

풀무원
(017810)

한유정
yujung.han@daishin.com

투자 의견 BUY
매수, 유지
6개월 목표주가 25,000
유지
현재주가 21,350
(21.05.17)
음식료업종

아쉬운 물류비 부담

투자 의견 매수, 목표주가 25,000원 유지

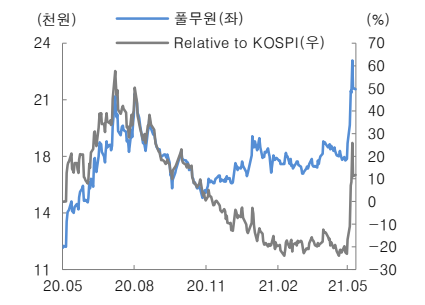
- 국내 식품 부문, 미국 식품 부문에서의 물류비 부담이 지속될 가능성이 높아 이익 추정치를 하향 조정 하였으나 국내 B2B 부문 개선 가능성, 중국, 미국에서의 판매 호조 지속 기대 등을 고려해 과거 음식료 업종 평균 EV/EBITDA에 20% 할증 적용 하였으나 30% 할증 적용으로 할증 폭 확대

기대치를 하회한 1분기

- 2021년 1분기 풀무원의 연결 기준 매출액은 5,806억원(+3% yoy, +0.1% qoq), 영업이익은 74억원(+62% yoy, -20% qoq)으로 종전 대신증권 추정 영업이익 136억원, 컨센서스 영업이익 131억원을 크게 하회
- 시장 감소 영향으로 면류/Ready meal 매출액이 -15% yoy를 기록하였음에도 견조한 내식 수요 영향으로 대부분의 식품 카테고리 매출액이 전년 동기 대비 성장하고, 풀무원푸드머스 매출액이 +10% yoy를 기록하여 식품/식자재 매출액은 +9% yoy 기록. 주요 원재료 해상 운임비 증가 영향으로 풀무원식품 영업이익률은 전년 동기 대비 소폭 하락하였으나 그럼에도 2019년 1분기 대비 높은 수준을 유지하였으며, 풀무원푸드머스의 수익성 개선으로 식품/식자재 영업이익은 -3% yoy에 그침
- 원화 환산 중국, 미국, 일본 매출액은 각각 +80%, -5%, -7% yoy를 기록. 중국은 고성장세가 이어진 반면 미국은 현지 통화 기준 전년 수준을 기록했는데 선박 확보 어려움으로 물류에 차질을 빚었던 영향으로 판단되고 일본은 기저 부담으로 현지 통화 기준으로도 전년 동기 대비 소폭 역신장한 것으로 판단
- 풀무원푸드앤컬처는 1월 이후 객수는 서서히 회복되는 듯 하였으나 여전히 전년 수준에 못 미치는 객단가로 전년 동기 대비 27억원 적자 폭 축소에 그치며 종전 추정치를 하회

KOSPI	3134.52
시가총액	814십억원
시가총액비중	0.04%
자본금(보통주)	19십억원
52주 최고/최저	23,000원 / 14,250원
120일 평균거래대금	36억원
외국인지분율	1.21%
주요주주	남승우 외 5인 60.31% 한미음료평화연구재단 9.99%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	18.0	20.6	33.9	48.3
상대수익률	20.4	20.6	8.4	-8.8



구분	1Q20	4Q20	1Q21		2Q21		
			직전추정	잠정치	YoY	QoQ	Consensus
매출액	563	580	545	581	3.2	0.1	579
영업이익	5	9	14	7	62.4	-19.6	13
순이익	7	-9	15	12	61.4	흑전	8

