

[풀무원 4Q20 Review]

기대 이상의 성과를 보여준 4분기

한유정 yujung.han@daishin.com

2021.01.29

투자 의견 BUY 목표주가 25,000 현재주가(21.01.28) 17,100

4분기 영업이익 종전 대신증권 추정치 상회, 시장 기대치 하회

- 2020년 풀무원의 연결 매출액은 2조 3,112억원(-3%), 영업이익은 459억원(+50%), 순이익은 143억원으로 흑자전환에 성공
- 2020년 4분기 풀무원의 연결 매출액은 5,801억원(-5% yoy, -4% qoq), 영업이익은 91억원(+30% yoy, -48% qoq)으로 컨센서스 영업이익 104억원은 하회하였으나 종전 대신증권 추정 영업이익 64억원은 크게 상회하였음
- 부문별 4분기 실적은 지난 Preview 자료에 작성하였듯 1) 코로나19 영향에 따른 컨세션 사업장의 손익 악화로 국내 푸드서비스/외식 부문의 영업손실은 141억원으로 종전 추정 영업손실 138억원에 근접하였고, 해외 손익은 2) 미국 코스트코 전점 입점을 앞두고 대대적인 프로모션 행사가 진행되며 미국 소폭 적자, 3) 중국 내 냉장 간편식 판매 호조로 1~3분기 수준의 두자리 영업이익을 지속, 4) 일본 내 한국에서 수출된 핫도그 등의 냉동 간편식 판매 호조로 적자폭이 축소되어 해외 합산 영업손실은 4억원에 그치며 종전 추정 영업손실 1억원에 근접한 것으로 추정
그러나 5) 4분기 폭발적인 내식 수요 증가가 이어지며 국내 식품/식자재 영업이익은 208억원으로 종전 추정 영업이익 164억원을 크게 상회한 것으로 파악됨. 국내 식품 부문에서 일회성 인건비 150~180억원이 반영된 것으로 추정되는 데 이를 고려 시 국내 식품/식자재 영업이익률은 크게 개선되며 분기 사상 최대치를 경신한 것으로 추정

지속가능한 실적 개선 기대

- 2018, 2019년 연이은 감익을 딛고 2020년을 시작으로 증익 지속 기대
- 2020년이 코로나19라는 특수성이 있었던 시기였기에 최근의 성과가 일회적이라는 의구심이 들 수 있지만 코로나19로 긍정적 영향을 받았던 국내 식품/식자재 부문의 2020년 영업이익은 2019년 대비 253억원 증가된 반면 부정적 영향을 받았던 국내 푸드서비스/외식 부문의 2020년 영업이익은 적자전환한 -398억원을 기록하며 2019년 대비 462억원 이익이 감소한 것으로 추정
- 현 사태와 관련한 긍정적 요인과 부정적 요인을 따져보면 코로나 영향이 전사 손익에 상당 부분 부정적으로 작용되었기에 2021년 이후 코로나 사태 진정에 따른 푸드서비스/외식 부문의 정상화 기대
- 다양한 사업 회사를 두고 있는 지주사 특성상 잠정 실적으로 4분기 내부거래 조정분을 추정하는데에 한계가 있어 추후 공식될 사업보고서상의 수치를 반영해 모델 업데이트 예정이며 표1의 부문별 영업이익은 대신증권 추정치임

(단위: 십억원, %)

구분	4Q19	3Q20	4Q20					1Q21		
			직전추정	잠정치	YoY	QoQ	Consensus	당사추정	YoY	QoQ
매출액	608	603	601	580	-4.6	-3.9	614	600	6.6	-0.2
영업이익	7	18	6	9	29.7	-48.0	10	14	205.3	116.6
순이익	-11	12	-5	-9	적지	적전	1	19	232.9	흑전

자료: 풀무원, FnGuide, 대신증권 Research Center

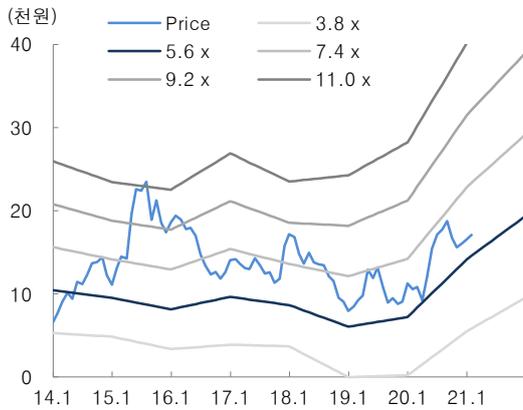
표 1. 풀무원 분기/연간 실적 추정

(단위: 억원, %)

