



기업분석

풀무원 (017810)

미국 매출 회복에 기대



풀무원의 국내 사업이 견조한 성장세를 유지한 가운데, 미국 매출이 성장세로 돌아선 점이 고무적이다. 올해 1분기 미국 달러기준 매출은 전년동기 대비 6% 성장하였고, 매출 감소세가 가장 심했던 Club 채널도 성장세로 돌아섰다. 두부 가격 인상에도 불구하고, 국내 식품 부문의 수익성이 하락한 점은 아쉽지만, 미국 매출의 회복은 긍정적으로 평가할 만하다.

BUY(Reinitiate)

목표주가: 210,000원
주가(6/2): 166,500원
시가총액: 6,342억원

음식료

Analyst 박상준, CFA
02) 3787-4807
sjpark@kiwoom.com

Stock Data

Table with 3 columns: Metric, High, Low. Rows include KOSPI (6/2), 52 주 주가동향, 최고/최저가 대비, 등락률, 수익률 (1W, 1M, 1Y).

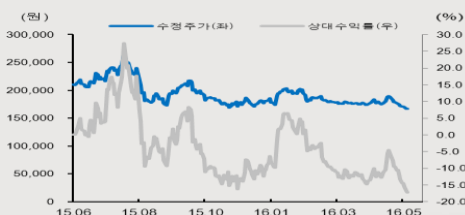
Company Data

Table with 2 columns: Metric, Value. Rows include 발행주식수, 일평균 거래량(3M), 외국인 지분율, 배당수익률(16E), BPS(16E), 주요 주주 (남승우 외, 한마음평화연구재단).

투자지표

Table with 5 columns: Metric, 2015, 2016E, 2017E, 2018E. Rows include 매출액, 보고영업이익, 핵심영업이익, EBITDA, 세전이익, 순이익, 지배주주지분순이익, EPS(원), 증감률(%YoY), PER(배), PBR(배), EV/EBITDA(배), 보고영업이익률(%), 핵심영업이익률(%), ROE(%), 순부채비율(%).

Price Trend



>>> 국내 사업은 견조한 성장세 유지

동사의 올해 1분기 국내 사업 매출은 전년동기 대비 6% 증가하며, 견조한 성장세를 유지하였다. 식품, 식자재/급식, 건강기능식품이 고른 성장을 보인 덕분이다. 동사는, 비교적 성장성이 높은 식자재유통, 건강기능식품 매출 비중이 높은 편이어서, 경쟁사 대비 높은 성장률을 꾸준히 시현하고 있다.

두부 가격 인상에도 불구하고, 국내 식품 부문의 수익성이 하락한 부분은 다소 아쉬운 부분이다. 다만, 연초에 신제품 출시가 많았던 점을 감안한다면, 크게 우려할 만한 사항은 아니라고 판단된다.

>>> 미국 매출이 회복한 점은 긍정적

동사의 해외 영업적자는 생산 합리화 과정 중의 시행착오와 일시적인 구조조정 영향으로 증가하는 모습을 보여왔다. 하지만, 올해 1분기 미국 매출이 증가세로 돌아선 것은, 긍정적으로 평가할 만하다. 원/달러 환율 상승을 감안하더라도, 미국 달러기준 매출은 전년동기 대비 6% 증가하였고, 매출 감소세가 가장 심했던 Club 채널도 YoY 1.5% 성장한 것으로 추정된다. 작년 하반기에 출시한 신제품의 채널 입점 효과가 나타나면서, 매출 회복이 가능했던 것으로 판단된다.

또한, 지난 5월에 Vitasoy의 미국 두부 사업부를 인수하였기 때문에, 1) 두부 교차 생산에 따른 물류비 절감, 2) 기존 제품의 Mainstream 채널 진출을 통한 시너지 효과가 기대되는 상황이다.

>>> 투자의견 BUY, 목표주가 21만원 제시

풀무원에 대해 투자의견 BUY, 목표주가 21만원을 제시한다(2017년 예상 DEPS에 PER 20배 적용). 동사는 국내 식품 부문에서 1) 건강하고 깨끗한 브랜드 이미지와 2) 성장성 높은 사업 포트폴리오를 바탕으로, 경쟁사대비 지속적으로 좋은 성과를 보여주고 있다. 또한, 미국 법인의 매출이 성장세로 돌아서면서, 해외사업 적자에 대한 우려도 서서히 완화될 것으로 기대한다.