자료: 풀무원 FnGuide, 대신증권 Research Center

영업실적 및 주요 투자지표					
(단위: 십억원, 원 %)					
	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
매출액	2,381	2,311	2,409	2,513	2,626
영업이익	31	46	65	75	84
세전순이익	7	18	48	58	68
총당기순이익	-8	12	31	38	45
자배지분순이익	3	16	34	42	49
EPS	56	399	919	1,122	1,326
PER	200.3	41.4	23.2	19.0	16.1
BPS	9,425	10,681	11,359	12,258	13,338
PBR	1.2	1.5	1.9	1.7	1.6
ROE	1.0	3.8	7.4	8.4	9.2

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

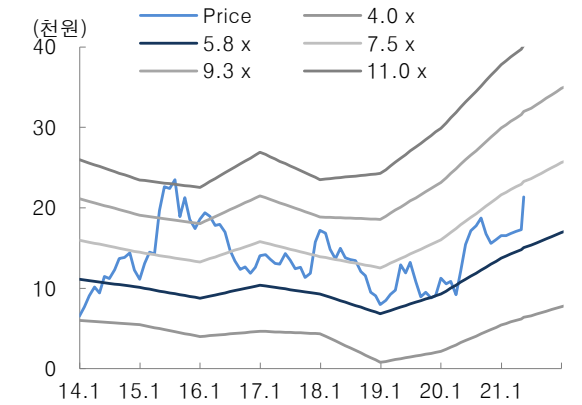
연간 실적 추정 변경

(단위: 십억원, 원, %, %p)

	수정전		수정후		변동률	
	2021F	2022F	2021F	2022F	2021F	2022F
매출액	2,390	2,546	2,409	2,513	0.8	-1.3
판매비와 관리비	565	597	574	593	1.5	-0.6
영업이익	73	87	65	75	-11.2	-14.2
영업이익률	3.1	3.4	2.7	3.0	-0.4	-0.4
영업외손익	-21	-19	-17	-17	적자유지	적자유지
세전순이익	53	68	48	58	-9.2	-14.7
자비자분순이익	38	49	34	42	-9.2	-14.7
순이익률	1.4	1.7	1.3	1.5	-0.1	-0.2
EPS(자비자분순이익)	1,012	1,315	919	1,122	-9.2	-14.7

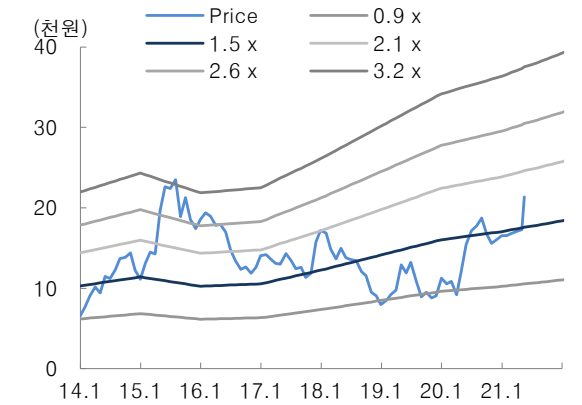
자료: 풀무원 대신증권 Research Center

그림 1. 풀무원 EV/EBITDA Band Chart



자료: Valuwis, 대신증권 Research Center

그림 2. 풀무원 PBR Band Chart



자료: Valuwis, 대신증권 Research Center

표 1. 풀무원 분기/연간 실적 추정

(단위: 십억원, %)

