

풀무원 (017810)

한유정
yujung.han@daishin.com

투자의견 **BUY**
매수, 유지

6개월 목표주가 **25,000**
유지

현재주가 **17,050**
(21.03.31)

음식료업종

세계로 뻗어가는 바른 먹거리

투자이견 매수, 목표주가 25,000원 유지

- 2020년 영업이익 +50% 증가에도 국내 식품 부문의 실적 개선 추세가 2021년에도 지속될 것으로 기대되며 코로나 쇼크가 불가피 했던 단체급식, 푸드서비스/외식 부문의 기저효과가 두드러지며 2021년 영업이익 +60% 증가 기대
- 국내외 식물성 단백질 시장에서 입지를 공고히 하며 해외 사업 부문의 턴어라운드 기대

기대치를 상회할 1분기

- 2021년 1분기 풀무원의 연결 매출액은 5,446억원(-3% yoy, -6% qoq), 영업이익은 136억원(+200% yoy, +49% qoq)으로 종전 대신증권 추정 영업이익 138억원에는 부합할 전망이다
- 컨센서스 영업이익 126억원은 상회하며 전년 동기 대비 큰 폭의 실적 개선 기대
- 국내 식품 매출액은 주요 제품의 판매 호조에 힘입어 전년 동기 대비 +3% yoy 증가할 것으로 기대되는데 이는 2019년 1분기 대비로는 21% 증가된 수준
- 코로나 여파로 부진이 불가피했던 단체급식, 푸드서비스/외식 부문의 적자 폭 역시 전년 동기 대비 각각 8억원, 47억원 축소되며 이익 개선 주도 예상
- 지난해 11월 일본에서 출시된 두부바 판매 호조 기여 등으로 일본 법인의 적자 폭은 전년 동기 대비 개선된 것으로 파악되며 미국 법인 역시 지난해에 수익성 개선 추세는 이어질 것으로 예상되나 이번 1분기 새롭게 런칭된 식물성 지향 식품 브랜드 '플랜트스파이어드(Plantspired)' 관련 판촉비 증가로 개선 폭은 2분기부터 두드러질 전망이다
- 중국 법인은 개선된 수익성이 유지되면서도 외형 성장은 지속되고 있는 것으로 파악

(단위: 십억원, %)

구분	1Q20	4Q20	1Q21(F)		2Q21					
			직전추정	당사추정	YoY	QoQ	Consensus	당사추정	YoY	QoQ
매출액	563	580	600	545	-3.2	-6.1	592	597	5.6	9.6
영업이익	5	9	14	14	200.0	48.5	13	16	5.6	14.3
순이익	7	-9	20	15	106.7	흑전	11	5	-35.6	-69.2

자료: 풀무원, FnGuide, 대신증권 Research Center

영업실적 및 주요 투자지표

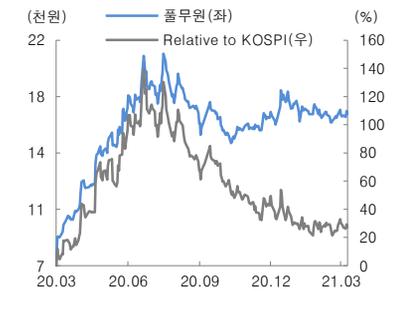
(단위: 십억원, 원, %)

	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
매출액	2,381	2,311	2,390	2,546	2,661
영업이익	31	46	73	87	97
세전순이익	7	18	53	68	79
총당기순이익	-8	12	34	44	52
지배지분순이익	3	16	38	49	57
EPS	56	399	1,012	1,315	1,543
PER	200.3	41.4	16.9	13.0	11.1
BPS	9,425	10,681	11,442	12,511	13,783
PBR	1.2	1.5	1.5	1.4	1.2
ROE	1.0	3.8	8.1	9.7	10.4

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

KOSPI	3061.42
시가총액	650십억원
시가총액비중	0.03%
지분금(보통주)	19십억원
52주 최고/최저	21,100원 / 9,210원
120일 평균거래대금	22억원
외국인지분율	0.80%
주요주주	남승우 외 6 인 60.33% 한마음평화연구재단 9.99%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	1.5	3.0	1.8	85.1
상대수익률	-0.1	-3.3	-22.6	6.1



연간 실적 추정 변경

(단위: 십억원, 원, %, %p)

