

풀무원  
(017810)

한유정  
yujung.han@daishin.com

투자 의견 BUY  
매수, 유지  
6개월 목표주가 23,000  
유지  
현재주가 17,400  
(21.08.17)  
음식료업종

다시 주어지는 매수 기회

투자의견 매수, 목표주가 23,000원 유지

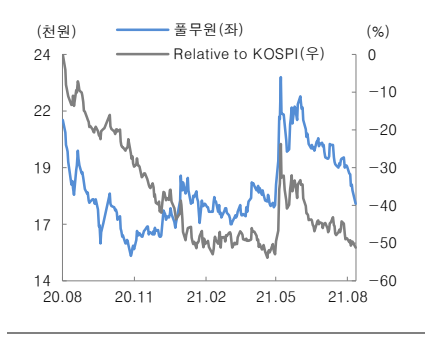
- 2021년 하반기, 2022년 이익 추정치를 하향 조정 하였으나 조정 폭이 크지 않아 종전 목표주가 유지
- 상반기 실적 부진은 외부 요인에 의한 부진으로 국내 B2B 채널 정상화 및 해외 식품 시장에서의 저변 확대 등의 중장기 투자포인트는 달라진 바 없음. 추가 조정 시 매수 접근 유효

기대치를 하회한 2분기

- 2021년 2분기 풀무원 매출액은 6,351억원(+12% yoy, +9% qoq), 영업이익은 92억원(-37% yoy, +25% qoq)으로 종전 대신증권 추정 영업이익 138억원, 컨센서스 영업이익 161억원 하회
- 저수익 제품 구조조정 영향으로 일본 매출액이 -21% yoy를 기록하고 일시적 생산 차질 영향으로 미국 매출액이 -19% yoy를 기록하며 해외 매출액은 -15% yoy로 부진. 그럼에도 지난 1월 두부, 콩나물 가격 인상 효과 반영 및 6월 냉장면 가격 인상 이전 수요 증가 영향으로 국내 식품 매출액이 +13% yoy를 기록. 외식 경기 회복 영향으로 국내 식자재 유통 매출액은 +36% yoy, 위탁급식, 컨디션 매출액은 각각 +13%, +21% yoy 성장하며 푸드서비스/외식 매출액 역시도 +18% yoy 증가하며 매출액은 종전 추정치 상회
- 자원 효율화 및 코로나19 사태로 정상 영업이 불가했던 일부 사업장에서 임차료 환급분이 반영되며 푸드서비스/외식 영업손실이 전년 동기 대비, 전분기 대비 크게 축소 되었으나 미국에서의 생산 차질에 따른 비용 증가 영향으로 해외 영업 손실이 75억원에 달하며 기대치를 하회하는 실적 기록

|             |                                     |
|-------------|-------------------------------------|
| KOSPI       | 3143.09                             |
| 시가총액        | 663십억원                              |
| 시가총액비중      | 0.03%                               |
| 자본금(보통주)    | 19십억원                               |
| 52주 최고/최저   | 23,000원 / 15,100원                   |
| 120일 평균거래대금 | 39억원                                |
| 외국인지분율      | 0.87%                               |
| 주요주주        | 남승우 외 5 인 60.05%<br>한미음평화연구재단 9.99% |

| 주가수익률(%) | 1M    | 3M    | 6M   | 12M   |
|----------|-------|-------|------|-------|
| 절대수익률    | -13.0 | -18.5 | -1.7 | -9.6  |
| 상대수익률    | -9.3  | -18.7 | -2.0 | -30.8 |



(단위: 십억원 %)

| 구분   | 2Q20 | 1Q21 | 2Q21 |     |       |       |           | 3Q21 |      |       |
|------|------|------|------|-----|-------|-------|-----------|------|------|-------|
|      |      |      | 직전추정 | 잠정치 | YoY   | QoQ   | Consensus | 당사추정 | YoY  | QoQ   |
| 매출액  | 565  | 581  | 588  | 635 | 12.4  | 9.4   | 594       | 635  | 5.3  | 0.1   |
| 영업이익 | 15   | 7    | 14   | 9   | -37.3 | 25.4  | 16        | 20   | 13.5 | 115.8 |
| 순이익  | 7    | 12   | 7    | 4   | -42.0 | -64.5 | 9         | 15   | 29.4 | 263.7 |

자료: 풀무원 FnGuide, 대신증권 Research Center

영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 십억원 원, %)

|         | 2019A | 2020A  | 2021F  | 2022F  | 2023F  |
|---------|-------|--------|--------|--------|--------|
| 매출액     | 2,381 | 2,311  | 2,468  | 2,536  | 2,650  |
| 영업이익    | 31    | 46     | 51     | 72     | 81     |
| 세전순이익   | 7     | 18     | 36     | 57     | 65     |
| 총당기순이익  | -8    | 12     | 23     | 37     | 43     |
| 자배지분순이익 | 3     | 16     | 26     | 41     | 47     |
| EPS     | 56    | 399    | 686    | 1,087  | 1,270  |
| PER     | 200.3 | 41.4   | 25.4   | 16.0   | 13.7   |
| BPS     | 9,425 | 10,681 | 11,154 | 12,022 | 13,052 |
| PBR     | 1.2   | 1.5    | 1.6    | 1.4    | 1.3    |
| ROE     | 1.0   | 3.8    | 5.6    | 8.3    | 9.0    |

