

풀무원 (017810)

한유정 yujung.han@daijin.com

투자 의견 **BUY**
매수, 유지

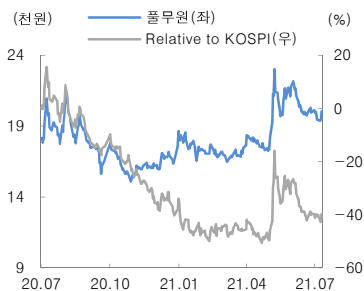
6개월
목표주가 **23,000**
하향

현재주가 **20,050**
(21.07.15)

음식료업종

KOSPI	3,286.22
시가총액	764십억원
시가총액비중	0.03%
자본금(보통주)	19십억원
52주 최고/최저	23,000원 / 15,100원
120일 평균거래대금	39억원
외국인지분율	0.83%
주요주주	남승우 외 5 인 60.05%
	한미음평화연구재단 9.99%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-1.5	12.0	11.4	1.5
상대수익률	-2.3	8.9	4.6	-32.0



Earnings Preview

2분기도 아쉬운 하회 예상

투자 의견 매수 유지, 목표주가 23,000원으로 하향 조정(-8%)

- Target EPS를 2021년에서 12M Fwd 기준으로 조정하였으나 하반기에도 해외 사업 부문의 비용 부담이 가중될 것으로 판단하여 해외 이익 추정치를 하향 조정함에 따라 목표주가 하향 조정
- 상반기 실적 부진은 외부 요인에 기인하나 하반기에도 지속될 것으로 예상되어 단기 실적에 대한 눈높이는 낮출 필요

기대치를 하회할 2분기

- 2021년 2분기 풀무원의 매출액은 5,884억원(+4% yoy, +1% qoq), 영업이익은 138억원(-7% yoy, +87% qoq)으로 종전 대신증권 추정 영업이익 167억원, 컨센서스 영업이익 169억원 하회 전망
- 기저 효과로 푸드머스 매출액은 +15% yoy(이하 yoy)로 추정하나 컨세션 사업부의 부진 지속으로 FNC 매출액은 -4%로 추정. 국내 식품은 기저 부담이 큰 라면, Ready Meal 제외 견조한 수요 그리고 지난 1, 7월 단행된 가격 인상 효과로 매출 성장세 지속 전망. 푸드머스 회복으로 식품/식자재 영업이익률은 전년 수준, 저효율 매장 축소 등 비용 절감 노력으로 FNC 영업손실은 전년 대비 22억원 축소 전망
- 식품, 푸드머스, FNC 전반의 국내 실적 호조에도 운임비 상승, 선복량 부족에 따른 보관료 상승 영향으로 해외 합산 영업이익은 전년 대비 적자전환이 불가피했을 것으로 추정

(단위: 십억원 %)

구분	2020	1Q21	직전추정	당사추정	2021(F)			3Q21		
					YoY	QoQ	Consensus	당사추정	YoY	QoQ
매출액	565	581	588	588	4.1	1.3	594	624	3.4	6.0
영업이익	15	7	17	14	-6.5	87.1	17	22	23.6	57.6
순이익	7	12	10	7	5.8	-35.2	10	17	45.5	124.3

자료: 풀무원 FnGuide, 대신증권 Research Center

영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 십억원 원, 배, %)

	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
매출액	2,381	2,311	2,409	2,513	2,626
영업이익	31	46	61	76	84
세전순이익	7	18	44	59	68
총당기순이익	-8	12	29	38	45
자배지분순이익	3	16	32	42	50
EPS	56	399	847	1,133	1,337
PER	200.3	41.4	23.7	17.7	15.0
BPS	9,425	10,681	11,296	12,204	13,294
PBR	1.2	1.5	1.8	1.6	1.5
ROE	1.0	3.8	6.8	8.5	9.3

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

표 4. 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	14	22	19	40	31	46	61	76
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	-2	1	3	-40	-36	-4	0	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%	-6.5%	23.6%	103.6%	-24.7%	-24.1%	50.4%	33.7%	22.9%
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	적전	1117.3%	흑전	적지	적지	적지	적지	흑전
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%	2.3%	3.5%	3.0%	1.8%	1.3%	2.0%	2.6%	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%	-1.6%	0.7%	2.5%	-12.6%	-9.8%	-0.9%	-0.1%	1.8%
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