	수정전		수정후		변동률	
	2021F	2022F	2021F	2022F	2021F	2022F
매출액	2,440	2,560	2,390	2,546	-2.1	-0.5
판매비와 관리비	579	602	565	597	-2.5	-0.9
영업이익	71	88	73	87	2.9	-0.9
영업이익률	2.9	3.4	3.1	3.4	0.1	0.0
영업외손익	-16	-19	-21	-19	적자유지	적자유지
세전순이익	55	69	53	68	-4.6	-1.2
지배지분순이익	36	46	38	49	3.4	7.0
순이익률	1.4	1.6	1.4	1.7	0.1	0.1
EPS(지배지분순이익)	978	1,229	1,012	1,315	3.4	7.0

자료: 플무원, 대신증권 Research Center

표 1. 풀무원 분기/연간 실적 추정

(단위: 억원, %)

	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21E	2Q21E	3Q21E	4Q21E	2018	2019	2020	2021E	2022E
매출액	5,626	5,651	6,033	5,801	5,446	5,971	6,356	6,126	22,720	23,815	23,112	23,899	25,461
지주	323	231	249	283	373	270	290	328	772	790	1,086	1,260	1,465
식품/식자재	4,319	4,415	4,772	4,616	4,305	4,558	4,904	4,737	16,077	17,977	18,123	18,504	19,049
푸드서비스/외식	1,261	1,154	1,322	1,226	1,057	1,281	1,435	1,304	6,596	6,633	4,963	5,078	5,499
물류	317	316	345	326	321	325	350	333	1,163	1,309	1,303	1,328	1,348
건강기능	135	121	149	134	141	132	154	141	1,430	495	539	568	591
해외	1,065	1,186	1,113	1,087	1,099	1,231	1,198	1,211	3,165	3,685	4,451	4,739	5,246
중국	103	186	125	125	115	214	137	138	214	288	538	604	695
미국	638	657	645	645	649	663	696	734	1,782	2,131	2,586	2,742	3,065
일본	313	340	306	306	324	351	327	328	1,094	1,178	1,265	1,330	1,421
기타	10	3	37	11	11	4	38	11	76	88	62	63	65
기타	16	16	18	18.1	15	15	17	17	79	71	68	64	67
내부거래	1,810	1,787	1,934	1,888	1,864	1,841	1,992	1,945	6,561	7,146	7,419	7,642	7,802
YoY	2.4%	-5.3%	-3.7%	-4.6%	-3.2%	5.6%	5.4%	5.6%	1.5%	4.8%	-2.9%	3.4%	6.5%
지주	45.5%	28.4%	31.0%	42.6%	15.3%	16.8%	16.7%	15.9%	5.5%	2.4%	37.4%	16.1%	16.2%
식품/식자재	13.9%	-9.4%	1.9%	-0.2%	-0.3%	3.2%	2.8%	2.6%	7.2%	11.8%	0.8%	2.1%	2.9%
푸드서비스/외식	-18.6%	-31.1%	-26.6%	-23.8%	-16.2%	11.0%	8.6%	6.4%	4.3%	0.6%	-25.2%	2.3%	8.3%
물류	14.3%	-9.2%	-0.8%	-3.3%	1.1%	2.8%	1.5%	2.1%	6.3%	12.6%	-0.5%	1.9%	1.5%
건강기능	-	-	-	-	4.9%	9.1%	3.0%	5.5%	-10.2%	-65.4%	8.7%	5.5%	4.0%