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

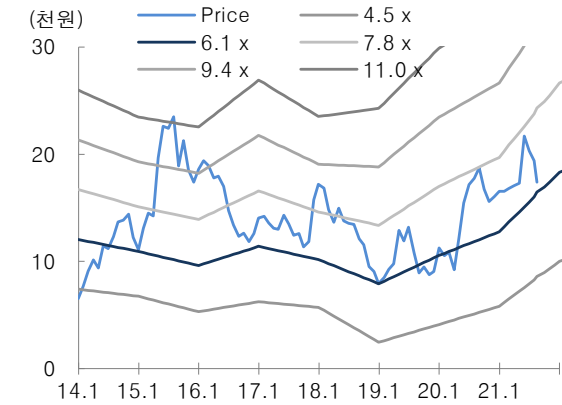
연간 실적 추정 변경

(단위: 십억원, 원, %, %p)

|              | 수정전   |       | 수정후   |       | 변동률   |       |
|--------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
|              | 2021F | 2022F | 2021F | 2022F | 2021F | 2022F |
| 매출액          | 2,409 | 2,513 | 2,468 | 2,536 | 2.4   | 0.9   |
| 판매비와 관리비     | 574   | 593   | 590   | 601   | 2.8   | 1.3   |
| 영업이익         | 61    | 76    | 51    | 72    | -16.8 | -4.5  |
| 영업이익률        | 2.6   | 3.0   | 2.1   | 2.8   | -0.5  | -0.2  |
| 영업외손익        | -17   | -17   | -15   | -16   | 적자유지  | 적자유지  |
| 세전순이익        | 44    | 59    | 36    | 57    | -18.9 | -4.0  |
| 지배지분순이익      | 32    | 42    | 26    | 41    | -18.9 | -4.0  |
| 순이익률         | 1.2   | 1.5   | 0.9   | 1.4   | -0.2  | -0.1  |
| EPS(지배지분순이익) | 847   | 1,133 | 686   | 1,087 | -18.9 | -4.0  |

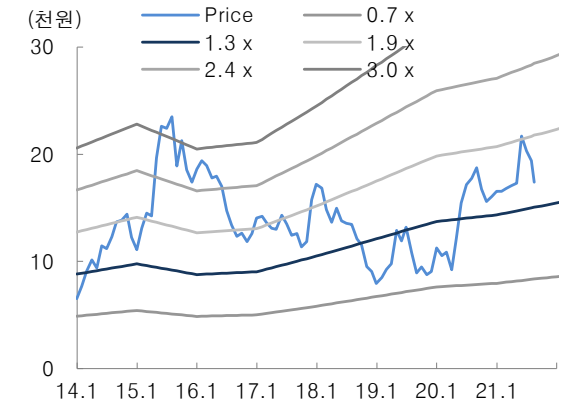
자료: 풀무원, 대신증권 Research Center

그림 1. 풀무원 EV/EBITDA Band Chart



자료: Valuewise, 대신증권 Research Center

그림 2. 풀무원 PBR Band Chart



자료: Valuewise, 대신증권 Research Center

표 1. 풀무원 분기/연간 실적 추정 (단위: 십억원, %)

