2021년 9월 17일

기업분석 | 음식료

풀무원 (017810)

구조적 개선 과도기

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

Buy (maintain)

목표주가	22,000 원
현재주가	16,900 원

컨센서스 대비(3Q21E 영업이익 대비)

상회	부합	하회

Stock Data

KOSPI(9/16)		3,130.09 pt
시가총액		6,442 억원
발행주식수		38,121 천주
52주 최고가/최저가		23,000 / 15,100 원
90일 일평균거래대금		18.47 억원
외국인 지분율		0.9%
배당수익률(21.12E)		0.8%
BPS(21.12E)		10,867 원
KOSPI 대비 상대수익률	1 개월	-4.8%
	6 개월	-2.1%
	12 개월	-31.9%
주주구성	남승우 (외 9 인)	60.1%
	한마음평화연구재단단 (외 1 인)	10.0%
	국민연금공단 (외 1 인)	7.6%

Stock Price

1H21 Review & 3Q21 Preview

1)국내 식품: 올해 전반적으로 전년 코로나 역기저 효과가 드러나고 있으나, 2019년 대비해서는 비슷한 매출 및 개선된 영업이익을 거두고 있다. 최근 식물성 단백질 시장에서 신제품을 다수 출시했으며, 타 음식료 업체들과 마찬가지로 다수 제품의 판가 인상을 진행했다. 건강생활 부문은 길어지는 대면 제한기간으로 계속해서 신채널 등의 라인 확대 노력에 있으며 식물성 요거트 액티비아 등에서 긍정적 실적이 이어져 요거트류 관련 공장 투자가 있었던 것으로 파악된다. 샘물의 경우 올해 2월 편입되었으며 작년 대비 편입효과가 있을 것이다. 현재 무라벨 제품 생산 등 샘물 시장 상황에 지속 대응하고 있다.

2)국내 급식 및 외식: 푸드머스의 경우 작년 부진기간 동안 구조 개선을 준비하여 현재 시장 환경 회복 추세 기간에 동반하여 실적 회복 추세인 것으로 파악한다. F&C(푸드앤컬쳐) 부문의 경우 대략 급식은 절반 가량, 휴게소가 30%대 초반, 컨세션이 15% 정도의 매출 비중을 가지기 때문에 작년 피어그룹 대비 정상화에 비교적 시간이 더 걸리는 구조였다. F&C 역시 푸드머스처럼 사업구조 개선 진척이 상당히 이어졌기에 작년대비 적자폭이 상당히 줄어들었다. 단체급식 캡티브 계약 건의 경우 올해 상반기 삼성계열, 포스코 등 규모가 큰 계약을 상당히 많이 따온 것으로 파악된다. 해당 계약 건은 재택근무 일수가 줄어들수록 매출이 늘어나는 구조기 때문에, 뒤로 밀린 국내 리오프닝이 재개될수록 급식 및 외식 부문에서 상당 폭의 회복을 예상한다.

3)해외 식품: 올 초까지 시장에서 가장 우려하던 부분은 턴어라운드 할 것으로 기대하던 해외식품 부문의 지속 부진이었다. 다만 해외 시장의 펀더멘털은 여전히 견조하다는 점을 주의해야 한다. 상반기 해외부문 실적의 특징을 요약하자면 20년 말부터 전략적으로 채택해온 수익성 개선 작업의 일환으로 외형이 줄어들어 보이는 효과가 나타났고, 여기에 수출 부문에서 일회성 비용이 반영되어 실제 구조적으로는 수익성이 개선되었음에도 불구하고 상반기 해외 부문 이익 전반이 부진해 보이는 결과가 나타났다. 여기에는 물류비, 인력 부족의 결과에 따른 일회성 인건비 등이 포함된다. 또한 코리아에스닉 부문은 총판에서 직판으로 전환했으며 이에 따른 비용 등은 하반기부터 안정될 것으로 보인다. 무엇보다 기존에 수출하던 두부 부문을 하반기부터 현지생산으로 돌리며 이에 따른 비용 역시 하락할 것으로 보인다. 한편 일본의 경우 현재 저수익 라인을 정리하고 새로 출시한 어묵바 및 식물성 단백질 라인의 실적이 좋게 나오는 상황이다. 식물성 단백질 라인은 상반기에 40억 정도 실적을 거뒀으며 하반기에 Capa를 확충하고 입점지역 확대 예정에 있다. 중국은 작년 흑자전환 후 올해도 지속적으로 샌즈클럽 등을 중점으로 선전 중이며 하반기 충칭에 풀무원건강생활이 들어가면서 설비증설 예정에 있다.

