2020년 11월 17일

기업분석 | 음식료

풀무원 (017810)

3Q20 Review: 매출 하락 와중 영업이익 증가

Analyst
심지현
02 3779 8640
simjin@ebestsec.co.kr

Buy (maintain)

목표주가	22,000 원
현재주가	15,950 원

컨센서스 대비(3Q20 영업이익 대비)

상회	부합	하회
	●	

Stock Data

KOSPI(11/16)		2,543.03 pt
시가총액		6,080 억원
발행주식수		38,121 천주
52주 최고가/최저가		21,100 / 7,300 원
90일 일평균거래대금		19.74 억원
외국인 지분율		1.1%
배당수익률(20.12E)		0.8%
BPS(20.12E)		9,890 원
KOSPI 대비 상대수익률	1 개월	-13.1%
	6 개월	-21.2%
	12 개월	54.3%
주주구성	남승우 (외 9 인)	60.7%
	한마음평화연구재단단 (외 1 인)	10.0%
	국민연금공단 (외 1 인)	8.8%

Stock Price

3Q20 Review: 매출 하락 와중 영업이익 큰 폭 증가

풀무원의 3Q20 연결 실적은 매출 6,033억(YoY -3.7%), 영업이익 176억(YoY +56.2%)원으로 영업이익 기준 당사 기존 추정치 및 컨센서스에 부합했다. 특히 이번 분기에 매출이 하락하는 와중 영업이익이 전년동기대비 큰 폭으로 성장하며 순조롭게 정상화되고 있다는 점에 주목한다.

1)국내 식품: 지난 분기 식자재유통의 영향으로 국내 식품 부문의 매출 하락이 있었으나 이번 분기에 YoY +4.2%로 소폭 상승하며 식자재 유통 부문에서 상당 폭 개선된 모습을 보여주었다. 이는 식자재유통 전 채널(스쿨, 키즈채널 포함)에서 가격 인상을 진행했고, 푸드머스에서 꾸러미급식(온라인 급식 주문)등을 진행한 것이 주효했다. 식자재유통 외에는 기존 기대대로 신선식품 판매 호조, 온라인 매출 비중 확대 등이 매출을 견인했다. 2)국내 급식 및 외식: 컨세션, 휴게소를 위주로 예상대로의 적자폭이 확인되었으며 향후 사업장 철수 및 협상 등을 통해 적자폭을 줄여나갈 예정이다. 3)해외 식품: 중국에서 60억 이익이 확인되었으며 내년에도 14% 이익률을 목표로 지속 확대가 예상된다. 미국 역시 올 초의 예상보다 빨랐던 시장 확대를 바탕으로 추가 시장 악화가 없을 경우 올 연간 BEP를 달성 가능할 것으로 예상된다.

투자의견 Buy, 목표주가 22,000원 유지

작년까지 오랫동안 실적을 끌어내렸던 해외 부문이 안정되며, 국내 실적에 급식 및 외식 부문이라는 라는 패널티가 부과된 상황임에도 불구하고 이익률이 큰 폭으로 성장하고 있다. 주요 음식료 업종 내 이익 성장폭이 가장 큰 그룹에 속한다고 해도 과언이 아니다. 핵심은 내년에도 한번 더 이 정도의 이익이 성장 가능할 것인가 여부다. 견조한 해외 흑자기조가 확인되는 가운데, 이번에는 내년 급식 및 외식 부문의 회복 시점과 회복 속도가 향후 주가를 가늠할 손패가 되어줄 것이다. 다만 현 시점에서는 아직 코로나19 진행 상황을 예단하기 힘든 상황이라 실적 추정치 및 목표주가를 보수적으로 유지한다.