|          | 1Q20   | 2Q20   | 3Q20   | 4Q20   | 1Q21   | 2Q21   | 3Q21E  | 4Q21E | 2018   | 2019   | 2020   | 2021E  | 2022E |
|----------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|-------|--------|--------|--------|--------|-------|
| 매출액      | 563    | 565    | 603    | 580    | 581    | 635    | 635    | 617   | 2,272  | 2,381  | 2,311  | 2,468  | 2,536 |
| 지주       | 32     | 23     | 25     | 28     | 38     | 28     | 27     | 32    | 77     | 79     | 109    | 125    | 130   |
| 식품/식자재   | 432    | 441    | 477    | 462    | 470    | 520    | 513    | 500   | 1,608  | 1,798  | 1,812  | 2,002  | 2,056 |
| 푸드서비스/외식 | 126    | 115    | 132    | 123    | 112    | 136    | 141    | 124   | 660    | 663    | 496    | 513    | 556   |
| 물류       | 32     | 32     | 34     | 33     | 32     | 35     | 35     | 33    | 116    | 131    | 130    | 135    | 137   |
| 건강기능     | 13     | 12     | 15     | 13     | 13     | 14     | 15     | 14    | 143    | 50     | 54     | 56     | 58    |
| 해외       | 107    | 119    | 111    | 109    | 111    | 101    | 119    | 123   | 317    | 369    | 445    | 454    | 509   |
| 중국       | 10     | 19     | 12     | 12     | 19     | 19     | 14     | 14    | 21     | 29     | 54     | 65     | 75    |
| 미국       | 64     | 66     | 65     | 65     | 61     | 53     | 71     | 75    | 178    | 213    | 259    | 260    | 295   |
| 일본       | 31     | 34     | 31     | 31     | 29     | 27     | 33     | 33    | 109    | 118    | 126    | 121    | 130   |
| 기타       | 1      | 0      | 4      | 1      | 2      | 2      | 2      | 1     | 8      | 9      | 6      | 8      | 9     |
| 기타       | 2      | 2      | 2      | 2      | 2      | 2      | 2      | 2     | 8      | 7      | 7      | 7      | 7     |
| 내부거래     | 181    | 179    | 193    | 189    | 197    | 200    | 217    | 211   | 656    | 715    | 742    | 825    | 916   |
| YoY      | 2.4%   | -5.3%  | -3.7%  | -4.6%  | 3.2%   | 12.4%  | 5.3%   | 6.3%  | 1.5%   | 4.8%   | -2.9%  | 6.8%   | 2.8%  |
| 지주       | 45.5%  | 28.4%  | 31.0%  | 42.6%  | 17.0%  | 21.6%  | 8.3%   | 14.5% | 5.5%   | 2.4%   | 37.4%  | 15.3%  | 3.6%  |
| 식품/식자재   | 13.9%  | -9.4%  | 1.9%   | -0.2%  | 8.8%   | 17.8%  | 7.4%   | 8.3%  | 7.2%   | 11.8%  | 0.8%   | 10.5%  | 2.7%  |
| 푸드서비스/외식 | -18.6% | -31.1% | -26.6% | -23.8% | -11.3% | 17.9%  | 6.7%   | 1.6%  | 4.3%   | 0.6%   | -25.2% | 3.5%   | 8.2%  |
| 물류       | 14.3%  | -9.2%  | -0.8%  | -3.3%  | 0.1%   | 9.7%   | 1.5%   | 2.1%  | 6.3%   | 12.6%  | -0.5%  | 3.3%   | 1.5%  |
| 건강기능     | -      | -      | -      | -      | -      | -      | 3.0%   | 5.5%  | -10.2% | -65.4% | 8.7%   | 4.4%   | 4.0%  |
| 해외       | 19.8%  | 37.3%  | 17.1%  | 10.7%  | 4.4%   | -14.8% | 7.2%   | 12.8% | 2.8%   | 16.4%  | 20.8%  | 2.1%   | 12.0% |
| 중국       | 11.5%  | 386.3% | 30.1%  | 102.5% | 80.3%  | 1.2%   | 10.2%  | 10.7% | 28.3%  | 34.6%  | 86.8%  | 20.7%  | 15.0% |
| 미국       | 22.8%  | 32.1%  | 17.7%  | 14.1%  | -4.7%  | -18.7% | 9.9%   | 15.8% | 3.7%   | 19.6%  | 21.3%  | 0.5%   | 13.6% |
| 일본       | 14.4%  | 19.4%  | 3.3%   | -5.3%  | -6.5%  | -21.4% | 6.8%   | 7.2%  | -3.4%  | 7.7%   | 7.4%   | -4.0%  | 6.8%  |
| 기타       | 222.8% | -92.1% | 275.0% | -65.3% | 139.8% | 503.4% | -45.8% | 20.0% | 26.5%  | 16.4%  | -30.0% | 27.7%  | 13.6% |
| 기타       | -9.5%  | -15.6% | 2.7%   | 3.9%   | 0.8%   | 9.5%   | -5.2%  | -4.9% | 1.0%   | -9.5%  | -4.9%  | -0.2%  | 4.4%  |
| 영업이익     | 5      | 15     | 18     | 9      | 7      | 9      | 20     | 15    | 40     | 31     | 46     | 51     | 72    |
| 지주       | 9      | 2      | 3      | 6      | 13     | 5      | 3      | 6     | 23     | 12     | 20     | 28     | 28    |
| 식품/식자재   | 16     | 19     | 19     | 12     | 15     | 16     | 19     | 13    | 60     | 49     | 66     | 63     | 65    |
| 푸드서비스/외식 | -11    | -7     | -7     | -7     | -8     | -3     | -5     | -5    | 8      | 6      | -32    | -21    | -17   |
| 물류       | 1      | 1      | 1      | 1      | 0      | 0      | 1      | 1     | -1     | 4      | 3      | 1      | 1     |
| 건강기능     | 0      | -1     | 1      | 0      | 0      | -1     | 0      | 0     | 3      | -2     | 0      | 0      | 0     |
| 해외       | -3     | 2      | 0      | -3     | -2     | -8     | 0      | 0     | -40    | -36    | -4     | -9     | 5     |
| 기타       | 0      | 0      | 0      | 0      | 0      | 0      | 0      | 0     | 0      | 0      | 0      | 0      | 0     |
| 내부거래     | -7     | -1     | 1      | -1     | -10    | 0      | 1      | -1    | -13    | -3     | -7     | -10    | -11   |
| YoY      | 202.3% | 36.5%  | 56.2%  | 30.3%  | 62.4%  | -37.3% | 13.5%  | 59.8% | -24.7% | -24.1% | 50.4%  | 11.3%  | 41.1% |
| 지주       | 35.9%  | -26.1% | 88.0%  | 575.7% | 43.3%  | 137.6% | 3.0%   | 3.0%  | 14.7%  | -47.0% | 64.7%  | 35.7%  | 3.0%  |
| 식품/식자재   | 50.3%  | 54.9%  | 51.4%  | -14.8% | -3.1%  | -12.7% | -1.3%  | 4.6%  | -1.1%  | -17.5% | 33.2%  | -3.9%  | 3.1%  |
| 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% | 적전     | 1.5%   | 2.1%  | 적전     | 흑전     | -11.2% | -61.7% | 14.5% |
| 건강기능     | 적전     | 적지     | 흑전     | 흑전     | 적지     | 적지     | -56.9% | -5.1% | -55.1% | 적전     | 흑전     | 적전     | 흑전    |
| 해외       | 적지     | 흑전     | 흑전     | 적지     | 적지     | 적전     | 100.3% | 흑전    | 적지     | 적지     | 적지     | 적지     | 흑전    |
| 기타       | 적지     | 적지     | 적지     | 271.0% | 적지     | 적지     | 적지     | -4.9% | 적지     | 적지     | 적지     | 흑전     | 4.4%  |
| 영업이익률    | 0.8%   | 2.6%   | 2.9%   | 1.6%   | 1.3%   | 1.5%   | 3.1%   | 2.4%  | 1.8%   | 1.3%   | 2.0%   | 2.1%   | 2.8%  |
| 지주       | 28.7%  | 9.3%   | 13.4%  | 19.6%  | 35.1%  | 18.2%  | 12.8%  | 17.7% | 30.1%  | 15.6%  | 18.7%  | 22.0%  | 21.9% |
| 식품/식자재   | 3.7%   | 4.2%   | 4.0%   | 2.6%   | 3.3%   | 3.2%   | 3.7%   | 2.5%  | 3.7%   | 2.7%   | 3.6%   | 3.2%   | 3.2%  |
| 푸드서비스/외식 | -8.8%  | -6.3%  | -5.6%  | -5.4%  | -7.5%  | -2.6%  | -3.2%  | -4.0% | 1.2%   | 1.0%   | -6.5%  | -4.2%  | -3.1% |
| 물류       | 2.9%   | 3.4%   | 1.7%   | 1.9%   | 0.5%   | -0.5%  | 1.7%   | 1.9%  | -0.6%  | 2.8%   | 2.5%   | 0.9%   | 1.0%  |
| 건강기능     | -1.2%  | -7.6%  | 5.7%   | 2.8%   | -3.1%  | -4.7%  | 2.4%   | 2.5%  | 2.1%   | -3.3%  | 0.3%   | -0.6%  | 0.4%  |
| 해외       | -3.2%  | 1.5%   | 0.1%   | -2.5%  | -2.0%  | -7.4%  | 0.1%   | 0.4%  | -12.6% | -9.8%  | -0.9%  | -2.0%  | 0.9%  |
| 기타       | -9.1%  | -24.7% | -5.5%  | 25.4%  | -11.3% | -7.0%  | -5.5%  | 25.4% | -0.8%  | -3.7%  | -2.6%  | 0.6%   | 0.6%  |

