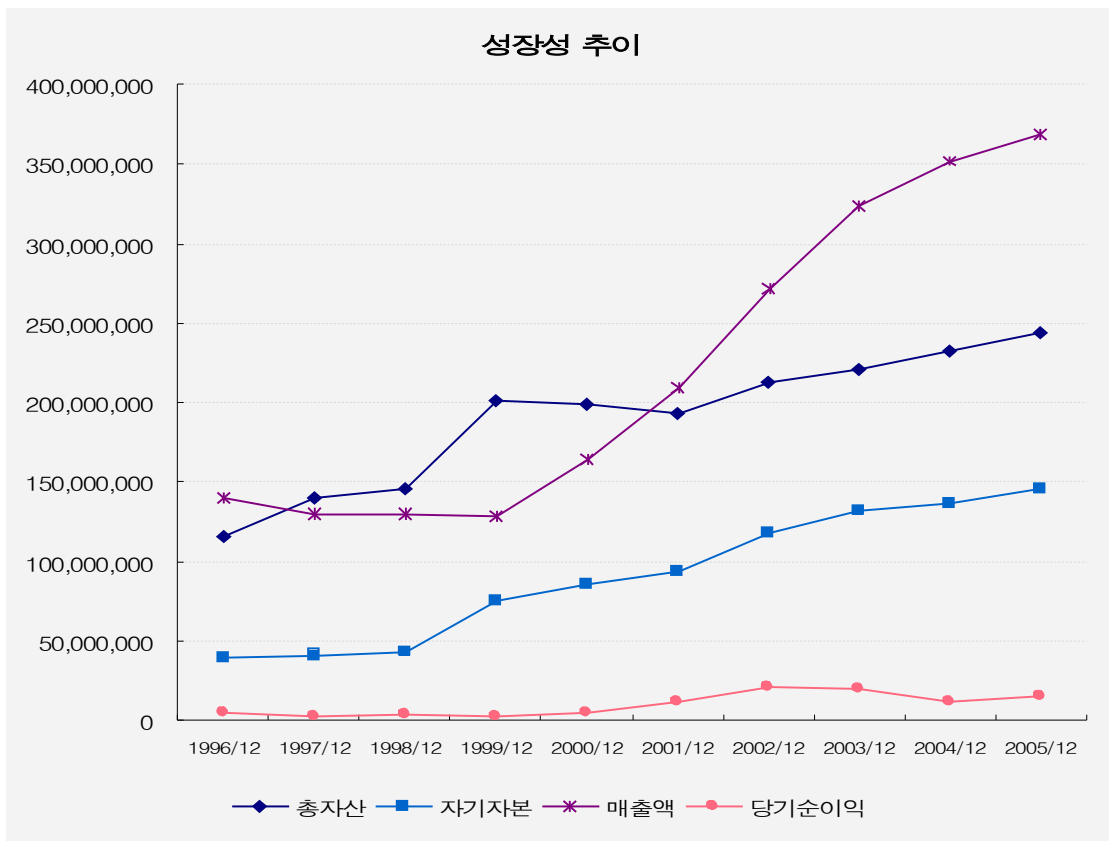


SMIC Reserch 5팀 (기성민, 김지원, 박봉휘, 부은영, 이종욱)

1. 풀무원은 어떤 기업인가?

작년 한해에 6000억 가량의 매출을 기록한 중견 식품 기업 풀무원은 1981년 압구정동에 유기농법으로 기른 채소와 과일을 파는 조그마한 무공해 농산물 직판장에서 출발해 84년 현재의 남승우 사장이 ‘풀무원’을 설립함으로써 기업의 면모를 갖추었다. 그 후 풀무원은 유기농 야채뿐 아니라 현재 매출의 대부분을 차지하는 두부, 콩나물, 김치 등 포장 가공식품, 생면, 생수 등으로 상품 군을 확대해왔다. 요즘은 대형 마트나 슈퍼마켓에서 포장 두부나 포장 콩나물을 사는 것이 일반화되었지만 풀무원이 뛰어지기 전까지 두부, 콩나물 등의 야채는 시장에서 영세한 규모로 거래가 이루어지던 부가가치가 높지 않은 제품이었다. 아무도 눈길을 주지 않았던 제품에 풀무원은 포장화하고 브랜드를 입히는데 성공했다.

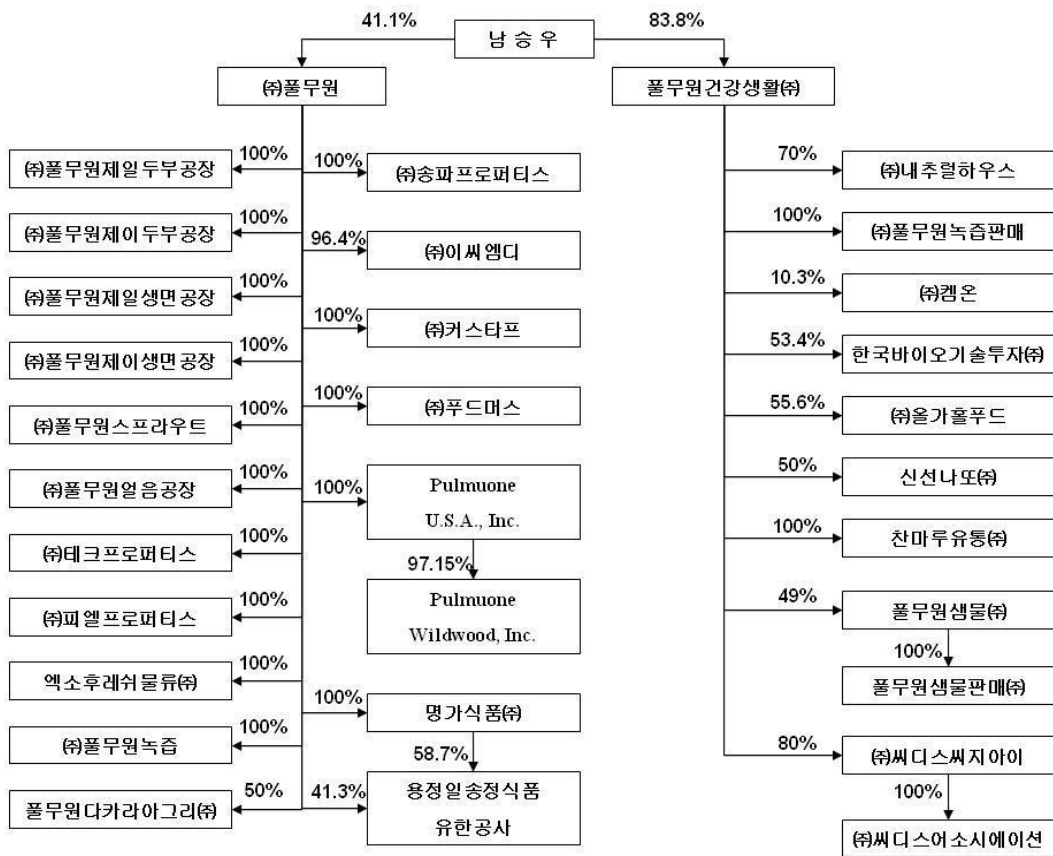


지난 10년간 풀무원의 매출은 국민 소득의 증가와 건강을 중시하는 웰빙 풍조를 타고 빠르게 성장했으며 2001년에는 매출이 총자산을 넘어서기 시작했다. 이러한 매출의 가파른 신장은 풀무원이 시장의 성장을 이끌어온 결과라 할 수 있다. 그러나 새로운 시장을 창출하고 소비자에게 제품과 브랜드를 교육시키는 데에는 그만큼의 홍보 비용이 따랐고 유통업체에 지불하는 수수료는 매출에 비례하기 때문에 판관비 비중이 높아 영업이익률은 5-10%대에 이르는 수준이다.

