풀무원 (017810)

4Q25 Review

음식료/유통
Analyst 김정욱
6414@meritz.co.kr

Meritz Research 2026. 3. 5

4Q25 실적은 8,592억원으로 전년비 5.1% 증가, 영업이익 243억원으로 전년 대비 6.7% 감소해 컨센서스 280억원 대비 13.2% 하회. 풀무원 샘물의 온라인 가격경쟁 심화에 따른 수익성 부담과 건강케어 부문의 구조 개편 지연 영향. 반면 국내 B2C, 푸드서비스, 미국 법인은 이익 체력 강화. B2C 식품은 신제품 안착과 채널별 가격 관리 정교화, 푸드서비스는 캡티브 채널 성장과 운영 효율화, 미국 법인은 두부 성장 기반 K-푸드 B2B 채널 확장이 각각 수익성 개선을 견인. 일본 법인의 공장 통폐합 완료 시점은 26년 3분기로 예상

국내식품제조유통사업

매출액 +5.1%, 영업이익 -6.7%. 1분기 브랜드 사용료율 조정 효과 반영. B2C는 시장 전반의 소비 위축 환경에서 신제품 출시로 매출 감소폭 완화. 상온 제품 본격화, 나또, 복지란 등 소재 품목 고성장. 지구 식단 브랜드를 활용한 신제품 출시로 추가 성장 동력 확보. B2B는 명절 시점 차이로 영업일수 감소에도 신제품 판매 호조로 상쇄. 풀무원 샘물은 경쟁 심화로 인한 매출 둔화, 풀무원다논 그릭요거트 M/S 1위 유지

해외식품제조유통사업

매출액 +7.0%, 영업이익 -12억원. 지역별 성장률은 미국 +10.8%, 중국 +6.7%, 일본 -10.1%. 미국 두부 제품 및 채널 확대, 아시안누들 카테고리 기존 냉장면에서 상온면으로 제품 확대. K-푸드 카테고리에서 제품 포트폴리오를 확대하며 지속가능한 K-푸드 브랜드 지위 확보. B2C 중심에서 B2B 채널 확장으로 성장 가속화. 사업구조 변화에 따라 미국 법인 수익성 개선, 하반기 흑자 전환. 중국 법인은 주력 품목 두부, 파스타, 냉동 제품 고른 성장세 지속. K-푸드 신제품 핫도그 출시로 추가 매출 발생. 일본 법인은 기존 주력 제품의 매출 감소로 수익성이 저하된 가운데 작년 하반기 K-푸드 확대로 사업 포트폴리오 믹스 개선 추진. 생산 기지를 기존 5곳에서 3곳으로 통합. 1곳은 진행 완료, 1곳은 3분기 내 마무리 목표

식품서비스 유통사업

매출액 +13.0%, 영업이익 +57.6%. 외형 성장률을 상회하는 수익성 개선 실현. 채널별로는 단체 급식은 산업체와 군급식 캡티브 채널 매출 성장 지속. 운영 효율화로 영업이익률도 개선. 컨세션 및 휴게소는 명절 특수와 신규 사업장 확대 영향으로 전년 대비 성장. 4분기 영업일수 감소 영향은 단체 급식에서는 수요가 하락하는 반면, 공항 라운지나 컨세션 채널은 이용객 증가 효과 존재

건강케어제조유통사업

매출액 -7.3%, 영업이익 적자 23억원으로 전년비 24억원 축소. 사업 구조와 조직 재편 진행 중, 신제품 출시를 통한 중장기 성장 기반 구축. 리빙 케어는 소형 주방 가전 카테고리 품목으로 온라인 채널 육성 등 판매 구조 재편. 풀무원 헬스케어(풀무원 녹즙)는 온라인 채널 확대와 식물성 유산균 음료 신제품 출시로 제품 포트폴리오 확대. 맞춤 식단을 제공하는 플랫폼 사업본부는 AI 활용 개인 맞춤형 구독 서비스 오픈, 신규 회원 유입과 매출 증가 유도