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<br>코드               |     | 플무원<br>017810 KS Equity | DANONE<br>BN FP Equity | PEPSICO INC<br>PEP US Equity | KRAFT<br>KHC US Equity | NISSIN FOODS<br>2897 JP Equity | TINGYI<br>322 HK Equity |
|-------------------------|-----|-------------------------|------------------------|------------------------------|------------------------|--------------------------------|-------------------------|
| 주가(2021.08.17 기준) (USD) |     | 15                      | 76                     | 158                          | 38                     | 74                             | 2                       |
| 시가총액 (USDmn)            |     | 564                     | 52,461                 | 218,443                      | 46,501                 | 7,866                          | 9,725                   |
| 매출액 (USDmn)             | 20A | 1,962                   | 26,968                 | 70,372                       | 26,185                 | 4,313                          | 9,810                   |
|                         | 21F | 2,151                   | 27,959                 | 77,031                       | 25,340                 | 4,883                          | 10,921                  |
|                         | 22F | 2,296                   | 28,921                 | 80,254                       | 24,348                 | 5,025                          | 11,487                  |
| 매출액 yoy (%)             | 20A | -4.0                    | -4.7                   | 4.8                          | 4.8                    | 6.0                            | 9.3                     |
|                         | 21F | 9.6                     | 3.7                    | 9.5                          | -3.2                   | 13.2                           | 11.3                    |
|                         | 22F | 6.7                     | 3.4                    | 4.2                          | -3.9                   | 2.9                            | 5.2                     |
| 영업이익 (USDmn)            | 20A | 39                      | 3,195                  | 10,080                       | 2,128                  | 338                            | 878                     |
|                         | 21F | 64                      | 3,842                  | 11,648                       | 5,075                  | 414                            | 949                     |
|                         | 22F | 78                      | 4,106                  | 12,467                       | 4,827                  | 440                            | 1,036                   |
| 영업이익 yoy (%)            | 20A | 48.7                    | -11.8                  | -2.1                         | -30.7                  | 49.7                           | 20.6                    |
|                         | 21F | 63.0                    | 20.3                   | 15.6                         | 138.5                  | 22.5                           | 8.1                     |
|                         | 22F | 22.4                    | 6.9                    | 7.0                          | -4.9                   | 6.3                            | 9.1                     |
| OPM (%)                 | 20A | 2.0                     | 11.8                   | 14.3                         | 8.1                    | 7.8                            | 9.0                     |
|                         | 21F | 3.0                     | 13.7                   | 15.1                         | 20.0                   | 8.5                            | 8.7                     |
|                         | 22F | 3.4                     | 14.2                   | 15.5                         | 19.8                   | 8.8                            | 9.0                     |
| PER (배)                 | 20A | 41.5                    | 18.0                   | 26.2                         | 12.3                   | 32.0                           | 15.4                    |
|                         | 21F | 20.3                    | 19.8                   | 25.4                         | 14.1                   | 26.5                           | 16.3                    |
|                         | 22F | 16.5                    | 18.2                   | 23.6                         | 14.5                   | 24.9                           | 14.8                    |
| PBR (배)                 | 20A | 1.4                     | 2.2                    | 14.9                         | 0.9                    | 2.9                            | 3.0                     |
|                         | 21F | 1.5                     | 2.5                    | 12.5                         | 0.9                    | 2.1                            | 2.9                     |
|                         | 22F | 1.4                     | 2.4                    | 11.2                         | 0.9                    | 2.0                            | 2.8                     |
| EV/EBITDA (배)           | 20A | 7.4                     | 9.8                    | 17.1                         | 10.2                   | 12.2                           | 6.4                     |
|                         | 21F | 6.7                     | 12.8                   | 17.6                         | 11.0                   | 12.0                           | 6.3                     |
|                         | 22F | 6.1                     | 12.1                   | 16.4                         | 11.5                   | 11.5                           | 6.0                     |
| ROE (%)                 | 20A | 3.5                     | 11.7                   | 50.4                         | 0.7                    | 9.0                            | 20.0                    |
|                         | 21F | 7.0                     | 12.0                   | 55.7                         | 6.4                    | 8.2                            | 18.2                    |
|                         | 22F | 8.0                     | 13.0                   | 51.0                         | 6.0                    | 8.4                            | 19.7                    |
| ROA (%)                 | 20A | 1.0                     | 4.4                    | 8.3                          | 0.4                    | 5.2                            | 6.8                     |
|                         | 21F | 1.8                     | 4.2                    | 9.0                          | 3.3                    | 4.7                            | 6.7                     |
|                         | 22F | 2.0                     | 4.7                    | 9.5                          | 3.3                    | 4.9                            | 7.1                     |
| EPS (USD)               | 20A | 0.3                     | 3.4                    | 5.1                          | 0.3                    | 2.6                            | 0.1                     |
|                         | 21F | 0.8                     | 3.8                    | 6.2                          | 2.7                    | 2.8                            | 0.1                     |
|                         | 22F | 0.9                     | 4.2                    | 6.7                          | 2.6                    | 3.0                            | 0.1                     |

