

2025.09.03

Industry Report



소스로 쓱으리 2025 ver.

Contents



04_ 소스로 쓱으리 2025 ver.

19년 ver. 국내 소스 성장 주목→25년 ver. K-소스 해외 확장 주목

08_ 국내 소스 시장 분석

국내 소스 시장 규모와 수출입 실적, 국내 소스 제조사 실적 비교

16_ 해외 소스 시장 분석

해외 소스 시장 규모, 해외 소스 제조사 실적 비교 및 기업 분석

33_ K-소스 투자포인트

K-Food와 매운맛에 대한 글로벌 선호, K-소스 B2B 협업 확대

43_ 기업분석

삼양식품, 에스앤디, 교촌에프앤비, 동원산업, CJ제일제당

Summary

■ 국내외 소스 시장 분석 <소스로 솟으리>

- ✓ 2019년 <소스로 솟으리> 보고서에서는 소스의 품목 자체 경쟁력과 국내 소스 시장 성장에 주목. 높은 수익성, 시장 성장성 기대
- ✓ 2025년 <소스로 솟으리> 보고서에서는 K-Food의 글로벌 위상이 높아지며 해외 성장이 기대되는 K-소스에 주목
- ✓ 국내 소스 시장(국내 소스 제조 기업 판매액+수입액)은 24년 5.6조원으로 CAGR(19-24) +9% 성장. 반면 소스 수출액은 24년 5,453억원으로 CAGR(19-24) +12.6% 성장
- ✓ 해외 소스 시장은 23년 1,628억 달러(23년 환율 기준 213조원)로 CAGR(19-23) +4.7% 성장. 2030년까지 +5.3% 성장 전망됨
- ✓ 글로벌 Top 3 소스 시장은 23년 기준 미국 343억 달러, 중국 232억 달러, 일본 152억 달러 기록. 이중 미국 시장은 인종 다변화와 다양한 식문화에 대한 관심으로 소스 수입이 수출을 초과하며 성장 중
- ✓ 국내외 소스 기업은 공통적으로 비교적 높은 마진율 시현. 소스의 원재료 다변화, 고부가가치 제품 특성 때문. 다만 팬데믹 이후 글로벌 인플레이션 상승과 경쟁 심화로 과거 대비 마진율 하락

■ K-소스 투자포인트와 주요 기업 분석

- ✓ K-Food에 대한 글로벌 관심 증가: K-Contents의 글로벌 인기와 함께 K-Food의 선호도 증가하며 지역, 품목 다변화. 다양한 한국 음식에 대한 인지도가 상승하며 한식 소스에 대한 관심도 증가
- ✓ 매운맛에 대한 글로벌 선호 증가: 글로벌 소스 시장에서도 매운맛 소스(핫소스) 시장은 24년 41억 달러에서 CAGR(25-34) +10%로 더욱 가파르게 성장 전망. 매운맛의 고추장, 불닭소스 등 K-소스 인기 상승. 특히 미국 시장 내 K-소스 점유율 상승
- ✓ 한식당 증가 및 B2B 협업 확대: 수요대비 부족한 한식당 수가 점차 확대되며 K-소스 수요 증가 전망. 한식당 외에도 한식 소스를 활용한 퓨전메뉴 개발로 K-소스 B2B 협업 확대에 따른 성장 전망
- ✓ 기업분석(1) 삼양식품: 불닭볶음면의 견조한 글로벌 수요와 라면으로 친숙해진 불닭 소스의 B2C마케팅과 B2B 협업을 통해 해외 수출 확대. 소스 실적 21년 213억원→25년 763억원으로 성장 전망
- ✓ 기업분석(2) 저당/저칼로리 K-소스 출시: CJ제일제당, 대상, 동원산업, 샘표식품 등 주요 소스/장류 제조 업체들은 글로벌 소스 트렌드에 맞춰 저당, 저칼로리 제품으로 SKU 확대 중

소스로 쓱으리 2025 ver.



소스로 쓱으리 2025 ver.

2019년 <소스로 쓱으리> 보고서는 소스의 경쟁력과 국내 소스 시장 성장에 주목

■ 2019.06.25 <소스로 쓱으리> 보고서를 통해 국내외 소스류 시장 분석

■ 다른 음식료품 대비 높은 성장성과 수익성이 기대되는 소스 품목 자체의 경쟁력과 국내 소스 시장 성장 트렌드에 주목

■ 국내 소스 시장 투자포인트 1)HMR 시장 성장 수혜, 2)프랜차이즈 유통과 함께 성장, 3)브랜드 확장

- 1)HMR 시장 성장 수혜: 소스는 가정간편식(HMR)의 주요 구성품으로 외형 성장과 중요도 확대. 주요 HMR 제조 업체 내 자체 사업부 또는 OEM 통해 소스 성장
- 2)프랜차이즈 유통과 함께 성장: 소스류 판매 중 외식업체 소비 비중이 18%로 프랜차이즈 증가와 함께 성장. 인건비와 맛 균일성 유지를 위해 소스류 중요도 상승
- 3)브랜드 확장: 삼양식품의 불닭소스와 팔도의 비빔장과 같이 기존 제품을 활용한 소스류 출시. 편의점 도시락과 PB 제품, 외식업체와 협업을 통해 신제품 개발
- 기업분석: 동원F&B(049770), Foshan Haitian(603288 CH), Yihai International(1579 HK)

■ 실제로 이후 국내 소스 시장은 고성장했으나 인플레이션 부담과 경쟁 심화로 주요 기업 수익성은 둔화됨. 예상치 못했던 소스 수출 성장 두드러짐

2019.06.25 발간자료 <소스로 쓱으리>



자료: 흥국증권, DS투자증권 리서치센터

투자포인트 중 국내 식품 업체의 소스 브랜드 확장

2-3. 브랜드 확장

- 또한 기존 제품을 활용한 소스류 출시: 삼양식품, 팔도
 - 삼양식품: 불닭볶음면의 불닭소스는 편의점 도시락, 피자 업체 등과 제휴제품을 출시. 판매 규모 아직 작으나, 마진이 높음
 - 팔도: 비빔면 소스 역시 기존제품을 활용한 양념장으로 판매 호조
- 편의점 도시락&PB제품, 외식업체 신제품 개발과 연계: CJ프레시웨이 등
 - CJ프레시웨이: 편의점과 연계한 제품 소스류 납품 증가
 - 동방푸드마스터: 롯데마트, GS리테일, 이마트 피코크 등 대형 유통채널 PB제품이나 프랜차이즈 음식점, 백화점 푸드코트에 납품