원래 식품장사가 팔아도 남는 게 별로 없는 사업이지만 풀무원은 규모가 비대해지면서 조직 개편과 물류 시스템의 정보체계 구축 등 업무 프로세스 개선을 통해 비용 효율을 높이고자 노력해왔으며 2003년에는 생산부문을 자회사로 독립시키고 제품 판매에 주력하기 위해 지주회사 체제로 전환하였다.

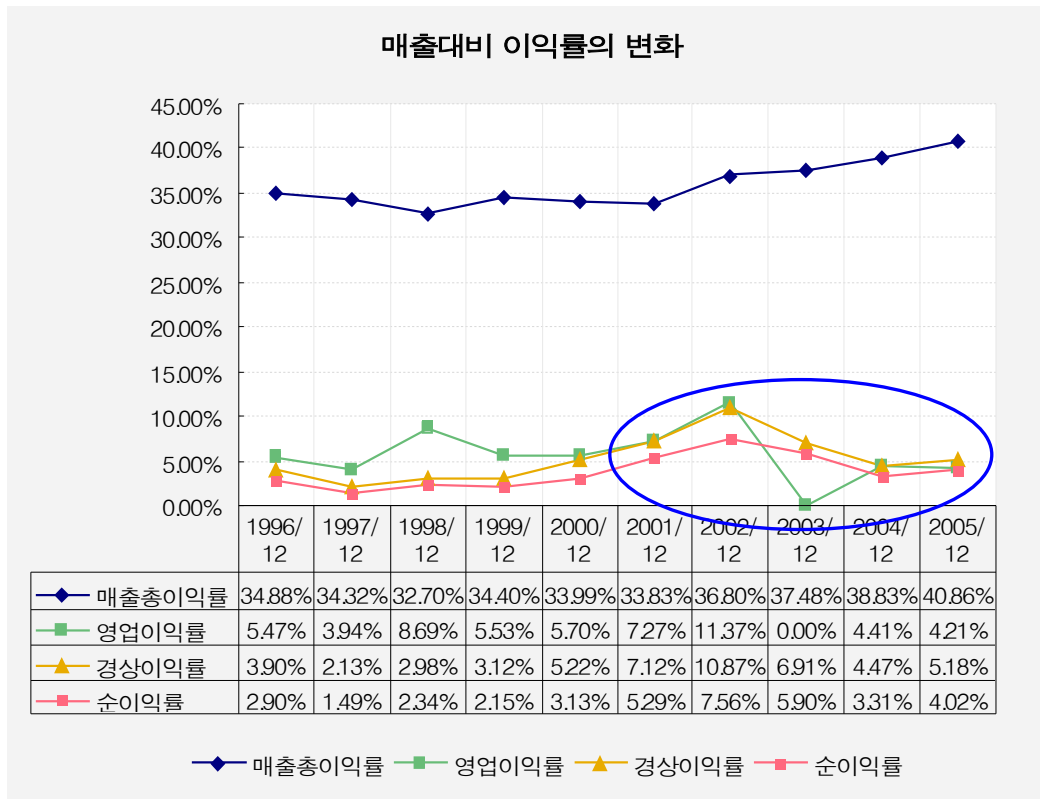
2006년 현재 (주) 풀무원의 조직도는 아래와 같다. (주)풀무원 건강생활은 (주)풀무원과 별개의 회사로 생식, 녹즙 등 건강식품과 화장품을 판매한다. 풀무원 대표이사 남승우 씨가 83.8% 지분을 가지고 있으나 직접 경영하고 있지는 않다.

풀무원의 자회사는 제품을 생산하는 공장과 창고를 가진 부동산(프로퍼티스), 냉장물류(엑소후레쉬), 위탁급식(ECMD), 식자재 유통(푸드머스) 등의 사업을 하고 있다.



<출처: 풀무원 사업보고서>

최근 몇 년간의 실적을 들여다보면 우선 매출 총이익률이 35%에서 40%로 상승, 미미하지만 꾸준히 개선되고 있다. 이는 원재료의 절반을 차지하는 국산백태의 가격이 하락한 영향도 있겠지만 다른 원재료들의 가격이 상승한 점을 감안하면 생산 효율성 개선 노력이 가시적으로 나타나고 있는 것으로 해석할 수 있다.



이러한 매출 총이익률의 증가에도 불구하고 이익 상승폭이 그만큼 따라주지 못했던 것은 2003년 2월에 두산이 풀무원의 주력 제품인 포장두부와 포장나물 시장에 진입하면서 시장점유율을 방어하기 위한 광고선전비가 급격히 증가했기 때문이다.

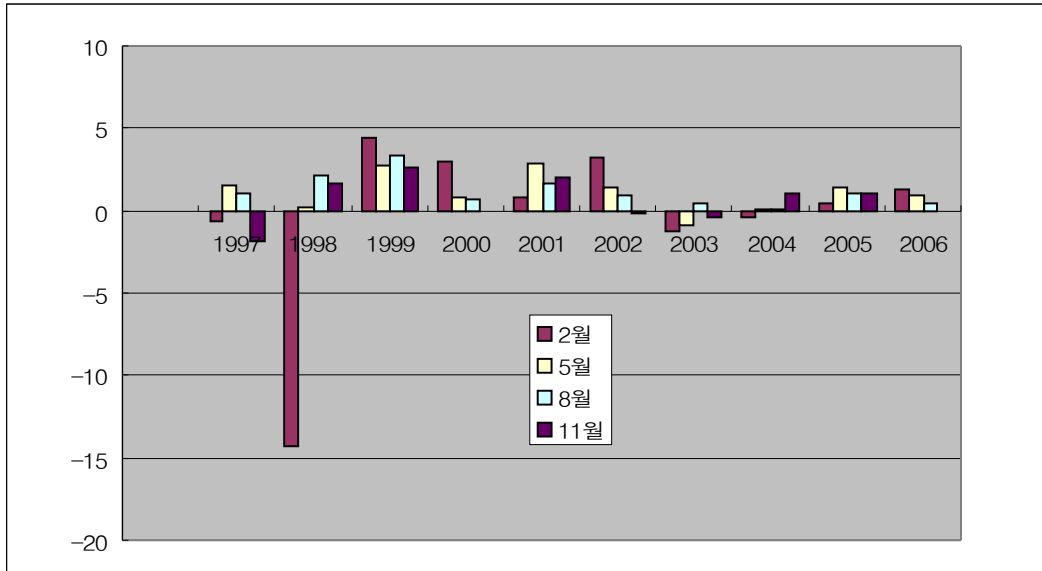
그러나 10년간 순이익 추이를 보면 98년까지 1-2%의 눈물겨운 순이익률을 보이다가 2000년부터 상승과 하락을 반복하면서 5% 내외의 순이익률을 보이고 있다.

2002년에 실적이 특별히 좋았던 것은 경기 호황에 힘입은 매출의 증대였다. 아래의 민간소비증가율 자료를 보면 IMF여파로 98년도에 소비가 크게 위축되었다가 99년과 2001년도에 회복되면서 증가했고 2001년 하반기부터 2002년 상반기까지 경제 성장에 따라 민간 소비가 크게 늘어나 풀무원의 매출액이 크게 증가했고 그에 비해 매출원가와 판관비를 덜 지출해서 영업이익과 순이익이 눈에 띄게 증가했다.

