

에스앤디 (260970)

스리라차, 타바스코, '불닭' 레츠고

불닭소스 핵심 원료 독점 공급, 최대 수혜 기업

에스앤디는 삼양식품의 불닭소스 핵심 원료를 독점적으로 공급하며 가파른 실적 성장을 기록 중이다. 글로벌 매운 소스 시장이 미국, 동남아, 중국 등 주요 시장에서 빠르게 성장하며, 불닭소스 수출액은 2024년 1,610만 달러로 전년 대비 68% 급증했다. 동사의 2024년 소스 관련 매출도 전년 대비 40% 증가하며 이미 뚜렷한 수혜를 나타내고 있다. 삼양식품이 불닭 소스를 독립적인 브랜드로 육성하면서 동사의 수익성 개선과 장기 성장 동력 또한 더욱 견고해질 것으로 판단된다.

CAPA 증설로 성장 속도 더욱 빨라질 전망

동사는 빠르게 증가하는 불닭소스 수요에 대응하기 위해 2025년 6월까지 약 160억원을 투자하여 생산 CAPA를 기존 대비 27% 확대할 계획이다. 이번 증설은 글로벌 불닭 소스 수요 급증에 대응하는 필수 투자로, 삼양식품과의 전략적 파트너십을 더욱 견고히 하는 계기가 될 전망이다. 특히 2027년 삼양식품 중국 공장이 본격 가동되면 현지 수요가 추가적으로 늘어나면서 생산능력 확대 효과가 더욱 뚜렷하게 나타날 것으로 기대된다. 증설 효과가 온전히 반영되는 2026년 이후 동사의 이익 성장 속도는 더욱 가속화될 전망이다.

여전히 PER 8배로 저평가

2025년 매출액은 1,476억원(YoY +27.0%), 영업이익은 265억원(YoY +31.5%, OPM 17.9%)을 전망한다. 현재 주가는 2025년 예상 실적 기준 PER 8배로, 삼양식품(2025년 예상 PER 20배) 대비 상당히 저평가되어 있다. 불닭 브랜드와의 동반 성장과 글로벌 소스 시장의 구조적 성장, 그리고 생산능력(CAPA) 확대에 따른 실적 개선 효과를 고려할 때 향후 추가적인 밸류에이션 리레이팅 가능성이 충분하다고 판단한다.

Quarterly earning Forecasts

(십억원, %)

	4Q24E	전년동기대비	전분기대비	컨센서스	컨센서스대비
매출액	35	38.9	20.1	30	15.9
영업이익	6	54.0	27.5	6	12.5
세전계속사업이익	9	81.3	66.6	6	42.4
지배순이익	6	35.5	48.8	5	25.3
영업이익률 (%)	18.5	+1.8 %pt	+1.1 %pt	19.1	-0.6 %pt
지배순이익률 (%)	17.7	-0.5 %pt	+3.4 %pt	16.4	+1.3 %pt

자료: 유안타증권

Forecasts and valuations (K-IFRS 개별)

(십억원, 원, %, 배)

결산 (12월)	2022A	2023A	2024F	2025F
매출액	73	88	116	148
영업이익	11	13	20	26
지배순이익	10	12	17	24
PER	7.7	5.3	8.3	8.6
PBR	1.0	0.7	1.2	1.6
EV/EBITDA	1.7	0.0	2.3	3.8
ROE	13.4	14.2	18.0	20.5

자료: 유안타증권



손현정 음식료/전력기기

hyunjeong.son@yuantakorea.com

NOT RATED (M)

목표주가

원 (M)

직전 목표주가

0원

현재주가 (3/10)

70,200원

상승여력

-

시가총액	2,031억원
총발행주식수	2,892,754주
60일 평균 거래대금	59억원
60일 평균 거래량	114,927주
52주 고/저	72,100원 / 23,800원
외인지분율	3.46%
배당수익률	2.88%
주요주주	여경목 외 3 인

주가수익률 (%)	1개월	3개월	12개월
절대	25.8	74.4	186.5
상대	29.9	59.0	244.7
절대 (달러환산)	25.7	71.4	160.4