	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21	2Q21E	3Q21E	4Q21E	2018	2019	2020	2021E	2022E
매출액	563	565	603	580	581	588	624	617	2,272	2,381	2,311	2,409	2,513
지주	32	23	25	28	38	25	27	32	77	79	109	122	127
식품/식자재	432	441	477	462	470	479	505	493	1,608	1,798	1,812	1,946	2,007
푸드서비스/외식	126	115	132	123	112	110	130	124	660	663	496	477	516
물류	32	32	34	33	32	32	35	33	116	131	130	132	134
건강기능	13	12	15	13	13	13	15	14	143	50	54	56	58
해외	107	119	111	109	111	121	119	123	317	369	445	474	531
중국	10	19	12	12	19	21	14	14	21	29	54	68	78
미국	64	66	65	65	61	64	71	75	178	213	259	271	308
일본	31	34	31	31	29	34	33	33	109	118	126	128	137
기타	1	0	4	1	2	2	2	1	8	9	6	7	8
기타	2	2	2	2	2	2	2	2	8	7	7	7	7
내부거래	181	179	193	189	197	194	210	205	656	715	742	806	867
YoY	2.4%	-5.3%	-3.7%	-4.6%	3.2%	4.1%	3.4%	6.3%	1.5%	4.8%	-2.9%	4.2%	4.3%
지주	45.5%	28.4%	31.0%	42.6%	17.0%	9.4%	8.3%	14.5%	5.5%	2.4%	37.4%	12.8%	3.6%
식품/식자재	13.9%	-9.4%	1.9%	-0.2%	8.8%	8.4%	5.8%	6.8%	7.2%	11.8%	0.8%	7.4%	3.1%
푸드서비스/외식	-18.6%	-31.1%	-26.6%	-23.8%	-11.3%	-4.3%	-1.3%	1.6%	4.3%	0.6%	-25.2%	-3.9%	8.1%
물류	14.3%	-9.2%	-0.8%	-3.3%	0.1%	2.8%	1.5%	2.1%	6.3%	12.6%	-0.5%	1.6%	1.5%
건강기능	-	-	-	-	-	9.1%	3.0%	5.5%	-10.2%	-65.4%	8.7%	3.2%	4.0%
해외	19.8%	37.3%	17.1%	10.7%	4.4%	2.0%	7.2%	12.8%	2.8%	16.4%	20.8%	6.5%	12.1%
중국	11.5%	386.3%	30.1%	102.5%	80.3%	15.1%	10.2%	10.7%	28.3%	34.6%	86.8%	25.5%	15.0%
미국	22.8%	32.1%	17.7%	14.1%	-4.7%	-2.0%	9.9%	15.8%	3.7%	19.6%	21.3%	4.8%	13.8%
일본	14.4%	19.4%	3.3%	-5.3%	-6.5%	-1.2%	6.8%	7.2%	-3.4%	7.7%	7.4%	1.5%	6.8%
기타	222.8%	-92.1%	275.0%	-65.3%	139.8%	380.9%	-45.8%	20.0%	26.5%	16.4%	-30.0%	20.9%	13.6%
기타	-9.5%	-15.6%	2.7%	3.9%	0.8%	-4.6%	-5.2%	-4.9%	1.0%	-9.5%	-4.9%	-3.6%	4.4%
영업이익	5	15	18	9	7	17	23	19	40	31	46	65	75
지주	9	2	3	6	13	2	3	6	23	12	20	25	25
식품/식자재	16	19	19	12	15	19	19	12	60	49	66	65	67
푸드서비스/외식	-11	-7	-7	-7	-8	-5	-3	-3	8	6	-32	-19	-18
물류	1	1	1	1	0	1	1	1	-1	4	3	2	3
건강기능	0	-1	1	0	0	0	0	0	3	-2	0	0	1
해외	-3	2	0	-3	-2	1	2	3	-40	-36	-4	3	9
기타	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
내부거래	-7	-1	1	-1	-10	-1	1	-1	-13	-3	-7	-10	-11
YoY	202.3%	36.5%	56.2%	30.3%	62.4%	13.2%	28.5%	103.6%	-24.7%	-24.1%	50.4%	41.9%	15.0%
지주	35.9%	-26.1%	88.0%	575.7%	43.3%	3.0%	3.0%	3.0%	14.7%	-47.0%	64.7%	21.4%	3.0%
식품/식자재	50.3%	54.9%	51.4%	-14.8%	-3.1%	-0.8%	-4.1%	1.1%	-1.1%	-17.5%	33.2%	-2.0%	3.7%
푸드서비스/외식	적지	적전	적전	적전	적지	적지	적지	적지	-16.0%	-21.1%	적전	적지	적지
물류	흑전	-57%	36.8%	-46.3%	-81.7%	-12%	1.5%	2.1%	적전	흑전	-11.2%	-26.9%	8.3%
건강기능	적전	적지	흑전	흑전	적지	적지	-56.9%	-5.1%	-55.1%	적전	흑전	22.6%	306.8%
해외	적지	흑전	흑전	적지	적지	-48.1%	2387.3%	흑전	적지	적지	적지	흑전	155.7%
기타	적지	적지	적지	271.0%	적지	적지	적지	-4.9%	적지	적지	적지	적지	적지
영업이익률	0.8%	2.6%	2.9%	1.6%	1.3%	2.8%	3.6%	3.0%	1.8%	1.3%	2.0%	2.7%	3.0%
지주	28.7%	9.3%	13.4%	19.6%	35.1%	8.8%	12.8%	17.7%	30.1%	15.6%	18.7%	20.1%	20.0%
식품/식자재	3.7%	4.2%	4.0%	2.6%	3.3%	4.4%	4.2%	2.7%	3.7%	2.7%	3.6%	3.3%	3.3%
푸드서비스/외식	-8.8%	-6.3%	-5.6%	-5.4%	-7.5%	-4.5%	-2.2%	-2.5%	1.2%	1.0%	-6.5%	-4.1%	-3.6%
물류	2.9%	3.4%	1.7%	1.9%	0.5%	2.9%	1.7%	1.9%	-0.6%	2.8%	2.5%	1.8%	1.9%
건강기능	-1.2%	-7.6%	5.7%	2.8%	-3.1%	-1.0%	2.4%	2.5%	2.1%	-3.3%	0.3%	0.3%	1.3%
해외	-3.2%	1.5%	0.1%	-2.5%	-2.0%	0.8%	1.4%	2.5%	-12.6%	-9.8%	-0.9%	0.7%	1.6%
기타	-9.1%	-24.7%	-5.5%	25.4%	-11.3%	-24.7%	-5.5%	25.4%	-0.8%	-3.7%	-2.6%	-3.3%	-3.3%