최근 등장한 소스류와 활용 편의점 PB제품



자료: 흥국증권, DS투자증권 리서치센터

2025년 <소스로 솟으리> 보고서에서는 국내보다 K-소스의 해외 확장에 주목

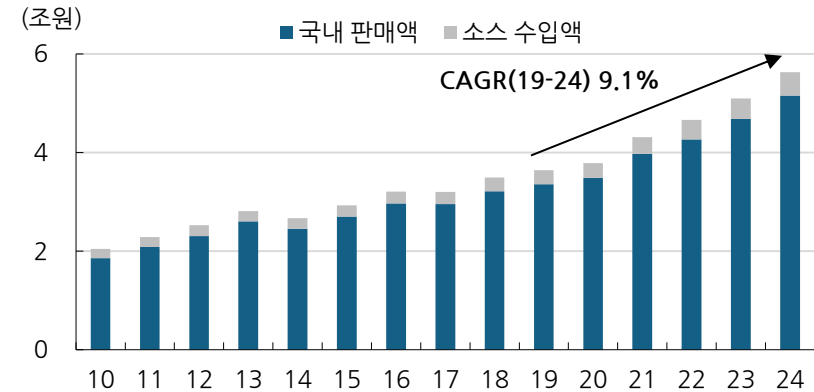
■ 2025.09.03 <소스로 솟으리 ver 2025>는 K-소스 해외 성장에 주목

- 국내 소스 시장은 24년 5.6조원으로 CAGR(19-24) +9.1% 성장
- 국내 소스 시장은 국내 제조 기업의 소스와 장류 판매액 5.2조원과 소스류 수입액 4,720억원의 합산 실적으로 각각 동기간 9%, 10.7% 성장
- 국내도 식문화 다양성 확대되며 소스 수입 금액 고성장

■ K-Food의 글로벌 위상이 높아지면서 K-소스 글로벌 수요 증가 전망

- 국내 소스 수출액은 24년 5,453억원으로 CAGR(19-24) +12.6% 성장
- K-Contents의 글로벌 흥행과 함께 K-Food에 대한 글로벌 관심 확대되며 고추장, 떡볶이 소스, 불닭 소스 등 K-소스에 대한 수요도 증가 중
- 특히 삼양식품의 불닭볶음면-불닭소스의 성장과 주요 장류/소스류 기업의 수출 제품 개발, 외식 프랜차이즈의 해외 확장에 따른 소스류 매출 성장 전망

국내 소스 판매액과 수입액 추이



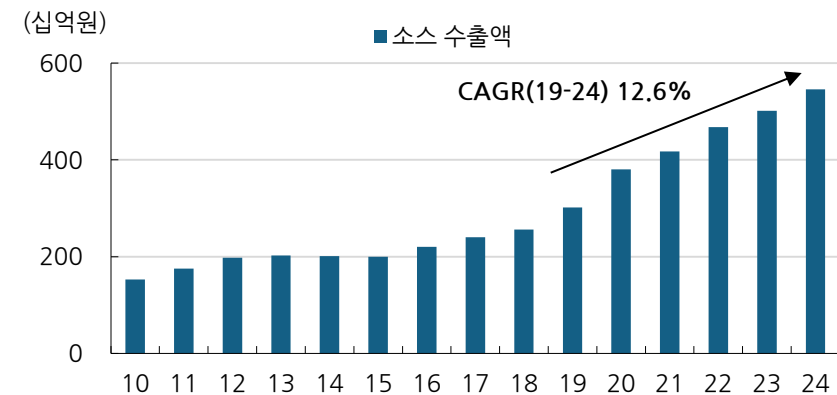
자료: 식약처, KOSIS, KITA, DS투자증권 리서치센터

K-POP, K-Drama 등 K-Contents 인기에 K-Food 글로벌 관심 증가



자료: Netflix, DS투자증권 리서치센터

소스류 해외 수출 금액 추이

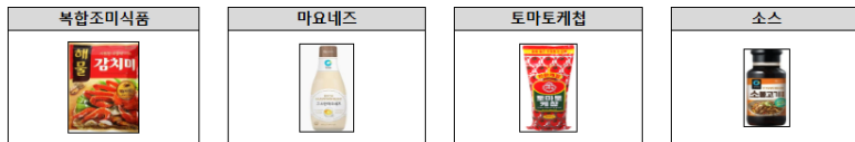


자료: KITA, DS투자증권 리서치센터

부록. 소스류 정의와 구분

구분	내용
소스류	두·식물성 원료에 향신료, 장류, 당류, 식염, 식초 등을 가하여 가공한 것으로 식품의 조리 전·후에 풍미증진을 목적으로 사용되는 것
복합조미식품	향신료, 향신채, 당류, 식염, 장류, 고춧가루, 육류, 어패류, 채소류, 식품가공품 등을 주원료로 하여 혼합·가공한 것. 식품 조리 전·후에 풍미를 증진할 목적으로 사용
마요네즈	식용유지, 난황 또는 전란, 식초 등을 주원료로 하여 제조한 것. 여기에 다른 식품 또는 식품첨가물을 가하여 유향 후 제조한 것
토마토케첩	토마토 또는 토마토 가공품을 주원료로 하여 당류, 식염, 식초, 향신료, 구연산 등을 가하여 제조한 것
소스	두·식물성 원료에 향신료, 장류, 당류, 식염, 식초 등을 가하여 가공한 것이거나, 조리 전·후 풍미증진을 목적으로 사용되는 것
구분	내용
장류	두·식물성 원료에 누룩균 등을 배양하거나 메주 등을 주원료로 하여 식염 등을 섞어 발효·숙성시킨 것을 제조·가공한 것
맥주	(한식메주) 대두를 주원료로 하여 겉질과 싸아 성형하여 발효시킨 것 (개량메주) 대두를 주원료로 하여 압편 후 찌거나 삶은 후 선택된 종균을 이용하여 발효시킨 것
간장	(한식간장) 메주를 주원료로 하여 식염수 등에 넣어 발효·숙성시킨 후 여액을 분리한 것 (양조간장) 대두, 탈지대두 또는 곡류 등을 원료로 하여 식염수 등을 섞어 발효·숙성시킨 후 여액을 가공한 것 (산분해간장) 탈지대두유박을 산으로 가수분해하여 조제한 것 (혼합간장) 양조간장과 산분해간장을 혼합하거나, 또는 이들에 다른 간장을 혼합한 것 (기타간장) 상기 간장 외의 것으로서 가공방법에 따라 장국·가쓰오간장·매실간장·기타과즙간장 등과 이들을 혼합하여 조제한 것
된장	(한식된장) 메주를 주원료로 하여 식염수 등에 넣어 발효·숙성시킨 후 여액을 분리한 찌꺼기에 식염 등을 가하여 발효·숙성시킨 것 (양조된장) 대두, 곡류, 소금, 종국 또는 누룩을 원료로 하여 발효 숙성시킨 것 (개량식된장) 대두를 주원료로 하여 삶은 후 종국, 식염 등을 혼합·발효·숙성시킨 것
고추장	두류 또는 곡류를 주원료로 하여 발효시킨 것에 고춧가루(6% 이상), 식염, 당류 등을 혼합한 것 (양조고추장) 대두, 쌀, 보리, 밀 또는 탈지대두 등을 주원료로 하여 발효시킨 것에 고춧가루, 식염, 당류 등을 혼합한 것
춘장	대두, 밀가루, 탈지대두 등을 주원료로 하여 발효시킨 것에 식염 등을 혼합한 것
청국장	두류를 주원료로 하여 고초균(<i>Bacillus subtilis</i>)으로 발효시킨 것 또는 이에 식염, 향신료, 채소류, 해산물, 곡류가루, 조미료 등을 가하여 조리한 것
혼합장	된장, 고추장, 청국장, 춘장 등을 2종 이상 혼합한 것이거나 여기에 부재료 또는 조미료 등을 가하여 조리한 것