투자 포인트

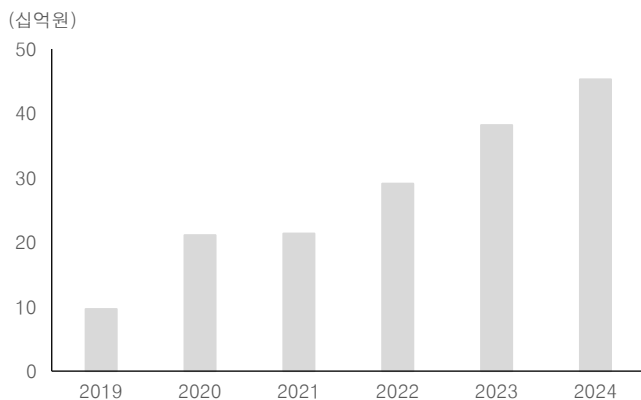
1. K-불닭소스의 인기

전 세계적으로 매운맛 소비가 빠르게 증가하며 핫소스 시장이 가파르게 성장하고 있다. 미국, 동남아시아, 유럽 등 글로벌 시장에서 매운맛이 독립적인 식품 카테고리 자리 잡으면서 매운소스 수요 또한 확대되는 추세다. 기존 시장은 타바스코(Tabasco, 산미 중심)와 스리라차(Sriracha, 은은한 매운맛)가 주도해왔지만, 삼양식품의 '불닭소스'가 강렬한 불맛과 단맛의 차별화된 조합으로 독자적인 브랜드를 구축하며 빠르게 성장하고 있다.

삼양식품의 소스 매출 비중은 2019년 1.8%에서 2024년 2.6%로 확대됐으며, 같은 기간 소스 수출금액은 2023년 960만 달러에서 2024년 1,610만 달러로 YoY +68% 급증했다. 초기 라면용 소스에서 시작한 불닭소스는 최근 치킨, 튀김 등 다양한 메뉴로 활용 범위가 넓어지며 글로벌 시장에서 'Korean Hot Sauce'라는 독자적인 브랜드 지위를 확립했다. 특히 젊은 소비자 중심으로 TikTok의 '불닭 챌린지'와 '스플래시불닭' 캠페인 등 SNS 마케팅을 통해 인지도가 가파르게 상승 중이다.

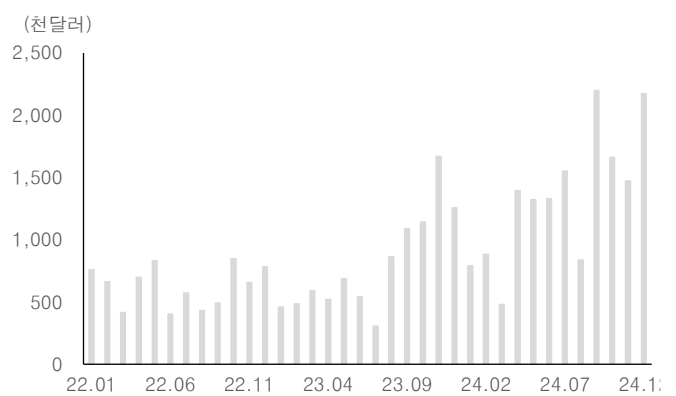
글로벌 매운 소스 시장의 핵심 국가인 미국은 전체 시장 규모의 약 30%를 차지하며, 시장규모가 2024년 11억 달러에서 2030년까지 17억 달러로 확대될 전망이다. 최근 미국 시장에서는 Sriracha 원재료 공급난으로 불닭소스가 대체 제품으로 빠르게 부상하고 있으며, 이에 따라 삼양식품의 미국 내 불닭소스 시장점유율이 2020년 0.03%에서 2024년 0.4%로 급격히 상승했다. 글로벌 매운맛 트렌드 지속과 함께 불닭소스의 추가적인 시장 점유율 확대 가능성은 매우 높다고 판단한다.

