

Earnings Preview

풀무원

(017810)

한유정 yujung.han@daishin.com

투자의견

BUY

매수, 유지

6개월

목표주가

23,000

유지

현재주가

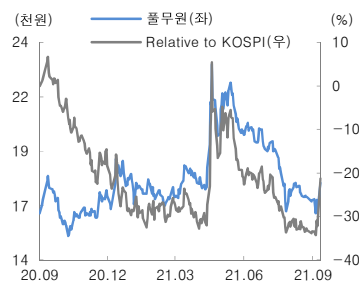
(21.10.01)

16,200

음식료업종

KOSPI	3019.18
시가총액	618십억원
시가총액비중	0.03%
자본금(보통주)	19십억원
52주 최고/최저	25,000원 / 15,000원
120일 평균거래대금	38억원
외국인지분율	0.88%
주요주주	남승우 외 7 인 60.14%
	한미음평화연구재단 9.99%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-7.4	-18.8	-6.4	-3.3
상대수익률	-1.6	-10.8	-4.2	-33.0



단기 실적은 부진해도 두부의 세계화는 이어진다

투자의견 매수, 목표주가 23,000원 유지

- 코로나 직격탄으로 실적이 크게 부진했던 푸드머스, FNC의 체질 개선이 더디지만 실적으로 확인되고 있고 미국, 일본, 중국에서의 물류난은 점차 해소될 전망이며 라인 확충을 통한 공급 부족 사태 해소로 주요 식물성 단백질 제품군의 해외 매출 성장 추세 지속 기대

기대치를 하회할 3분기

- 2021년 3분기 풀무원 매출액은 6,271억원(+4% yoy, -1% qoq), 영업이익은 147억원(-16% yoy, +59% qoq)으로 종전 대신증권 추정 영업이익 199억원, 컨센서스 영업이익 184억원 하회 전망
- **[국내]** 내식 수요 호조에 힘입어 국내 식품 매출액은 +5% yoy, 삼성, 포스코 등의 Captive market 개척으로 푸드머스 매출액은 +18% yoy, 전년 기저 효과로 FNC 매출액은 +7% yoy로 추정. 기저 부담으로 국내 식품 부문의 전년 대비 감익 흐름은 3분기에도 이어지나 푸드머스, FNC 수익성은 개선 전망
- **[미국]** 단백질 식품 시장 성장 지속에도 현지 구인난, 물류 차질 문제 지속으로 외형 성장이 제한된 것으로 파악되며 해상운임비 급등 영향으로 영업손실은 전분기 수준으로 개선되지 못한 것으로 추정
- **[일본]** 식물성 단백질 제품군 매출 성장에도 저수익 제품 구조조정 영향으로 매출액은 전년 대비 감소, 손익은 개선 추정

(단위: 십억원, %)

구분	3Q20	2Q21	3Q21(F)				4Q21			
			직전추정	당사추정	YoY	QoQ	Consen	당사추정	YoY	QoQ
매출액	603	635	635	627	3.9	-1.3	633	617	6.3	-1.6
영업이익	18	9	20	15	-16.2	59.4	18	14	47.5	-8.2
순이익	12	4	15	11	-6.5	162.8	11	-5	적지	적전

자료: 풀무원, FnGuide, 대신증권 Research Center

영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 십억원, 원, 배, %)

	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
매출액	2,381	2,311	2,460	2,527	2,641
영업이익	31	46	45	72	81
세전순이익	7	18	29	57	65
총당기순이익	-8	12	19	37	43
지배지분순이익	3	16	21	41	47
EPS	56	399	572	1,108	1,287
PER	200.3	41.4	28.3	14.6	12.6
BPS	9,425	10,681	11,046	11,920	12,951
PBR	1.2	1.5	1.6	1.5	1.4
ROE	1.0	3.8	4.6	8.4	9.0

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

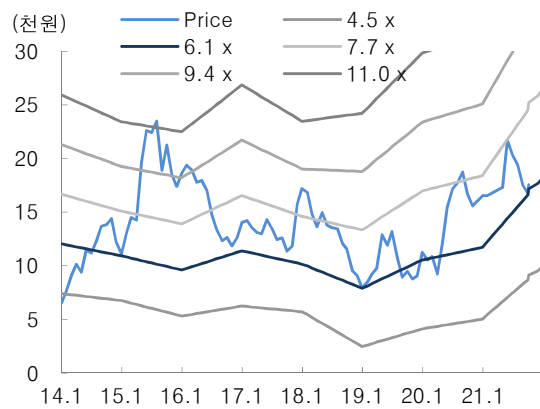
연간 실적 추정 변경

(단위: 십억원, 원, %, %p)

	수정전		수정후		변동률	
	2021F	2022F	2021F	2022F	2021F	2022F
매출액	2,468	2,536	2,460	2,527	-0.3	-0.4
판매비와 관리비	590	601	588	599	-0.3	-0.3
영업이익	51	72	45	72	-12.4	0.4
영업이익률	2.1	2.8	1.8	2.9	-0.3	0.0
영업외손익	-15	-16	-15	-16	적자유지	적자유지
세전순이익	36	57	29	57	-17.7	0.5
지배지분순이익	26	41	21	41	-17.7	0.5
순이익률	0.9	1.4	0.8	1.5	-0.2	0.0
EPS(지배지분순이익)	686	1,087	572	1,108	-16.6	1.9