Financial Data

(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
매출액	2,272	2,381	2,347	2,481	2,644
영업이익	40	31	52	89	97
세전계속사업손익	24	7	30	66	74
순이익	11	-8	25	40	45
EPS (원)	538	56	695	998	1,114
증감률 (%)	-46.9	-89.6	1,138.3	43.6	11.6
PER (x)	14.8	200.3	22.9	16.0	14.3
PBR (x)	1.0	1.2	1.6	1.5	1.4
EV/EBITDA (x)	5.1	6.8	6.9	5.5	5.2
영업이익률 (%)	1.8	1.3	2.2	3.6	3.7
EBITDA 마진 (%)	5.0	5.9	7.4	8.6	8.5
ROE (%)	7.2	1.0	6.7	9.0	9.3
부채비율 (%)	173.0	220.6	228.2	216.6	205.6

주: IFRS 연결 기준
자료: 풀무원, 이베스트투자증권 리서치센터

이베스트투자증권

표1 풀무원 분기/연간 실적 추이 및 전망

(십억원, %)	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20E	1Q21E	2Q21E	3Q21E	4Q21E	2019	2020E	2020E
매출	549.3	597.1	626.8	608.2	562.6	565.1	603.3	615.5	594.4	601.0	636.1	649.7	2,381.5	2,346.6	2,481.1
지주	0.1	2.1	0.4	0.7	0.9	0.7	0.6	0.7	0.8	0.7	0.6	0.7	3.4	3.0	2.9
국내 식품	281.2	341.2	329.5	332.0	312.8	313.8	343.3	347.9	321.6	328.9	355.4	358.7	1,283.9	1,317.9	1,364.5
급식 및 외식	154.2	167.4	179.6	160.4	125.6	114.8	131.6	125.9	129.4	118.3	135.5	129.7	661.6	497.9	512.9
물류	6.0	9.7	9.0	8.5	7.7	8.2	8.7	8.6	9.9	6.9	8.3	8.7	33.2	33.2	33.9
건강기능	29.8	-16.6	14.0	11.4	9.9	9.0	11.2	11.3	9.4	8.5	10.6	10.8	38.5	41.4	39.3
국내 소계	471.3	503.8	532.5	513.0	456.9	446.6	495.4	494.5	471.1	463.3	510.4	508.6	2,020.6	1,893.4	1,953.5
해외 식품	88.6	82.0	94.0	95.0	105.5	118.2	107.6	120.9	123.3	137.7	125.7	141.0	359.7	452.3	527.6
매출 YoY (%)	0.8	4.3	6.9	7.0	2.4	-5.3	-3.7	1.2	5.6	6.3	5.4	5.6	4.8	-1.5	5.7
지주	-79.9	151.1	-52.2	-3.7	480.5	-64.2	66.5	-2.0	-2.0	-2.0	-2.0	-2.0	7.0	-11.5	-2.0
국내 식품	3.6	16.0	11.3	16.0	11.2	-8.0	4.2	4.8	2.8	4.8	3.5	3.1	11.8	2.6	3.5
급식 및 외식	-2.7	4.0	2.8	-2.1	-18.5	-31.4	-26.8	-21.5	3.0	3.0	3.0	3.0	0.5	-24.7	3.0