소스류



장류



자료: 농림축산식품부, DS투자증권 리서치센터

국내 소스 시장 분석

국내 소스 시장 규모
국내 소스 수출입 실적
국내 소스 수출 상세
국내 소스 제조사 실적 비교



소스로 쓱으리 2025 ver.

국내 소스 시장 규모

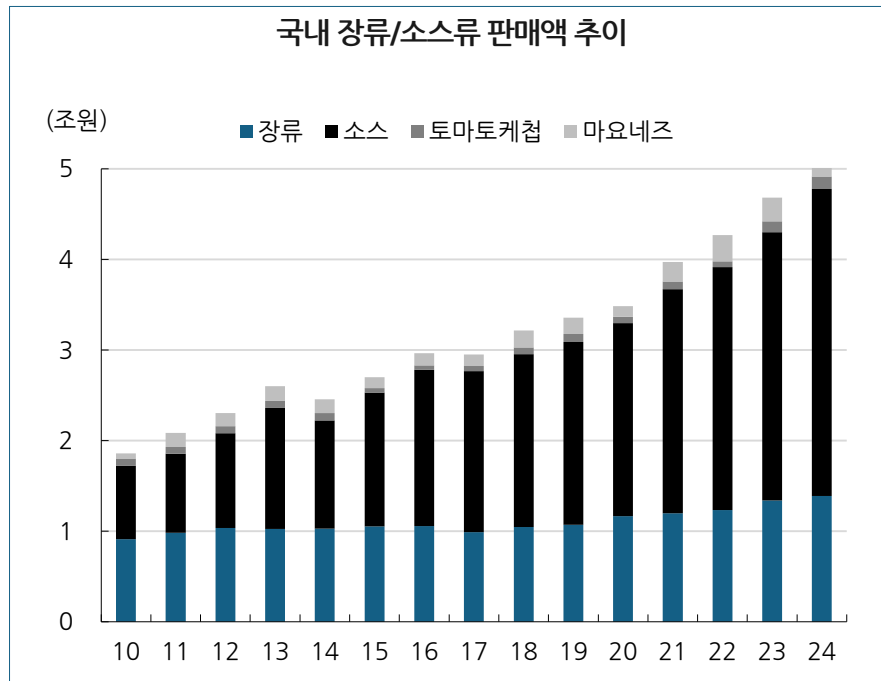
■ 국내 장류/소스류 시장 규모는 판매액 기준 24년 5.2조원(+10% YoY)으로 CAGR(19-24) +9% 성장

- 한국농수산식품공사에서는 소스류를 소스(드레싱 포함), 토마토케첩, 마요네즈로 정의하고 장류는 따로 구분. 19년 <소스로 솟으리>보고서에서도 해당 기준 사용
- 이번 <소스로 솟으리 2025 ver.> 보고서에서는 글로벌 시장에서 성장하는 K-소스(한국식 소스)에 집중하므로 소스와 장류 시장 규모를 합산하여 설명 예정
- 국내 소스 시장 규모는 판매액 기준 24년 장류 1.4조원(+4% YoY, CAGR +5%), 소스류(소스, 토마토케첩, 마요네즈) 3.8조원(+13% YoY, CAGR +10%) 기록

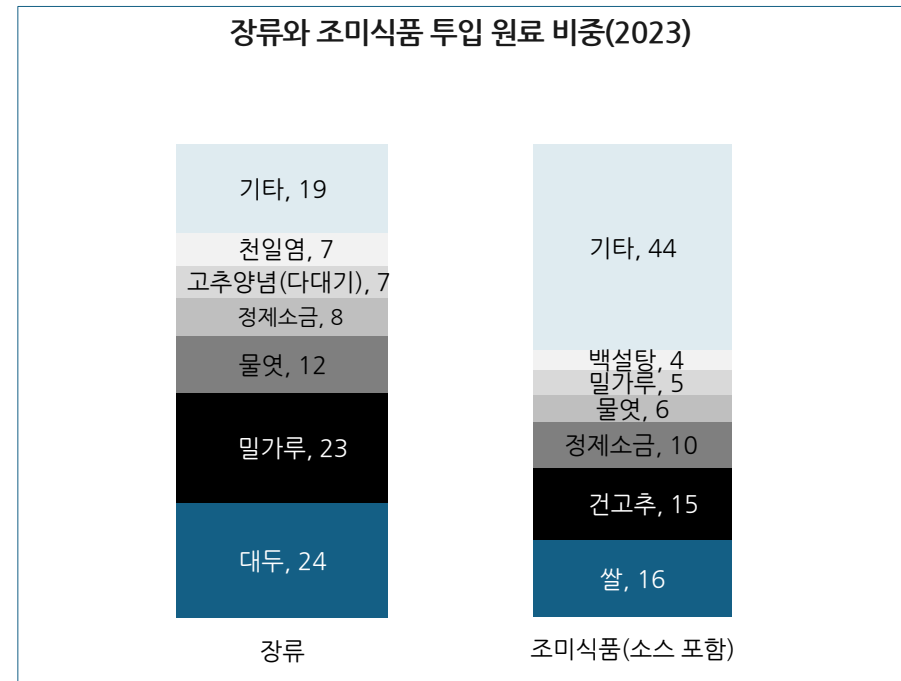
■ 국내 소스 시장 성장은 1)1인/맞벌이 가구 증가 및 간편식 시장 성장, 2)외식/제조 업체 등 B2B 시장 내 소스류 사용 확대와 함께 성장 지속 전망