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(2021.05.17 기준) (USD)		19	70	147	44	73	2
시가총액 (USDmn)		717	47,988	202,533	53,488	7,726	10,270
매출액 (USDmn)	20A	1,962	26,968	70,372	26,185	4,313	9,810
	21F	2,233	28,701	75,401	25,439	4,883	10,920
	22F	2,422	29,564	78,863	24,818	5,009	11,515
매출액 yoy (%)	20A	-4.0	-4.7	4.8	4.8	6.0	9.3
	21F	13.8	6.4	7.1	-2.9	13.2	11.3
	22F	8.5	3.0	4.6	-2.4	2.6	5.5
영업이익 (USDmn)	20A	39	3,195	10,080	2,128	338	878
	21F	64	3,942	11,429	5,133	440	880
	22F	77	4,251	12,314	5,059	469	952
영업이익 yoy (%)	20A	48.7	-11.8	-2.1	-30.7	49.7	20.6
	21F	62.7	23.4	13.4	141.2	30.2	0.2
	22F	20.9	7.9	7.7	-1.4	6.6	8.2
OPM (%)	20A	2.0	11.8	14.3	8.1	7.8	9.0
	21F	2.8	13.7	15.2	20.2	9.0	8.1
	22F	3.2	14.4	15.6	20.4	9.4	8.3
PER (배)	20A	41.5	18.0	26.2	12.3	32.0	15.4
	21F	20.6	17.7	24.1	16.5	25.0	16.8
	22F	15.0	16.0	22.3	16.4	23.4	15.3
PBR (배)	20A	1.4	2.2	14.9	0.9	2.9	3.0
	21F	2.3	2.2	12.2	1.0	2.2	3.1
	22F	2.0	2.1	11.3	1.0	2.1	3.0
EV/EBITDA (배)	20A	7.4	9.8	17.1	10.2	11.9	6.4
	21F	7.2	11.9	16.8	12.6	11.1	6.7
	22F	6.5	11.1	15.6	12.8	10.6	6.3
ROE (%)	20A	3.5	11.7	50.4	0.7	9.0	20.0
	21F	9.9	12.1	57.0	6.3	9.0	18.5
	22F	11.1	12.8	55.7	6.0	9.1	20.0
ROA (%)	20A	1.0	4.4	8.3	0.4	5.2	6.8
	21F	2.3	4.3	8.8	3.3	5.2	6.6
	22F	2.5	4.8	9.3	3.3	5.4	7.0
EPS (USD)	20A	0.3	3.4	5.1	0.3	2.6	0.1
	21F	0.9	4.0	6.1	2.7	2.9	0.1
	22F	1.3	4.4	6.6	2.7	3.1	0.1