삼양식품 소스 매출액 추이



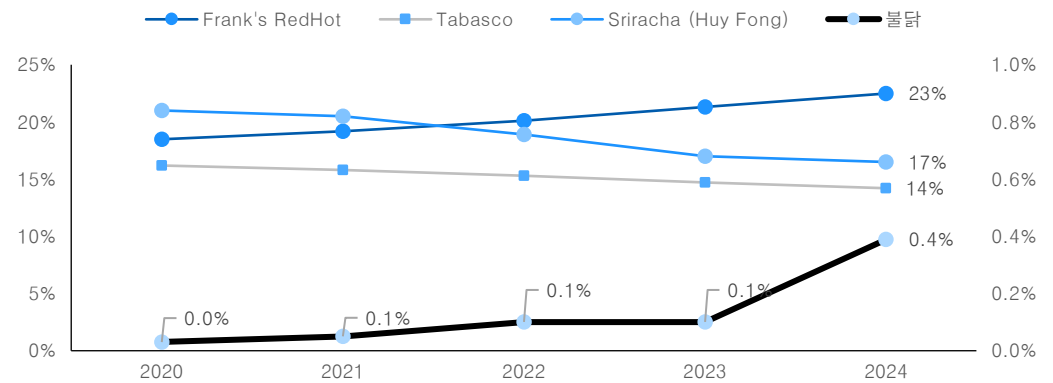
자료: 삼양식품, 유안타증권 리서치센터

삼양식품 소스 수출데이터



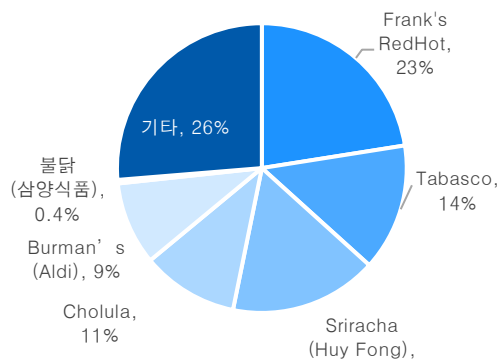
자료: Trass, 유안타증권 리서치센터

미국 매운 소스 시장 점유율 변화



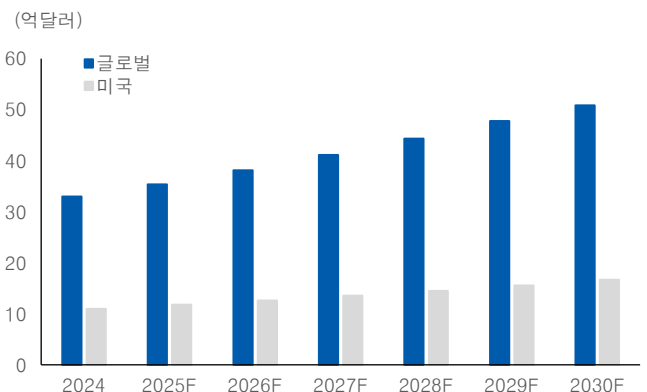
자료: Instacart, Trass, 유안타증권 리서치센터

미국 매운 소스 시장 점유율



자료: Instacart, 유로모니터, 유안타증권 리서치센터

글로벌 매운 소스 시장 규모



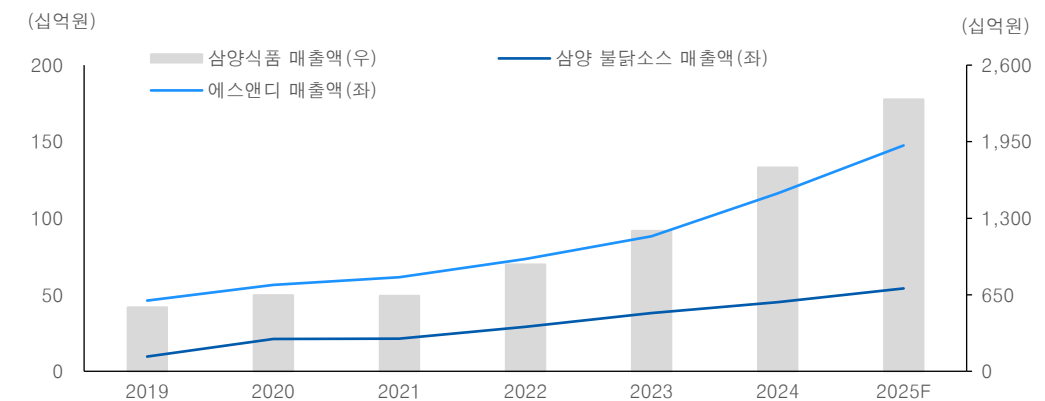
자료: Fortune Business Insights, 유안타증권 리서치센터