- 팬데믹, 외식 물가 부담으로 내식 수요 증가. 다만 된장, 고추장, 케첩, 마요네즈 등 일반 소스 보다 조리 시간과 수고를 덜어주는 혼합 소스 등 간편 소스 수요 증가
- B2B 비중이 높은 소스류 시장은 외식 업체/프랜차이즈의 원가 절감 및 인건비 감축, 맛의 균일성을 위해 소스 제품 확대. HMR, 밀키트 등 제조업체도 소스 활용

■ 한편 소스류는 투입 원료가 다양하고 비중이 파편화되어 있어 특정 원료의 가격 상승에 따른 원가 부담 리스크가 비교적 낮음



자료: 식약처, KOSIS, DS투자증권 리서치센터



자료: 농림축산식품부, DS투자증권 리서치센터

국내 소스 수출입 실적

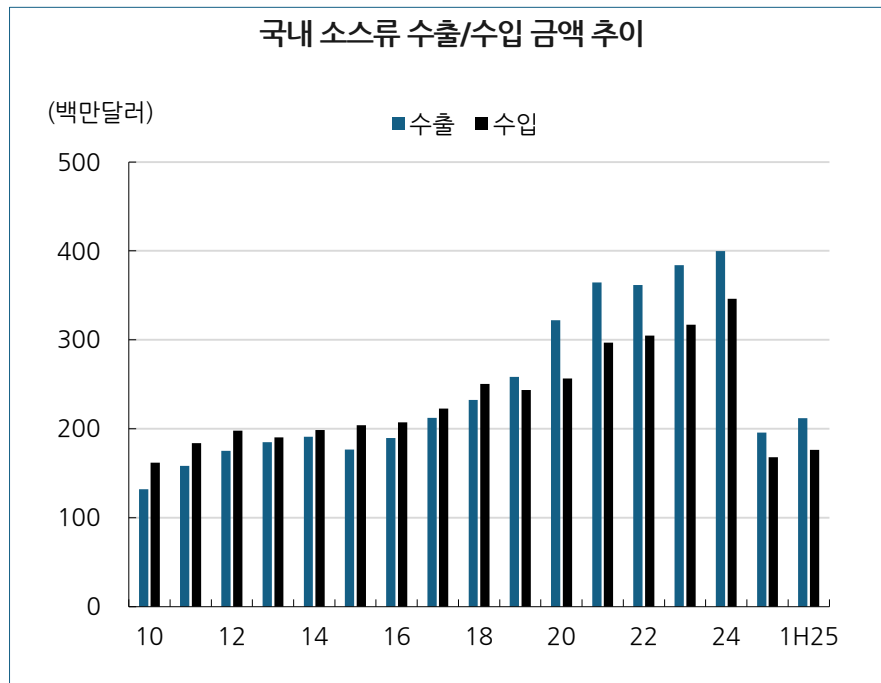
■ 국내 장류/소스류 수출 금액 규모는 24년 3억 9,976만달러(+4% YoY)으로 CAGR(19-24) +9% 성장

- 해외 한인 마트 내 꾸준한 수요에 더해 한식에 대한 글로벌 관심 및 인기 증가로 한국 소스류 제품 인기도 높아지며 소스류 수출 증가
- 특히 팬데믹 기간 K-Food에 대한 관심 증가로 20년 소스류 수출 금액 3.2억 달러로 24.5%YoY 고성장한 뒤 성장 이어지는 중
- 24년 기준 주요 수출국은 미국(22%), 중국(14%), 일본(9%), 러시아(7%), 베트남(5%)으로 상위 5개국 합산 57% 차지

■ 국내 장류/소스류 수입 금액 규모는 24년 3억 4,603만달러(+9% YoY)으로 CAGR(19-24) +7% 성장

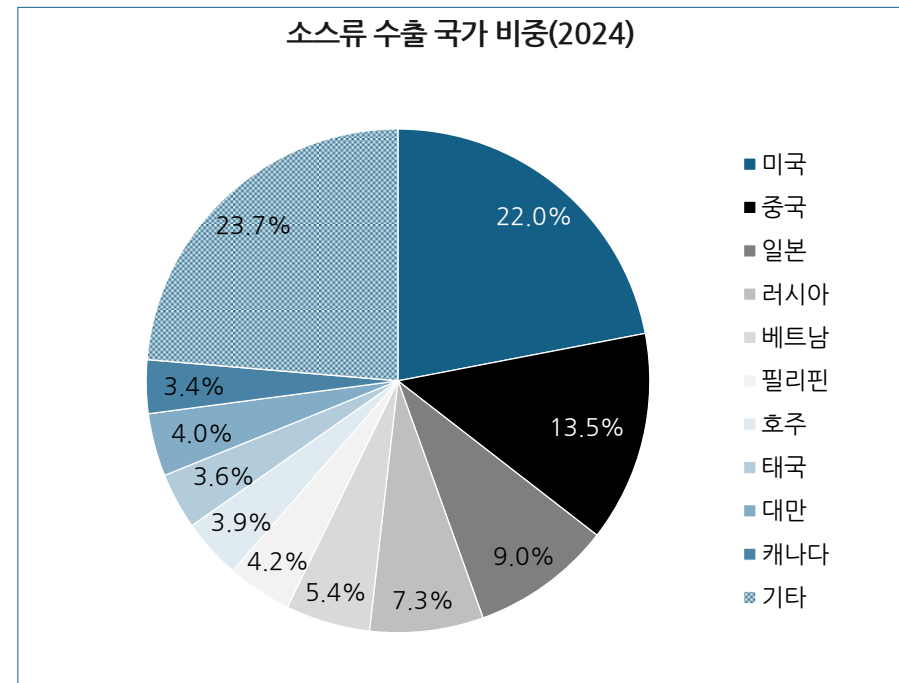
- 다양한 국가의 음식 섭취로 색다른 소스류에 대한 경험이 많아지면서 소스 수입 증가
- 24년 기준 주요 수입국은 중국(37%), 일본(17%), 미국(13%), 태국(8%), 홍콩(6%)으로 상위 5개국 합산 81% 차지

■ 한편 각 장류/소스류 수출입 금액의 원화 기준 실적은 수출 5,453억원 CAGR(19-24) +12.6%, 수입 4,720억원 CAGR 10.7% 성장



자료: KITA, DS투자증권 리서치센터

주: HS Code 21.03.10(간장) 21.03.20(토마토 소스) 21.03.30(겨자) 21.03.90(소스) 합산



자료: KITA, DS투자증권 리서치센터

주: HS Code 21.03.10(간장) 21.03.20(토마토 소스) 21.03.30(겨자) 21.03.90(소스) 합산

국내 소스 수출 상세(1)

