	26	26	27
비유동자산	746	1,017	1,020	994	956
유형자산	593	847	858	828	788
관계기업투자금	21	30	35	40	45
기타비유동자산	132	139	128	125	123
자산총계	1,217	1,485	1,531	1,507	1,588
유동부채	525	621	677	654	675
매입채무 및 기타채무	239	271	215	234	249
차입금	140	242	342	297	287
유동성채무	98	11	21	22	24
기타유동부채	49	98	99	101	115
비유동부채	246	400	389	349	360
차입금	172	169	229	204	219
전환증권	0	0	0	0	0
기타비유동부채	74	231	159	145	140
부채총계	771	1,021	1,066	1,003	1,035
자배지분	337	397	393	426	468
자본금	21	21	21	21	21
자본잉여금	59	78	78	78	78
이익잉여금	259	225	241	273	315
기타지분변동	-2	73	52	53	53
비자배지분	109	66	72	78	86
자본총계	446	463	465	504	554
순차입금	272	532	605	529	457

현금흐름표	(단위: 십억원)				
	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
영업활동 현금흐름	59	85	70	144	125
당기순이익	11	-8	18	33	42
비현금항목의 가감	130	178	160	181	197
감가상각비	73	111	120	131	141
외환손익	0	0	-2	-2	-2
지분법평가손익	0	0	0	0	0
기타	58	67	41	52	58
자산부채의 증감	-59	-48	-77	-28	-66
기타현금흐름	-23	-37	-31	-42	-48
투자활동 현금흐름	-137	-68	-104	-72	-71
투자자산	-5	0	-8	-6	-6
유형자산	-86	-110	-104	-74	-73
기타	-45	42	8	8	8
재무활동 현금흐름	107	-1	162	-78	-3
단기차입금	0	0	100	-45	-10
사채	0	0	-70	20	20
장기차입금	27	10	130	-45	-5
유상증자	105	0	0	0	0
현금배당	-5	-6	-4	-4	-4
기타	-20	-5	6	-4	-4
현금의 증감	30	17	48	-7	73
기초 현금	73	104	121	169	161
기말 현금	104	121	169	161	234
NOPLAT	18	-33	34	43	53
FCF	-6	-50	35	85	106

[Compliance Notice]

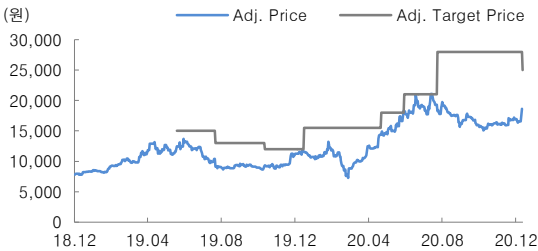
금융투자업규정 4-20조 1항5호사목에 따라 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없으며, 당사의 금융투자분석사는 자료작성일 현재 본 자료에 관련하여 재산적 이해관계가 없습니다. 당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며 당사의 금융투자분석사는 본 자료의 작성과 관련하여 외부 부당한 압력이나 간섭을 받지 않고 본인의 의견을 정확하게 반영하였습니다.

(담당자:한유정)

본 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 본 자료를 이용하시는 분은 동 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다.

[투자의견 및 목표주가 변경 내용]

플루윈(017810) 투자의견 및 목표주가 변경 내용



제시일자	21.01.06	20.08.18	20.06.24	20.05.17	20.01.10	19.11.06
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표주가	25,000	28,000	21,000	18,000	15,500	12,000
과리율(평균.%)		(39.83)	(9.90)	(13.42)	(29.93)	(17.30)
과리율(최대/최소.%)		(29.46)	0.48	1.67	(7.10)	(0.83)
제시일자	19.08.16	19.06.13				
투자의견	Buy	Buy				
목표주가	13,000	15,000				
과리율(평균.%)	(29.98)	(21.82)				
과리율(최대/최소.%)	(26.23)	(8.67)				
제시일자						
투자의견						
목표주가						
과리율(평균.%)						
과리율(최대/최소.%)						
제시일자						
투자의견						
목표주가						
과리율(평균.%)						
과리율(최대/최소.%)						

투자의견 비율공시 및 투자등급관련사항(기준일자:20210103)

구분	Buy(매수)	Marketperform(중립)	Underperform(매도)
비율	89.3%	9.8%	0.9%

산업 투자의견

- Overweigh(비중확대)
: 향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 초과 상승 예상
- Neutral(중립)
: 향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률과 유사한 수준 예상
- Underweigh(비중축소)
: 향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 하회 예상

기업 투자의견

- Buy(매수)
: 향후 6개월간 시장수익률 대비 10%p 이상 주가 상승 예상
- Marketperform(시장수익률)
: 향후 6개월간 시장수익률 대비 -10%p~10%p 주가 변동 예상
- Underperform(시장수익률 하회)
: 향후 6개월간 시장수익률 대비 10%p 이상 주가 하락 예상