해외	19.8%	37.3%	17.1%	10.7%	3.1%	3.8%	7.7%	11.5%	2.8%	16.4%	20.8%	6.5%	10.7%
중국	11.5%	386.3%	30.1%	102.5%	11.5%	15.1%	10.2%	10.7%	28.3%	34.6%	86.8%	12.3%	15.0%
미국	22.8%	32.1%	17.7%	14.1%	1.6%	0.9%	7.9%	13.8%	3.7%	19.6%	21.3%	6.0%	11.8%
일본	14.4%	19.4%	3.3%	-5.3%	3.5%	3.2%	6.8%	7.2%	-3.4%	7.7%	7.4%	5.1%	6.8%
기타	222.8%	-92.1%	275.0%	-65.3%	3.5%	3.2%	2.8%	2.6%	26.5%	16.4%	-30.0%	2.9%	1.9%
영업이익	45	147	176	92	136	155	217	226	402	306	460	735	874
지주	93	22	33	56	95	22	34	57	233	123	203	209	215
식품/식자재	158	188	193	120	173	173	182	165	599	494	658	694	733
푸드서비스/외식	-111	-72	-74	-66	-64	-58	-32	-33	81	64	-324	-186	-175
물류	9	11	6	6	9	10	6	6	-7	37	32	31	32
건강기능	-2	-9	9	4	-3	-1	4	4	30	-16	2	3	9
해외	-34	18	1	-27	-3	19	14	28	-399	-362	-42	57	135
기타	-1	-4	-1	5	-1	-4	-1	4	-1	-3	-2	-2	-2
내부거래	-66	-6	9	-5	-69	-6	9	-6	-133	-31	-68	-71	-74
YoY	202.3%	36.5%	56.2%	30.3%	199.9%	5.6%	23.9%	146.8%	-24.7%	-24.1%	50.4%	59.9%	18.9%
지주	35.9%	-26.1%	88.0%	575.7%	3.0%	3.0%	3.0%	3.0%	14.7%	-47.0%	64.7%	3.0%	3.0%
식품/식자재	50.3%	54.9%	51.4%	-14.8%	9.3%	-7.5%	-5.5%	37.8%	-1.1%	-17.5%	33.2%	5.4%	5.7%
푸드서비스/외식	적지	적전	적전	적전	적지	적지	적지	적지	-16.0%	-21.1%	적전	적지	적지
물류	흑전	-57%	36.8%	-46.3%	1.1%	-12%	1.5%	2.1%	적전	흑전	-11.2%	-3.1%	1.5%
건강기능	적전	적지	흑전	흑전	적지	적지	-56.9%	-5.1%	-55.1%	적전	흑전	73.5%	229.6%
해외	적지	흑전	흑전	적지	적지	3.8%	2010%	흑전	적지	적지	적지	흑전	136.0%
영업이익률	0.8%	2.6%	2.9%	1.6%	2.5%	2.6%	3.4%	3.7%	1.8%	1.3%	2.0%	3.1%	3.4%
지주	28.7%	9.3%	13.4%	19.6%	25.6%	8.2%	11.8%	17.5%	30.1%	15.6%	18.7%	16.6%	14.7%
식품/식자재	3.7%	4.2%	4.0%	2.6%	3.8%	4.4%	4.2%	2.7%	3.7%	2.7%	3.6%	3.7%	3.8%
푸드서비스/외식	-8.8%	-6.3%	-5.6%	-5.4%	-6.1%	-4.5%	-2.2%	-2.5%	1.2%	1.0%	-6.5%	-3.7%	-3.2%
물류	2.9%	3.4%	1.7%	1.9%	2.9%	2.9%	1.7%	1.9%	-0.6%	2.8%	2.5%	2.4%	2.4%
건강기능	-1.2%	-7.6%	5.7%	2.8%	-2.3%	-1.0%	2.4%	2.5%	2.1%	-3.3%	0.3%	0.5%	1.5%
해외	-3.2%	1.5%	0.1%	-2.5%	-0.3%	1.5%	1.2%	2.3%	-12.6%	-9.8%	-0.9%	1.2%	2.6%