2. 불닭소스 핵심 원료 독점 공급

에스앤디는 삼양식품의 불닭 소스 핵심 원료를 독점 공급하는 기업으로, 불닭 브랜드의 글로벌 확장과 함께 가파른 성장이 기대된다. 주요 제품은 불닭 액상분말 소스의 핵심 원료 등 일반기능식품소재로, 매출 비중이 약 90%에 달한다. 2024년 매출액은 1,161억원(YoY +31.6%), 영업이익은 201억원(YoY +56.1%, OPM 17.3%)으로 역대 최대 실적을 기록했다. 특히 불닭 소스 원료 매출이 전년 대비 40% 증가한 것으로 추정되며, 핵심 주력 제품의 성장과 함께 원재료 및 제조원가 절감 효과가 더해져 외형 성장과 수익성 극대화가 동시에 이루어졌다.

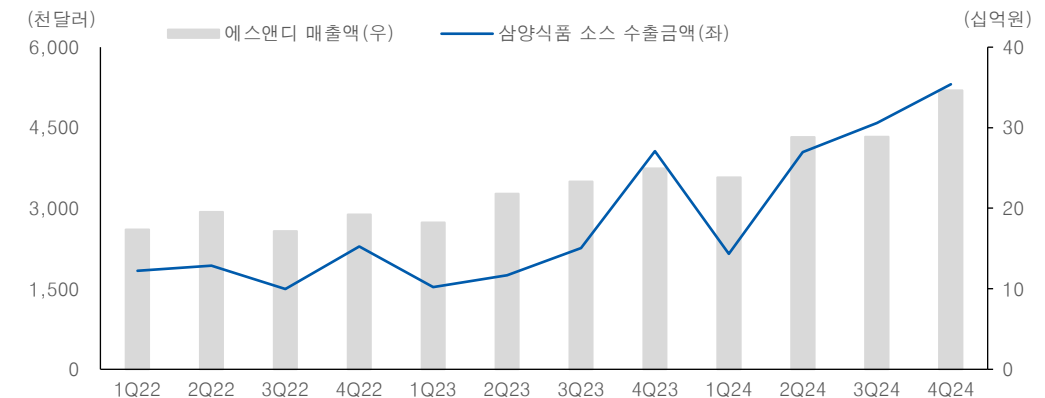
불닭 브랜드의 글로벌 확장은 단순한 원료 공급업체를 넘어 에스앤디를 소스 시장의 핵심 수혜주로 자리매김하게 만들고 있다. 삼양식품의 불닭시리즈 글로벌 매출 성장세가 에스앤디의 실적 개선으로 직결되고 있으며, 삼양식품이 불닭 소스를 독립적인 브랜드로 육성하면서 동사의 수익성 개선과 장기 성장 동력 또한 더욱 견고해질 것으로 판단된다.

연간 에스앤디 및 삼양식품 매출액 추이



자료: 에스앤디, 삼양식품, 유안타증권 리서치센터

분기별 에스앤디 매출액 및 삼양식품 소스 수출금액



자료: 에스앤디, Trass, 유안타증권 리서치센터

3. CAPA 증설: 핵심 파트너의 필수 투자

동사는 이러한 수요 증가에 대응하기 위해 2025년 6월까지 160억원을 투자해 생산 CAPA 를 27% 증설할 계획이다. 이번 증설은 단순한 생산량 확대가 아니라, 삼양식품의 글로벌 확장 전략과 맞물린 필수적인 투자로 2026년 운기 반영 시 가동률이 기존 대비 높아져 70%까지 도달할 것으로 예상된다. 이에 따라 동사의 외형 성장 속도도 더욱 가팔라질 전망이다.

증설의 핵심 배경은 불닭 소스의 급격한 수요 증가다. 삼양식품은 불닭 소스를 글로벌 시장에서 핫소스 카테고리의 독립적인 브랜드로 육성하고 있으며, 원재료 수급을 담당하는 동사의 생산능력 확장이 필수적인 요소가 되고 있다. 불닭 소스는 단순한 라면용 소스가 아니라 독립적인 글로벌 핫소스 브랜드로 자리 잡고 있으며 동사의 역할 또한 단순한 원재료 공급업체에서 핵심 파트너로 변화하고 있는 것이다.