물류	-4.6	32.2	17.0	27.4	28.6	-16.0	-3.7	1.5	28.9	-16.2	-3.7	1.5	18.6	-0.1	2.1
건강기능	-4.1	적전	-54.9	-61.9	-66.7	흑전	-20.0	-0.5	-5.0	-5.0	-5.0	-5.0	-69.2	7.5	-5.0
국내 소계	0.7	1.5	4.3	5.2	-3.1	-11.4	-7.0	-3.6	3.1	3.7	3.0	2.9	3.0	-6.3	3.2
해외 식품	15.0	8.5	24.2	18.0	19.0	44.2	14.4	27.3	16.8	16.4	16.8	16.6	16.4	25.7	16.7
OP	1.5	10.8	11.2	7.0	4.5	14.7	17.6	15.2	18.5	24.3	24.5	21.8	30.6	52.0	89.1
국내 식품	10.5	12.1	12.7	14.1	15.8	18.8	19.3	16.0	16.4	19.9	20.2	16.7	49.4	69.9	73.1
급식 및 외식	-3.1	3.8	5.7	0.0	-11.1	-7.2	-7.4	-4.0	-1.4	0.9	1.6	1.8	6.4	-29.8	3.0
물류	-0.5	2.5	0.4	1.2	0.9	1.1	0.6	0.9	1.0	0.7	0.9	0.9	3.7	3.5	3.6
국내 소계	14.5	19.8	20.0	15.8	14.7	13.9	16.7	13.7	17.1	22.7	23.2	20.2	70.1	59.0	83.3
해외 식품	-6.9	-9.5	-9.5	-10.2	-3.4	1.8	0.1	1.5	1.4	1.5	1.4	1.6	-36.2	-0.1	5.8
OP YoY (%)	213.4	-18.8	-30.0	-32.5	202.3	36.5	56.2	115.6	308.2	64.7	39.8	43.5	-24.0	70.1	71.3
국내 식품	-1.4	-26.7	-24.0	-11.8	50.3	54.9	51.4	13.8	3.8	5.8	4.5	4.1	-17.5	41.3	4.6
급식 및 외식	적지	23.2	-12.8	-98.6	적지	적전	적전	적전	적지	흑전	흑전	흑전	-21.1	적전	흑전
물류	적지	2,151.3	흑전	흑전	흑전	-57.2	36.8	-22.3	11.7	-33.8	47.0	1.5	흑전	-3.6	1.0
국내 소계	-41.9	-9.2	-20.5	-26.7	1.5	-29.8	-16.7	-13.3	16.6	64.0	38.7	47.4	-25.0	-15.9	41.2
해외 식품	적지	적지	적지	적지	적지	흑전	흑전	흑전	흑전	-0.2	19.6	0.1	적지	적지	흑전
OPM (%)	0.3	1.8	1.8	1.2	0.8	2.6	2.9	2.5	3.1	4.0	3.9	3.4	1.3	2.2	3.6
국내 식품	3.7	3.6	3.9	4.2	5.1	6.0	5.6	4.6	5.1	6.0	5.7	4.6	3.9	5.3	5.4
급식 및 외식	-2.0	2.3	3.2	0.0	-8.9	-6.3	-5.6	-3.2	-1.1	0.8	1.2	1.4	1.0	-6.0	0.6
물류	-8.2	26.1	4.8	13.7	12.1	13.3	6.9	10.5	10.5	10.5	10.5	10.5	11.0	10.6	10.5
국내 소계	3.1	3.9	3.8	3.1	3.2	3.1	3.4	2.8	3.6	4.9	4.5	4.0	3.5	3.1	4.3
해외 식품	-7.8	-11.6	-10.1	-10.8	-3.2	1.5	0.1	1.2	1.1	1.1	1.1	1.1	-10.1	0.0	1.1