2004년에는 풀무원 제품에서 GMO(유전자 변형) 콩 검출 논란과 노조 장기 파업에 따른 공장 가동 중단, 불량 만두 파동 등 여러 가지 악재가 겹쳐 이익률 지표들이 소폭 하

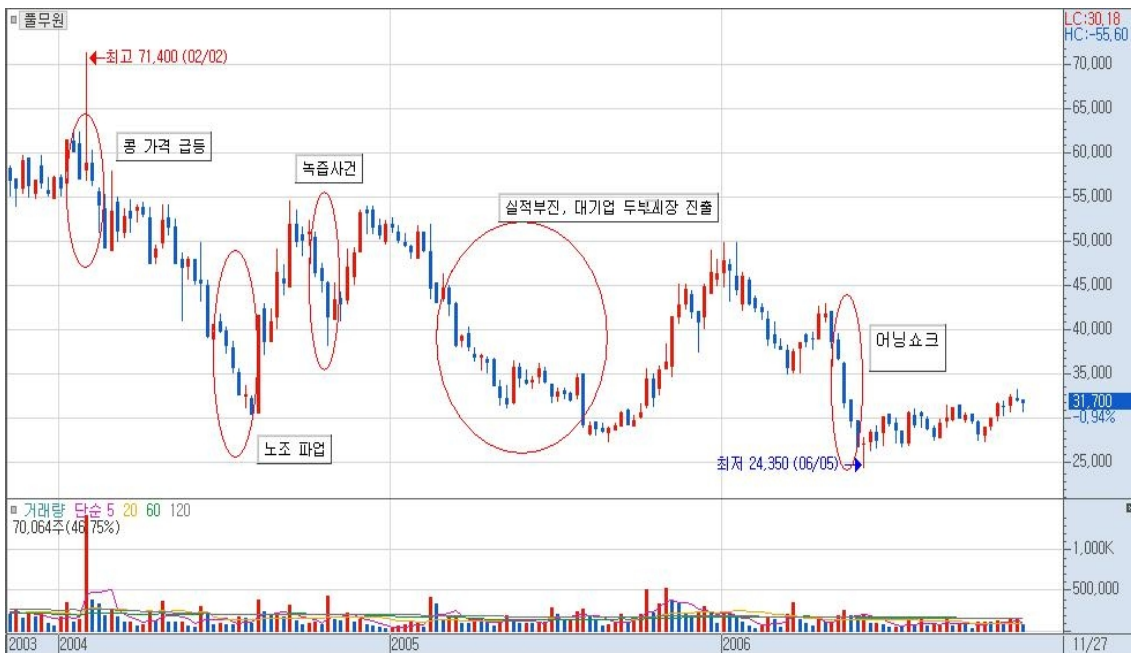
락했다가 2005년에 다시 증가하는 것을 확인할 수 있다.

<민간 소비 증가율>



<출처:한국은행>

2. 우호적이었던 시장은 등돌리기 시작해..



고속 성장 기업으로써 시장에서 주로 호평을 받아왔던 풀무원은 2003년에 두산이, 2005년에 CJ 두 대기업이 풀무원이 독식하고 있던 포장 두부 시장을 시작으로 신선 식품 시장 진출을 선포하자 우량 기업에서 순식간에 위태로운 기업으로 위상이 곤두박질치고 애널리스트들의 풀무원에 대한 평가도 냉정해졌다.

"한동안 경쟁이 심한 가운데 마케팅 비용도 늘어날 것으로 예상되기 때문에 상승 여력이 별로 없다"

"시장 성장은 제한돼있는데 대기업이 들어오면서 단가는 떨어지니 수익성이 나빠질 수밖에 없다"고 말했다.

" 예전에는 시장을 장악한 데 대해 프리미엄을 많이 받았는데 경쟁사들이 생기면서 프리미엄은 없어졌다"

"대기업들이 경쟁에 뛰어들면서 수익성이 악화되고 있고 사업구조를 바꾸어 자회사를 거느리면서 투명성이 낮아진 점을 고려해 이미 1년 전에 아예 분석 대상에서 제외시켰다"

2003년도에 5만원 대까지 올랐던 풀무원의 주가는 대기업 진출이라는 강력한 펀치를 맞고 휘청거리면서 3만원대로 떨어졌다. 2005년 3월에 SMIC에서도 경쟁 격화에 따른 수익성 악화를 근거로 풀무원에 대한 비관적인 분석 결과를 내놓은 적 있다. 당시의 밸류에이션 결과가 27000원 혹은 33000원이었는데 현재 주가가 32000원대로 그 사이에 형성되어 있으므로 단기적인 예측은 맞았다고 할 수 있다. 그러나 우리는 좀더 풀무원이라는 기업과 현재 처한 상황을 자세히 뜯어보고 장기적으로 보고자 한다. 풀무원은 과연 시장의 지배적인 시각처럼 더 이상 성장을 지속하기도 힘들고 가치가 급강하한 것일까?

3. 현재 식품업계에서는 무슨 일이..? M&A 통한 대기업 위주의 시장 재편

비교적 안정적으로 수익을 낼 수 있는 사업구조 덕분에 보수적이기로 유명한 식품업체들이 작년부터 적극적으로 기업 인수에 나서고 있다.

대표적으로 CJ는 삼호F&G를 인수한데 이어 해찬들과 하선정종합식품을 인수했고, 대상은 종가집 브랜드를 가진 두산의 식품사업을 인수했다. 동원 F&B는 2005년 7월 저온살균우유인 덴마크 우유로 알려진 디엠푸드를 인수해 유가공 사업에 진출한 데 이어 올해 2월에 해태유업을 사들였다. 사조산업은 어묵업체인 대림수산을, 오투기는 삼

포만두를 인수하는 등 최근 1-2년 사이에 굵직한 M&A가 부쩍 증가했다.

이러한 추세는 국내 시장의 성장이 정체되고 추가적인 비용 절감이 어려워져 성장 동력의 필요성을 절감하고 있기 때문이다. 매출 정체의 위기 의식에 따른 식품업체들의 인수,합병이 활발해지면서 중소기업체들의 입지가 줄어들고 식품 내에서 다양한 사업 군을 거느린 대기업 위주로 시장 구조가 재편되고 있다. 이처럼 성장 의지로 무장한 대기업들의 공격적인 영업으로 경쟁이 격화됨과 동시에 시장 자체가 성장하는 효과도 나타날 것으로 기대된다.

대기업의 영역 확장은 풀무원이 그 동안 독점을 누려왔던 신선 식품 쪽도 비켜갈 수 없었다. 2003년에는 두산(대상이 인수)이, 2005년에는 CJ가 포장 두부 시장에 뛰어든 것이다. 풀무원의 미래에 관해 부정적인 전망이 난무하기 시작한 것도 이때문이다. 그렇다면 CJ와 대상의 파급력은 어느 정도일까?

1) CJ

CJ는 소재식품 사업 군에서 현재 시장에서 절대적인 우위를 점하고 있으며 특히, 설탕과 식용유 부문은 각각 48.1%와 51.1%의 시장점유율을 차지, 강력한 시장 지배자로서 시장에서의 가격 결정권을 가지고 있다.

CJ의 대표적인 브랜드로 전국민에게 친숙한 '백설'. 83.1%라는 절대적인 시장점유율을 자랑하는 조미료의 대표주자 '다시다'를 비롯해 각종 신제품들은 시판 때마다 소비자와 업계의 주목을 받아왔다.