자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

1. 기업개요

기업 및 경영진 현황

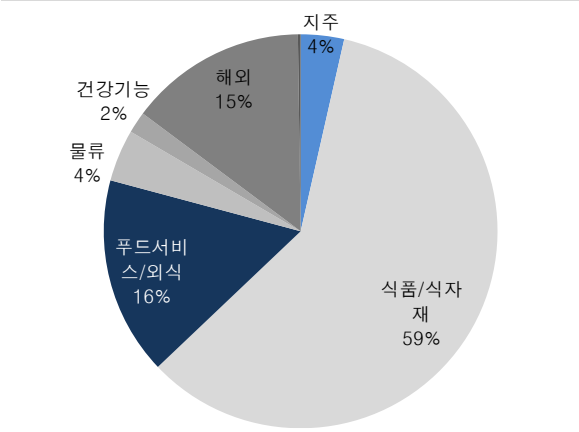
- 식품제조업 등을 주사업 목적으로 설립되었으며, 2008년 인적분할을 통해 순수자회사로 출범
- 풀무원식품, 풀무원건강생활 등 총 7개의 자회사를 가지고 있음
- 자산 1조 6,936억원, 부채 1조 1,806억원, 자본 5,129억원
- 발행주식 수: 38,120,539주 / 자기주식수: 849,700주

주가 변동요인

- 해외사업 정상화 속도
- 국내 가공식품 시장 경쟁 완화에 따른 수익성 개선 여부
- 코로나19 완화에 따른 식자재 유통 및 외식 사업 정상화 여부