자료: 이베스트투자증권 리서치센터
주: 전체에서 기타부문 생략, OP에서 지주, 건강기능 생략, 부문별 매출은 외부수익 기준
OP 사업부별 구분은 보고서에서 "보고부문이익(손실)"에 나타난 내용으로, 해당 기준은 영업이익에 근거한 성과 평가지만 총합이 실제 영업이익과 약간의 차이 있음

표2 3Q20 기존 컨센서스 및 당사 추정치 대비 실제치 대비

(십억원)	당사추정	기존 컨센서스	실제치	컨센갭	추정치갭
매출액	634.9	621.3	603.3	-5%	-3%
영업이익	16.9	16.1	17.6	4%	9%
지배순이익	10.7	9.3	11.5	8%	24%

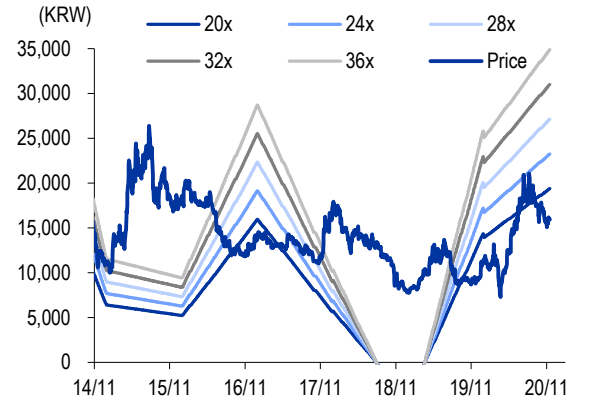
자료: FnGuide, 이베스트투자증권 리서치센터

표3 밸류에이션 및 목표주가 산정

구분	추정치	비고
현재주가	15,950	20.11.16 종가 기준
① Target P/B	1.8	최근 5년 동사 연간 PBR 평균, 기존 PBR Target 유지
2020E BPS	9,889.5	기존 추정치에서 유의미한 변화 없음
21E BPS	10,691.1	–
20E 기준 적정주가	17,801	–
21E 기준 적정주가	19,244	21E 기준
② Target P/E	24.0	동사 PER 밴드 중단, 기존 PER Target 유지
2020E EPS	695.5	–
21E EPS	998.4	–
20E 기준 적정주가	16,691	–
21E 기준 적정주가	23,961	21E 기준
③ 20E 기준 평균	17,246	–
21E 기준 평균	21,603	P/B 기준 추정치와 P/E 기준 추정치 평균
Target Price	22,000	21E 적정주가 평균값에서 1,000원 이하 반올림, 기존 TP 유지
상승여력	37.9%	–

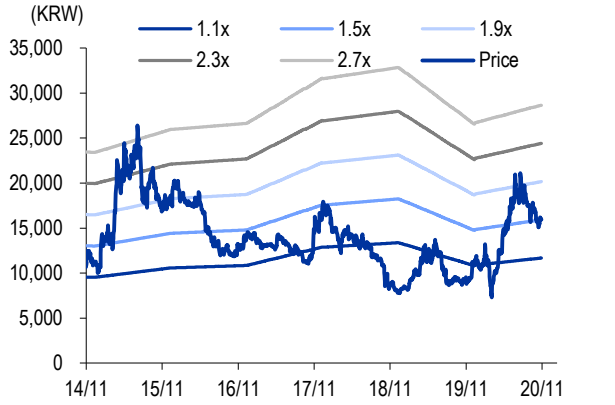
자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림1 풀무원 PER 밴드



자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림2 풀무원 PBR 밴드



자료: 이베스트투자증권 리서치센터

표4 국가별 매출 추정 상세

(십억원, %)	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20E	1Q21E	2Q21E	3Q21E	4Q21E	2019	2020E	2021E
매출	549.3	597.1	626.8	608.2	562.6	565.1	603.3	615.5	594.4	601.0	636.1	649.7	2,381.5	2,346.6	2,481.1
국내	460.7	515.1	532.8	513.2	457.2	446.6	496.1	494.5	471.1	463.3	510.4	508.6	2,021.7	1,894.3	1,953.5
중국	9.3	3.8	9.6	6.2	10.3	18.6	12.5	15.2	11.6	20.8	14.0	17.0	28.8	56.6	63.3
미국	52.0	49.7	54.8	56.6	63.8	65.7	64.5	69.6	76.6	78.8	77.4	83.5	213.1	263.6	316.3
일본	27.4	28.5	29.6	32.3	31.3	34.0	30.6	36.2	35.1	38.1	34.3	40.5	117.8	132.1	147.9
매출 YoY	*0.8*	*4.3*	*6.9*	*7.0*	*2.4*	*-5.3*	*-3.7*	*1.2*	*5.6*	*6.3*	*5.4*	*5.6*	*4.8*	*-1.5*	*5.7*
국내	*-1.6*	*3.7*	*4.4*	*5.2*	*-0.8*	*-13.3*	*-6.9*	*-3.6*	*3.1*	*3.7*	*2.9*	*2.9*	*3.0*	*-6.3*	*3.1*
중국	*104.1*	*-29.2*	*66.8*	*7.5*	*11.5*	*386.3*	*30.1*	*146.8*	*12.0*	*12.0*	*12.0*	*12.0*	*34.6*	*96.2*	*12.0*
미국	*15.5*	*14.5*	*28.2*	*20.4*	*22.8*	*32.1*	*17.7*	*23.0*	*20.0*	*20.0*	*20.0*	*20.0*	*19.6*	*23.7*	*20.0*
일본	*-0.6*	*6.4*	*8.9*	*16.0*	*14.4*	*19.4*	*3.3*	*12.0*	*12.0*	*12.0*	*12.0*	*12.0*	*7.7*	*12.2*	*12.0*