자료: Bloomberg, 대산증권 Research Center

# 1. 기업개요

## 기업 및 경영진 현황

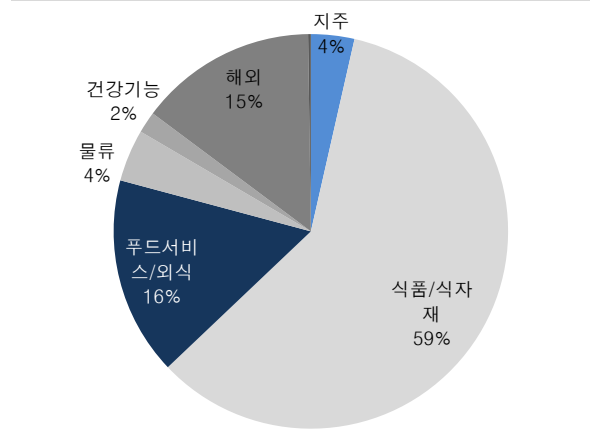
- 식품제조업 등을 주사업 목적으로 설립되었으며, 2008년 인적분할을 통해 순수자주회사로 출범
- 풀무원식품, 풀무원건강생활 등 총 7개의 자회사를 가지고 있음
- 자산 1조 8,170억원, 부채 1조 2,900억원, 자본 5,270억원
- 발행주식 수: 38,120,539주 / 자기주식수: 1,349,700주