<CJ 제품별 시장 점유율>

주요제품	'06년 3분기(%)	'05년(%)	'04년(%)	비고
다 시 다	83	84	83	1 위
육 가 공	29	27	24	1 위
설탕	48	48	48	1 위
밀 가 루	25	25	25	1 위
대 두 유	48	48	50	1 위

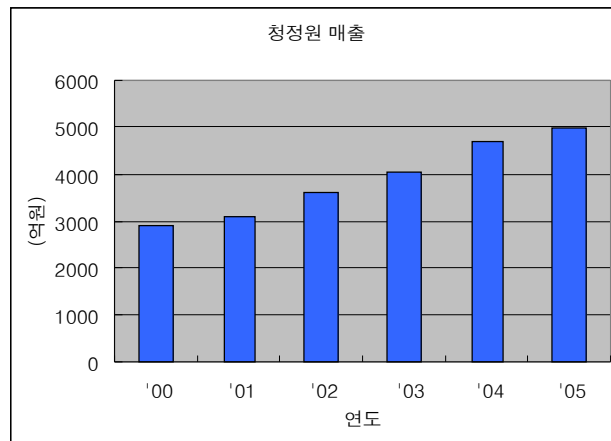
<출처: 사업보고서>

CJ는 1996년 '사먹는 밥'이라는 새로운 컨셉트로 시판된 '햇반'을 필두로 국내에 디저트 시장이라는 새로운 시장을 형성한 '쁘띠첼', 피트니스 음료시장을 개척한 '팻다운' 등 소비자의 잠재 수요를 간파하고 이를 공략한 제품을 출시해 새로운 시장을 창출하며 시장 선도자의 면모를 과시했다. 신제품 출시력 뿐만 아니라 이를 축적된 브랜드 파워와 마케팅 능력과 연결시켜 시장을 장악하는 것 역시 CJ의 힘이다.

이미 식품업계의 선두로 굳건히 자리를 잡은 CJ 역시 장기 성장을 위해 기업 인수에 열심이다. 2005년 2월 수산가공 2위 업체인 삼호 F&G를, 장류 사업 보강을 위해 2005년 말 해찬들을, 올해(2006년) 8월에는 김치와 액젓 사업 강화를 위해 하선정식품을 인수했다. 이러한 최근의 움직임들은 CJ가 기존의 주력 사업인 상온 가공식품에서 신선 식품 분야로 눈을 돌리고 있음을 시사한다.

2) 대상

대상은 조미료의 대명사인 미원을 만드는 (주)미원에서 출발해 소재식품을 통해 성장했다. 미원과 간장, 고추장 등 장류 제품을 통해 성장해왔으며 인공 조미료의 이미지가 강해 1996년 청정원 브랜드를 도입했다. 우리가 잘 알고 있는 임금님표 순창고추장은 청정원 순창고추장으로 이름이 바뀐 후 매출이 크게 늘어나는 등 브랜드화를 통한 제 2 도약에 성공했다.



현재 대상의 제품별 시장 점유율은 아래와 같다.

<대상 제품별 시장점유율>

구분	06년 3분기 (%)	05년 (%)	04년 (%)	경쟁사
전분당	33.20%	32.50%	31%	66.80%
미원류	98.50%	98.60%	98.40%	1.50%
종합조미료류	13.80%	13.10%	14.90%	86.20%
고추장류	47.20%	45.60%	43.10%	52.80%

<출처: 사업보고서>

조미료와 장류에 집중해왔던 대상은 두산으로부터 종가집 브랜드를 인수하면서 신

선 식품으로 진출하기 시작했다. 종가집은 포장 김치 부문에서 70% 점유율의 압도적인 시장선도 제품이다.

2005년 11월에 대상은 자회사였던 (주)대상식품을 흡수 합병했는데 목표는 '식품전문 기업으로서 연구개발, 생산, 마케팅 조직의 일원화를 통한 효율성 제고 및 경쟁력 강화'로 식품 사업에의 강력한 의지를 보였다.

4. 신선식품 시장의 현재와 미래는? 밝은 성장 전망

이렇게 CJ와 대상, 식품업계의 두 거인들이 신선 식품 시장에 뛰어드는 이유는 신선 식품 시장의 성장 잠재력이 높다고 판단했기 때문이다.

신선편이식품(최소가공농산물 fresh-cut)은 세척, 절단된 후 사용자 혹은 소비자의 요구에 맞는 형태와 크기로 포장되어 유통, 판매되는 채소 및 과일 등을 말한다. 신선편이 농산식품은 구미 선진국, 특히 영국이나 프랑스에서는 1990년대 초부터 이미 그 시장이 폭발적으로 성장하고 있다. 1999년 미국에서 판매된 과일 및 채소류의 10%정도가 신선편이식품류였고 금액으로는 80억 달러에 달하였다. 시장은 계속적으로 성장하여 2003년도에 120억 달러, 2005년도에 150억달러에 달하였고 연평균 19.5%의 고속성장을 하였다.

이 같은 신선편이식품 시장의 성장 배경에는 생활방식과 소비패턴의 변화가 있었다. 식품 소재별로는 과일,채류의 비중이 점차 증대되고 있으며 신선한 식품에 대한 수요가 급신장하고 있다. 이는 건강지향적인 가치관의 확산에 의한 것으로 볼 수 있으며 세계적인 트렌드이다. 식품 구입 방식은 간편성과 합리성을 추구하는 방향으로 변화하고 있다. 이는 여성의 사회 진출, 맞벌이 부부의 증가와 조리 기회 감소 등과 밀접한 관계가 있으며 구입한 과일, 채류를 낭비하는 손실 발생을 줄이려는 경제적 소비 성향에도 영향을 받은 것으로 판단된다. 따라서 "편리하게 바로 먹을 수 있는 상태의 과일이나 채소"(이하 신선편이식품)에 대한 선호가 증가함에 따라 기존 과일 및 채소류의 유통 방법에서 탈피하여 상당량의 신선한 농산물이 점차 최소 가공 처리되어 유통되게 되었다.

그렇다면 국내 신선편이식품 시장의 현황은 어떠한가?

국내 전체식재시장은 연간 약 10조원에 달하며 2005년도에는 약 14조원으로 추정된다. 그러나 국내 신선편이 농산물 시장은 그간 풀무원 외에 브랜드 기업이 없었고 영세한 업체들이 난립해 있어서 정확한 통계를 내 그 규모를 파악하기 힘든 실정이다. 농가나 가내수공업으로 공급되는 신선 제품은 대부분 시장현지에서 소량씩 처리되거나 유통매장에서 간단히 포장하여 판매하고 있다. 최근에 수요층의 확대와 농산물의 유통시

시스템이 개선됨에 따라 신선편이식품시장은 급속도로 신장하고 있고 품목도 다양화되고 있다.

<국내 신선식품 종류 및 시장규모>

분류	제품군	시장규모	비고
두부류	두부	4000억	냉장보관
나물류	콩나물	3000억	Cold chain system
	싹틔채소	50억	
생면류	생칼국수, 생우동, 생라면	1200억	유통기한 1개월 미만
음료류	주스 및 기타	약1조	롯데 45% 해태 35% 기타 20%

자료: 식품저장유통학회

품목별 국내 신선편이식품시장의 현황은 아래와 같다.