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

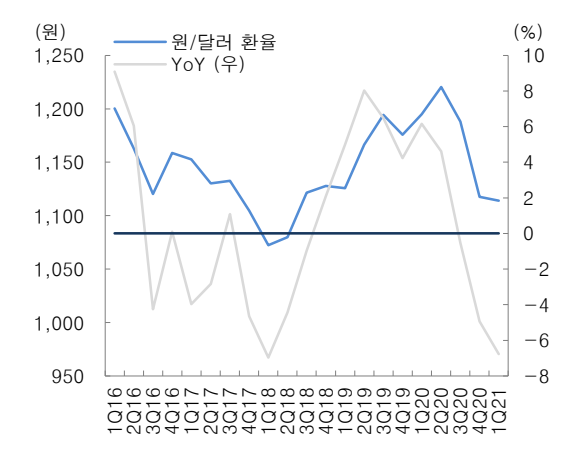
사업부별 매출 비중



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

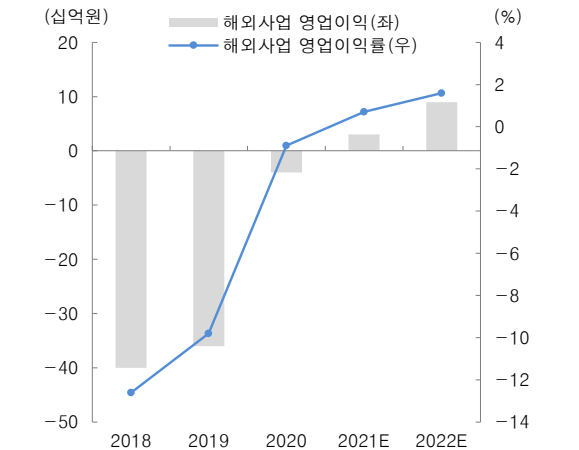
2. Earnings Driver

원/달러 환율 추이



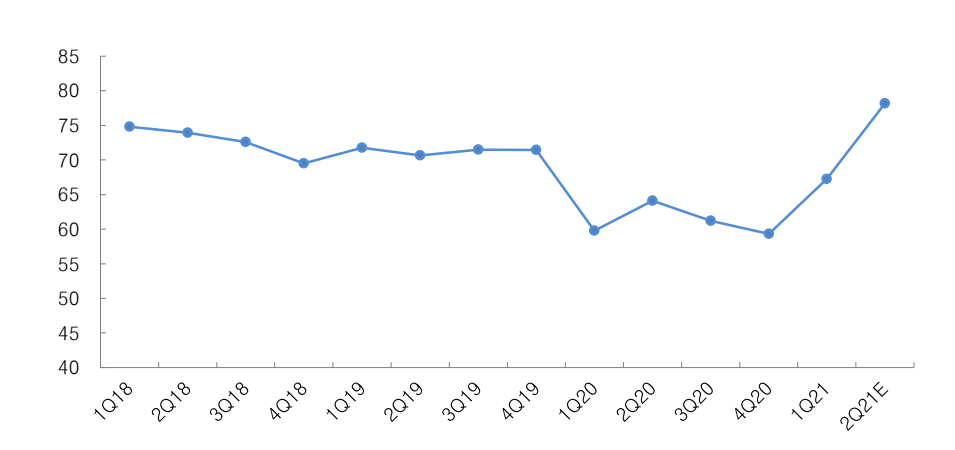
자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

해외사업 영업이익 추이



자료: 풀무원, 대신증권 Research Center

외식산업 경기전망지수 추이



자료: 농림축산식품부, 대신증권 Research Center

재무제표

포괄손익계산서	(단위: 십억원)				
	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
매출액	2,381	2,311	2,409	2,513	2,626
매출원가	1,791	1,700	1,770	1,845	1,925
매출총이익	590	611	639	668	701
판매비와관리비	559	566	574	593	617
영업이익	31	46	65	75	84
영업외수익	1.3	2.0	2.7	3.0	3.2
EBITDA	141	167	195	216	225
영업외손익	-24	-28	-17	-17	-16
관계기업손익	3	3	3	3	3
금융수익	4	5	5	5	6
외환관련이익	2	2	2	2	2
금융비용	-30	-32	-27	-27	-26
외환관련손실	0	1	1	1	1
기타	0	-4	2	2	1
법인세비용차감전순이익	7	18	48	58	68
법인세비용	-14	-6	-17	-20	-23
계속사업순이익	-8	12	31	38	45
중단사업순이익	0	0	0	0	0
당기순이익	-8	12	31	38	45
당기순이익률	-0.3	0.5	1.3	1.5	1.7
비재계분순이익	-11	-4	-3	-4	-5
재계분순이익	3	16	34	42	49
매도가능금융자산평가	0	0	0	0	0
기타포괄이익	10	5	4	4	4
포괄순이익	2	17	35	42	49
비재계분포괄이익	-10	-6	-4	-4	-5
재계분포괄이익	12	23	38	46	54

Valuation 지표	(단위: 원 배 %)				
	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
EPS	56	399	919	1,122	1,326
PER	200.3	41.4	23.2	19.0	16.1
BPS	9,425	10,681	11,359	12,258	13,338
PBR	1.2	1.5	1.9	1.7	1.6
EBITDAPS	3,355	3,966	4,624	5,120	5,334
EV/EBITDA	7.3	7.6	7.3	6.6	6.2
SPS	56,532	54,847	57,153	59,605	62,287
PSR	0.2	0.3	0.4	0.4	0.3
CFPS	4,040	4,750	5,081	5,591	5,821
DPS	102	102	105	105	105