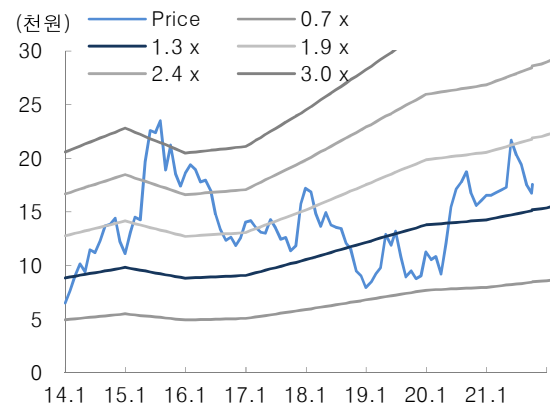
자료: 풀무원, 대신증권 Research Center

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	627	617	2,272	2,381	2,311	2,460	2,527
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	111	123	317	369	445	446	499
중국	10	19	12	12	19	19	14	14	21	29	54	65	75
미국	64	66	65	65	61	53	66	75	178	213	259	255	290
일본	31	34	31	31	29	27	29	33	109	118	126	118	126
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	3.9	6.3	1.5	4.8	-2.9	6.4	2.7
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	-0.3	12.8	2.8	16.4	20.8	0.2	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	2.9	15.8	3.7	19.6	21.3	-1.2	13.6
일본	14.4	19.4	3.3	-5.3	-6.5	-21.4	-5.8	7.2	-3.4	7.7	7.4	-7.0	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	15	14	40	31	46	45	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	-5	-1	-40	-36	-4	-15	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	-16.2	47.5	-24.7	-24.1	50.4	-2.5	61.7
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	적전	적지	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	2.3	2.2	1.8	1.3	2.0	1.8	2.9
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	-4.6	-0.5	-12.6	-9.8	-0.9	-3.5	1.0
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

1. 기업개요

기업 및 경영진 현황

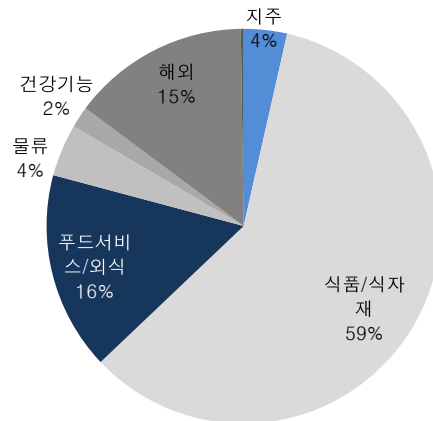
- 식품제조업 등을 주사업 목적으로 설립되었으며, 2008년 인적분할을 통해 순수주주회사로 출범
- 풀무원식품, 풀무원건강생활 등 총 7개의 자회사를 가지고 있음
- 자산 1조 8,170억원, 부채 1조 2,900억원, 자본 5,270억원
- 발행주식 수: 38,120,539주 / 자기주식수: 1,349,700주