두부류
두부시장 규모는 총 4000억으로 포장두부 1800억(45%), 판두부 3200억(55%)이다. 국내 브랜드 두부류 시장은 풀무원의 ‘풀무원두부’와 두산의 ‘종가집두부’에 이어 CJ의 ‘행복한 두부’가 가세하면서 국내 브랜드 포장두부 시장에 대기업이 참여하였다.

나물류
①새싹 시장 대농바이오에서 선보인 ‘새싹마을’과 CJ ‘프레시안 신선야채’에 이어 풀무원 ‘싹틔’이 가세하면서 국내 브랜드 sprout 시장이 형성되고 있다.
②콩나물 시장 국내 콩나물 시장 전체 규모는 약 3000억원으로 추산되며 포장용 콩나물은 630억원이다. 풀무원은 포장용 콩나물 시장에서 약 48%, 전체 콩나물 시장에서는 약 10%를 차지하고 있다.

계란
현재 계란 시장의 규모는 총 1조 2000억 원으로 브랜드 계란이 그 중 3000억 원이다.

풀무원이 300억, CJ푸드시스템이 250억, 오뚜기가 100억 원으로 3사가 주도하고 있다.

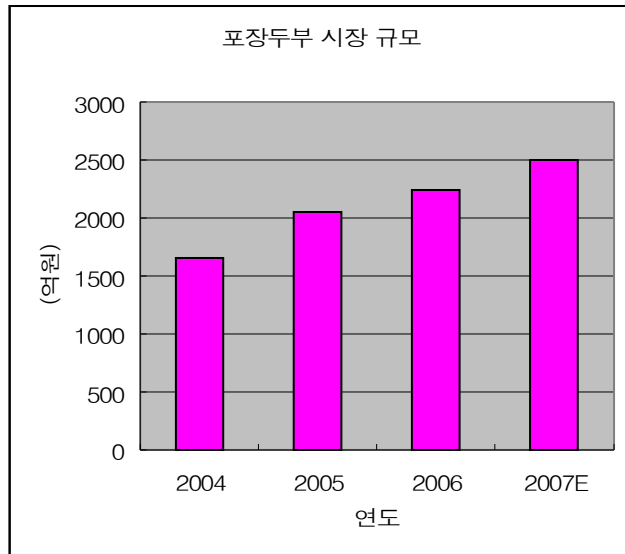
일반 벌크채소가 주류를 이루던 채소시장 역시 점차 고급화, 브랜드화 하고 있다. 안전성의 측면에서 친환경, 유기농 제품이 선호되며 편리성의 측면에서 소규모 포장한 채소들로 시장이 변화하고 있다. 국내 시장은 아직 형성단계에 있으며 웰빙트렌드와 사용편의성을 추구하는 신세대 성향을 감안할 때 성장 전망은 밝다고 본다. 가격이 2배가 넘어도 유기농 채소를 구매하는 사람들이 증가하면서 대형 식품 매장에서도 브랜드 채소의 판매비중을 늘리는 추세이다.

5. Blue ocean의 Red ocean화?

대개 식품 사업이라 하면 첨단 산업도 아니고 정제되어 있고 오래되고 고루한 사업이라고 생각하기 쉬운데 신선 식품의 시장은 이제 겨우 태동하고 있는 것이다. 포장두부 시장만 해도 연 10%씩 성장하고 있으며 CJ가 뛰어든 이후 포장두부 시장 규모가 종래의 판두부 시장 규모를 처음으로 앞지르는 등 시장 성장이 가속화되고 있다. 풀무원의 시장진입 후 매년 평균 5%정도로 판두부 시장이 줄어들고 있어 2003년 2000개였던 두부제조업체가 2005년에는 1600개로 줄어들었다. 시장을 키우는 것은 혼자 할 때보다 둘이 할 때 더 빨리, 효율적으로 할 수 있는 것이 이치다.

성장하는 산업에 신규 진입자가 늘어나서 경쟁이 치열해지는 것은 당연하다. 풀무원 역시 막강한 자금력과 유통력을 가진 대기업의 진출로 독점하고 있던 시장의 점유율을 어느 정도 잠식당하는 것은 불가피할 것이다. 그러나 매스컴이나 주식 시장에서는 대기업의 진출로 인해 경쟁이 격화되고 있다는 사실에만 주목할 뿐 시장 전체의 파이가 커지는 효과는 과소평가하고 있는 듯하다.

이는 풀무원 두부 제품의 2005년과 2006년도 3분기 누적 매출을 비교해보면 1천 70억에서 1천 14억으로 6.2% 증가한 사실에서도 확인할 수 있다.



풀무원의 현재 매출액 중 40%로 가장 큰 비중을 차지하는 두부뿐만 아니라 콩나물, 생면 시장도 마찬가지로 대기업의 진입에 따라 시장 확대의 효과가 있을 것으로 예상된다. 뿐만 아니라 아직 상품화하지는 않았지만 풀무원이나 다른 기업이 진출할 수 있는 신선 제품의 영역은 많다고 생각되며 눈앞의 두부 시장만 놓고 성장 동력을 상실했다고 단정할 수도 없을 것이다.

6. 장기적으로 게임이 어떻게 진행될까? CJ vs. 풀무원

두산은 2004년 '두부종가'라는 제품으로 포장두부 시장에 뛰어 들었다. 생두부, 뜬두부 등 신개념의 제품을 소개하면서 20% 점유율을 달성하겠다는 야심찬 목표를 가지고 시작했지만 풀무원의 벽은 높았고 8%정도의 점유율로 만족해야 했다. 최근 (2006년 10월) 두산은 김치 제품의 수익성 악화와 함께 신선 식품에서마저 풀무원, CJ에 밀려 고전을 면치 못하자 중공업 사업에 집중하기 위해 식품 부문을 ㈜대상에 매각했다. 대상이 앞으로 어떻게 포장 두부에서 영역을 넓혀갈지는 미지수지만 조미료와 장류에 집중해 와서 신선 제품에 대한 이해나 물류 체계가 부족한 대상이 단기간에 급속도로 시장을 잠식하기는 힘들어 보인다.

대상과 풀무원이 직접 총돌할 제품은 포장김치다. 포장김치 시장은 1800억 원 규모로 대상이 인수한 종가집 브랜드가 70%, 풀무원이 11%, CJ와 동원 등 기타 업체들이 나머지를 차지하고 있다.

김치 외에 딱히 잘 나가는 신선 제품도 없고 인공 조미료를 만들어온 대상은 단기적으로 큰 위협이 되지는 못할 것이다. CJ 역시 신선 식품에 대한 노하우가 부족한 것은 마찬가지이다. 신선 제품은 제품에의 신뢰도를 바탕으로 한 브랜드가 특히 중요한데 CJ는 포장 두부에도 설탕, 식용유 등 소재식품에 사용해온 '백설' 브랜드를 그대로 사용

하고 있다.

그러나 CJ가 시장을 이해하고 파고드는 능력은 무시하기 힘들다.

한 예로 최근 드레싱 제품 시장의 판도 변화를 들 수 있다. 오뚜기가 케첩, 마요네즈 등으로 45%, 대상이 30%로 드레싱 제품 시장을 주도하고 있었다. 그러나 CJ와 풀무원이 2005년에 웰빙 샐러드 드레싱으로 가세하기 시작해 2006년 상반기에 CJ가 27%로 오뚜기(25%)를 제치고 풀무원이 19%로 대상(17%)를 밀어내고 3위에 올랐다. 오뚜기와 대상이 뒤늦게 녹차 드레싱, 갈릭 드레싱 등을 내놓았지만 이미 점유율이 역전된 뒤의 늦은 대응이었다.