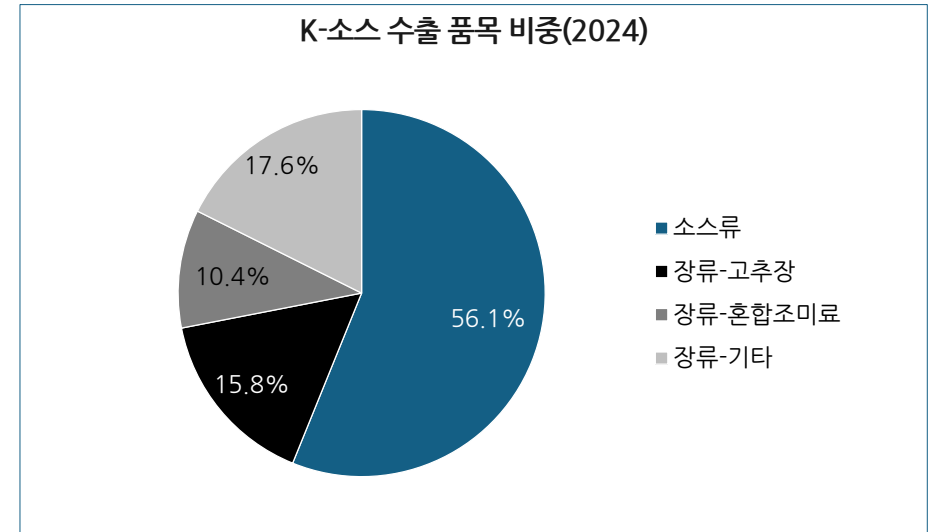
■ 소스 수출 금액 중 케첩 등을 제외한 K-소스는 24년 전체의 98% 차지

■ K-소스 중 소스류 수출은 24년 2.2억 달러로 CAGR(19-24) +12%

- 주요 수출 국가는 미국, 중국, 일본 등으로 기타 소스류 수출 증가
- 미국은 매운맛 챌린지 등 바이럴 확대와 떡볶이, 불고기 메뉴 관련 소스 성장
- 중국은 자국 소스(두반장, 고추기름)와 차별적인 매운 소스 중심 수요 확대
- 소스류 주요 수출 기업은 CJ제일제당, 삼양식품, 대상 등

■ K-소스 중 장류 수출은 24년 1.7억 달러로 CAGR(19-24) +6%

- 고추장 활용 퓨전 레시피와 떡볶이 현지 인지도 상승으로 고추장 수출 증가
- 고추장 수출은 24년 6,228만 달러로 CAGR(19-24) 11% 증가
- 장류 주요 수출기업은 대상, 제일제당, 샘표식품 등

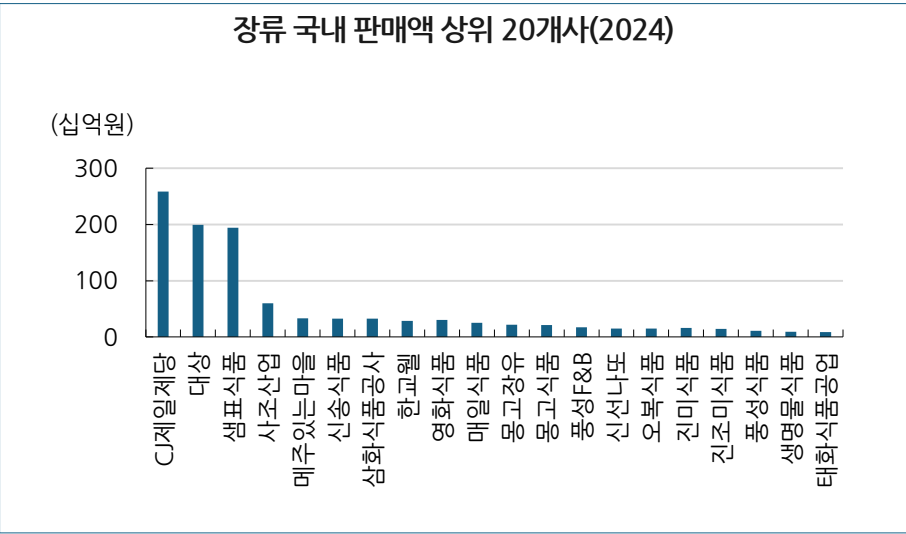


자료: KITA, DS투자증권 리서치센터

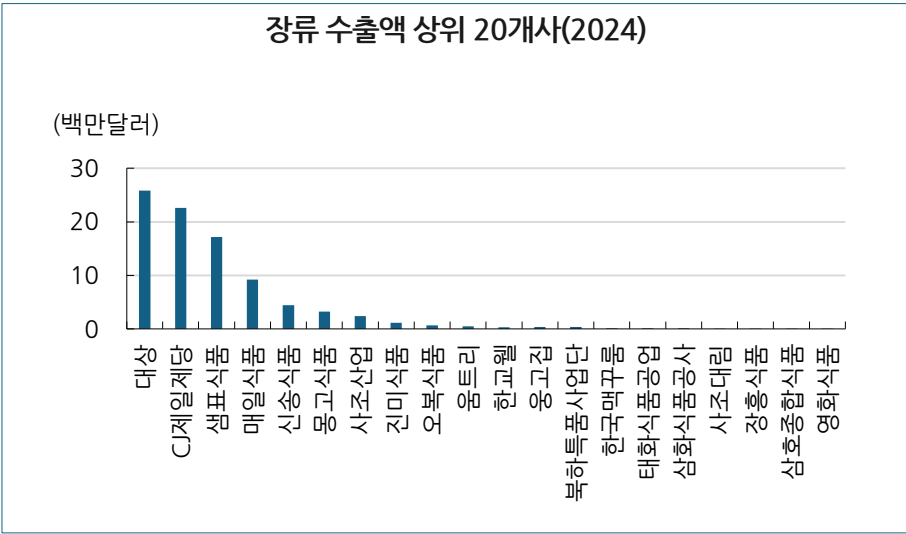
구분	19	20	21	22	23	24	비중(24)	YoY	CAGR	24	25	YoY
(천달러)								(24/23)	(19-24)	01-07	01-07	(25/24)
소스류 전체	258,501	321,910	364,432	361,618	383,931	399,760	100.0	4.1	9.1	230,841	246,685	6.9
한식 소스	255,872	318,762	360,749	357,178	378,502	393,945	98.5	4.1	9.0	227,396	243,667	7.2
소스류	125,994	168,309	202,675	198,878	202,585	221,131	55.3	9.2	11.9	126,771	143,746	13.4
소스, 소스 제조용 조제품	125,276	167,322	201,281	197,296	201,043	219,812	55.0	9.3	11.9	126,093	143,090	13.5
겨자의 분, 준분	505	640	1,037	1,308	1,270	1,037	0.3	-18.3	15.5	516	443	-14.1
겨자 조제품	214	347	357	274	273	282	0.1	3.4	5.7	162	213	31.5
장류	129,877	150,453	158,074	158,300	175,917	172,814	43.2	-1.8	5.9	100,625	99,921	-0.7
고추장	37,667	50,932	52,798	52,575	61,922	62,285	15.6	0.6	10.6	36,515	37,578	2.9
혼합조미료	34,121	31,314	35,326	39,927	39,924	41,080	10.3	2.9	3.8	23,201	24,200	4.3
마요네즈	12,707	13,002	14,664	15,445	18,820	15,905	4.0	-15.5	4.6	9,282	7,725	-16.8
간장	15,225	16,073	18,603	17,285	17,914	19,252	4.8	7.5	4.8	11,140	12,086	8.5
장류 기타	12,143	17,719	17,144	13,958	15,872	14,706	3.7	-7.3	3.9	8,682	7,918	-8.8
된장	9,078	11,723	12,082	10,628	11,228	10,776	2.7	-4.0	3.5	6,359	6,085	-4.3
인스턴트 카레	6,246	5,953	4,685	4,081	5,895	4,654	1.2	-21.0	-5.7	2,814	2,026	-28.0
춘장	2,428	3,427	3,713	4,107	4,100	4,019	1.0	-2.0	10.6	2,569	2,276	-11.4
메주	264	292	172	293	242	137	0.0	-43.4	-12.3	63	27	-57.1
기타 소스	2,629	3,148	3,683	4,440	5,430	5,815	1.5	7.1	17.2	3,445	3,018	-12.4