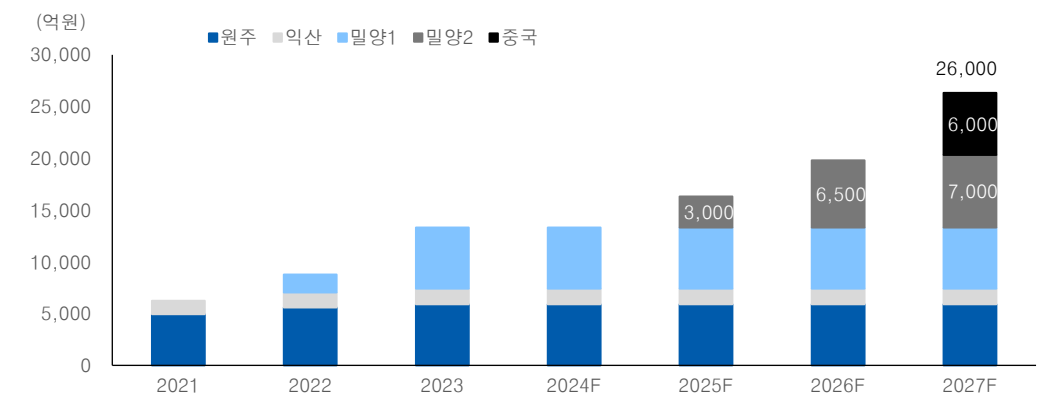
불닭 브랜드는 현재 미국, 중국, 동남아시아를 중심으로 글로벌 확장을 가속화하고 있으며, 2027년에는 삼양식품 중국 법인이 가동될 계획이다. 고객사 글로벌 확장과 함께 동사도 지속적인 성장 모멘텀을 확보할 것으로 예상된다.

에스앤디 증설 계획

투자구분		신규시설투자
투자내역	투자금액 자기자본대비	160억원 18.06%
투자목적		공장증축 및 생산설비 시설투자
투자기간	시작일 종료일	2024.12.03 2025.06.30
생산능력 추정	기존 2025년 2026년	22,591톤 약 28,000톤 약 32,000톤

자료: Numerator, 유안타증권 리서치센터

삼양식품 라면 CAPA 증설 계획



자료: 삼양식품, 유안타증권 리서치센터

실적 및 밸류에이션

25F PER 8배, 밸류에이션 리레이팅 가능성

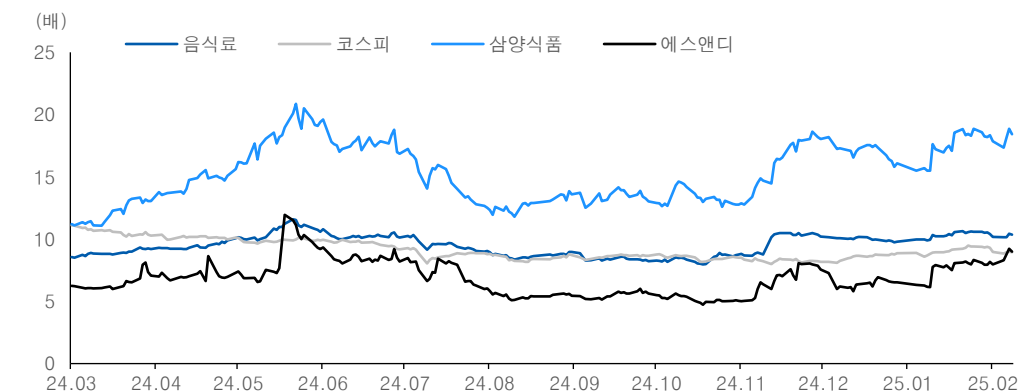
현재 동사는 시장에서 여전히 불닭볶음면의 간접 수혜주로만 평가받고 있으나 불닭 소스의 성장과 함께 동사의 밸류에이션 재평가가 이루어질 가능성이 높다.

2025년 예상 실적은 매출액 1,476억원(YoY +27.0%), 영업이익 265억 원(YoY +31.5%, OPM 17.9%)으로, 올해 하반기부터 증설 효과가 반영될 예정이다. 2026년 온기 반영 시, CAPA 확대에 의해 추가적인 성장 여력이 충분하다.