이러한 사례를 통해 강력한 브랜드를 가지고 빠르게 변화하는 소비자의 입맛을 파악해 제품을 내놓을 만한 역량을 지닌 CJ와 풀무원, 두 기업이 신선 제품에서 시장을 선도하며 맞대결을 펼치는 경쟁 구도를 예상해볼 수 있다.

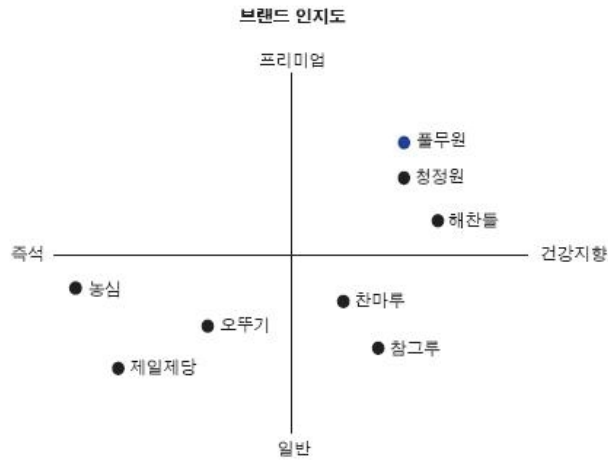
7. 풀무원이 가진 무기들

1) 프리미엄 브랜드

풀무원은 소규모 직판장에서 시작해 84년 7,800만원, 87년 100억 원, 92년 1,000억 원, 06년 3분기 누적매출액 4,900억 원을 달성했다. 여기서 우리가 주목해야 할 부분은 이같은 비약적인 매출액 성장보다도 창립 당시부터 지금까지 20년이 넘게 유지하고 있는 ‘프리미엄 브랜드’로서의 풀무원이다.

풀무원은 창립 당시부터 ‘안심하고 먹을 수 있는 바른 먹거리’를 제공하겠다는 일념하에 원재료 구매, 수송, 관리를 엄격히 해왔다. 이 같은 풀무원의 철학을 이해하기 위해서는 회사를 세우고 키워온 남승우 사장이라는 인물을 잠깐 들여다볼 필요가 있다.

서울대 법대 출신으로 사법고시에 낙방하고 현대건설에서 일하다 친구와 동업으로 풀무원을 설립한 남승우 사장은 처음부터 안전한 식품에 대한 신념으로 사업을 해왔다. 수익성을 외면한 것은 아니었지만 국내 콩 농지면적의 감소로 외국산 콩 사용이 불가피해지자 이로 만든 제품은 따로 ‘명가’와 ‘찬마루’라는 브랜드를 만들어 국산콩 제품과 구분하는 식으로 고객 앞에 정직하겠다는 원칙을 지켜왔다. 유통망도 마찬가지로 공장에서 제품이 생산되면 야간에 냉장차로 수송해 3-5일간의 유통기한동안 판매 후에 기한이 지나면 전량 폐기 처분한다. 이 같은 풀무원의 원칙은 식품첨가물 완전표시제가 시행되기 전부터 자발적으로 100% 성분을 공개하는 자신감으로 이어졌다.



(출처: IR자료)

폴무원의 브랜드는 처음부터 ‘고품격 브랜드’를 목표로 소비자를 공략했다기보다는 품질 관리 노력들이 쌓인 결과 ‘믿을 수 있는 브랜드’로 자리잡은 것에 가깝다. 폴무원을 선택한 것도, 프리미엄 브랜드로 키운 것도 소비자였다. 이러한 충성도 높은 고객 집단은 폴무원이 일반 식품기업보다 높은 가격을 책정할 수 있는 원동력이다.

아래 CJ와 주요 제품의 가격을 비교해보면 같은 상품에 대해 폴무원이 더 높은 가격을 매기고 있다. CJ가 현재 시장 진입 단계로 덤으로 끼워주는 판매전술로 시장 확대를 노린다는 전략이지만, 이는 장기적으로 한계가 있을 것이고 차후에 가격을 인상하면 같은 가격이면 폴무원 제품에 길들여진 고객 집단을 가진 폴무원에 유리할 것이다. 대상의 증가집 두부는 폴무원과 똑같은 가격을 책정하고 있는데 이는 선도 주자인 폴무원 제품보다 높은 가격을 매길 경쟁력이 없기 때문이다. 따라서 신선 제품 분야에서 여전히 폴무원이 가격 결정권 우위를 가지고 있음을 유추해볼 수 있다.

<CJ, 폴무원 주요제품 가격비교>

	CJ	폴무원
만두	‘백설 김치군만두 900g’ 5,480원	‘폴무원 김치찜만두 720g’ 5,800원
계란	‘CJ 알짜란 10구’ 2,800원	‘폴무원 목초란 10구’ 3,100원
두부	‘CJ 행복한 콩두부 찌개용 420g’ 1,840원	‘폴무원 옛맛두부 찌개용 420g’ 2,100원

(자료 : 12월 1일 이마트 인터넷 쇼핑물)

2004년에는 까르푸에서 낮은 마진으로 납품을 요구하자 폴무원은 신선식품에서 가장 먼저 납품을 중단하고 전 제품을 철수했다. 석 달 뒤 CJ가 폴무원의 뒤를 이어 까르푸에서의 철수를 결정했고 폴무원, CJ를 놓친 까르푸는 할인마트에서 중요한 제품인

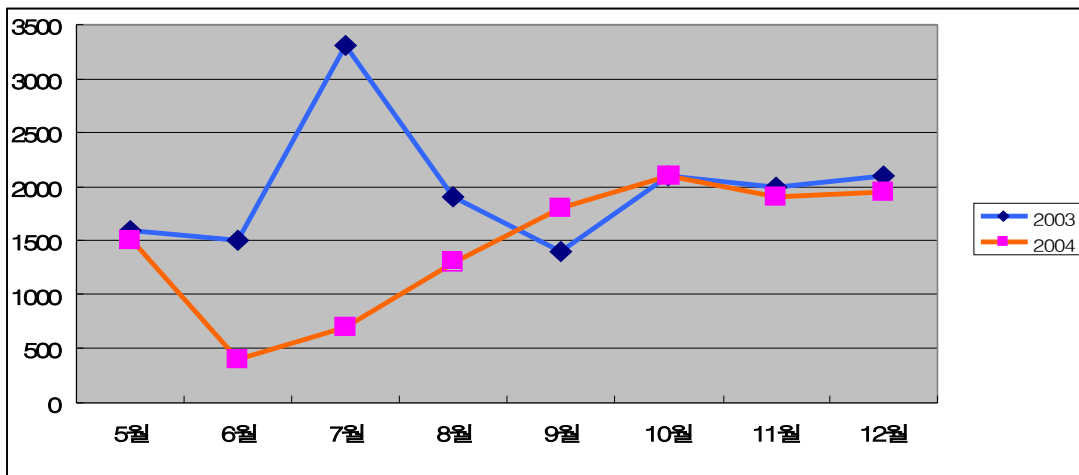
신선제품에서의 경쟁력을 상실했다.

이 사례를 통해 두 가지 사실을 추론해볼 수 있다. 첫째, 신선제품은 광범위한 제품을 취급하며 최종소비자와의 접점을 쥐고 있어 통상적으로 협상력 우위를 지닌 유통업체도 고객을 유지하기 위해서 놓쳐서는 안될 중대한 제품이라는 것이다. 둘째는 신선제품 시장에서 풀무원의 위상이다. 독점 체제는 무너졌지만 여전히 풀무원은 시장 지배자의 위치에서 경쟁 기업들의 영업 결정에 직, 간접적인 영향력을 행사하고 있다고 볼 수 있다.