자료: KITA, DS투자증권 리서치센터

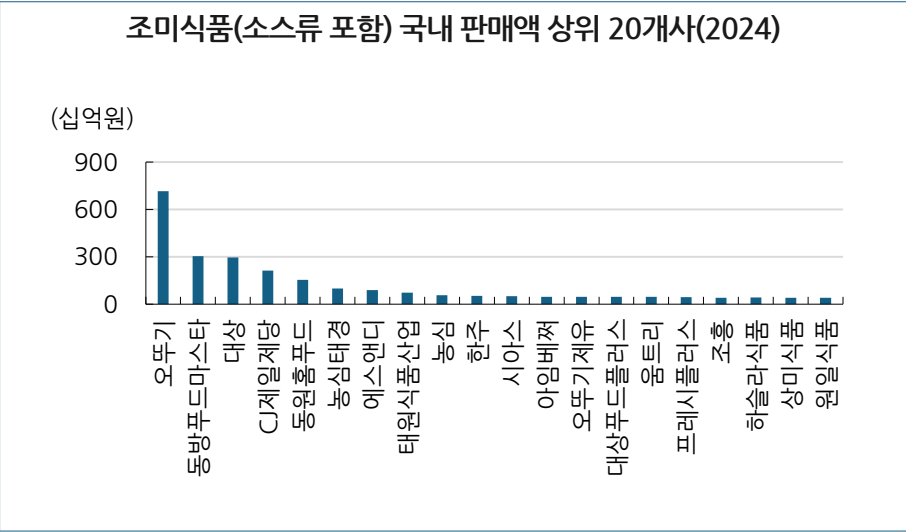
국내 소스 수출 상세(2)



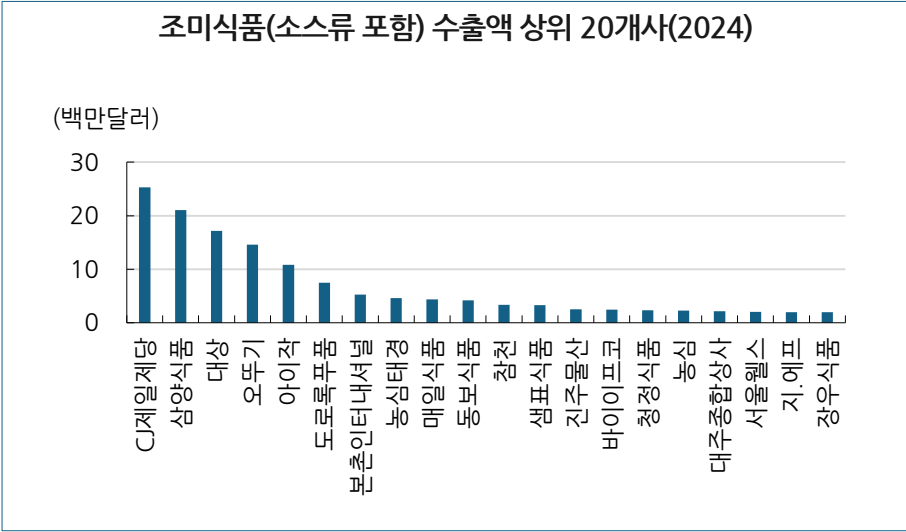
자료: KOSIS, 식약처, DS투자증권 리서치센터



자료: KOSIS, 식약처, DS투자증권 리서치센터



자료: KOSIS, 식약처, DS투자증권 리서치센터



자료: KOSIS, 식약처, DS투자증권 리서치센터

국내 소스 제조사 실적 비교(1)

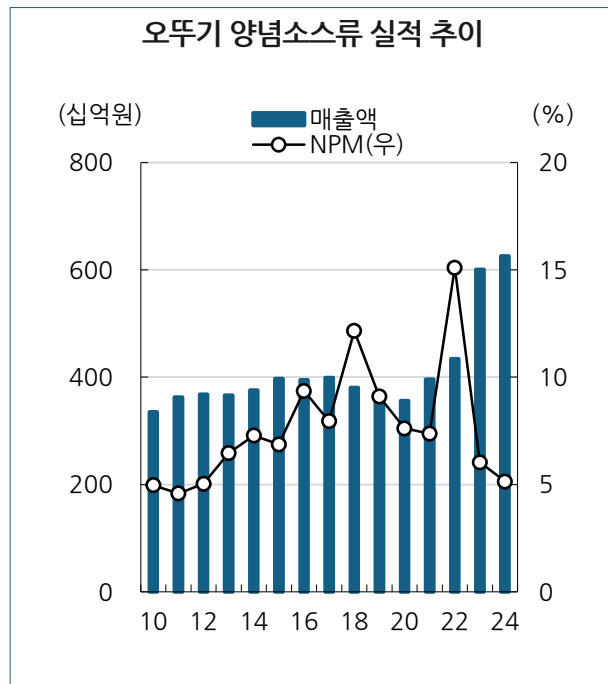
■ 국내 소스류 제조업체는 상위 10개 생산업체가 국내 전체 판매액의 57%를 차지하는 파편화된 시장

