

풀무원 (017810KS)

투자의견: BUY (유지)

목표주가: 21,000 원 (유지)

Analyst 김혜미

02-6923-7337

consumer@capefn.com

Stock Data

주가(11/26)	16,550원
액면가	500원
시가총액	631십억원
코스피 시총대비	0.03%
52주 최고/최저가	23,000원/15,950원
120일 평균거래대금	1십억원
외국인지분율	0.76%
주요주주	남승우 외 7 인 60.14%
	한마음평화연구재단 9.99%

대외 리스크 완화 시 회복세 부각될 전망

2021F 연결 매출액 2 조 4,959 억원(yoy +8%), 영업이익 445 억원(yoy -3%) 전망

- 본업이라고 할 수 있는 식품/식자재 부문과 연결 법인 중 가장 높은 비중을 차지하는 푸드서비스/외식 부문의 매출은 전년도 역기저에 따라 회복세 시현. 해외법인은 전년도 고성장에 따른 부담 및 코로나19 지속에도 불구하고 견조한 매출 유지될 전망
- 다만, 영업이익은 3Q21 중 푸드서비스/외식 부문의 흑자전환에도 불구하고(2021년 연간으로는 적자 축소), 연간 지속되는 원부자재 가격 인상 및 판관비 부담(물류비, 광고비 등) 확대에 소폭 감소할 것으로 예상

대외 리스크 완화 시 회복세 부각될 전망

- 위드 코로나 안착 이후 식자재와 푸드서비스/외식 부문 및 해외 법인의 매출 성장을 기대. 식자재 부문은 급식 경로의 확대, 푸드서비스/외식 부문은 외부 활동 증가에 따른 수혜, 해외 법인은 코로나19의 여파가 컸던 미국과 일본 중심의 실적 회복 예상
- 이익 측면에서도 올해 비용 압박 가장 컸던 항목이 곡물가 상승에 따른 원가 및 글로벌 공급망 이슈 발생으로 인한 물류비 등임을 감안할 때, 내년도 외부 리스크 완화 시 마진 회복 가능할 전망
- 2022F 매출액과 영업이익은 각각 2조5,813억원(yoy +3), 663억원(yoy +49%)으로 매출보다 이익 회복세 두드러질 전망

투자의견 Buy 및 목표주가 21,000 원 유지

- 현재 주가 22F PER 26배 수준으로 높은 편. 그러나, 음식료 업종이 저성장 산업군으로 분류됨에도 불구하고, 최근 전세계적으로 식물성 단백질 섭취가 늘어나고 있는 식품 트렌드가 동사에 긍정적인 배경을 형성하고 있는 점 고려할 필요

주가 추이



주가상승률	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	-6.0	-21.7	2.5
상대주가(%)	-2.4	-15.6	-8.4

경영실적 전망

결산기(12월)	단위	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
매출액	(십억원)	2,381	2,311	2,496	2,581	2,684
영업이익	(십억원)	31	46	45	66	79
영업이익률	(%)	1.3	2.0	1.8	2.6	2.9
지배주주순이익	(십억원)	3	16	25	27	34
EPS	(원)	83	386	601	648	801
증감률	(%)	-84.3	365.1	55.7	7.8	23.6
PER	(배)	135.5	42.9	27.5	25.5	20.7
PBR	(배)	1.2	1.5	1.5	1.4	1.3
ROE	(%)	-1.7	3.3	2.0	3.7	5.3
EV/EBITDA	(배)	7.3	7.6	8.3	7.2	6.6
순차입금	(십억원)	532	579	662	629	582
부채비율	(%)	220.6	230.2	237.9	233.8	226.0
배당수익률	(%)	0.9	0.6	0.6	0.6	0.6