그러나 풀무원도 순탄한 길만 걸어온 것은 아니다. 대표적인 사건이 1999년부터 5년여를 끌었던 ‘GMO두부 파동’이다. 소비자보호원이 GMO검사 후 풀무원의 제품에서 GMO성분이 검출되었다고 발표했고 풀무원은 시험검사 방법에 이의를 제기하며 소송을 걸었고 3년 6개월간 결론을 내리지 못하다가 2003년에 풀무원이 소비자 보호원을 존중한다는 명분으로 소송을 취하하고 소비자보호원도 이를 받아들였다.

2004년은 불량 만두파동으로 전년도에 2100억원 규모의 만두시장이 1500억원으로 크게 위축됐던 해였다. 당시 CJ는 사건 초기에 아무 문제가 없다고 밝혔다가 만두 생산을 맡겼던 OEM업체가 불량 만두소 제조업체임이 밝혀져 17%점유율 하락으로 타격을 입었지만 불량 업체 명단에 없었던 풀무원과 해태제과는 각각 17%, 26%로 점유율이 증가하는 반사이익을 얻기도 했다.

<풀무원의 2003, 2004 만두 매출액 비교>



(자료: 풀무원)

이 외에도 유부에서 GMO검출, 녹즙 농약 사건 등 풀무원의 브랜드에 타격을 입힐 수 있는 크고 작은 사건들이 있었지만 그 때마다 풀무원은 원료 성분과 생산 현장 공개, 자발적 검사로 대응하면서 위기를 잘 극복하면서 브랜드를 유지해오고 있다.

2) 지주회사 전환과 자회사 구조조정의 장기적 성과 기대

풀무원은 2003년 3월 지주회사 체제로 전환했다. 물류 창고와 공장, 그리고 일부 사업 부문을 자회사로 물적 분할했는데, 물적분할이란 기존 회사의 일부를 자산을 따로 떼어서 자회사로 편입시키는 것으로 자회사의 지분은 모회사가 100% 소유하게 된다. 2003년 풀무원의 유형자산과 투자자산의 비중이 역전된 것도 현금이 아닌 유형자산을 자회사에 현물출자 했기 때문으로 보인다.

<지주회사 후 회계변경>

	2002년말	2003년말
투자유가증권자산	36,501	136,084
유형자산	107,436	25,984

출처: 공시자료

풀무원이 지주회사 체제로 전환한 배경은 무엇일까. 2000년 3월 11일 풀무원이 생명공학 사업으로 진출하겠다고 공시한 후 5일만에 주가가 3만 500원에서 2만 860원으로 폭락했

다. 문어발 확장에 대한 질책에 생산, 제조 부문은 자회사에게 넘기고 풀무원은 브랜드 관리와 영업, 성장을 위한 다각화에 집중하기 위해 지주회사 체제로 전환했다.

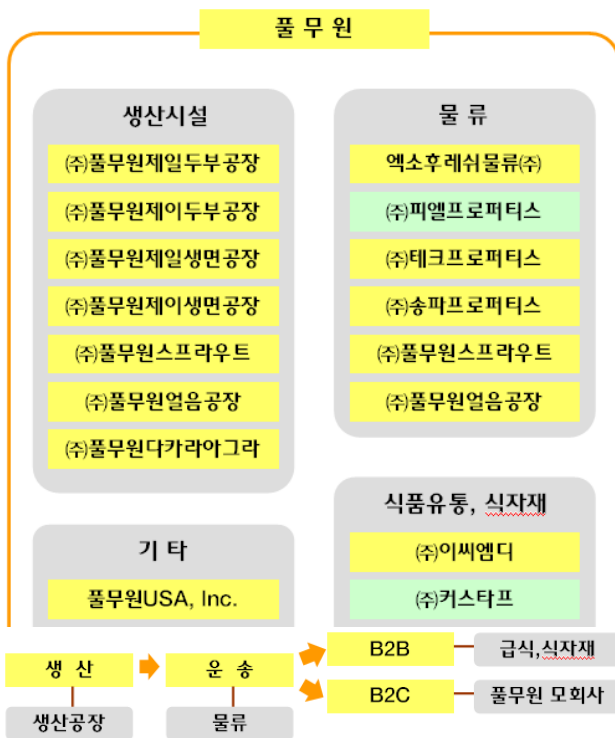
지주회사가 되기 위해서는 단순히 경영권을 확보할 수 있는 지분이 아니라 정해진 요건(상장자회사 30%, 비상장자회사 50% 이상)의 지분을 보유해야 하며 부채비율이 100% 이하여야 한다. 대개는 지주회사체제로 전환하면 관계회사 간의 거래가 투명해지고 책임소재가 명확해진다는 장점이 있으나 비상장 자회사의 정보가 제대로 공개되지 않는다는 단점이 있다.

풀무원의 경우에도 주요 자회사인 (주)이씨엠디나 (주)푸드머스, 엑소후레쉬 물류 등의 자회사가 모두 비상장 기업이어서 연결 재무제표를 통해 자산 규모나 손익에 규모를 추정해 볼 수 있을 뿐 정확한 사업 현황을 알기가 힘들다.

그러나 지주회사 전환 이전의 자회사 현황을 보면, 남승우 사장의 기업과 풀무원의 기업이 얽혀서 풀무원의 영업 활동이 과연 주주를 위한 것이었는지 의문이 드는 지배 구조였다. 하지만 남승우 사장의 회사가 유통부분으로 국한되면서 지배 체계가 투명해지게 되었다.

중요한 것은 지주회사 전환이 3년도 더 지난 이야기라는 것이다. 이미 시장에서는 지주회사 변환에 따른 평가가 끝난 상황이라고 봐도 무방하다. 여기에서 언급하고 싶은 것은 지주회사는 장기적으로 주주에게 더욱더 이익을 준다는 사실이다. 그 이유는 사업 포트폴리오 관리나 구조 조정이 용이하고, 투자자들이 이에 따라 회사가 앞으로 어떠한 전략을 세우고 추진하고 있는지 판단할 수 있기 때문이다.

실제로 자회사들의 구조조정은 현재 진행형이다. 2003년 1월 자회사 분할계획이 발표된 이후 2006년 11월 20일 (주)커스타프가 (주)이씨엠디 에 흡수합병 할 때까지 꾸준히 자회사의 분할, 합병이나 인수, 매각은 이루어져 왔다. 사실 규모나 분위기로 볼 때 이들의 인수, 합병을 거듭하는 것은 마치 기업 안에서 부서의 구조조정을 하는 것처럼 보이지만, 실제로 이들의 구조조정 효과가 나는 것은 인수, 합병을 하고 통합과정(PMI)을 거친 후의 일이다. 따라서 이들의 자회사 현황을 보면서 풀무원의 미래상을 파악하는 것이 가능하며, 이를 통해 풀무원이 이루어낼 시너지를 예상해 볼 수 있다.



무려 18개에 달하는 풀무원의 자회사들은 크게 세 집단으로 묶을 수 있다. 생산공장과 물류, 그리고 식품 유통 및 식자재 산업이 그것이다. 각 부문의 사업들은 풀무원 사업과 서로서로 유기적으로 연결되어 있는 한편 독자적인 사업도 영위하고 있다.