투자의견 Buy 유지, 목표주가 22,000원으로 하향

국내 식품 판가 인상 및 신사업 투자, 급식/외식 부문의 회복, 해외식품 부문의 일회성 비용 축소 및 현지생산에 따른 수익성 개선 등 전반적인 구조 개선의 결과로 기업 자체의 장기 펀더멘털은 오히려 더 견조해졌다는 판단이다. 다만 해외 사업 과도기 비용 지출, 뒤로 다소 밀린 리오프닝 구간 등을 이유로 2H21E 실적 추정치 소폭 하향, 2022E 추정치 유지, 멀티플을 소폭 하향해 투자의견 Buy를 유지하고 중단기 목표주가를 22,000원으로 하향한다. 향후 구조적 개선에 따른 실적 회복이 확인되었을 때 주가 상방이 다시 열릴 것으로 기대한다.

이베스트투자증권

표1 풀무원 분기/연간 실적 추이 및 전망

(십억원, %)	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21	2Q21	3Q21E	4Q21E	2020	2021E	2022E
매출	562.6	565.1	603.3	580.1	580.6	635.1	647.0	622.3	2,311.2	2,485.1	2,753.9
지주	0.9	0.7	0.6	0.6	0.8	0.5	0.5	0.6	2.4	2.4	2.3
국내 식품	312.8	313.8	343.3	331.5	342.3	380.9	370.8	351.4	1,445.4	1,611.4	1,803.9
급식 및 외식	125.6	114.8	131.6	122.0	111.3	135.4	150.0	141.5	538.2	570.6	599.2
물류	7.7	8.2	8.7	7.8	7.6	8.7	8.5	7.7	32.6	32.1	31.6
건강기능	9.9	9.0	11.2	10.4	9.7	10.5	11.5	10.7	42.5	43.8	45.1
국내 소계	456.9	446.6	495.4	472.4	471.7	536.0	541.4	512.0	2,061.0	2,260.3	2,482.1
해외 식품	105.5	118.2	107.6	107.3	108.8	98.9	105.7	110.4	423.7	493.7	575.8
매출 YoY (%)	2.4	-5.3	-3.7	-4.6	3.2	12.4	7.2	7.3	-2.9	7.5	10.8
지주	480.5	-64.2	66.5	-14.6	-8.3	-37.4	-15.0	-2.0	-28.0	-17.7	-4.0
국내 식품	11.2	-8.0	4.2	-0.1	9.4	21.4	8.0	6.0	12.6	23.8	24.8
급식 및 외식	-18.5	-31.4	-26.8	-24.0	-11.4	17.9	14.0	16.0	-18.7	15.5	11.3
물류	28.6	-16.0	-3.7	-7.8	-1.4	6.8	-1.5	-1.5	-1.9	-0.9	-3.0
건강기능	-66.7	흑전	-20.0	-8.5	-1.7	17.1	3.0	3.0	10.4	8.1	6.1
국내 소계	-3.1	-11.4	-7.0	-7.9	3.2	20.0	9.3	8.4	2.0	20.8	20.4
해외 식품	19.0	44.2	14.4	12.9	3.1	-16.3	-1.8	2.9	17.8	12.5	35.9