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

풀무원 (017810)

재무상태표

(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
유동자산	470	468	551	591	629
현금 및 현금성자산	104	121	140	158	170
매출채권 및 기타채권	191	212	222	234	249
재고자산	106	106	122	129	137
기타유동자산	71	29	67	70	73
비유동자산	746	1,017	1,031	1,042	1,061
관계기업투자등	31	40	44	45	47
유형자산	593	847	869	880	897
무형자산	56	54	54	50	47
자산총계	**1,217**	**1,485**	**1,582**	**1,633**	**1,690**
유동부채	525	621	681	696	714
매입채무 및 기타재무	219	244	220	232	247
단기금융부채	238	306	389	389	389
기타유동부채	68	71	71	74	77
비유동부채	246	400	419	421	424
장기금융부채	196	364	370	370	370
기타비유동부채	50	36	50	52	54
부채총계	**771**	**1,021**	**1,100**	**1,117**	**1,137**
지배주주지분	337	397	417	450	487
자본금	21	21	21	21	21
자본잉여금	59	78	78	78	78
이익잉여금	259	225	244	278	315
비지배주주지분(연결)	109	66	66	66	66
자본총계	**446**	**463**	**482**	**516**	**553**

손익계산서

(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
매출액	**2,272**	**2,381**	**2,347**	**2,481**	**2,644**
매출원가	1,713	1,791	1,722	1,836	1,956
매출총이익	**559**	**590**	**624**	**645**	**687**
판매비 및 관리비	519	559	572	556	590
영업이익	**40**	**31**	**52**	**89**	**97**
(EBITDA)	113	141	173	214	224
금융손익	-11	-22	-22	-23	-23
이자비용	14	26	26	26	26
관계기업등 투자손익	2	3	4	5	5
기타영업외손익	-7	-4	-4	-4	-4
세전계속사업이익	**24**	**7**	**30**	**66**	**74**
계속사업법인세비용	14	14	4	27	30
계속사업이익	11	-8	25	40	45
중단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익	**11**	**-8**	**25**	**40**	**45**
지배주주	22	3	27	39	44
총포괄이익	**16**	**-2**	**25**	**40**	**45**
매출총이익률 (%)	24.6	24.8	26.6	26.0	26.0
영업이익률 (%)	1.8	1.3	2.2	3.6	3.7
EBITDA마진률 (%)	5.0	5.9	7.4	8.6	8.5
당기순이익률 (%)	0.5	-0.3	1.1	1.6	1.7
ROA (%)	1.9	0.3	1.8	2.4	2.6
ROE (%)	7.2	1.0	6.7	9.0	9.3
ROIC (%)	2.7	-4.1	4.5	5.2	5.6

현금흐름표

(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
영업활동 현금흐름	**60**	**85**	**98**	**156**	**161**
당기순이익(손실)	11	-8	25	40	45
비현금수익비용가감	130	178	141	121	123
유형자산감가상각비	67	104	115	119	121
무형자산상각비	6	6	7	6	6
기타현금수익비용	-1	-3	20	-4	-4
영업활동 자산부채변동	-58	-48	-38	-5	-6
매출채권 감소(증가)	5	-25	-8	-12	-15
재고자산 감소(증가)	-14	4	-15	-7	-8
매입채무 증가(감소)	-3	10	-9	12	15
기타자산, 부채변동	-47	-37	-6	2	2
투자활동 현금	**-137**	**-68**	**-152**	**-133**	**-142**
유형자산처분(취득)	-86	-110	-129	-130	-138
무형자산 감소(증가)	-6	-3	-3	-2	-2
투자자산 감소(증가)	-46	37	-22	2	1
기타투자활동	1	8	2	-3	-3
재무활동 현금	**106**	**0**	**73**	**-5**	**-7**
차입금의 증가(감소)	26	-22	98	0	0
자본의 증가(감소)	100	-6	-5	-5	-7
배당금의 지급	5	6	5	5	7
기타재무활동	-19	27	-20	0	0
현금의 증가	**30**	**17**	**19**	**18**	**13**
기초현금	73	104	121	140	158
기말현금	104	121	140	158	170

