

Issue Comment

2025. 2. 14

풀무원 017810

4Q24 Review

음식료/유통

Analyst 김정욱

02. 6454-4874

6414@meritz.co.kr

RA 황홍진

02. 6454-4874

hongjin.hwang@meritz.co.kr

4Q24 실적은 매출액 8,177억원으로 전년비 7.3% 성장, 영업이익은 252억원으로 전년비 128.1% 성장. 영업이익은 컨센서스 190억원 대비 32.6% 상회하는 호실적 달성. B2B 주문이 전체 성장을 견인한 가운데 해외법인, 건강생활의 수익성이 전기비 개선하며 실적 성장에 기여. B2C 식품은 오프라인 부진을 온라인으로 상쇄하며 손익 중심의 운영. B2B는 급식/컨세션 중심의 업황 호조와 수익성 중심 선별 수주 효과로 연중 고성장 및 고수익성 기조 유지. B2C는 소비 경기 둔화 환경에서 오프라인 부진 지속으로 수익성 중심의 운영. 해외법인은 주요 카테고리 매출 성장이 이어지는 가운데 물류비 부담이 전기대비 완화된 효과, 미국/중국의 수익성이 일본 부진을 상쇄. 생활건강은 채널 구조조정 및 인력 효율화 작업으로 전기대비 적자폭 축소

식품제조유통사업

매출액 -1.0%, 영업이익 +22.1% 증가. B2C 오프라인 채널 부진에도 온라인 채널 성장 지속, B2B 고수익 채널 집중으로 수익성 개선. 풀무원 샘플 추가 원수 확보 효과에 따라 영업이익 +96.2% 증가하며 수익성 개선 기여. 풀무원 다논은 그릭요거트 점유율 1위 유지, 제로슈가 신제품 출시 효과로 매출 +9.8%, 영업이익 흑자전환 달성

해외식품제조유통사업

해외전체 매출액+18.9%, 영업적자 -9억원으로 전년비 60억원 증익. 미국 매출액 +23.2%, 중국 매출액 +26.9%, 미국은 주력 품목/채널 고성장 지속. 제품별 두부 +12%, 아시안푸드 +25%. 채널별 회원제 +23%, 리테일 +16%. 외형 성장을 바탕으로 영업이익 턴어라운드 실현. 중국은 회원제 채널을 통한 신제품 출시 효과로 +72.7% 성장. 주요 신제품은 상온파스타, 냉동김밥 등으로 면카테고리 성장률 세자리수 기록. 반면 일본은 저수익 제품 딜리션 영향으로 매출액 전년비 -1.4% 감소. 회원제 채널 전용 두부바 신제품 출시하며 +14% 성장

식품서비스유통사업

매출액 +16.5%, 영업이익 +613.8% 증가. 단체급식은 오피스·군 채널 중심 신규 수주 효과로 매출 +16.4% 고성장. 컨세션/휴게소는 인천공항 라운지 T1, T2 본격 운영하며 해당 채널 +33.1% 성장

건강케어제조유통사업

매출액 +3.8%, 영업적자 -1억원으로 전년비 28억원 증익. 시판은 주력 신제품 신규 채널 진입 효과로 +23.5% 성장, 온오프라인 판매 경로 다변화. 폴무원녹즙, FI사업부는 타겟층 재정립, 저당 트렌드 맞춤형 신제품 출시를 통한 성장 기반 마련

부문별 사업 전략

국내식품제조유통은 1)지구식단 플래그십 육성, 2)온라인/CVS 채널용 실온 사업의 규모화, 3)두부/동물복지 제품 혁신, B2B는 대형 프랜차이즈 채널 공고화 목표. 해외사업은 미국 기존 B2C+신규 B2B 시장, 유럽시장 진출, 동부 라인 증설로 추가 매출 확보 계획. 일본은 충진두부, 크래프트 두부로 성장 전환 마련, 중국은 실온 파스타 신규 출시, O2O/온라인 채널 추가 확대 계획. 식품서비스 유통 부문은 기존 채널 공고화에 더해 대단지/아파트/커뮤니티/시니어 타운 등 신시장 기회 모색과 수익성 기반의 사업 구조 개선 지속 예정. 건강케어제조유통은 건강생활/녹즙/FI 사업부의 상호 시너지를 위한 채널 재정비 전략 검토 중