재무비율	(단위: 원 배 %)				
	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
성장성					
매출액 증/감	48	-29	42	43	45
영업이익 증/감	-240	50.4	41.9	150	11.5
순이익 증/감	작전	흑전	162.4	222	182
수익성					
ROIC	-3.8	2.8	3.7	4.2	4.7
ROA	2.3	2.9	3.8	4.3	4.7
ROE	1.0	3.8	7.4	8.4	9.2
안정성					
부채비율	220.6	230.2	215.7	196.2	180.0
순채무/순이익	114.9	112.8	101.0	91.3	76.8
이자보상비율	1.2	1.7	2.8	3.3	3.7

자료: 플무원 대안증권 Research Center

재무상태표	(단위: 십억원)				
	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
유동자산	468	630	648	668	720
현금및현금성자산	121	99	115	115	146
매출채권 및 기타채권	214	215	217	236	246
재고자산	106	123	134	132	140
기타유동자산	27	193	183	185	188
비유동자산	1,017	1,063	1,075	1,077	1,074
유형자산	847	908	929	932	930
관계기업투자지급	30	33	33	33	33
기타비유동자산	139	122	113	111	111
자산총계	1,485	1,694	1,723	1,744	1,794
유동부채	621	777	791	767	763
매입채무 및 기타채무	271	275	281	268	275
차입금	242	287	297	292	287
유동상채무	52	169	160	152	145
기타유동부채	56	47	53	55	57
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	1,177	1,156	1,153
자본부분	397	450	479	517	562
자본금	21	21	21	21	21
자본잉여금	78	76	76	76	76
이익잉여금	225	243	272	310	355
기타자본부분	73	110	110	110	110
비재계분	66	63	67	72	79
자본총계	463	513	546	589	641
순차입금	532	579	551	538	492

현금흐름표	(단위: 십억원)				
	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
영업활동 현금흐름	85	104	167	161	187
당기 순이익	-8	12	31	38	45
비현금항목의 가감	178	188	183	198	201
감가상각비	111	121	130	141	141
외환손익	0	1	3	3	3
자본평가손익	0	0	0	0	0
기타	67	66	51	54	57
자산부채의 증감	-48	-23	-10	-34	-16
기타 현금흐름	-37	-73	-37	-41	-43
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	-37	-10	-9
단기차입금	0	0	10	-5	-5
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	16	0	31
기초 현금	104	121	99	115	115
기말 현금	121	99	115	115	146
NOPLAT	-33	30	42	49	55
FCF	-50	2	43	63	75

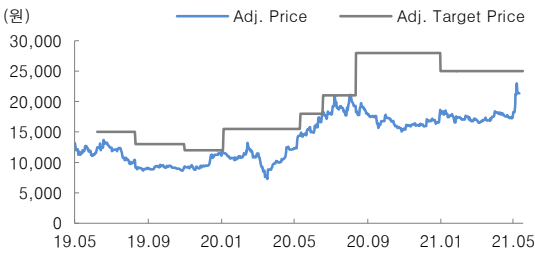
[Compliance Notice]

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]

풀무원(017810) 투자의견 및 목표주가 변경 내용



제시일자	21.05.18	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
과다율(평균%)		(29.22)	(39.83)	(9.90)	(13.42)	(29.93)
과다율(최대/최소%)		(8.00)	(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			
과다율(평균%)	(17.30)	(29.98)	(21.82)			
과다율(최대/최소%)	(0.83)	(26.23)	(8.67)			
제시일자						
투자의견						
목표주가						
과다율(평균%)						
과다율(최대/최소%)						

투자의견 비율공시 및 투자등급관련사항(기준일자:20210515)

구분	Buy(매수)	Marketperform(중립)	Underperform(매도)
비율	90.2%	8.8%	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