자료: 풀무원, 이베스트투자증권 리서치센터

주요 투자지표

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
투자지표 (x)					
P/E	14.8	200.3	22.9	16.0	14.3
P/B	1.0	1.2	1.6	1.5	1.4
EV/EBITDA	5.1	6.8	6.9	5.5	5.2
P/CF	2.1	2.5	3.7	4.2	4.0
배당수익률 (%)	1.3	0.9	0.8	1.0	1.3
성장성 (%)					
매출액	3.5	4.8	-1.5	5.7	6.6
영업이익	-23.7	-24.0	70.1	71.2	8.9
세전이익	-52.6	-71.9	329.6	124.3	12.1
당기순이익	-63.9	적전	흑전	58.7	12.1
EPS	-46.9	-89.6	1,138.3	43.6	11.6
안정성 (%)					
부채비율	173.0	220.6	228.2	216.6	205.6
유동비율	89.6	75.3	80.9	84.9	88.2
순차입금/자기자본(x)	61.1	114.9	120.6	108.9	99.0
영업이익/금융비용(x)	2.9	1.2	2.0	3.4	3.7
총차입금 (십억원)	433	670	759	759	759
순차입금 (십억원)	272	532	581	562	547
주당지표(원)					
EPS	538	56	695	998	1,114
BPS	7,992	9,425	9,890	10,691	11,571
CFPS	3,713	4,468	4,367	3,829	3,980
DPS	102	102	130	160	200

풀무원 목표주가 추이

투자의견 변동내역

일시	투자 의견	목표 가격	괴리율(%) 최고 대비	괴리율(%) 최저 대비	괴리율(%) 평균 대비	일시	투자 의견	목표 가격	괴리율(%) 최고 대비	괴리율(%) 최저 대비	괴리율(%) 평균 대비
2020.01.13	변경	심지현									
2020.01.13	Buy	15,000	-4.0		-27.6						
2020.05.18	Buy	17,000	2.4		-9.4						
2020.06.21	Buy	22,000									

Compliance Notice

본 자료에 기재된 내용들은 작성자 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다(작성자: 심지현)

본 자료는 고객의 증권투자를 돕기 위한 정보제공을 목적으로 제작되었습니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치본부가 신뢰할 만한 자료 및 정보를 바탕으로 작성한 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 참고자료로만 활용하시기 바라며 유가증권 투자 시 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 본 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

본 자료는 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있으며 어떠한 경우에도 당사의 동의 없이 복제, 배포, 전송, 변형될 수 없습니다.

_ 동 자료는 제공시점 현재 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.

_ 동 자료의 추천종목은 전일 기준 현재당사에서 1% 이상 보유하고 있지 않습니다..

_ 동 자료의 추천종목은 전일 기준 현재 당사의 조사분석 담당자 및 그 배우자 등 관련자가 보유하고 있지 않습니다.

_ 동 자료의 추천종목에 해당하는 회사는 당사와 계열회사 관계에 있지 않습니다.

투자등급 및 적용 기준

구분	투자등급 guide line (투자기간 6~12개월)	투자등급	적용기준 (향후12개월)	투자의견 비율	비고
Sector (업종)	시가총액 대비 업종 비중 기준 투자등급 3단계	Overweight (비중확대) Neutral (중립) Underweight (비중축소)			
Company (기업)	절대수익률 기준 투자등급 3 단계	Buy (매수) Hold (보유) Sell (매도)	+15% 이상 기대 -15% ~ +15% 기대 -15% 이하 기대	86.9% 13.1%	2018년 10월 25일부터 당사 투자등급 적용기준이 기존 ±20%에서 ±15%로 변경
		합계		100.0%	투자의견 비율은 2019. 10. 1 ~ 2020. 9. 30 당사 리서치센터의 의견공표 종목들의 맨마지막 공표의견을 기준으로 한 투자등급별 비중임 (최근 1년간 누적 기준. 분기별 갱신)