포괄손익계산서

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2014	2015	2016E	2017E	2018E
매출액	16,781	18,465	20,235	21,601	22,976
매출원가	12,221	13,572	14,835	15,742	16,697
매출총이익	4,560	4,893	5,400	5,859	6,279
판매비및일반관리비	4,027	4,498	4,912	5,253	5,596
영업이익(보고)	533	395	489	607	684
영업이익(핵심)	533	395	489	607	684
영업외손익	264	-84	-72	-50	-28
이자수익	65	41	28	30	32
배당금수익	0	0	0	0	0
외환이익	5	13	0	0	0
이자비용	207	137	120	120	120
외환손실	3	0	0	0	0
관계기업지분법손익	-67	-18	20	40	60
투자및기타자산처분손익	14	20	0	0	0
금융상품평가및기타금융이익	38	0	0	0	0
기타	420	-3	0	0	0
법인세차감전이익	797	312	417	557	656
법인세비용	291	190	146	167	197
유효법인세율 (%)	36.6%	60.9%	35.1%	30.0%	30.0%
당기순이익	505	122	271	390	459
지배주주지분순이익(억원)	550	203	321	425	479
EBITDA	1,088	979	1,094	1,214	1,302
현금순이익(Cash Earnings)	1,061	706	876	997	1,077
수정당기순이익	472	114	271	390	459
증감율(% YoY)					
매출액	10.3	10.0	9.6	6.7	6.4
영업이익(보고)	14.7	-25.8	23.6	24.1	12.7
영업이익(핵심)	14.7	-25.8	23.6	24.1	12.7
EBITDA	10.9	-10.0	11.7	11.0	7.2
지배주주지분 당기순이익	N/A	-63.1	58.2	32.2	12.7
EPS	N/A	-63.1	58.2	32.2	12.7
수정순이익	N/A	-75.8	137.1	44.1	17.8

재무상태표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2014	2015	2016E	2017E	2018E
유동자산	4,969	4,001	4,374	4,655	4,937
현금및현금성자산	889	1,462	1,777	1,987	2,203
유동금융자산	1,055	99	101	108	115
매출채권및유동채권	2,124	1,685	1,715	1,756	1,795
재고자산	835	751	778	800	821
기타유동비금융자산	67	3	3	3	3
비유동자산	5,566	5,759	5,770	5,860	6,040
장기매출채권및기타비유동채권	249	283	287	292	299
투자자산	326	346	371	414	477
유형자산	4,593	4,744	4,767	4,850	5,001
무형자산	247	236	195	155	113
기타비유동자산	151	150	150	150	149
자산총계	10,536	9,760	10,144	10,514	10,977
유동부채	4,750	4,396	4,578	4,616	4,671
매입채무및기타유동채무	2,023	2,045	2,086	2,118	2,168
단기차입금	1,188	1,328	1,328	1,328	1,328
유동성장기차입금	1,050	600	734	734	734
기타유동부채	488	424	430	437	442
비유동부채	2,439	2,060	2,031	2,012	1,999
장기매입채무및비유동채무	18	13	15	16	17
사채및장기차입금	1,780	1,467	1,467	1,467	1,467
기타비유동부채	641	579	549	529	515
부채총계	7,189	6,456	6,609	6,628	6,670
자본금	190	190	190	190	190
주식발행초과금	743	743	743	743	743
이익잉여금	2,189	2,290	2,578	2,968	3,411
기타자본	-510	-1,119	-1,119	-1,119	-1,119
지배주주지분자본총계	2,613	2,896	3,184	3,574	4,017
비지배주주지분자본총계	734	408	352	313	290
자본총계	3,347	3,304	3,535	3,887	4,307
순차입금	2,074	1,833	1,650	1,433	1,211
총차입금	4,018	3,395	3,529	3,529	3,529

