

# 풀무원 (017810)

## 해외에서 성과 지속

### 2020년을 돌아보면...

2020년 연결 매출액 및 영업이익은 각각 2조 3,667억원 (YoY -0.6%), 478억원(YoY 56.4%)으로 전망된다. 4분기 연결 매출액 및 영업이익은 전년대비 각각 4.5%, 56.2% 증가할 것으로 추정된다. 올해 손익 개선의 주요 요인은, ① 식품 부문의 HMR 수요 확대 및 판촉 경쟁 완화에 따른 이익 레버리지 효과 및 ② 해외 법인의 유의미한 적자 폭 축소에 기인한다. 미국 법인 적자는 작년 -195억원에서 올해 -20억원 내외로 큰 폭 축소될 것으로 전망된다. 일본 법인도 작년 -107억원에서 올해 -80억원 내외로 적자 축소가 예상된다. 중국 법인은 작년 -26억원에서 올해 69억원으로 흑자전환할 것으로 판단된다. ③ 푸드앤컬처(급식 및 휴게소 등 케어터링)는 코로나19 기인한 식수 감소로 올해 적자전환이 불가피해 보인다. 내년은 기저효과를 기대해 볼 수 있겠다.

### 2021년 연결 영업이익 YoY 28% 증가 추정

연결 매출액 및 영업이익을 각각 2조 5,811억원(YoY 9.1%), 611억원(YoY 27.7%, OPM 2.4%)으로 추정한다. ① 국내 식품은 높은 베이스에도 불구하고 견조한 내식 수요 기인해 YoY 매출 성장세가 지속될 것으로 전망한다. ② 해외법인은 HMR 신제품 라인업 확대 기인해 매출 성장 및 손익 개선 기조가 이어질 것으로 예상된다. 특히, 미국법인은 내년 연간 흑자전환할 것으로 추정한다(OP 60억원). ③ 올해 부진했던 푸드앤컬처는 비용 절감 노력 기인해 적자가 30억원 내외 축소될 것으로 추정한다.

### 해외법인의 높아진 이익 가시성 긍정적

2021년 해외 합산 매출(미국+일본+중국)은 YoY 17.4% 증가할 것으로 추정한다. 과거 실적 및 밸류에이션 할인 요인이었던 해외법인은 그동안 구조조정 및 제품 포트폴리오 개선 기인해 적자 폭이 큰 폭 축소되고 있다. 미국 법인은 이제 막 흑자전환에 성공한 만큼 중장기 연결 이익 Level-up 가시성이 과거대비 현저히 높아졌다는 판단이다. 코로나19 부정적 영향이 불가피했던 식자재 사업부도 내년 기저효과를 기대할 수 있겠다. 내년에도 견조한 이익 성장이 기대되는 업체이다.

### Earnings Preview

**Not Rated**

CP(12월11일): 16,000원

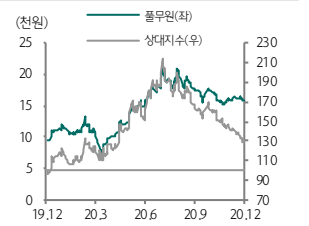
#### Key Data

KOSPI 지수 (pt)	2,770.06
52주 최고/최저(원)	21,100/7,300
시가총액(십억원)	609.9
시가총액비중(%)	0.03
발행주식수(천주)	38,120.5
60일 평균 거래량(천주)	86,100.9
60일 평균 거래대금(십억원)	1.4
20년 배당금(예상, 원)	102
20년 배당수익률(예상, %)	0.64
외국인지분율(%)	0.94
주요주주 지분율(%)	
남승우 외 7인	60.72
한마음평화연구재단	9.99
주가상승률	1M 6M 12M
절대	(0.6) 2.2 68.1
상대	(10.8) (19.7) 27.8

#### Consensus Data

	2020	2021
매출액(십억원)	2,363.1	2,540.3
영업이익(십억원)	52.2	79.8
순이익(십억원)	26.1	42.4
EPS(원)	691	1,109
BPS(원)	9,607	10,619