풀무원 실적 전망 Table												
		1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21	2Q21	3Q21	4Q20F	2020	2021F	2022F
매출액 (억원)	TOTAL	5,626	5,651	6,033	5,801	5,806	6,351	6,615	6,187	23,112	24,959	25,813
	지주	323	231	249	283	378	281	307	330	1,086	1,296	1,340
	식품/식자재	4,319	4,415	4,772	4,616	4,699	5,199	5,598	5,290	18,123	20,786	21,972
	푸드서비스/외식	1,261	1,154	1,322	1,226	1,119	1,360	1,465	1,330	4,963	5,274	5,659
	물류	317	316	345	326	318	346	0	0	1,303	664	0
	건강생활	135	121	149	134	129	138	141	131	539	539	550
	해외	1,065	1,186	1,113	1,087	1,113	1,010	1,164	1,169	4,451	4,456	4,897
	기타	16	16	18	18	16	18	0	0	68	34	0
yoy %	TOTAL	2.4	(5.3)	(3.7)	(4.6)	3.2	12.4	9.6	6.7	(2.9)	8.0	3.4
	지주	45.5	28.4	31.0	42.6	17.0	21.6	23.5	16.6	37.4	19.3	3.4
	식품/식자재	13.9	(9.4)	1.9	(0.2)	8.8	17.8	17.3	14.6	0.8	14.7	5.7
	푸드서비스/외식	(18.6)	(31.1)	(26.6)	(23.8)	(11.3)	17.9	10.9	8.5	(25.2)	6.3	7.3
	물류	14.3	(9.2)	(0.8)	(3.3)	0.1	9.7	(100.0)	(100.0)	(0.5)	(49.0)	(100.0)
	건강생활	(62.0)	(181.9)	1.3	(5.2)	(4.1)	14.2	(5.3)	(2.7)	8.7	0.0	2.1
	해외	19.8	37.3	17.1	10.7	4.4	(14.8)	4.6	7.6	20.8	0.1	9.9
	기타	(9.5)	(15.6)	2.7	3.9	0.8	9.5	(100.0)	(100.0)	(4.9)	(50.3)	(100.0)
Sales portion %	지주	5.7	4.1	4.1	4.9	6.5	4.4	4.6	5.3	4.7	5.2	5.2
	식품/식자재	76.8	78.1	79.1	79.6	80.9	81.9	84.6	85.5	78.4	83.3	85.1
	푸드서비스/외식	22.4	20.4	21.9	21.1	19.3	21.4	22.1	21.5	21.5	21.1	21.9
	물류	5.6	5.6	5.7	5.6	5.5	5.5	0.0	0.0	5.6	2.7	0.0
	건강생활	2.4	2.1	2.5	2.3	2.2	2.2	2.1	2.1	2.3	2.2	2.1
	해외	18.9	21.0	18.4	18.7	19.2	15.9	17.6	18.9	19.3	17.9	19.0
	기타	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3	0.0	0.0	0.3	0.1	0.0
영업이익 (억원)	TOTAL	45	147	176	92	74	92	195	84	460	445	663
	지주	93	22	33	56	133	51	38	51	203	273	247
	식품/식자재	158	188	193	120	153	164	207	132	658	657	719
	푸드서비스/외식	(111)	(72)	(74)	(66)	(84)	(35)	2	(41)	(324)	(158)	(20)
	물류	9	11	6	6	2	(2)	0	0	32	(0)	0
	건강생활	(2)	(9)	9	4	(4)	(6)	(5)	(3)	2	(18)	(18)
	해외	(34)	18	1	(27)	(22)	(75)	(53)	(60)	(42)	(210)	(190)
	기타	(1)	(4)	(1)	5	(2)	(1)	0	0	(2)	(3)	0
yoy %	TOTAL	202.3	36.5	56.2	30.0	62.4	(37.3)	11.2	(8.2)	50.4	(3.2)	49.0
	지주	35.9	(26.1)	88.0	575.7	43.3	137.6	14.0	(8.3)	64.7	34.4	(9.4)
	식품/식자재	50.3	54.9	51.4	(14.8)	(3.1)	(12.7)	7.5	10.4	33.2	(0.3)	9.5
	푸드서비스/외식	적지	적전	적전	적전	적지	적지	흑전	적지	적전	적지	적지
	물류	흑전	(57.2)	36.8	(46.3)	(81.7)	적전	(100.0)	(100.0)	(11.2)	적전	흑전
	건강생활	적전	적지	흑전	흑전	적지	적지	적전	적전	흑전	적전	적지
	해외	적지	흑전	흑전	적지	적지	적전	적전	적지	적지	적지	적지
	기타	적지	적지	적지	271.0	적지	적지	흑전	(100.0)	적지	적지	흑전
OP portion %	지주	204.2	14.6	19.0	60.7	180.2	55.5	19.5	60.6	44.2	61.3	37.3
	식품/식자재	348.6	127.4	109.9	130.8	208.1	177.4	106.3	157.4	143.2	147.5	108.4
	푸드서비스/외식	(245.4)	(49.1)	(42.1)	(72.3)	(113.9)	(37.8)	0.9	(48.6)	(70.4)	(35.4)	(2.9)
	물류	20.6	7.4	3.4	6.8	2.3	(1.9)	0.0	0.0	7.1	(0.0)	0.0
	건강생활	(3.5)	(6.2)	4.9	4.1	(5.5)	(7.0)	(2.5)	(3.3)	0.3	(4.1)	(2.8)
	해외	(75.1)	12.3	0.4	(29.3)	(30.2)	(81.4)	(27.2)	(71.4)	(9.2)	(47.3)	(28.7)
	기타	(3.2)	(2.7)	(0.5)	5.0	(2.4)	(1.3)	0.0	0.0	(0.4)	(0.7)	0.0