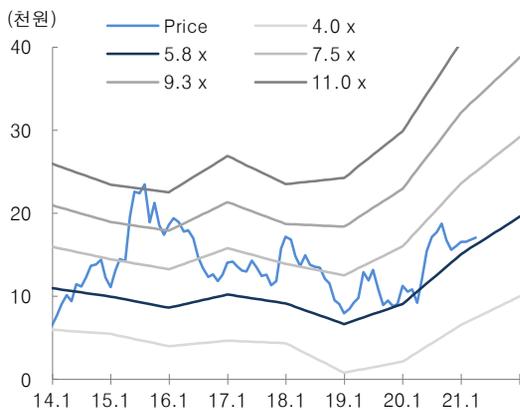
주: 2019년 5월 2일자로 기존 건강기능 사업부에 포함되어 있던 녹즙 사업부가 식품및식자재 사업부로 재편되어 2Q19부터 사업부별 실적 변동
 자료: 대신증권 Research Center

표 2. Global Peer

회사명 코드	플무원 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(2021.04.01 기준) (USD)	15	68	141	40	74	1.84
시가총액 (USDmn)	583	46,879	195,208	48,925	7,805	10,375
매출액 (USDmn)	19A	2,044	28,308	67,161	24,977	4,068
	20A	1,962	26,968	70,372	26,185	4,313
	21F	2,197	27,925	75,162	25,081	4,533
매출액 yoy (%)	19A	-1.0	-2.8	3.9	-4.9	2.2
	20A	-4.0	-4.7	4.8	4.8	6.0
	21F	12.0	3.6	6.8	-4.2	5.1
영업이익 (USDmn)	19A	26	3,624	10,291	3,070	226
	20A	39	3,195	10,080	2,128	338
	21F	64	3,905	11,479	5,023	496
영업이익 yoy (%)	19A	-28.3	11.9	1.8	-130.1	-20.9
	20A	48.7	-11.8	-2.1	-30.7	49.7
	21F	64.3	22.2	13.9	136.0	46.8
OPM (%)	19A	1.3	12.8	15.3	12.3	5.5
	20A	2.0	11.8	14.3	8.1	7.8
	21F	2.9	14.0	15.3	20.0	10.9
PER (배)	19A	200.9	25.1	24.9	11.0	40.9
	20A	41.5	18.0	26.2	12.3	32.0
	21F	16.2	17.7	23.4	15.6	22.1
PBR (배)	19A	1.1	2.8	12.9	0.7	2.4
	20A	1.4	2.2	14.9	0.9	2.9
	21F	1.7	2.2	12.0	0.9	2.4
EV/EBITDA (배)	19A	7.4	9.9	17.1	10.2	14.8
	20A	7.4	9.9	17.1	10.2	14.8
	21F	6.3	12.0	16.1	12.1	10.8
ROE (%)	19A	0.6	11.5	49.9	3.7	5.9
	20A	3.5	11.7	50.4	0.7	9.0
	21F	9.9	11.8	57.1	6.1	11.2
ROA (%)	19A	0.3	4.3	9.4	1.9	3.6
	20A	1.0	4.4	8.3	0.4	5.2
	21F	2.5	4.8	8.7	3.2	6.5
EPS (USD)	19A	0.0	3.3	5.2	1.6	1.7
	20A	0.3	3.4	5.1	0.3	2.6
	21F	0.9	3.8	6.0	2.6	3.4

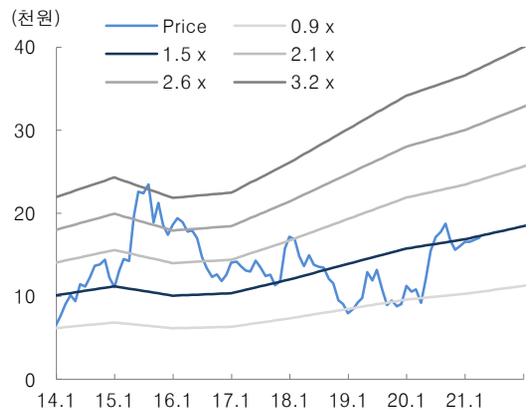
자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

그림 1. 플무원 EV/EBITDA Band Chart



자료: Valuewise, 대신증권 Research Center

그림 2. 플무원 PBR Band Chart



자료: Valuewise, 대신증권 Research Center

1. 기업개요

기업 및 경영진 현황

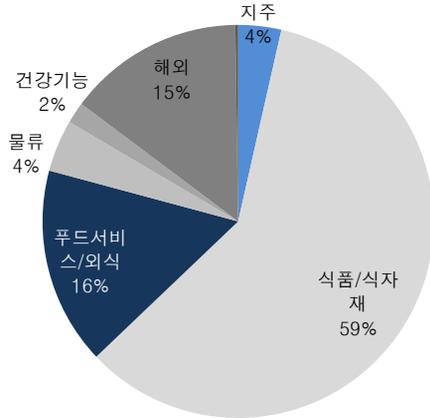
- 식품제조업 등을 주사업 목적으로 설립되었으며, 2008년 인적분할을 통해 순수자주회사로 출범
- 풀무원식품, 풀무원건강생활 등 총 7개의 자회사를 가지고 있음
- 자산 1조 6,936억원, 부채 1조 1,806억원, 자본 5,129억원
- 발행주식 수: 38,120,539주 / 자기주식수: 849,700주

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 수는 보통주 기준, 자산 규모는 2020년 12월 기준
 자료: 풀무원, 대신증권 Research Center