#### Stock Price



#### Financial Data

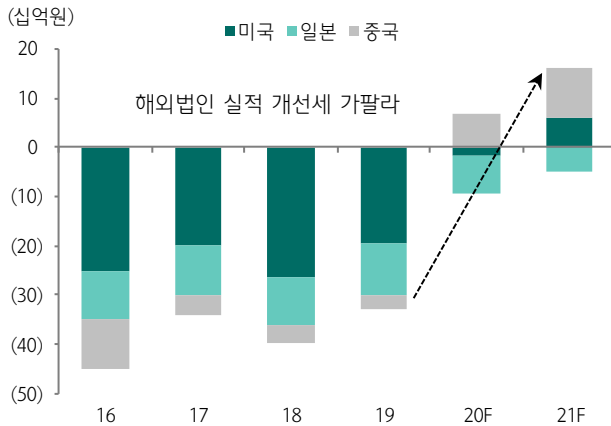
투자지표	단위	2018	2019	2020F	2021F	2022F
매출액	십억원	2,272.0	2,381.5	2,366.7	2,581.1	2,769.3
영업이익	십억원	40.2	30.6	47.8	61.1	76.6
세전이익	십억원	24.5	6.9	33.9	43.6	56.4
순이익	십억원	21.8	3.5	29.8	37.4	48.9
EPS	원	530	83	708	887	1,161
증감율	%	(47.58)	(84.34)	753.01	25.28	30.89
PER	배	15.02	135.54	22.53	17.98	13.74
PBR	배	0.98	1.18	1.57	1.46	1.33
EV/EBITDA	배	6.06	7.27	7.46	6.69	5.86
ROE	%	7.23	0.95	7.27	8.50	10.21
BPS	원	8,092	9,525	10,136	10,932	12,003
DPS	원	102	102	102	102	102



Analyst 심은주  
02-3771-8538  
yesej01@hanafn.com

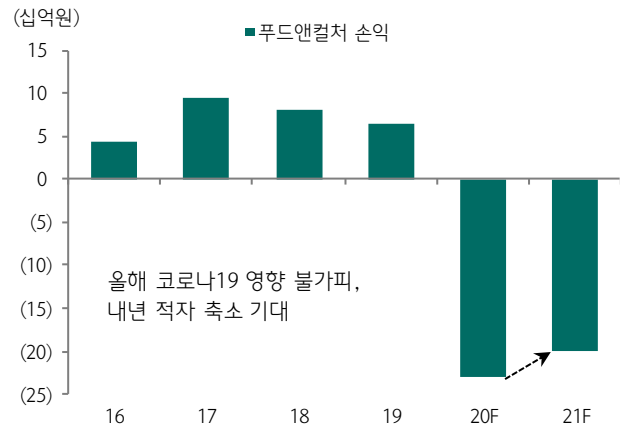
RA 김재란  
02-3771-8094  
cr.kim@hanafn.com

그림 1. 해외법인 손익 추이



자료: 하나금융투자

그림 2. 푸드앤컬처 내년 기저효과 기대



자료: 하나금융투자

표 1. 플무원 연결 실적 전망

(단위: 십억원)