		1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21	2Q21	3Q21	4Q20F	2020	2021F	2022F
OPM (%)	TOTAL	0.8	2.6	2.9	1.6	1.3	1.5	3.0	1.4	2.0	1.8	2.6
	지주	28.7	9.3	13.4	19.6	35.1	18.2	12.4	15.5	18.7	21.1	18.4
	식품/식자재	3.7	4.2	4.0	2.6	3.3	3.2	3.7	2.5	3.6	3.2	3.3
	푸드서비스/외식	(8.8)	(6.3)	(5.6)	(5.4)	(7.5)	(2.6)	0.1	(3.1)	(6.5)	(3.0)	(0.3)
	물류	2.9	3.4	1.7	1.9	0.5	(0.5)	-	-	2.5	(0.0)	-
	건강생활	(1.2)	(7.6)	5.7	2.8	(3.1)	(4.7)	(3.5)	(2.1)	0.3	(3.4)	(3.4)
	해외	(3.2)	1.5	0.1	(2.5)	(2.0)	(7.4)	(4.6)	(5.1)	(0.9)	(4.7)	(3.9)
	기타	(9.1)	(24.7)	(5.5)	25.4	(11.3)	(7.0)	-	-	(2.6)	(9.0)	-
yoy %p	TOTAL	0.5	0.8	1.1	0.4	0.5	(1.2)	0.0	(0.2)	0.7	(0.2)	0.8
	지주	(2.0)	(6.9)	4.1	15.5	6.4	8.9	(1.0)	(4.2)	3.1	2.4	(2.6)
	식품/식자재	0.9	1.8	1.3	(0.4)	(0.4)	(1.1)	(0.3)	(0.1)	0.9	(0.5)	0.1
	푸드서비스/외식	(6.8)	(8.5)	(8.7)	(5.4)	1.3	3.7	5.7	2.3	(7.5)	3.5	2.6
	물류	4.7	(3.9)	0.5	(1.5)	(2.4)	(3.9)	-	-	(0.3)	(2.5)	-
	건강생활	(3.4)	(18.7)	9.7	4.3	(1.9)	2.9	(9.2)	(4.9)	3.6	(3.7)	0.0
	해외	4.6	12.6	10.1	7.9	1.2	(9.0)	(4.6)	(2.7)	8.9	(3.8)	0.8
	기타	(1.2)	(18.1)	1.6	18.3	(2.2)	17.7	-	-	1.0	(6.4)	-

자료: 케이프투자증권 리서치본부

주: 3Q21부터 사업부문 재편으로 기존의 물류, 기타 부문은 식품/식자재 부문으로 임의 추정

재무상태표					포괄손익계산서				
(십억원)	2020A	2021F	2022F	2023F	(십억원)	2020A	2021F	2022F	2023F
유동자산	630	619	669	732	매출액	2,311	2,496	2,581	2,684
현금및현금성자산	99	202	235	282	증가율(%)	-2.9	8.0	3.4	4.0
매출채권 및 기타채권	215	229	239	249	매출원가	1,700	1,839	1,905	1,976
재고자산	123	131	137	143	매출총이익	611	656	676	708
비유동자산	1,063	1,154	1,138	1,116	매출총이익률(%)	26.5	26.3	26.2	26.4
투자자산	43	46	47	49	판매비와 관리비	566	612	610	630
유형자산	908	958	946	929	영업이익	46	45	66	79
무형자산	48	92	85	80	영업이익률(%)	2.0	1.8	2.6	2.9
자산총계	1,694	1,774	1,806	1,848	EBITDA	167	167	185	194
유동부채	777	768	783	796	EBITDA M%	7.2	6.7	7.2	7.2
매입채무 및 기타채무	275	293	306	318	영업외손익	-1	9	0	0
단기차입금	287	429	429	429	지분법관련손익	3	-0	0	0
유동성장기부채	169	0	0	0	금융손익	-27	-29	-30	-31
비유동부채	404	481	483	485	기타영업외손익	-4	9	0	0
사채 및 장기차입금	136	236	236	236	세전이익	18	24	36	48
부채총계	1,181	1,249	1,265	1,281	법인세비용	6	14	17	18
지배기업소유지분	450	461	484	514	당기순이익	12	10	20	29
자본금	21	21	21	21	지배주주순이익	16	25	27	34
자본잉여금	76	76	76	76	지배주주순이익률(%)	0.7	1.0	1.1	1.3
이익잉여금	243	258	282	312	비지배주주순이익	-4	-15	-7	-4
기타자본	110	105	105	105	기타포괄이익	5	5	0	0
비지배지분	63	64	57	52	총포괄이익	17	15	20	29
자본총계	513	525	541	567	EPS 증가율(% , 지배)	365.1	55.7	7.8	23.6
총차입금	828	877	877	878	이자손익	-25	-25	-26	-25
순차입금	579	662	629	582	총외화관련손익	-3	1	0	0