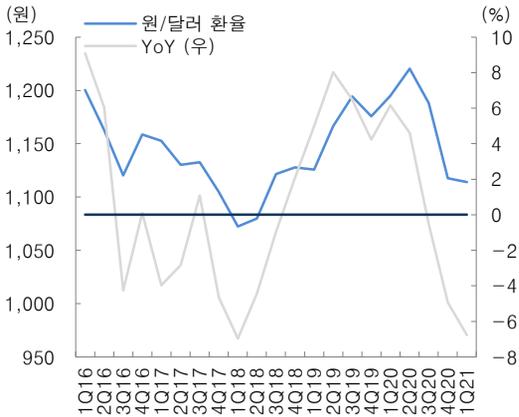
사업부별 매출 비중



주1: 2020년 매출액 기준
 주2: 내부거래 제거 전 기준
 자료: 풀무원, 대신증권 Research Center

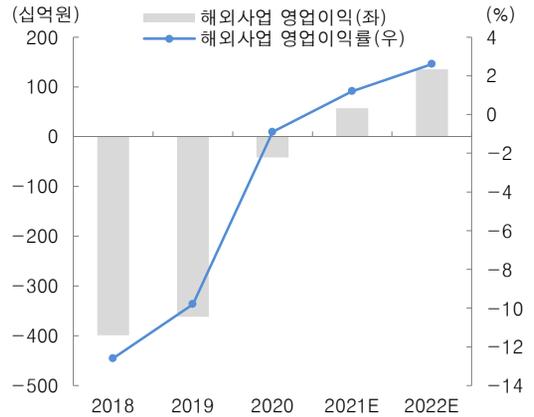
2. Earnings Driver

원/달러 환율 추이



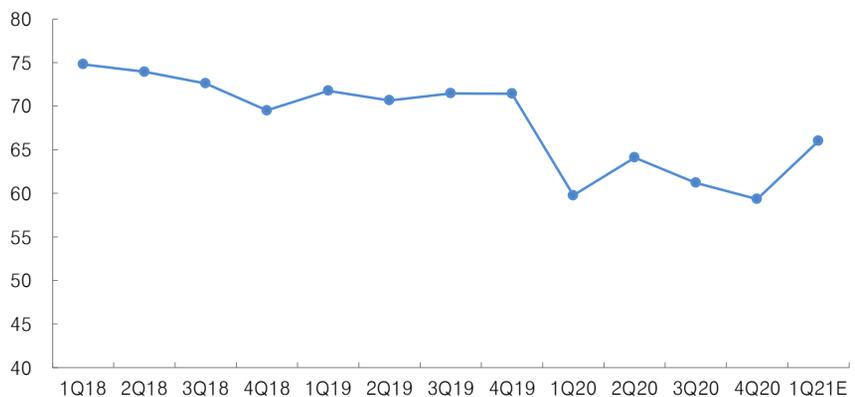
자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

해외사업 영업이익 추이



자료: 풀무원, 대신증권 Research Center

외식산업 경기전망지수 추이



자료: 농림축산식품부, 대신증권 Research Center

재무제표

	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
매출액	2,381	2,311	2,390	2,546	2,661
매출원가	1,791	1,700	1,751	1,862	1,943
매출총이익	590	611	638	684	718
판매비외관리비	559	566	565	597	621
영업이익	31	46	73	87	97
영업이익률	1.3	2.0	3.1	3.4	3.6
EBITDA	141	167	205	231	241
영업외손익	-24	-28	-21	-19	-18
관계기업손익	3	3	3	3	3
금융수익	4	5	5	5	6
외환관련이익	2	2	2	2	2
금융비용	-30	-32	-27	-26	-26
외환관련손실	0	1	1	1	1
기타	0	-4	-2	-1	-1
법인세비용차감전순이익	7	18	53	68	79
법인세비용	-14	-6	-18	-24	-27
계속사업순이익	-8	12	34	44	52
중단사업순이익	0	0	0	0	0
당기순이익	-8	12	34	44	52
당기순이익률	-0.3	0.5	1.4	1.7	2.0
비지배지분순이익	-11	-4	-4	-5	-5
지배지분순이익	3	16	38	49	57
매도가능금융자산평가	0	0	0	0	0
기타포괄이익	10	5	4	4	4
포괄순이익	2	17	38	48	56
비지배지분포괄이익	-10	-6	-4	-5	-6
지배지분포괄이익	12	23	42	53	62

	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
EPS	56	399	1,012	1,315	1,543
PER	200.3	41.4	16.9	13.0	11.1
BPS	9,425	10,681	11,442	12,511	13,783
PBR	1.2	1.5	1.5	1.4	1.2
EBITDAPS	3,355	3,966	4,874	5,485	5,714
EV/EBITDA	7.3	7.6	6.1	5.3	5.0
SPS	56,532	54,847	56,693	60,399	63,117
PSR	0.2	0.3	0.3	0.3	0.3
CFPS	4,040	4,750	5,243	5,890	6,142
DPS	102	102	105	105	105