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, 대신증권 Research Center

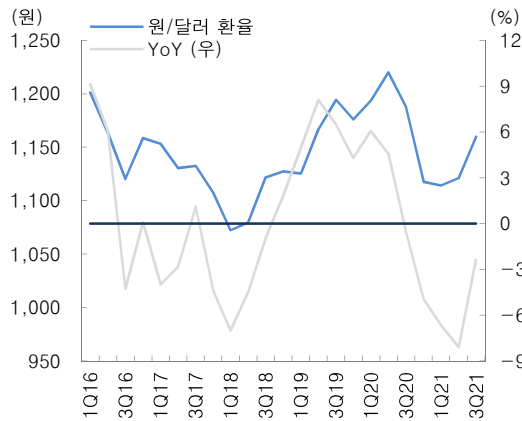
사업부별 매출 비중



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

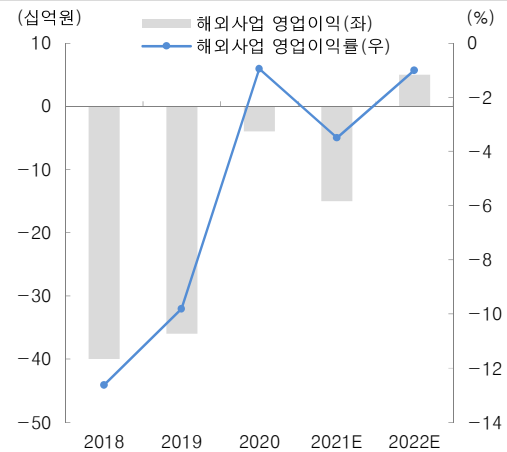
2. Earnings Driver

원/달러 환율 추이



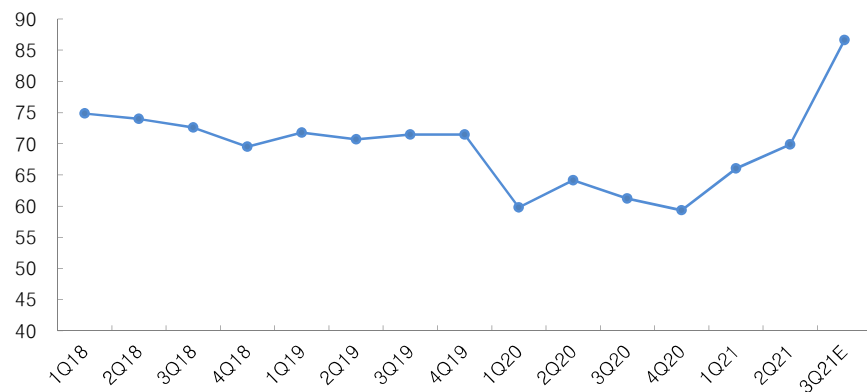
자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

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	2,460	2,527	2,641
매출원가	1,791	1,700	1,827	1,856	1,937
매출총이익	590	611	633	671	704
판매비와관리비	559	566	588	599	623
영업이익	31	46	45	72	81
영업이익률	1.3	2.0	1.8	2.9	3.1
EBITDA	141	167	174	216	225
영업외손익	-24	-28	-15	-16	-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	4	3	1
법인세비용차감전순이익	7	18	29	57	65
법인세비용	-14	-6	-10	-20	-22
계속사업순이익	-8	12	19	37	43
중단사업순이익	0	0	0	0	0
당기순이익	-8	12	19	37	43
당기순이익률	-0.3	0.5	0.8	1.5	1.6
비배지분순이익	-11	-4	-2	-4	-4
지배지분순이익	3	16	21	41	47
매도가능금융자산평가	0	0	0	0	0
기타포괄이익	10	5	5	5	5
포괄순이익	2	17	24	42	48
비배지분포괄이익	-10	-6	-2	-4	-5
지배지분포괄이익	12	23	26	46	53

Valuation 지표

(단위: 원, 배, %)

	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
EPS	56	399	572	1,108	1,287
PBR	200.3	41.4	28.3	14.6	12.6
BPS	9,425	10,681	11,046	11,920	12,951
PBR	1.2	1.5	1.6	1.5	1.4
EBITDAPS	3,355	3,966	4,125	5,123	5,328
EV/EBITDA	7.3	7.6	7.5	6.0	5.6
SPS	56,532	54,847	58,349	59,944	62,641
PSR	0.2	0.3	0.3	0.3	0.3
CFPS	4,040	4,750	4,630	5,618	5,816
DPS	102	102	105	105	105

재무비율

(단위: 원, 배, %)

	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
성장성					
매출액 증가율	48	-29	6.4	2.7	4.5
영업이익 증가율	-24.0	50.4	-2.5	61.7	11.4
순이익 증가율	적전	흑전	61.2	93.6	16.2
수익성					
ROIC	-3.8	2.8	2.6	4.1	4.6
ROA	2.3	2.9	2.6	4.2	4.6
ROE	1.0	3.8	4.6	8.4	9.0
안정성					
부채비율	220.6	230.2	222.4	201.9	185.5
순차입금비율	114.9	112.8	107.5	96.6	81.5
이자보상배율	1.2	1.7	1.9	3.2	3.6

자료: 풀무원, 대신증권 Research Center

재무상태표

(단위: 십억원)

	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
유동자산	468	630	636	654	707
현금및현금성자산	121	99	95	99	131
매출채권 및 기타채권	214	215	221	237	248
재고자산	106	123	137	133	140
기타유동자산	27	193	183	185	188
비유동자산	1,017	1,063	1,075	1,075	1,069
유형자산	847	908	929	930	925
관계기업투자금	30	33	33	33	33
기타비유동자산	139	122	113	111	111
자산총계	1,485	1,694	1,711	1,729	1,776
유동부채	621	777	794	768	764
매입채무 및 기타채무	271	275	285	269	276
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	1,180	1,156	1,154
자배지분	397	450	466	503	546
자본금	21	21	21	21	21
자본잉여금	78	76	76	76	76
이익잉여금	225	243	258	295	339
기타지분변동	73	110	110	110	110
비배지분	66	63	65	70	76
자본총계	463	513	531	573	622
순차입금	532	579	571	553	507

현금흐름표

(단위: 십억원)

	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
영업활동 현금흐름	85	104	150	165	187
당기순이익	-8	12	19	37	43
비현금항목의 가감	178	188	176	200	202
감가상각비	111	121	129	143	144
외환손익	0	1	3	3	3
지분법평가손익	0	0	0	0	0
기타	67	66	44	54	56
자산부채의 증감	-48	-23	-14	-31	-16
기타현금흐름	-37	-73	-31	-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	-4	4	32
기초 현금	104	121	99	95	99
기말 현금	121	99	95	99	131
NOPLAT	-33	30	29	47	53
FCF	-50	2	29	64	75