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	1,774	1,844	1,925
매출총이익	590	611	635	669	701
판매비와관리비	559	566	574	593	617
영업이익	31	46	61	76	84
영업외소득	1.3	2.0	2.6	3.0	3.2
EBITDA	141	167	191	216	225
영업외손익	-24	-28	-17	-17	-16
관계기업손익	3	3	3	3	3
금융수익	4	5	5	5	6
외환평가이익	2	2	2	2	2
금융비용	-30	-32	-27	-27	-26
외환평가손실	0	1	1	1	1
기타	0	-4	2	2	1
법인세비용차감전순이익	7	18	44	59	68
법인세비용	-14	-6	-15	-21	-23
계속사업순이익	-8	12	29	38	45
중단사업순이익	0	0	0	0	0
당기순이익	-8	12	29	38	45
당기순이익률	-0.3	0.5	1.2	1.5	1.7
비재계분순이익	-11	-4	-3	-4	-5
자계분순이익	3	16	32	42	50
매도가능금융자산평가	0	0	0	0	0
기타포괄이익	10	5	4	4	4
포괄순이익	2	17	32	42	49
비재계분포괄이익	-10	-6	-3	-4	-5
자계분포괄이익	12	23	36	46	54

Valuation 지표

(단위: 원 배 %)

	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
EPS	56	399	847	1,133	1,337
PER	200.3	41.4	23.7	17.7	15.0
BPS	9,425	10,681	11,296	12,204	13,294
PBR	1.2	1.5	1.8	1.6	1.5
EBITDAPS	3,355	3,966	4,535	5,133	5,348
EV/EBITDA	7.3	7.6	7.2	6.4	5.9
SPS	56,532	54,847	57,153	59,605	62,287
PSR	0.2	0.3	0.4	0.3	0.3
CFPS	4,040	4,750	4,992	5,605	5,836
DPS	102	102	105	105	105

재무비율

(단위: 원 배 %)

	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
상장성					
매출액 증감률	4.8	-2.9	4.2	4.3	4.5
영업이익 증감률	-24.0	50.4	33.7	22.9	11.5
순이익 증감률	적전	흑전	141.8	33.8	18.0
수익성					
ROIC	-3.8	2.8	3.5	4.3	4.8
ROA	2.3	2.9	3.6	4.4	4.8
ROE	1.0	3.8	6.8	8.5	9.3
안정성					
부채비율	220.6	230.2	216.9	197.1	180.6
순차입금비율	114.9	112.8	102.1	92.1	77.4
이자보상비율	1.2	1.7	2.7	3.3	3.7

자료: 플루윈 대산증권 Research Center

재무상태표

(단위: 십억원)

	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
유동자산	468	630	645	665	718
현금및현금성자산	121	99	112	112	144
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
관계기업투자금	30	33	33	33	33
기타비유동자산	139	122	113	111	111
자산총계	1,485	1,694	1,720	1,742	1,792
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
자계분	397	450	476	514	560
자본금	21	21	21	21	21
자본잉여금	78	76	76	76	76
이익잉여금	225	243	269	307	353
기타자계분	73	110	110	110	110
비자계분	66	63	66	72	78
자본총계	463	513	543	586	639
순차입금	532	579	554	540	494

현금흐름표

(단위: 십억원)

	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
영업활동 현금흐름	85	104	164	161	187
당기순이익	-8	12	29	38	45
비현금성자산의 감소	178	188	182	198	201
감가상각비	111	121	130	141	141
외환손익	0	1	3	3	3
자본평가이익	0	0	0	0	0
기타	67	66	49	54	57
자산부채의 증감	-48	-23	-10	-34	-16
기타현금흐름	-37	-73	-36	-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	13	1	32
기초 현금	104	121	99	112	112
기말 현금	121	99	112	112	144
NOPLAT	-33	30	40	49	56
FCF	-50	2	41	64	75