## 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 2021년 6월 기준  
 자료: 풀무원 대산증권 Research Center

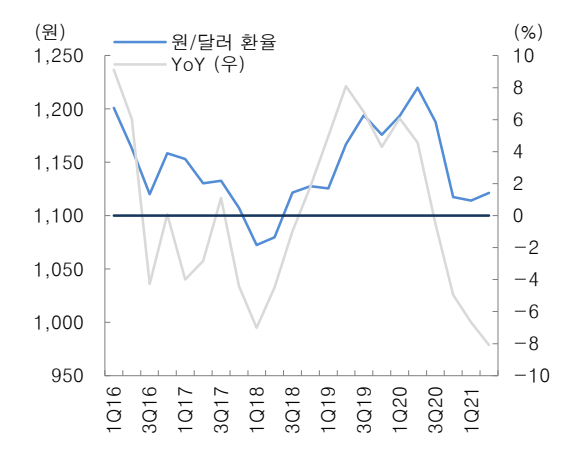
## 사업부별 매출 비중



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

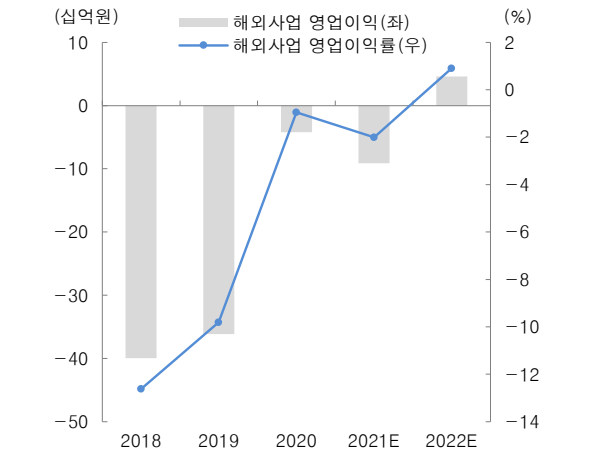
# 2. Earnings Driver

## 원/달러 환율 추이



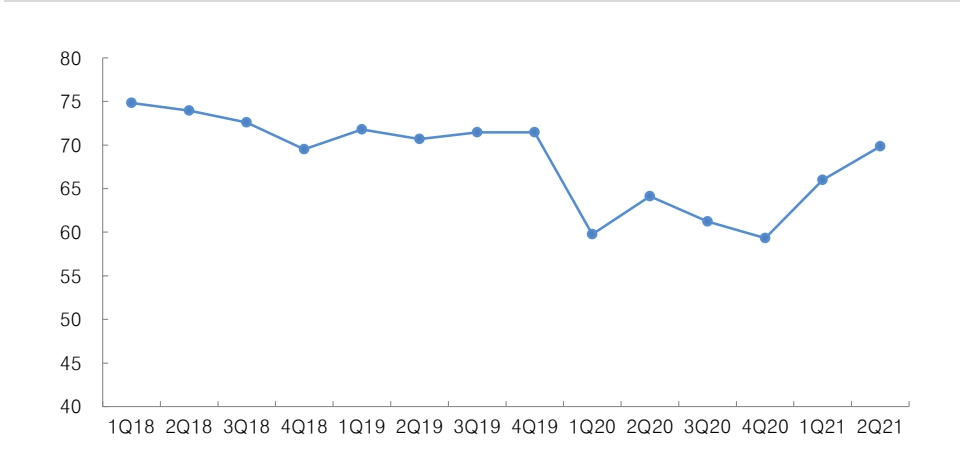
자료: Bloomberg, 대산증권 Research Center

## 해외사업 영업이익 추이



자료: 풀무원 대산증권 Research Center

## 외식산업 경기전망지수 추이



자료: 농림축산식품부, 대산증권 Research Center

재무제표

포괄손익계산서

(단위: 십억원)