OP	4.5	14.7	17.6	9.2	7.4	9.2	20.6	18.0	46.0	55.2	101.9
지주	9.3	2.2	3.3	5.6	9.3	9.1	6.5	6.1	20.3	31.0	9.5
국내 식품	15.8	18.8	19.3	12.0	15.8	15.9	21.1	17.6	65.8	70.3	88.0
급식 및 외식	-11.1	-7.2	-7.4	-6.6	-11.1	-0.7	-0.6	-1.1	-32.4	-13.6	7.4
물류	0.9	1.1	0.6	0.6	0.9	-0.9	-0.6	-0.4	3.2	-1.0	0.7
건강기능	-0.2	-0.9	0.9	0.4	-0.2	-0.9	-0.5	-0.2	0.2	-1.8	-0.7
국내 소계	14.7	13.9	16.7	11.9	14.7	22.5	25.9	21.9	57.2	84.9	104.8
해외 식품	-3.4	1.8	0.1	-2.7	-3.4	-6.3	-5.3	-3.9	-4.2	-18.9	-3.0
OP YoY (%)	202.3	36.5	56.2	30.0	62.4	-37.3	17.2	97.0	50.4	20.1	84.5
국내 식품	50.3	54.9	51.4	-14.8	0.0	-15.3	9.1	46.7	33.2	6.8	25.1
급식 및 외식	적지	적전	적전	적전	적지	적지	적지	적지	적전	적지	흑전
물류	흑전	-57.2	36.8	-46.3	0.0	적전	적전	적전	-11.2	적전	흑전
건강기능	적전	적지	흑전	흑전	적지	적지	적전	적전	흑전	적전	적지
국내 소계	1.5	-29.8	-16.7	-24.9	0.0	62.0	54.9	83.9	-18.5	48.5	23.4
해외 식품	적지	흑전	흑전	적지	적지	적전	적전	적지	적지	적지	적지
OPM (%)	0.8	2.6	2.9	1.6	1.3	1.5	3.2	2.9	2.0	2.2	3.7
국내 식품	5.1	6.0	5.6	3.6	4.6	4.2	5.7	5.0	4.6	4.4	5.5
급식 및 외식	-8.9	-6.3	-5.6	-5.4	-10.0	-0.6	-0.4	-0.8	-6.0	-2.4	1.3
물류	12.1	13.3	6.9	8.0	12.3	-10.7	-7.0	-5.0	10.0	-3.1	2.2
건강기능	-1.6	-10.2	7.7	3.6	-1.6	-8.5	-4.6	-2.3	0.4	-4.2	-1.7
국내 소계	3.2	3.1	3.4	2.5	3.1	4.2	4.8	4.3	2.8	3.8	4.6
해외 식품	-3.2	1.5	0.1	-2.5	-3.1	-6.4	-5.0	-3.5	-1.0	-3.8	-0.6

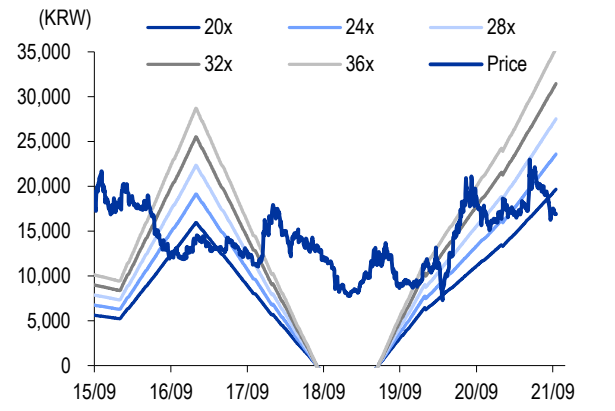
자료: 이베스트투자증권 리서치센터
주: 전체에서 기타부문 생략, OP에서 지주 생략, 부문별 매출은 외부수익 기준
OP 사업부별 구분은 보고서에서 "보고부문이익(손실)"에 나타난 내용으로, 해당 기준은 영업이익에 근거한 성과 평가지만 총합이 실제 영업이익과 약간의 차이 있음

표2 밸류에이션 및 목표주가 산정(22E 기준)