위탁급식과 외식업체를 맡고 있는 ECMD의 실적과 식자재 유통을 담당하고 있는 푸드머스, 식자재 물류를 담당하는 엑소후레쉬의 실적은 서로 상관 관계를 가지고 있다. 푸드머스는 모회사인 풀무원으로부터 식자재를 조달하고 엑소후레쉬는 풀무원의 물류를 담당하므로 이들 실적은 풀무원의 실적에도 연동된다.

사업 성격상의 시너지 외에도 자회사들은 독자적인 사업을 확대하는데 풀무원 브랜드를 활용할 수 있다. 엑소후레쉬 물류는 풀무원 물류를 담당해온 노하우를 활용해 오양수산, 대림수산, Dole Korea를 고객으로 확보하면서 3자 물류로 영역을 넓혀가고 있다. 푸드머스나 ECMD는 아직 풀무원 브랜드와의 시너지 효과가 가시화되지 않았으나 CJ푸드시스템의 급식 안전 사고로 학교 급식 기준이 엄격해지면서 안전에 대한 신뢰도가 높은 풀무원 브랜드 효과를 볼 수 있을 것으로 기대된다.

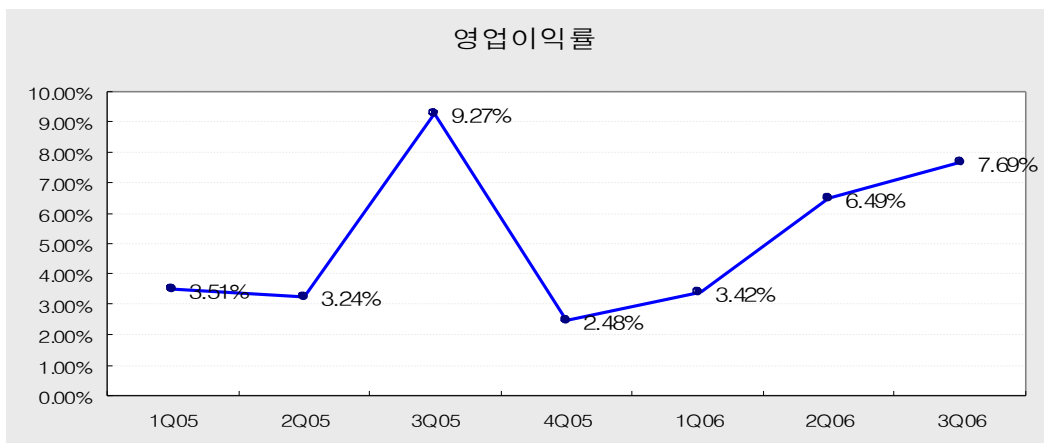
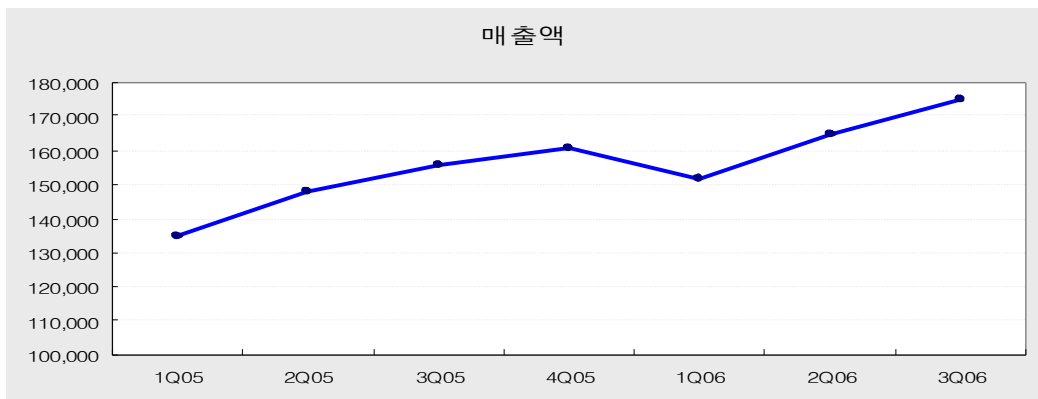
3) 상승하는 영업 이익률

앞에서 언급했다시피 신선 식품 분야가 성장하고 있어서 경쟁자들의 진입에도 매출이 감소하지는 않았다. 그러나 경쟁사 진입은 홍보 비용을 증가시켜 영업이익률에 타격을 준다.

두산의 진입으로 독점 체제가 처음으로 위협을 받은 2003년에 풀무원의 광고선전비가 67억에서 18억으로 3배 가량 증가해 영업이익률이 1%아래로 떨어졌다. 2004년 2005년에도 시장 점유율 방어를 위한 판촉비 과다 지출로 매출 증가에도 불구하고 영업이익은 이전 수준을 유지했다.

풀무원은 올해 들어 비생산적인 마케팅 비용을 줄이기 시작해 작년 4분기를 기점으로 영업이익률이 상승하기 시작해 3분기에는 7.69%의 높은 이익률을 보였다.

2003년부터 2005년까지는 두 대기업이 시장 진입 단계라 경쟁적인 판촉 활동으로 영업이익률 고수가 힘들었지만 앞으로 시장 구조가 자리를 잡으면 영업이익률이 안정을 찾아 매출 증가가 이익으로 이어질 것으로 보인다.



8. Risk : 식품업계의 영원한 리스크, 안전성

삼양라면은 한 때 라면시장 점유율 80% 이상을 기록하며 절대적 지배력을 과시했지만 89년 세상을 떠들썩하게 했던 우지 파동으로 한 순간에 시장점유율이 10%대로 주저앉는 것을 지켜보아야 했다. 최근 있었던 급식파동의 경우에도 CJ 푸드시스템즈(주)가 결국은 학교급식 사업에서 철수하고 말았다. 그 결과 CJ에 대한 이미지가 나빠지면서 만두 등 다른 제품의 매출까지 줄어드는 모습을 보였었다.

식품 관련 회사에게 있어서 안전성과 관련된 리스크는 늘 존재한다. 제품 하나하나를 일일이 검사하기도 힘든 노릇이고 납품업체 공정을 세부적으로 체크하기도 힘들다.

그러나 풀무원이 식품 안전성 문제로 한 번에 주저앉을 가능성은 적어 보인다. 식품 안전 파동을 전화위복으로 삼은 위의 사례들을 통해서도 그렇고 무엇보다 풀무원의 사장이 '한 번의 실수로 공든 탑이 무너질 수 있다'는 사실을 잘 인지하고 사전 예방을 위해 노력하고 있다.

9. 결론 : 지금이 우량주를 저가에 매수할 수 있는 적기!

현재 주식시장에서 풀무원의 독점 프리미엄은 사라진 지 오래다. 그러나 우리가 강조하고 싶은 것은 시장은 '신규 경쟁자 진입'이라는 사실의 양면 중 한 면에만 주목하고 있다는 사실이다. 진입장벽이 무너지고 경쟁이 격화되어 시장 전망이 밝지 못하다는 전망이 우세하고 막강한 자금력과 규모를 가진 CJ에 대한 공포로 풀무원의 브랜드와 잠재력은 과소평가 받고 있다.

향후 내수 경기 전망이나 시장 점유율에 대한 예측으로 구체적인 매출액 성장률을 구해 Valuation 결과를 제시하는 것은 어렵겠지만 풀무원이라는 우량한 기업의 가치가 저평가되어 있다는 우리의 결론을 근거로 매수 추천을 하고 싶다.