|             | 2019A | 2020A | 2021F | 2022F | 2023F |
|-------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 매출액         | 2,381 | 2,311 | 2,468 | 2,536 | 2,650 |
| 매출원가        | 1,791 | 1,700 | 1,827 | 1,863 | 1,944 |
| 매출총이익       | 590   | 611   | 641   | 673   | 706   |
| 판매비와관리비     | 559   | 566   | 590   | 601   | 625   |
| 영업이익        | 31    | 46    | 51    | 72    | 81    |
| 영업외수익       | 1.3   | 2.0   | 2.1   | 2.8   | 3.0   |
| EBITDA      | 141   | 167   | 180   | 216   | 225   |
| 영업외손익       | -24   | -28   | -15   | -16   | -16   |
| 관계기업손익      | 3     | 3     | 3     | 3     | 3     |
| 금융수익        | 4     | 5     | 5     | 5     | 6     |
| 외환손익        | 2     | 2     | 2     | 2     | 2     |
| 금융비용        | -30   | -32   | -27   | -27   | -26   |
| 외환관련손실      | 0     | 1     | 1     | 1     | 1     |
| 기타          | 0     | -4    | 4     | 3     | 1     |
| 법인세비용차감전순이익 | 7     | 18    | 36    | 57    | 65    |
| 법인세비용       | -14   | -6    | -12   | -20   | -22   |
| 계속사업순이익     | -8    | 12    | 23    | 37    | 43    |
| 중단사업순이익     | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 당기순이익       | -8    | 12    | 23    | 37    | 43    |
| 당기순이익       | -0.3  | 0.5   | 0.9   | 1.4   | 1.6   |
| 비재계분순이익     | -11   | -4    | -2    | -4    | -4    |
| 재계분순이익      | 3     | 16    | 26    | 41    | 47    |
| 매도가능금융자산평가  | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 기타포괄이익      | 10    | 5     | 5     | 5     | 5     |
| 포괄손익        | 2     | 17    | 28    | 42    | 48    |
| 비재계분포괄이익    | -10   | -6    | -3    | -4    | -5    |
| 재계분포괄이익     | 12    | 23    | 31    | 46    | 53    |

Valuation 지표

(단위: 원 배 %)

|           | 2019A  | 2020A  | 2021F  | 2022F  | 2023F  |
|-----------|--------|--------|--------|--------|--------|
| EPS       | 56     | 399    | 686    | 1,087  | 1,270  |
| PER       | 200.3  | 41.4   | 25.4   | 16.0   | 13.7   |
| BPS       | 9,425  | 10,681 | 11,154 | 12,022 | 13,052 |
| PBR       | 1.2    | 1.5    | 1.6    | 1.4    | 1.3    |
| EBITDAPS  | 3,355  | 3,966  | 4,275  | 5,116  | 5,328  |
| EV/EBITDA | 7.3    | 7.6    | 7.2    | 5.9    | 5.5    |
| SPS       | 56,532 | 54,847 | 58,548 | 60,163 | 62,870 |
| PSR       | 0.2    | 0.3    | 0.3    | 0.3    | 0.3    |
| CFPS      | 4,040  | 4,750  | 4,780  | 5,611  | 5,816  |
| DPS       | 102    | 102    | 105    | 105    | 105    |

재무비율

(단위: 원 배 %)

|          | 2019A | 2020A | 2021F | 2022F | 2023F |
|----------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 성장성      |       |       |       |       |       |
| 매출액 증/감  | 48    | -29   | 68    | 28    | 45    |
| 영업이익 증/감 | -240  | 50.4  | 11.3  | 41.1  | 11.8  |
| 순이익 증/감  | 작전    | 흑전    | 96.0  | 58.5  | 16.8  |
| 수익성      |       |       |       |       |       |
| ROIC     | -3.8  | 2.8   | 2.9   | 4.1   | 4.6   |
| ROA      | 2.3   | 2.9   | 3.0   | 4.2   | 4.6   |
| ROE      | 1.0   | 3.8   | 5.6   | 8.3   | 9.0   |
| 안정성      |       |       |       |       |       |
| 부채비율     | 220.6 | 230.2 | 220.4 | 200.3 | 184.2 |
| 순차입금비율   | 114.9 | 112.8 | 105.6 | 95.0  | 80.2  |
| 이자보상비율   | 1.2   | 1.7   | 2.2   | 3.2   | 3.6   |

자료: 플무원 대산증권 Research Center

재무상태표

(단위: 십억원)