구분	추정치	비고
현재주가	16,900	21.09.16
① Target P/B	1.8	기존 PBR Target에서 소폭 하향
22E BPS	11,754.7	-
22E 기준 적정주가	21,158	22E 기준
② Target P/E	20.0	기존 PER Target에서 소폭 하향
22E EPS	1,095.7	-
22E 기준 적정주가	21,914	21E 기준
③ 22E 기준 평균	21,536	P/B 기준 추정치와 P/E 기준 추정치 평균
Target Price	22,000	기존 TP에서 21% 하향
상승여력	*30.2%*	-

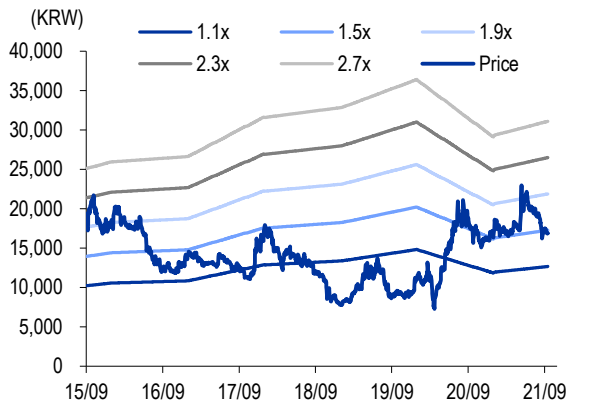
자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림1 풀무원 PER 밴드



자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림2 풀무원 PBR 밴드



자료: 이베스트투자증권 리서치센터

풀무원 (017810)

재무상태표

(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
유동자산	468	630	663	694	702
현금 및 현금성자산	121	99	94	90	88
매출채권 및 기타채권	212	210	218	234	234
재고자산	106	123	134	144	144
기타유동자산	29	199	218	227	236
비유동자산	1,017	1,063	1,166	1,196	1,238
관계기업투자등	40	39	13	14	14
유형자산	847	908	996	1,030	1,073
무형자산	54	48	93	87	81
자산총계	**1,485**	**1,694**	**1,829**	**1,891**	**1,940**
유동부채	621	777	799	820	823
매입채무 및 기타재무	244	241	244	263	263
단기금융부채	306	465	477	477	477
기타유동부채	71	71	77	80	83
비유동부채	400	404	497	499	502
장기금융부채	364	363	438	438	438
기타비유동부채	36	40	59	61	64
부채총계	**1,021**	**1,181**	**1,295**	**1,319**	**1,325**
지배주주지분	397	450	458	496	539
자본금	21	21	21	21	21
자본잉여금	78	76	76	76	76
이익잉여금	225	243	259	296	340
비지배주주지분(연결)	66	63	76	76	76
자본총계	**463**	**513**	**534**	**571**	**615**

손익계산서

(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
매출액	**2,381**	**2,311**	**2,485**	**2,754**	**3,006**
매출원가	1,791	1,700	1,831	2,032	2,218
매출총이익	**590**	**611**	**654**	**722**	**788**
판매비 및 관리비	559	566	599	620	674
영업이익	**31**	**46**	**55**	**102**	**113**
(EBITDA)	141	167	192	255	272
금융손익	-22	-28	-24	-25	-25
이자비용	26	27	28	29	29
관계기업등 투자손익	3	3	9	-1	-1
기타영업외손익	-4	-3	-6	-10	-10
세전계속사업이익	**7**	**18**	**34**	**66**	**78**
계속사업법인세비용	14	6	11	23	26
계속사업이익	-8	12	23	44	51
중단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익	**-8**	**12**	**23**	**44**	**51**
지배주주	3	16	26	43	50
총포괄이익	**-2**	**6**	**23**	**44**	**51**
매출총이익률 (%)	24.8	26.5	26.3	26.2	26.2
영업이익률 (%)	1.3	2.0	2.2	3.7	3.8
EBITDA마진률 (%)	5.9	7.2	7.7	9.3	9.0
당기순이익률 (%)	-0.3	0.5	0.9	1.6	1.7
ROA (%)	0.3	1.0	1.5	2.3	2.6
ROE (%)	1.0	3.8	5.7	8.9	9.7
ROIC (%)	-4.1	3.0	3.3	5.6	6.0