동사의 현재주가는 2025년 예상 순이익 기준 PER 8배로, 음식료 업종 내에서 저평가된 상태다. 불닭 브랜드의 동반 성장 스토리를 고려할 때, 삼양식품의 2025년 예상 PER 20배와 비교하면 상당한 저평가 수준이라 판단된다.

한편, 삼양식품 의존도가 높다는 점은 투자 리스크로 작용할 수 있다. 삼양식품이 소스 내재화를 검토하고 있지만, 소스 제조 공정의 복잡성과 레시피 최적화, 원재료 수급 문제 등을 감안하면 단기간 내 내재화가 현실적으로 어렵다. 불닭 소스 시장의 빠른 성장 속도를 고려하면, 삼양식품이 직접 생산에 나서기보다는 외주 생산을 통한 시장 확대 전략을 유지할 가능성이 크다. 이에 따라, 에스앤디는 기존의 기술력과 공급망을 바탕으로 불닭 소스 글로벌 확장의 핵심 파트너로 남을 가능성이 높다.

에스앤디, 삼양식품 12개월 Fwd PER



자료: Quantiwise, 유안타증권 리서치센터

에스앤디 실적 테이블

(단위: 십억원)

		4Q24P	1Q25F	2Q25F	3Q25F	4Q25F	2024P	2025F
매출액	전체	34.6	30.1	35.0	37.6	44.9	116.1	147.6
	일반기능 식품소재	30.3	27.5	31.0	34.2	40.5	101.7	133.1
	건강기능 식품소재	3.9	2.3	3.7	3.2	4.0	13.0	13.3
	OEM 제품	0.3	0.2	0.3	0.1	0.3	1.1	0.9
	기타	0.1	0.0	0.1	0.1	0.1	0.3	0.2
YoY	전체	38.9%	26.2%	21.6%	30.2%	29.5%	31.6%	27.0%
	일반기능 식품소재	45.8%	30.0%	25.0%	34.0%	33.7%	39.4%	30.9%
	건강기능 식품소재	6.3%	-2.1%	2.7%	3.0%	2.5%	-2.8%	1.8%
	OEM 제품	1.0%	-2.3%	-8.3%	-6.4%	-4.0%	-4.9%	-6.6%
	기타	-3.8%	-7.3%	-6.5%	-3.1%	-2.7%	-4.1%	-8.5%
영업이익	전체	6.4	5.4	6.2	6.8	8.1	20.1	26.5
YoY	전체	54.1%	52.9%	20.9%	34.4%	26.1%	56.1%	31.5%
OPM	전체	18.5%	17.8%	17.8%	18.0%	18.0%	17.3%	17.9%
당기순이익		6.1	4.6	5.3	5.8	7.9	17.3	23.5
	YoY	35.6%	62.6%	24.3%	40.1%	28.4%	46.0%	35.9%
	NPM	17.7%	15.4%	15.0%	15.4%	17.6%	14.9%	16.0%

자료: 에스앤디, 유안타증권 리서치센터

에스앤디 (260970) 추정재무제표 (K-IFRS 개별)

손익계산서 (단위: 십억원)					
결산(12월)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
매출액	73	88	116	148	195
매출원가	56	68	88	112	146
매출총이익	17	20	28	36	49
판매비	6	7	8	10	12
영업이익	11	13	20	26	37
EBITDA	13	15	22	28	38
영업외손익	1	2	3	3	4
외환관련손익	0	0	0	0	0
이자손익	1	2	3	3	4
관계기업관련손익	0	0	0	0	0
기타	0	0	0	0	0
법인세비용차감전순이익	12	15	23	30	41
법인세비용	2	3	5	6	7
계속사업순이익	10	12	17	24	35
중단사업순이익	0	0	0	0	0
당기순이익	10	12	17	24	35
지배지분순이익	10	12	17	24	35
포괄순이익	10	12	17	23	35
지배지분포괄이익	10	12	17	23	35