|             | 2019A | 2020A | 2021F | 2022F | 2023F |
|-------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 유동자산        | 468   | 630   | 642   | 660   | 713   |
| 현금및현금성자산    | 121   | 99    | 100   | 104   | 135   |
| 매출채권 및 기타채권 | 214   | 215   | 222   | 238   | 249   |
| 재고자산        | 106   | 123   | 137   | 133   | 141   |
| 기타유동자산      | 27    | 193   | 183   | 185   | 188   |
| 비유동자산       | 1,017 | 1,063 | 1,075 | 1,075 | 1,069 |
| 유형자산        | 847   | 908   | 929   | 930   | 925   |
| 관계기업투자지급    | 30    | 33    | 33    | 33    | 33    |
| 기타비유동자산     | 139   | 122   | 113   | 111   | 111   |
| 자산총계        | 1,485 | 1,694 | 1,717 | 1,734 | 1,782 |
| 유동부채        | 621   | 777   | 795   | 768   | 765   |
| 매입채무 및 기타채무 | 271   | 275   | 285   | 270   | 276   |
| 차입금         | 242   | 287   | 297   | 292   | 287   |
| 유동상대채무      | 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 | 1,181 | 1,157 | 1,155 |
| 자본부분        | 397   | 450   | 470   | 507   | 550   |
| 자본금         | 21    | 21    | 21    | 21    | 21    |
| 자본잉여금       | 78    | 76    | 76    | 76    | 76    |
| 이익잉여금       | 225   | 243   | 263   | 300   | 343   |
| 기타자본부분      | 73    | 110   | 110   | 110   | 110   |
| 비재계분        | 66    | 63    | 66    | 71    | 77    |
| 자본총계        | 463   | 513   | 536   | 578   | 627   |
| 순차입금        | 532   | 579   | 566   | 549   | 503   |

현금흐름표

(단위: 십억원)

|           | 2019A | 2020A | 2021F | 2022F | 2023F |
|-----------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 영업활동 현금흐름 | 85    | 104   | 154   | 165   | 187   |
| 당기순이익     | -8    | 12    | 23    | 37    | 43    |
| 비현금항목의 가감 | 178   | 188   | 178   | 200   | 202   |
| 감가상각비     | 111   | 121   | 129   | 143   | 144   |
| 외환손익      | 0     | 1     | 3     | 3     | 3     |
| 자본평가손익    | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 기타        | 67    | 66    | 46    | 54    | 56    |
| 자산부채의 증감  | -48   | -23   | -14   | -32   | -16   |
| 기타현금흐름    | -37   | -73   | -33   | -40   | -42   |
| 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   | 1     | 4     | 32    |
| 기초 현금     | 104   | 121   | 99    | 100   | 104   |
| 기말 현금     | 121   | 99    | 100   | 104   | 135   |
| NOPLAT    | -33   | 30    | 33    | 47    | 53    |
| FCF       | -50   | 2     | 33    | 64    | 75    |

[Compliance Notice]

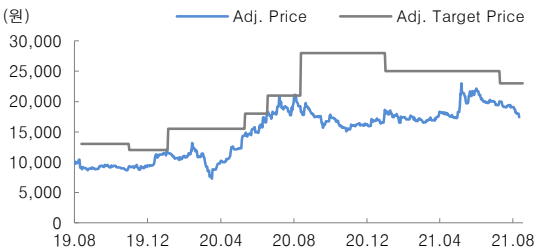
금융투자업규정 4-20조 1항5호사목에 따라 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없으며, 당사의 금융투자분석사는 자료작성일 현재 본 자료에 관련하여 재산적 이해관계가 없습니다. 당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며 당사의 금융투자분석사는 본 자료의 작성과 관련하여 외부 부당한 압력이나 간섭을 받지 않고 본인의 의견을 정확하게 반영하였습니다.

(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        | 21.08.18 | 21.07.16 | 21.01.06 | 20.08.18 | 20.06.24 | 20.05.17 |
| 투자의견        | Buy      | Buy      | Buy      | Buy      | Buy      | Buy      |
| 목표주가        | 23,000   | 23,000   | 25,000   | 28,000   | 21,000   | 18,000   |
| 과다율(평균%)    |          | (17.60)  | (25.87)  | (39.83)  | (9.90)   | (13.42)  |
| 과다율(최대/최소%) |          | (13.04)  | (8.00)   | (29.46)  | 0.48     | 1.67     |
| 제시일자        | 20.01.10 | 19.11.06 | 19.08.18 |          |          |          |
| 투자의견        | Buy      | Buy      | Buy      |          |          |          |
| 목표주가        | 15,500   | 12,000   | 13,000   |          |          |          |
| 과다율(평균%)    | (29.93)  | (17.30)  | (29.98)  |          |          |          |
| 과다율(최대/최소%) | (7.10)   | (0.83)   | (26.23)  |          |          |          |
| 제시일자        |          |          |          |          |          |          |
| 투자의견        |          |          |          |          |          |          |
| 목표주가        |          |          |          |          |          |          |
| 과다율(평균%)    |          |          |          |          |          |          |
| 과다율(최대/최소%) |          |          |          |          |          |          |
| 제시일자        |          |          |          |          |          |          |
| 투자의견        |          |          |          |          |          |          |
| 목표주가        |          |          |          |          |          |          |
| 과다율(평균%)    |          |          |          |          |          |          |
| 과다율(최대/최소%) |          |          |          |          |          |          |

투자의견 비율공시 및 투자등급관련사항(기준일자:20210815)

| 구분 | Buy(매수) | Marketperform(중립) | Underperform(매도) |
|----|---------|-------------------|------------------|
| 비율 | 92.1%   | 7.0%              | 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 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