표1 폴무원 연결 기준 실적 추이 및 전망

(억원, %)	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24P	2024P	2025E	2026E
매출액	6,506	7,059	7,544	7,274	7,300	7,554	7,461	7,620	7,693	7,930	8,337	8,177	32,137	34,491	37,000
(% YoY)	12.1	11.2	14.0	13.4	12.2	7.0	-1.1	4.7	5.4	5.0	11.7	7.3	7.4	7.3	7.3
지주	390	301	985	-410	410	310	277	300	403	297	285	315	1,300	1,430	1,573
식품/식자재	5,400	5,802	6,015	5,841	5,771	6,118	5,710	6,084	5,820	6,072	6,200	6,023	24,116	24,357	24,600
급식/외식	1,357	1,689	1,966	1,852	1,789	1,936	1,853	1,973	2,055	2,252	2,415	2,299	9,021	9,472	9,946
건강생활	131	199	182	169	352	279	438	343	312	319	335	356	1,322	1,361	1,402
해외	1,369	1,347	1,413	1,445	1,498	1,388	1,394	1,421	1,572	1,529	1,662	1,665	6,428	7,392	8,501
내부거래	-2,142	-2,279	-3,017	-1,623	-2,519	-2,477	-2,212	-2,501	-2,470	-2,538	-2,561	-2,481	-10,049	-9,522	-9,022
영업이익	61	157	141	-96	123	168	219	110	157	169	333	252	910	1,159	1,341
(% YoY)	-17.2	70.1	-27.7	적전	101.2	6.8	55.2	흑전	27.7	0.5	52.0	128.1	46.8	27.4	15.7
지주	137	53	46	34	150	48	28	33	139	42	56	30	267	293	323
식품/식자재	155	198	123	52	122	137	173	188	118	131	246	215	710	717	725
급식/외식	-60	24	69	-20	14	50	69	9	48	67	104	59	278	292	307
건강생활	-1	-17	-1	2	-6	-15	6	-27	-26	-37	-36	1	-98	-100	-103
해외	-72	-95	-106	-181	-66	-58	-29	-69	-8	-20	-28	-9	-64	131	255
지배순이익	33	82	130	-430	33	48	86	28	24	47	145	141	357	576	759
(% YoY)	-71.7	98.7	1.4	적지	0.7	-41.1	-33.6	흑전	-27.1	-1.4	68.5	401.3	83.0	61.3	31.8
지배순이익률(%)	0.5	1.2	1.7	-5.9	0.5	0.6	1.2	0.4	0.3	0.6	1.7	1.7	1.1	1.7	2.1

자료: 폴무원, 메리츠증권 리서치센터

4Q24 Conference Call Q&A

Q1 1~2월 동향, 전략 공유 부탁

A1 국내 B2C 식품 시장은 비우호적인 환경이 지속되고 있으며, 1월 영업일수가 전년 비 4~5일 감소하면서 실적도 감소. 업황 자체가 여전히 부진한 상황이며, 연말까지 지속될 것으로 예상. 내부적으로 비용 절감 및 원가 개선을 추진 중, 히트 제품 개발을 통한 수요 창출, 판가 인상도 고려 중, 신제품 출시를 통한 간접적 가격 인상 효과도 기대

Q2 미국 시장 4분기 수익성이 3분기 대비 개선된 요인은?

A2 해상 운송 프리미엄이 하락하며 물류비 절감 효과가 있었고, 내부적으로도 비용 절감과 원가 개선 노력 적극 추진. 미국 법인은 원래 연간 BEP 달성을 목표로 했으나 달성 못함. 대신 4분기 강하게 드라이브를 걸었음

Q3 미국시장 신규 투자 계획이 있는지? 투자 규모와 이에 따른 수익성 영향은?

A3 미국에서 대규모 신규 투자 계획은 없음. 다만, 동부 공장의 두부 라인 증설이 23년 하반기에 시작됐으며, 25년 3분기 가동 목표. 추가적으로 주요 유통망 확대에 따라 일부 라인 증설이 있을 수는 있음. 현지 생산 체계가 구축되면서 원가 절감과 효율성이 증대될 것으로 예상되며, 이는 올해 미국에 긍정적으로 작용할 전망

Q4 미국 사업 계획 수립 시 환율 전망과 변동 영향을 어떻게 고려했는지?

A4 원자재 가격 상승으로 인한 부정적 영향, 미국 법인으로서의 수출에서 긍정적인 영향 둘다있음. 시뮬레이션 결과, 헷지효과로 전사적 영향은 제한적이라고 판단. 그러나 원자재 상승을 고려하여 보수적인 사업 계획 수립

Q5 한화의 아워홈 인수가 마무리되면, 사업 관련해서 어떤 변화가 있을 거 같은지?