	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
성장성					
매출액 증가율	48	-29	34	65	45
영업이익 증가율	-240	50.4	59.9	18.9	10.6
순이익 증가율	적전	흑전	189.0	30.0	17.3
수익성					
ROIC	-3.8	2.8	4.2	5.0	5.5
ROA	2.3	2.9	4.3	5.1	5.5
ROE	1.0	3.8	8.1	9.7	10.4
안정성					
부채비율	220.6	230.2	206.9	189.7	171.1
순차입금비율	114.9	112.8	99.3	83.8	70.6
이자보상배율	1.2	1.7	3.2	3.9	4.4

자료: 플무원, 대신증권 Research Center

	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
유동자산	468	630	614	670	729
현금및현금성자산	121	99	110	134	151
매출채권 및 기타채권	214	215	215	239	249
재고자산	106	123	106	113	142
기타유동자산	27	193	183	185	188
비유동자산	1,017	1,063	1,072	1,071	1,066
유형자산	847	908	926	927	921
관계기업투자금	30	33	33	33	33
기타비유동자산	139	122	113	111	111
자산총계	1,485	1,694	1,687	1,741	1,795
유동부채	621	777	751	752	743
매입채무 및 기타채무	271	275	253	270	277
차입금	242	287	287	277	267
유동성채무	52	169	160	152	145
기타유동부채	56	47	50	52	55
비유동부채	400	404	386	388	390
차입금	169	136	101	106	111
전환증권	0	0	0	0	0
기타비유동부채	231	268	285	282	279
부채총계	1,021	1,181	1,137	1,140	1,133
자배지분	397	450	482	527	581
자본금	21	21	21	21	21
자본잉여금	78	76	76	76	76
이익잉여금	225	243	275	320	374
기타지분변동	73	110	110	110	110
비지배지분	66	63	67	74	81
자본총계	463	513	550	601	662
순차입금	532	579	546	504	468

	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
영업활동 현금흐름	85	104	173	188	176
당기순이익	-8	12	34	44	52
비현금항목의 가감	178	188	187	204	207
감가상각비	111	121	132	144	144
외환손익	0	1	3	3	3
지분법평가손익	0	0	0	0	0
기타	67	66	52	57	60
자산부채의 증감	-48	-23	-9	-17	-37
기타현금흐름	-37	-73	-39	-44	-46
투자활동 현금흐름	-68	-271	-117	-114	-110
투자자산	0	0	0	0	0
유형자산	-110	-138	-123	-117	-110
기타	42	-133	7	3	1
재무활동 현금흐름	-1	146	-47	-15	-14
단기차입금	0	0	0	-10	-10
사채	0	0	0	10	10
장기차입금	10	148	-35	-5	-5
유상증자	0	1	0	0	0
현금배당	-6	-5	-5	-4	-4
기타	-5	2	-6	-6	-6
현금의 증감	17	-22	11	23	17
기초 현금	104	121	99	110	134
기말 현금	121	99	110	134	151
NOPLAT	-33	30	48	57	64
FCF	-50	2	51	74	86

[Compliance Notice]

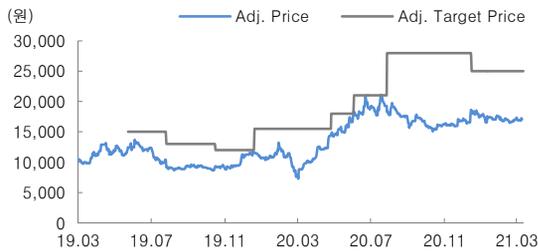
금융투자업규정 4-20조 1항5호사목에 따라 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없으며, 당사의 금융투자분석사는 자료작성일 현재 본 자료에 관련하여 재산적 이해관계가 없습니다. 당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며 당사의 금융투자분석사는 본 자료의 작성과 관련하여 외부 부당한 압력이나 간섭을 받지 않고 본인의 의견을 정확하게 반영하였습니다.

(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 하시기를 바랍니다.

[투자의견 및 목표주가 변경 내용]

풀무원(017810) 투자의견 및 목표주가 변경 내용



제시일자	21.04.02	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.%)		(30.88)	(39.83)	(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)	(29.96)	(21.82)			
과리율(최대/최소.%)	(0.83)	(26.23)	(8.67)			
제시일자						
투자의견						
목표주가						
과리율(평균.%)						
과리율(최대/최소.%)						

투자의견 비율공시 및 투자등급관련사항(기준일자:20210330)

구분	Buy(매수)	Marketperform(중립)	Underperform(매도)
비율	89.9%	9.2%	1.0%

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 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