주: 영업이익의 산출 기준은 기존 k-GAAP과 동일. 즉, 매출액에서 매출원가와 판매비만 차감

현금흐름표 (단위: 십억원)					
결산(12월)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
영업활동 현금흐름	8	12	15	20	29
당기순이익	10	12	17	24	35
감가상각비	1	1	1	1	1
외환손익	0	0	0	0	0
종속, 관계기업관련손익	0	0	0	0	0
자산부채의 증감	-3	-3	-4	-5	-7
기타현금흐름	0	1	0	0	0
투자활동 현금흐름	-11	-2	-14	-16	-24
투자자산	0	0	0	0	0
유형자산 증가 (CAPEX)	-6	-1	0	0	0
유형자산 감소	0	0	0	0	0
기타현금흐름	-5	0	-14	-16	-24
재무활동 현금흐름	-1	-1	-2	-1	-1
단기차입금	0	0	0	0	0
사채 및 장기차입금	0	0	0	0	0
자본	0	0	0	0	0
현금배당	-1	-1	-2	-1	-1
기타현금흐름	0	0	0	0	0
연결범위변동 등 기타	0	0	1	1	2
현금의 증감	-3	9	0	4	5
기초 현금	12	9	18	18	22
기말 현금	9	18	18	22	27
NOPLAT	11	13	20	26	37
FCF	2	11	15	20	29

자료: 유안타증권

주: 1. EPS, BPS 및 PER, PBR은 지배주주 기준임
2. PER 등 valuation 지표의 경우, 확정치는 연평균 주가 기준, 전망치는 현재주가 기준임
3. ROE, ROA의 경우, 자본, 자산 항목은 연초, 연말 평균을 기준으로 함

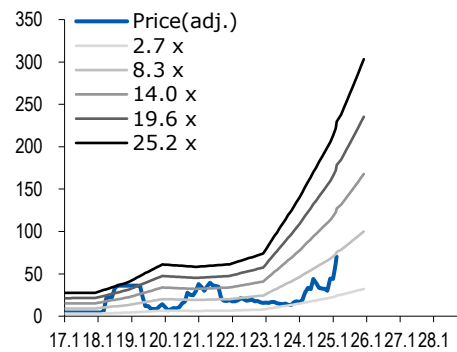
재무상태표 (단위: 십억원)					
결산(12월)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
유동자산	76	89	111	141	184
현금및현금성자산	9	18	18	22	27
매출채권 및 기타채권	14	17	23	29	38
재고자산	8	8	11	14	19
비유동자산	17	17	15	14	13
유형자산	15	15	13	12	11
관계기업 등 자본관련 자산	0	0	0	0	0
기타투자자산	0	0	0	0	1
자산총계	93	106	127	155	197
유동부채	15	17	23	29	38
매입채무 및 기타채무	14	15	20	26	34
단기차입금	0	0	0	0	0
유동성장기부채	0	0	0	0	0
비유동부채	0	0	0	0	1
장기차입금	0	0	0	0	0
사채	0	0	0	0	0
부채총계	15	17	23	29	38
지배지분	78	89	104	126	159
자본금	2	2	2	2	2
자본잉여금	29	29	29	29	29
이익잉여금	48	58	73	95	129
비지배지분	0	0	0	0	0
자본총계	78	89	104	126	159
순차입금	-54	-63	-77	-97	-127
총차입금	0	0	0	0	0

Valuation 지표 (단위: 원, 배, %)					
결산(12월)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
EPS	2,425	2,925	5,318	8,141	12,016
BPS	19,241	21,830	35,874	43,465	54,931
EBITDAPS	3,081	3,594	6,635	9,607	13,251
SPS	18,061	21,746	35,635	51,008	67,353
DPS	300	500	500	500	500
PER	7.7	5.3	8.3	8.6	5.8
PBR	1.0	0.7	1.2	1.6	1.3
EV/EBITDA	1.7	0.0	2.3	3.8	2.0
PSR	1.0	0.7	1.2	1.4	1.0