현금흐름표

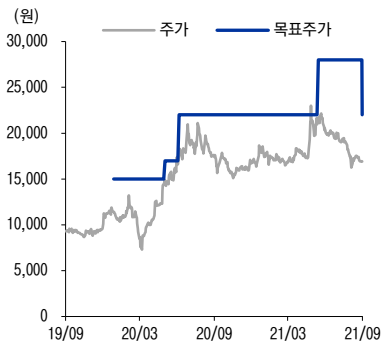
(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
영업활동 현금흐름	**85**	**104**	**88**	**192**	**212**
당기순이익(손실)	-8	12	23	44	51
비현금수익비용가감	178	188	155	156	161
유형자산감가상각비	104	114	126	140	146
무형자산상각비	6	7	11	13	13
기타현금수익비용	-3	0	18	2	2
영업활동 자산부채변동	-48	-23	4	-8	1
매출채권 감소(증가)	-25	7	0	-16	0
재고자산 감소(증가)	4	-19	2	-10	0
매입채무 증가(감소)	10	-6	3	18	0
기타자산, 부채변동	-37	-5	0	1	1
투자활동 현금	**-68**	**-271**	**-89**	**-191**	**-207**
유형자산처분(취득)	-110	-138	-170	-173	-189
무형자산 감소(증가)	-3	-4	-6	-7	-7
투자자산 감소(증가)	37	-134	-3	-8	-8
기타투자활동	8	5	91	-3	-3
재무활동 현금	**-1**	**146**	**0**	**-5**	**-7**
차입금의 증가(감소)	-22	113	94	0	0
자본의 증가(감소)	-6	-5	-5	-5	-7
배당금의 지급	6	5	5	5	7
기타재무활동	27	37	-88	0	0
현금의 증가	**17**	**-22**	**-5**	**-4**	**-1**
기초현금	104	121	99	94	90
기말현금	121	99	94	90	88

주요 투자지표

	2019	2020	2021E	2022E	2023E
투자지표 (x)					
P/E	200.3	41.4	25.5	15.4	13.2
P/B	1.2	1.6	1.6	1.4	1.3
EV/EBITDA	6.8	7.2	6.8	5.1	4.8
P/CF	2.5	3.2	3.6	3.6	3.4
배당수익률 (%)	0.9	0.6	0.8	0.9	1.2
성장성 (%)					
매출액	4.8	-2.9	7.5	10.8	9.2
영업이익	-24.0	50.4	20.1	84.5	11.2
세전이익	-71.9	160.7	88.8	94.9	17.3
당기순이익	적전	흑전	93.1	90.6	17.3
EPS	-89.6	611.2	65.8	65.4	17.1
안정성 (%)					
부채비율	220.6	230.2	242.6	230.9	215.5
유동비율	75.3	81.1	83.1	84.7	85.3
순차입금/자기자본(x)	114.9	112.8	125.0	116.5	107.4
영업이익/금융비용(x)	1.2	1.7	2.0	3.5	3.9
총차입금 (십억원)	670	828	915	915	915
순차입금 (십억원)	532	579	667	665	660
주당지표(원)					
EPS	56	399	662	1,096	1,283
BPS	9,425	10,677	10,867	11,755	12,784
CFPS	4,468	5,253	4,674	4,729	5,023
DPS	102	102	130	160	200

자료: 풀무원, 이베스트투자증권 리서치센터

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	4.5		-19.7						
2021.05.31	Buy	28,000	-20.9		-31.8						
2021.09.17	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	93.8% 6.2%	2018년 10월 25일부터 당사 투자등급 적용기준이 기존 ±20%에서 ±15%로 변경
		합계		100.0%	투자의견 비율은 2020. 7. 1 ~ 2021. 6. 30 당사 리서치센터의 의견공표 종목들의 맨마지막 공표의견을 기준으로 한 투자등급별 비중임 (최근 1년간 누적 기준. 분기별 갱신)