현금흐름표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2014	2015	2016E	2017E	2018E
영업활동현금흐름	807	1,065	843	930	1,006
당기순이익	505	122	271	390	459
감가상각비	514	543	564	567	577
무형자산상각비	41	41	41	41	41
외환손익	1	-4	0	0	0
자산처분손익	16	47	0	0	0
지분법손익	0	0	-20	-40	-60
영업활동자산부채 증감	-590	169	-12	-28	-11
기타	319	147	0	0	0
투자활동현금흐름	-208	302	-594	-661	-738
투자자산의 처분	251	961	-7	-10	-10
유형자산의 처분	39	40	0	0	0
유형자산의 취득	-465	-676	-587	-651	-728
무형자산의 처분	-33	-24	0	0	0
기타	1	1	0	0	0
재무활동현금흐름	-597	-793	65	-59	-52
단기차입금의 증가	15	-1	0	0	0
장기차입금의 증가	-654	-658	134	0	0
자본의 증가	79	615	0	0	0
배당금지급	-53	-53	-39	-39	-39
기타	16	-697	-30	-20	-13
현금및현금성자산의순증가	2	573	315	210	216
기초현금및현금성자산	887	889	1,462	1,777	1,987
기말현금및현금성자산	889	1,462	1,777	1,987	2,203
Gross Cash Flow	1,396	896	856	957	1,017
Op Free Cash Flow	-195	207	322	354	357

투자지표

(단위: 원, 배, %)

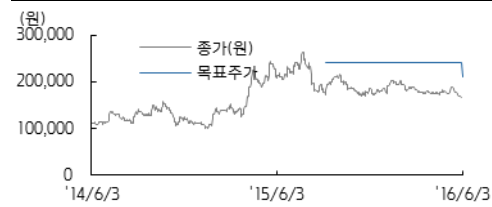
12월 결산, IFRS 연결	2014	2015	2016E	2017E	2018E
주당지표(원)					
EPS	14,445	5,334	8,437	11,151	12,565
BPS	68,602	76,028	83,577	93,816	105,450
주당EBITDA	28,561	25,708	28,716	31,881	34,183
CFPS	27,845	18,532	22,986	26,186	28,285
DPS	1,020	1,020	1,020	1,020	1,020
주가배수(배)					
PER	7.7	34.9	19.7	14.9	13.3
PBR	1.6	2.4	2.0	1.8	1.6
EV/EBITDA	5.5	6.2	6.4	6.0	5.6
PCFR	4.0	10.0	7.2	6.4	5.9
수익성(%)					
영업이익률(보고)	3.2	2.1	2.4	2.8	3.0
영업이익률(핵심)	3.2	2.1	2.4	2.8	3.0
EBITDA margin	6.5	5.3	5.4	5.6	5.7
순이익률	3.0	0.7	1.3	1.8	2.0
자기자본이익률(ROE)	16.7	3.7	7.9	10.5	11.2
투하자본이익률(ROIC)	6.5	2.9	6.1	8.1	9.0
안정성(%)					
부채비율	214.8	195.4	186.9	170.5	154.9
순차입금비율	62.0	55.5	46.7	36.9	28.1
이자보상배율(배)	2.6	2.9	4.1	5.1	5.7
활동성(배)					
매출채권회전율	9.7	9.7	11.9	12.4	12.9
재고자산회전율	20.4	23.3	26.5	27.4	28.4
매입채무회전율	9.3	9.1	9.8	10.3	10.7

- 당사는 6월 2일 현재 '풀무원 (017810)' 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사는 자료 작성일 현재 동 자료상에 언급된 기업들의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.

투자 의견 변동내역(2개년)

종목명	일자	투자 의견	목표주가
풀무원 (017810)	2015/09/08	BUY (Initiate)	240,000원
	2015/11/27	BUY (Maintain)	240,000원
	2016/06/03	BUY (Reinitiate)	210,000원

목표주가 추이(4.5X8)



투자 의견 및 적용 기준

기업	적용 기준(6개월)
Buy(매수)	시장대비 +20% 이상 주가 상승 예상
Outperform(시장수익률 상회)	시장대비 +10~+20% 주가 상승 예상
Marketperform(시장수익률)	시장대비 +10~-10% 주가 변동 예상
Underperform(시장수익률 하회)	시장대비 -10~-20% 주가 하락 예상
Sell(매도)	시장대비 -20% 이하 주가 하락 예상

업종	적용 기준(6개월)
Overweight (비중확대)	시장대비 +10% 이상 초과수익 예상
Neutral (중립)	시장대비 +10~-10% 변동 예상
Underweight (비중축소)	시장대비 -10% 이상 초과하락 예상

투자등급 비율 통계 (2015/4/1~2016/3/31)

투자등급	건수	비율(%)
매수	172	94.51%
중립	10	5.49%
매도	0	0.00%