26년 주요 전략

국내 B2C는 지속가능 식품 리더십 확대 + 운영 효율이 높은 상온 사업 집중 육성으로 외형 성장 추진. 국내 B2B 내실 있는 성장 도모. 미국 두부 시장 1위 리더십 기반 아시안누들·밀키트·K-푸드 포트폴리오 확대. B2C 채널 강화 + B2B 시장 신규 진입. 현지 생산 거점을 활용해 유럽 시장까지 사업 확장 계획. 일본 두부·유부 프리미엄 제품으로 포트폴리오 정비 + 만두·떡볶이 등 K-푸드 라인업 강화. 대형마트 입점으로 고객 접점 및 채널 경쟁력 확보. 중국 두부 성장세 기반으로 상온 파스타·냉동 K-푸드 제품 포트폴리오 확대. 클럽 채널(샘스클럽 등) 중심 판매 기반 강화 + 온라인 채널 고도화

기업 가치 제고 계획

핵심 지표는 지속 성장, 수익성 개선, 재무구조 안정화, 2028년까지 연결 매출액 4조 1,000억원 달성, 영업이익률 4% 달성, 현금흐름 관리를 통한 부채 비율 250% 이하 유지 목표 제시

표1 풀무원 연결 기준 실적 추이 및 전망

(억원, %)	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25E	2024	2025E	2026E	2027E
매출액	**7,693**	**7,930**	**8,337**	**8,177**	**7,935**	**8,391**	**8,884**	**8,592**	**32,137**	**33,802**	**36,244**	**38,850**
(% YoY)	*5.4*	*5.0*	*11.7*	*7.3*	*3.1*	*5.8*	*6.6*	*5.1*	*7.4*	*5.2*	*7.2*	*7.2*
지주	403	297	285	257	462	250	239	231	1,242	1,182	1,300	1,430
식품/식자재	5,820	6,072	6,200	6,032	5,822	6,283	6,563	6,051	24,125	24,718	24,965	25,214
급식/외식	2,055	2,252	2,415	2,298	2,307	2,465	2,620	2,586	9,021	9,978	10,477	11,001
건강생활	312	319	335	335	308	329	353	311	1,301	1,302	1,341	1,381
해외	1,572	1,529	1,662	1,665	1,686	1,513	1,742	1,782	6,428	6,723	7,731	8,891
내부거래	-2,470	-2,538	-2,561	-2,411	-2,649	-2,449	-2,633	-2,369	-9,969	-10,100	-9,569	-9,067
영업이익	**157**	**169**	**333**	**260**	**113**	**196**	**381**	**243**	**918**	**932**	**1,135**	**1,362**
(% YoY)	*27.7*	*0.5*	*52.0*	*135.6*	*-28.1*	*16.1*	*14.4*	*-6.7*	*48.2*	*1.5*	*21.8*	*20.0*
지주	139	42	56	30	214	-14	-15	-10	267	174	87	95
식품/식자재	118	131	246	215	153	246	288	215	710	902	784	791
급식/외식	48	67	104	59	47	65	148	93	278	353	371	389
건강생활	-26	-37	-36	1	-30	-23	-11	-23	-98	-87	40	41
해외	-8	-20	-28	-9	-53	-78	-20	-12	-64	-163	88	267
지배순이익	**24**	**47**	**145**	**138**	**-18**	**-68**	**218**	**38**	**354**	**171**	**626**	**798**
(% YoY)	*-27.1*	*-1.4*	*68.5*	*390.2*	*적전*	*적전*	*50.4*	*-72.1*	*81.4*	*-51.7*	*266.2*	*27.4*
지배순이익률(%)	*0.3*	*0.6*	*1.7*	*1.7*	*-0.2*	*-0.8*	*2.5*	*0.4*	*1.1*	*0.5*	*1.7*	*2.1*

자료: 메리츠증권 리서치센터

4Q25 Conference Call Q&A

Q1 **국내 식품 제조유통의 B2C, B2B 매출 및 수익성 현황?**

A1 어린이집, 스쿨런치 등 B2B는 이슈 없이 꾸준히 성장 중이며, B2C는 경기 침체에도 신제품(고농도 두부, 동물복지란, 짜먹는 낫또, 상온 음료 등) 판매 호조로 경쟁사 대비 선방 중. 수익성은 현상 수준 유지

Q2 **26년 1분기 분위기?**

A2 1~2월 기준 전년 4분기 대비 B2C, B2B 모두 성장과 이익이 소폭 상승할 전망. 쿠팡 최저가 대응을 위한 채널별 가격 관리 정교화도 긍정적으로 작동 중