A5 한화가 공격적으로 인수했으나, 급식 시장에서 두드러진 경쟁력을 보유했다고 보기는 어려움. 오히려 아워홈이 LG그룹에서 분리되면서, LG그룹 내에서 추가적인 급식 사업 기회를 확보할 가능성이 높아졌다고 생각

Q6 미국 1분기 가이던스 공유 부탁

A6 현재 가이던스 제공하기는 이른 시점이나, 25년에도 매출 성장률 10%대 유지 가능할 전망. 대형 히트 제품 부재가 아쉬움. 25년에는 이를 보완할 제품 개발 목표

Q7 유럽 및 동남아 시장 확장 계획이 있는지?

A7 유럽 시장 확장은 신중하게 접근할 계획, 당장은 생산 설비 투자 없이 수출 위주의 전략을 유지할 예정. 현재 암스테르담에 현지 사무소 개설했고, 미국에서 성공한 제품, 식물성 제품들을 주요 유통망을 통해 테스트할 계획. 이미 일부 유통업체들과 협의를 진행 중, 조만간 테스트용 제품이 유럽 시장에 출시될 예정. 베트남 시장 역시 장기간 테스트를 진행해 왔으나, 예상보다 지연되고 있음. 작년 말~올해 초 베트남 사업부장을 교체하고, 새로운 접근 방식으로 진행할 계획. 현재로서는 유럽과 베트남 모두 공장 신설이나 대규모 생산 설비 투자는 고려하지 않음

Q8 건강생활 사업 부문이 흑자 전환했는데, 구조적으로 적자 우려를 해소할 수 있을지?

A8 4분기에는 실적이 개선되었지만, 연간으로는 적자가 큼. 이를 개선하기 위해 외부 컨설팅을 진행했고, 25년 조직 통합을 통해 비용 절감과 시너지를 창출할 계획. 분기별로 실적 개선이 지속될 것으로 예상

Q9 지속 가능 식품 비중 확대가 매출과 수익성에 미치는 영향은?

A9 지속 가능 식품의 매출 비중은 약 50%, 매년 5%포인트씩 증가시키는 것이 목표. 지구식단도 현재 매출은 5~600억원이지만 1~2천억으로 올라가면 수익성에 상당히 기여. 해당 제품군의 수익성이 높아, 장기적으로 수익성 개선에 기여할 것으로 기대

Q10 24년과 25년 캐팩스 계획 및 재무구조 개선 전략은?

A10 24년 캐팩스는 약 1,100억원 규모로, EBITDA의 40% 수준에서 관리. 25년에도 1,200억원 이하, EBITDA의 50% 이하로 유지

Q11 24년 순차입금 규모와 연간 변화 추이는?

A11 23년 말 대비 24년 말 순차입금 규모는 비슷한 수준을 유지한 것으로 보임. 순차입금을 늘리지 않고 줄이는 것을 목표로 함

Q12 국내식품제조유통 부문의 수익성이 3분기부터 회복되는 모습, 25년에도 지속될 수 있을지?

A12 25년에도 전반적인 전략은 기존 사업의 꾸준한 성장과 이익 확보에 초점을 맞출 예정. B2C 오프라인 시장의 업황이 어렵지만, 신제품 출시와 일부 판가 인상을 통해 극복할 계획. 반면, B2B 부문은 지속적으로 성장할 것으로 기대되며, 샘플 사업도 추가 수원지 확보로 인해 OEM 비용 절감과 운송비 절감 효과를 누릴 것으로 보임. 다논도 작년에 이어 올해도 수익성 개선 전망. 고단백 제품, 슈가 프리 제품 등 신제품 지속 출시도 계획. 아쉬운 점은 국내 시장에서도 메가 히트 제품을 만들지 못한 것, 향후 하이엔드 신제품 전략을 보다 적극적으로 추진할 계획

Compliance Notice

본 조사분석자료는 제3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다. 당사는 자료작성일 현재 본 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다. 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 추천 종목과 재산적 이해관계가 없습니다. 본 자료에 게재된 내용은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 신의 성실하게 작성되었음을 확인합니다.

본 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 본 자료를 이용하시는 분은 본 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 투자 결과와 관련한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료는 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로 당사의 허락 없이 복사, 대여, 배포 될 수 없습니다.