- 종합 식품 업체와 B2B업체로 구분. 대부분 비상장 중소기업 회사 또는 영농조합법인으로 파편화된 시장
- 24년 국내 판매액 기준 장류 Top 5 기업: CJ제일제당, 대상, 샘표식품, 사조산업, 메주익는마을 영농조합
- 24년 국내 판매액 기준 조미식품 Top5 기업: 오투기, 동방푸드마스타, 대상, CJ제일제당, 동원홈푸드(동원F&B 자회사)

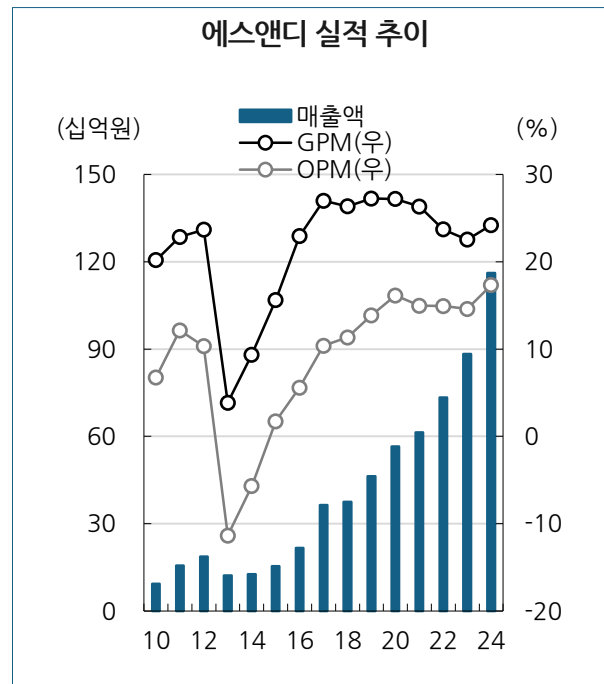
■ 과거 소스 업체들은 일반 식품업체 대비 비교적 높은 마진율을 기록했으나 22년 이후 인플레이션 부담과 경쟁심화로 마진 하락

- 상장사 중 양념/소스류 사업부 실적을 따로 구분한 오투기는 18년 이후 마진 하락세이며 비상장 기업 중 규모가 크고 마진이 높았던 동방푸드마스타도 하락세

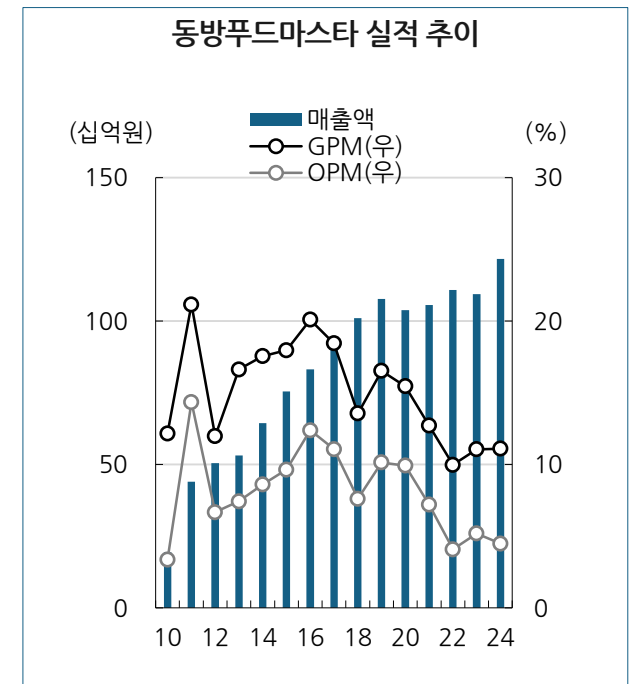
■ 그 중에서도 에스앤디와 같이 불닭 소스 수출의 동반자로 매출 성장과 수익성 개선을 동시에 실현하는 기업으로 실적 차별화 나타남



자료: 오투기, DS투자증권 리서치센터



자료: 에스앤디, DS투자증권 리서치센터



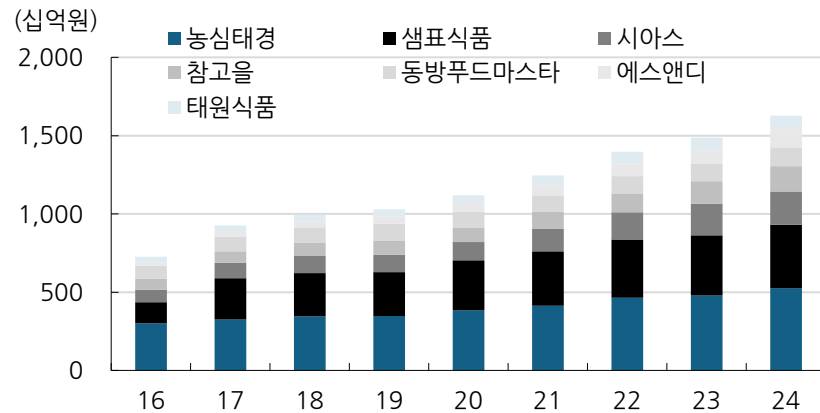
자료: 동방푸드마스타, DS투자증권 리서치센터

국내 소스 제조사 실적 비교(2)