Q3 **일본 법인 매출 감소가 전략적 의도인지 시장 환경 탓인지, 수익성 개선 시점 가이드는?**

A3 두 가지 요인이 혼재. 1) 수익성이 나오지 않는 아이템은 전략적으로 삭제, 2) 두부 및 유부 경쟁 심화, 작년 하반기부터 K-푸드 강하게 드라이브 중. 공장 구조조정 1개소 완료되며 연간 30억 고정비 절감. 나머지 1개소는 3Q25로 일정 조정. 올해 일본 적자는 전년의 절반 이하로 줄이는 것이 목표이며, 분기 가이던스는 1Q 실적 발표 시 추가 공유 예정

Q4 **미국 법인의 수익성이 구조적으로 개선되는 흐름으로 봐도 되는지?**

A5 미국은 BEP 수준, 1Q에는 코스트코 MVM 행사로 일시 마진 압박이 있지만 연간 BEP 이상 달성 목표. 전년 1Q 영업손실 약 -35억에서 올해 BEP 이상으로 개선 기대. 매출 성장률은 최소 10%대 이상 목표

Q5 **중국 수익성도 설명 부탁**

A5 중국은 샘스클럽 중심 성장 지속에 채널 다변화와 K-푸드 확산으로 20% 가까운 성장과 전년보다 큰 영업이익 실현 예상

Q6 **건강케어 사업부의 올해 전망은?**

A6 작년 조직 통합 운영에서 시행착오가 많았고 지주가 요구하는 속도에 미달. 올해는 디자인밀 기반 개인 맞춤형 건강식에 녹즙과 건기식을 결합한 '토탈 케어 솔루션' 방향으로 재정비. 개별 카테고리의 탑라인 성장이 최우선, 영업적자를 전년의 절반 이하로 줄이는 것을 목표로 추진 중

Q7 **국내 푸드서비스 부문의 올해 수주 상황 및 경쟁 변화는?**

A8 일부 M&A와 경쟁사의 공격적 수주 참여로 우려가 있으나, 핵심 경쟁력은 흔들리지 않음. 수주 경쟁도 꾸준히 성과를 내고 있어, 올해도 전년 대비 의미 있는 성장과 이익 달성을 강하게 기대. 분기별 실적을 통해 직접 증명해 나갈 예정

Q8 **재무 구조 개선 방향은?**

A8 1) 수익 중심 경영, 2) 투자 금액 축소(EBITDA의 40~50% 수준으로 관리)로 FCF 플러스로 전환, 3) 외부 차입 축소 세 가지 방향으로 총차입금 감소 및 지급이자 부담 경감을 최우선 목표로 추진 중

Q9 **EBITDA 대비 40~50% 투자 수준이 올해도 유지되는 건지?**

A9 지속적으로 유지. 기존 EBITDA 수준으로 투자해왔던 기조에서 올해부터 EBITDA의 40~50%로 줄임

Q10 **연결 기준 유효 법인세율이 50%를 초과하는 이유가 일회성 요인인지**

A10 일회성이 아니라 해외 법인 영업적자 작년 약 150억 수준이 반영된 구조적 효과. 국내 법인 연결납세 기준 유효 법인세율은 약 20% 수준으로 일반 법인세율과 유사. 국내 법인 영업이익과 세전이익은 전년 대비 증가했으며, 국내 기준 법인세 납부액은 약 150억 수준이 적절

Q11 **샘물 부문의 경쟁 심화·수익성 이슈가 올해도 지속되는지?**

A11 온라인 채널 가격경쟁 심화 구조는 단기간에 바뀌기 어렵지만, 풀무원 자체 브랜드 제품 강화와 GT 채널 진입으로 탑라인 방어. 작년 인수한 남쪽 제2공장이 본격 가동되면서 물류비 절감과 여름 성수기

재고 사전 확보가 가능해져 외부 OEM 아웃소싱 비용이 26년에는 발생하지 않을 것

Q12 **유럽 시장 진출을 위한 제품·채널 전략 계획은?**

A12 독일, 영국을 우선 타겟 국가로 설정, 각국의 주요 메인 유통 및 에스닉 유통 채널과의 관계를 구축하며 주력 제품 트라이얼을 진행 중. 아직 구체적 진전 단계는 아니고 추진 단계. 중기적으로 진출 아이템과 생산 기지 전략도 수립 예정이나, 스피드보다 안정적인 시장 검증을 우선시하는 방향

Compliance Notice

본 조사분석자료는 제3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다. 당사는 자료작성일 현재 본 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다. 본 자료에서 해당 추천 종목을 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.