재무비율 (단위: 배, %)					
결산(12월)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
매출액 증가율 (%)	19.4	20.4	31.6	27.0	32.0
영업이익 증가율 (%)	19.3	17.7	56.2	31.5	40.4
지배순이익 증가율 (%)	28.0	20.6	46.0	35.9	47.6
매출총이익률 (%)	23.7	22.5	24.4	24.4	25.3
영업이익률 (%)	14.9	14.6	17.3	17.9	19.1
지배순이익률 (%)	13.4	13.4	14.9	16.0	17.8
EBITDA 마진 (%)	17.1	16.5	18.6	18.8	19.7
ROIC	47.1	42.1	60.4	77.8	105.6
ROA	11.2	11.9	14.9	16.7	19.7
ROE	13.4	14.2	18.0	20.5	24.4
부채비율 (%)	19.5	19.7	22.1	23.2	24.2
순차입금/자기자본 (%)	-69.1	-71.4	-74.3	-77.3	-79.8
영업이익/금융비용 (배)	1,388.9	1,498.1	2,743.0	3,094.8	3,655.7

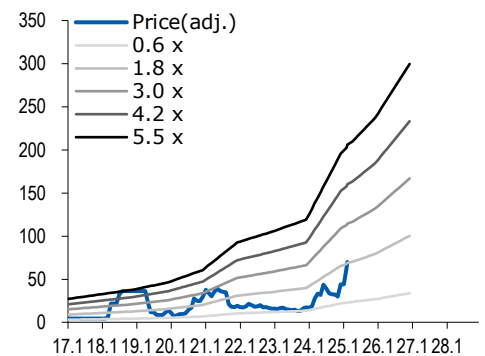
P/E band chart

(천원)



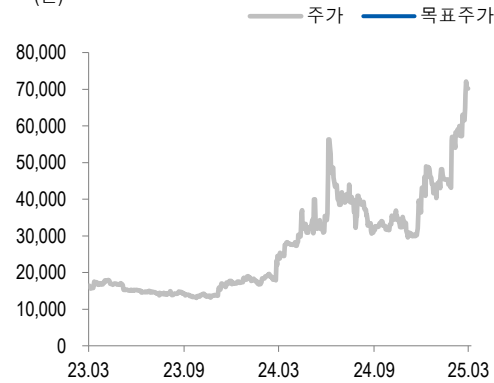
P/B band chart

(천원)



에스앤디 (260970) 투자등급 및 목표주가 추이

(원)



일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점	과리율 평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
2025-03-11	Not Rated	-	1년		
2025-02-27	Not Rated	-	1년		

자료: 유안타증권

주: 과리율 = (실제주가* - 목표주가) / 목표주가 X 100

* 1) 목표주가 제시 대상시점까지의 "평균주가"

2) 목표주가 제시 대상시점까지의 "최고(또는 최저) 주가"

구분	투자의견 비율(%)
Strong Buy(매수)	0
Buy(매수)	88.7
Hold(중립)	11.3
Sell(비중축소)	0
합계	100.0

주: 기준일 2025-03-10

※ 해외 계열회사 등이 작성하거나 공표한 리포트는 투자등급 비율 산정시 제외

Appendix

- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 타인의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인함. (작성자 : **손현정**)
- 당사는 자료공표일 현재 동 종목 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당 기업과 관련하여 특별한 이해관계가 없습니다.
- 당사는 동 자료를 전문투자자 및 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배우자는 자료공표일 현재 대상법인의 주식관련 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 종목 투자등급 (Guide Line): 투자기간 12개월, 절대수익률 기준 투자등급 4단계(Strong Buy, Buy, Hold, Sell)로 구분한다
- Strong Buy: +30%이상 Buy: 15%이상, Hold: -15% 미만 ~ +15% 미만, Sell: -15%이하로 구분
- 업종 투자등급 Guide Line: 투자기간 12개월, 시가총액 대비 업종 비중 기준의 투자등급 3단계(Overweight, Neutral, Underweight)로 구분
- 2014년 2월21일부터 당사 투자등급이 기존 3단계 + 2단계에서 4단계로 변경

본 자료는 투자자의 투자를 권유할 목적으로 작성된 것이 아니라, 투자자의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 작성된 참고 자료입니다. 본 자료는 금융투자분석사가 신뢰할만 하다고 판단되는 자료와 정보에 의거하여 만들어진 것이지만, 당사와 금융투자분석사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없습니다. 따라서, 본 자료를 참고한 투자자의 투자의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않습니다. 또한, 본 자료는 당사 투자자에게만 제공되는 자료로 당사의 동의 없이 본 자료를 무단으로 복제 전송 인용 배포하는 행위는 법으로 금지되어 있습니다.