	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20F	19	20F	21F
<b>매출액</b>	<b>549.3</b>	<b>597.1</b>	<b>626.8</b>	<b>608.2</b>	<b>562.6</b>	<b>565.1</b>	<b>603.3</b>	<b>635.6</b>	<b>2,381.5</b>	<b>2,366.7</b>	<b>2,581.1</b>
①플무원식품	281.2	341.2	329.5	332.0	321.8	304.8	343.3	362.7	1,283.9	1,332.7	1,417.0
②푸드앤컬처	154.2	167.4	179.6	160.4	126.1	114.3	131.6	150.4	661.6	522.4	574.7
③해외	88.6	82.0	94.0	95.0	106.5	117.2	107.6	108.6	359.7	439.9	516.6
미국	52.0	49.8	54.8	56.6	63.8	65.7	64.5	65.0	213.1	259.1	298.0
일본	27.4	28.5	29.6	32.3	31.3	34.0	30.6	35.6	117.8	131.5	144.6
중국	9.3	3.8	9.6	6.2	10.3	18.6	12.5	8.0	28.8	49.4	74.0
YoY	0.8%	4.3%	6.9%	7.0%	2.4%	-5.3%	-3.7%	4.5%	4.8%	-0.6%	9.1%
①플무원식품	3.6%	16.0%	11.3%	16.0%	14.4%	-10.7%	4.2%	9.3%	11.8%	3.8%	6.3%
②푸드앤컬처	-2.7%	4.0%	2.8%	-2.1%	-18.2%	-31.7%	-26.8%	-6.2%	0.5%	-21.0%	10.0%
③해외	15.0%	8.5%	24.2%	18.0%	20.2%	42.9%	14.4%	14.3%	16.4%	22.3%	17.4%
미국	15.5%	14.6%	28.2%	20.4%	22.8%	32.1%	17.7%	15.0%	19.6%	21.6%	15.0%
일본	-0.6%	6.3%	8.9%	16.0%	14.4%	19.4%	3.3%	10.0%	7.7%	11.6%	10.0%
중국	104.0%	-29.2%	66.8%	7.5%	11.5%	386.2%	30.1%	30.0%	34.6%	71.3%	50.0%
<b>영업이익</b>	<b>1.5</b>	<b>10.8</b>	<b>11.2</b>	<b>7.0</b>	<b>4.5</b>	<b>14.7</b>	<b>17.6</b>	<b>11.0</b>	<b>30.6</b>	<b>47.8</b>	<b>61.1</b>
YoY	213.4%	-18.8%	-30.0%	-32.5%	202.3%	36.5%	56.2%	56.2%	-24.0%	56.4%	27.7%
OPM	0.3%	1.8%	1.8%	1.2%	0.8%	2.6%	2.9%	1.7%	1.3%	2.0%	2.4%
①플무원식품	10.5	12.1	12.7	14.1	15.8	18.8	17.0	14.0	49.4	65.6	61.1
②푸드앤컬처	(3.1)	3.8	5.7	0.0	(11.1)	(7.2)	(2.0)	(3.0)	6.4	(23.3)	(20.0)
③해외	(6.9)	(9.5)	(9.5)	(10.2)	(3.4)	1.8	(0.1)	(2.0)	(36.2)	(3.7)	11.0
미국	(4.0)	(4.5)	(5.8)	(5.2)	(1.5)	0.7	0.3	(1.0)	(19.5)	(1.5)	6.0
일본	(1.5)	(3.3)	(2.7)	(3.2)	(1.9)	(1.7)	(2.3)	(2.0)	(10.7)	(7.9)	(5.0)
중국	(0.8)	(0.8)	(1.0)	0.0	0.0	4.0	1.9	1.0	(2.6)	6.9	10.0
<b>세전이익</b>	<b>(4.1)</b>	<b>8.0</b>	<b>9.3</b>	<b>(6.4)</b>	<b>3.0</b>	<b>9.0</b>	<b>15.0</b>	<b>6.9</b>	<b>6.9</b>	<b>33.9</b>	<b>43.6</b>
YoY	CR	-19.0%	-37.7%	CR	TB	12.1%	60.7%	TB	-71.9%	392.1%	28.6%
<b>지배순이익</b>	<b>(5.9)</b>	<b>9.2</b>	<b>8.9</b>	<b>(8.7)</b>	<b>7.2</b>	<b>7.1</b>	<b>11.5</b>	<b>4.0</b>	<b>3.5</b>	<b>29.8</b>	<b>37.4</b>
YoY	CR	-4.8%	-24.0%	CR	TB	-22.7%	29.3%	TB	-78.7%	752.8%	25.6%
NPM	-1.1%	1.5%	1.4%	-1.4%	1.3%	1.3%	1.9%	0.6%	0.1%	1.3%	1.4%

자료: 하나금융투자

투자의견 변동 내역 및 목표주가 괴리율

풀무원



날짜	투자의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
20.12.14	Not Rated	-		

투자등급 관련사항 및 투자의견 비율공시

- 투자의견의 유효기간은 추천일 이후 12개월을 기준으로 적용
- 기업의 분류  
 BUY(매수)\_목표주가가 현주가 대비 15% 이상 상승 여력  
 Neutral(중립)\_목표주가가 현주가 대비 -15%~15% 등락  
 Reduce(매도)\_목표주가가 현주가 대비 -15% 이상 하락 가능

- 산업의 분류  
 Overweight(비중확대)\_업종지수가 현재지수 대비 15% 이상 상승 여력  
 Neutral(중립)\_업종지수가 현재지수 대비 -15%~15% 등락  
 Underweight(비중축소)\_업종지수가 현재지수 대비 -15% 이상 하락 가능

투자등급	BUY(매수)	Neutral(중립)	Reduce(매도)	합계
금융투자상품의 비율	93.31%	6.69%	0.00%	100%

\* 기준일: 2020년 12월 11일

Compliance Notice

- 본 자료를 작성한 애널리스트(심은주)는 자료의 작성과 관련하여 외부의 압력이나 부당한 간섭을 받지 않았으며, 본인의 의견을 정확하게 반영하여 신의성실 하게 작성하였습니다.
- 본 자료는 기관투자자 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 당사는 2020년 12월 14일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유 하고 있지 않습니다.
- 본자료를 작성한 애널리스트(심은주)는 2020년 12월 14일 현재 해당회사의 유가증권을 보유하고 있지 않습니다

본 조사항목은 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 책임 소재의 증명자료로 사용될 수 없습니다.