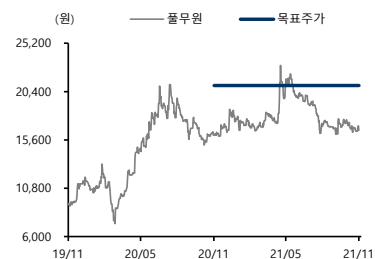
현금흐름표					주요지표				
(십억원)	2020A	2021F	2022F	2023F		2020A	2021F	2022F	2023F
영업활동 현금흐름	104	107	138	144	총발행주식수(천주)	38,121	38,121	38,121	38,121
영업에서 창출된 현금흐름	177	156	180	188	시가총액(십억원)	631	631	631	631
이자외 수취	2	3	2	3	주가(원)	16,550	16,550	16,550	16,550
이자외 지급	-27	-28	-28	-28	EPS(원)	386	601	648	801
배당금 수입	0	0	0	0	BPS(원)	10,777	11,240	11,799	12,512
법인세부담액	-48	-23	-17	-18	DPS(원)	102	102	102	102
투자활동 현금흐름	-271	-26	-102	-94	PER(X)	42.9	27.5	25.5	20.7
유동자산의 감소(증가)	-134	138	-1	-1	PBR(X)	1.5	1.5	1.4	1.3
투자자산의 감소(증가)	1	-3	-2	-2	EV/EBITDA(X)	7.6	8.3	7.2	6.6
유형자산 감소(증가)	-138	-120	-100	-92	ROE(%)	3.3	2.0	3.7	5.3
무형자산 감소(증가)	-1	-52	0	0	ROA(%)	1.0	0.6	1.1	1.6
재무활동 현금흐름	146	22	-3	-3	ROIC(%)	3.1	1.7	3.2	4.4
사채및차입금증가(감소)	158	48	0	0	배당수익률(%)	0.6	0.6	0.6	0.6
자본금및자본잉여금 증감	-2	0	0	0	부채비율(%)	230.2	237.9	233.8	226.0
배당금 지급	-5	-5	-4	-4	순차입금/자기자본(%)	112.9	126.1	116.3	102.6
외환환산으로 인한 현금변동	-0	1	0	0	유동비율(%)	81.1	80.7	85.5	91.9
연결범위변동 관련 현금증감	0	0	0	0	이자보상배율(X)	1.7	1.6	2.4	2.8
현금증감	-22	103	32	47	총자산회전율	1.5	1.4	1.4	1.5
기초현금	121	99	202	235	매출채권 회전율	0.0	11.2	11.0	11.0
기말현금	99	202	235	282	재고자산 회전율	20.2	19.6	19.2	19.2
FCF	-42	-21	38	52	매입채무 회전율	0.0	6.5	6.4	6.3

자료: 케이프투자증권 리서치본부

Compliance Notice _ 최근 2 년간 투자의견 및 목표주가 변경내역

풀무원(017810) 주가 및 목표주가 추이

제시일자	2020-06-01	2020-11-26	2021-11-26			
투자의견	NR	BUY	BUY			
목표주가	-	21,000원	21,000원			
제시일자						
투자의견						
목표주가						
제시일자						
투자의견						
목표주가						



목표주가 변동 내역별 괴리율

제시일자	투자의견	목표주가	괴리율(%)_평균	괴리율(%)_최고(최저)
2020-06-01	NR	-	-	-
2020-11-26	BUY	21,000원		

*괴리율 산정 : 수정주가 적용, 목표주가 대상시점은 1년이며 목표주가를 변경하는 경우 해당 조사분석자료의 공표일 전일까지 기간을 대상으로 함

Ratings System

구분	대상기간	투자의견	비고
[기업분석]	12개월	BUY(15% 초과) · HOLD(-15%~15%) · REDUCE(-15% 미만)	* 단, 산업 및 기업에 대한 최종분석 이전에는 긍정, 중립, 부정으로 표시할 수 있음.
[산업분석]	12개월	비중확대 · 중립 · 비중축소	
[투자비용]	12개월	매수(95.1%) · 중립(4.1%) · 매도(0.8%)	* 기준일 2021.09.30까지

Compliance

- 동 자료에 제시된 내용들은 본인의 의견을 정확히 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.
- 당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 아닙니다.
- 당사는 2021년 11월 26일 현재 상기 종목의 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전제공한 사실이 없습니다.
- 조사분석 담당자 및 그 배우자는 2021년 11월 26일 기준 동 자료에 언급된 종목과 재산적 이해관계가 없습니다.

본 조사자료는 고객의 투자에 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 어떠한 경우에도 무단 복제 및 배포 될 수 없습니다. 또한 본 자료에 수록된 내용은 당사가 신뢰할 만한 자료 및 정보로 얻어진 것이나, 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.