	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20P	2017	2018	2019	2020P
영업이익	15	108	112	70	45	147	176	91	535	402	306	459
지주	68	29	18	8	93	22	33	9	203	233	123	156
식품/식자재	105	121	127	141	158	188	193	208	605	599	494	747
푸드서비스/외식	-31	38	57	0	-111	-72	-74	-141	96	81	64	-398
물류	-5	25	4	12	9	11	6	-12	34	-7	37	14
건강생활	8	-16	-6	-2	-2	-9	9	13	67	30	-16	11
해외	-69	-95	-95	-102	-34	18	1	-4	-389	-399	-362	-19
기타	-1	-1	-1	1	-1	-4	-1	-1	-10	-1	-3	-7
내부거래	-60	7	8	13	-66	-6	9	18	-71	-133	-31	-45
YoY	213.8%	-18.8%	-30.0%	-32.6%	202.3%	36.5%	56.2%	29.3%	40.9%	-24.7%	-24.1%	50.2%
지주	-59.1%	173.7%	-7.1%	-77.2%	35.9%	-26.1%	88.0%	4.0%	-17.6%	14.7%	-47.0%	26.6%
식품/식자재	-1.4%	-26.7%	-24.0%	-11.8%	50.3%	54.9%	51.4%	48.2%	7.4%	-1.1%	-17.5%	51.1%
푸드서비스/외식	적지	23.2%	-12.8%	-98.6%	적지	적전	적전	적전	116.0%	-16.0%	-21.1%	적전
물류	적지	2151%	흑전	흑전	흑전	-57%	36.8%	적전	-11.6%	적전	흑전	-61.7%
건강생활	211.7%	적전	적전	적전	적전	적지	흑전	흑전	-7.5%	-55.1%	적전	흑전
해외	적지	적지	적지	적지	적지	흑전	흑전	적지	적지	적지	적지	적지

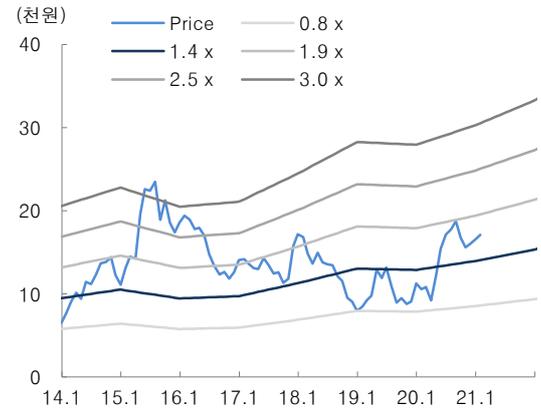
주: 4Q20 부문별 손익은 대신증권 추정치
 자료: 대신증권 Research Center

그림 1. 풀무원 EV/EBITDA Band Chart



자료: Valuewise, 대신증권 Research Center

그림 2. 풀무원 PBR Band Chart



자료: Valuewise, 대신증권 Research Center

[Compliance Notice]

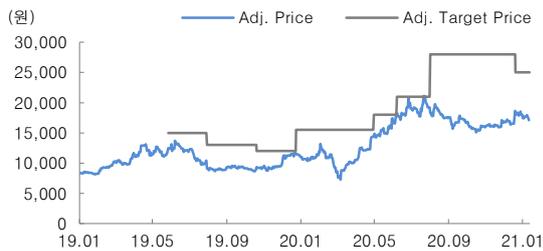
금융투자업규정 4-20조 1항5호사목에 따라 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없으며, 당사의 금융투자분석사는 자료작성일 현재 본 자료에 관련하여 재산적 이해관계가 없습니다. 당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며 당사의 금융투자분석사는 본 자료의 작성과 관련하여 외부 부당한 압력이나 간섭을 받지 않고 본인의 의견을 정확하게 반영하였습니다.

(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]

플무원(017810) 투자의견 및 목표주가 변경 내용



제시일자	21.01.29	21.01.06	20.08.18	20.06.24	20.05.17	20.01.10
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표주가	25,000	25,000	28,000	21,000	18,000	15,500
과리율(평균.%)		(28.74)	(39.77)	(9.90)	(13.42)	(29.93)
과리율(최대/최소.%)		(25.80)	(29.46)	0.48	1.67	(7.10)
제시일자	19.11.06	19.08.16	19.06.13			
투자의견	Buy	Buy	Buy			
목표주가	12,000	13,000	15,000			
과리율(평균.%)	(17.30)	(29.98)	(21.82)			
과리율(최대/최소.%)	(0.83)	(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:20210126)

구분	Buy(매수)	Marketperform(중립)	Underperform(매도)
비율	89.2%	9.9%	0.9%

산업 투자의견

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

기업 투자의견

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