(십억원, %)		15	16	17	18	19	20	21	22	23	24
매출액	농심태경	286.4	300.5	326.8	347.1	348.5	384.7	413.3	466.0	480.3	526.8
	샘표식품		135.1	263.2	275.6	280.8	318.9	348.7	371.2	383.4	404.9
	시아스	68.8	79.7	97.5	111.2	110.1	116.3	142.1	172.8	201.7	211.7
	참고을	55.7	70.3	73.2	80.3	91.0	90.5	109.4	122.1	144.6	161.4
	동방푸드마스타	75.4	83.1	93.9	101.0	107.6	103.8	105.6	110.8	109.3	121.6
	에스앤디	15.4	21.7	36.4	37.5	46.3	56.5	61.4	73.3	88.3	116.1
	태원식품	34.3	35.9	36.6	41.3	44.4	48.6	65.3	80.1	79.0	86.5
매출총이익	농심태경	32.7	33.3	34.1	36.0	35.5	39.8	42.0	42.7	48.9	59.4
	샘표식품		60.1	116.4	127.5	131.1	143.1	139.5	134.9	127.4	145.0
	시아스	8.3	13.0	17.7	19.8	18.1	16.4	20.8	20.9	32.1	30.6
	참고을	8.0	9.0	9.5	11.0	10.2	9.8	11.2	19.0	19.0	23.2
	동방푸드마스타	13.5	16.7	17.3	13.7	17.8	16.0	13.4	11.1	12.1	13.5
	에스앤디	2.4	5.0	9.8	9.9	12.6	15.4	16.2	17.4	19.9	28.1
	태원식품	12.2	11.8	12.4	14.3	15.5	17.1	21.7	25.2	24.7	28.3
GPM	농심태경	11.4	11.1	10.4	10.4	10.2	10.4	10.2	9.2	10.2	11.3
	샘표식품		44.5	44.2	46.3	46.7	44.9	40.0	36.3	33.2	35.8
	시아스	12.1	16.3	18.1	17.8	16.4	14.1	14.6	12.1	15.9	14.4
	참고을	14.3	12.8	13.0	13.7	11.2	10.8	10.3	15.6	13.2	14.3
	동방푸드마스타	18.0	20.1	18.4	13.5	16.5	15.4	12.7	10.0	11.0	11.1
	에스앤디	15.6	22.9	27.0	26.3	27.2	27.2	26.3	23.7	22.5	24.2
	태원식품	35.4	33.0	33.8	34.7	35.0	35.2	33.3	31.5	31.2	32.8
영업이익	농심태경	10.5	9.8	9.5	10.7	10.7	14.0	15.4	12.7	18.5	25.4
	샘표식품		6.0	20.3	21.5	31.0	42.8	23.5	11.1	9.8	6.5
	시아스	-1.7	2.7	5.6	7.3	4.9	4.0	6.1	4.2	11.3	3.2
	참고을	3.0	3.3	3.4	4.3	3.3	2.6	3.0	4.9	4.8	5.9
	동방푸드마스타	7.3	10.3	10.4	7.7	10.9	10.3	7.6	4.5	5.7	5.4
	에스앤디	0.3	1.2	3.8	4.3	6.4	9.1	9.2	10.9	12.9	20.1
	태원식품	4.3	2.7	2.9	3.8	4.3	6.1	8.0	10.2	9.1	10.0
OPM	농심태경	3.7	3.3	2.9	3.1	3.1	3.6	3.7	2.7	3.9	4.8
	샘표식품		4.5	7.7	7.8	11.0	13.4	6.7	3.0	2.6	1.6
	시아스	-2.4	3.3	5.7	6.5	4.4	3.4	4.3	2.4	5.6	1.5
	참고을	5.5	4.7	4.6	5.3	3.6	2.8	2.7	4.0	3.3	3.7
	동방푸드마스타	9.6	12.4	11.1	7.6	10.1	9.9	7.2	4.1	5.2	4.5
	에스앤디	1.7	5.6	10.4	11.3	13.9	16.1	14.9	14.9	14.6	17.3
	태원식품	12.4	7.5	8.0	9.1	9.7	12.5	12.2	12.7	11.5	11.6

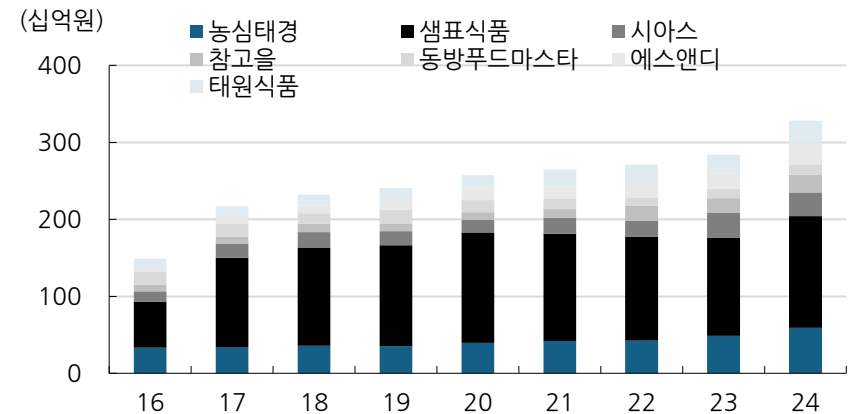
국내 소스 제조사 실적 비교(3)

주요 소스 기업 합산 매출액 추이



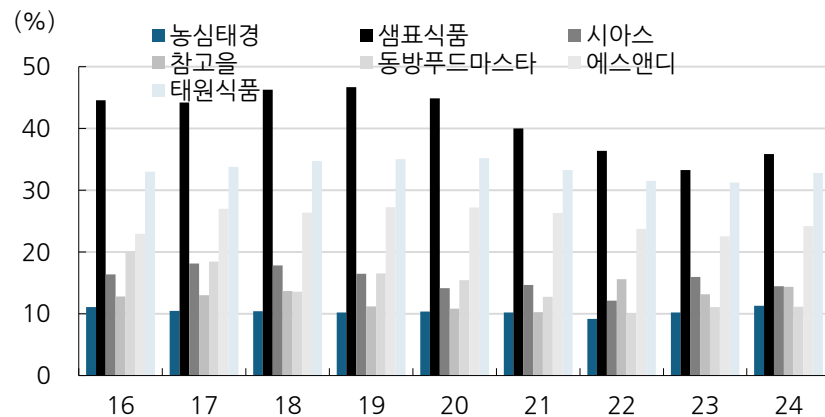
자료: FnGuide, DS투자증권 리서치센터

주요 소스 기업 합산 매출총이익 추이



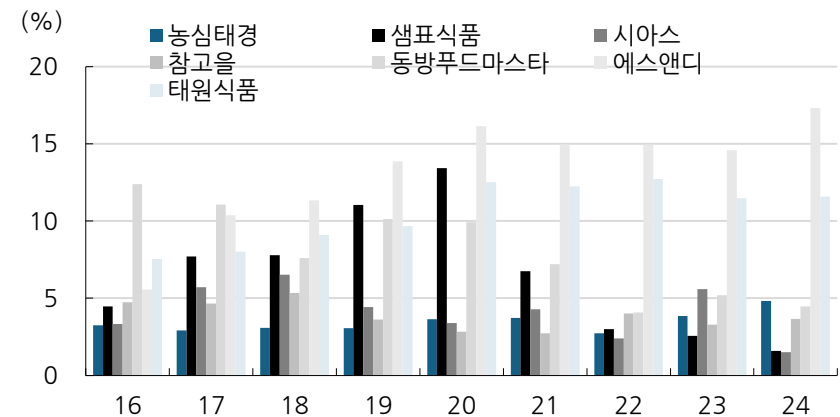
자료: FnGuide, DS투자증권 리서치센터

주요 소스 기업별 GPM 추이



자료: FnGuide, DS투자증권 리서치센터

주요 소스 기업별 OPM 추이



자료: FnGuide, DS투자증권 리서치센터

해외 소스 시장 분석

해외 소스 시장 규모
국가별 소스 시장(미국, 중국, 일본)
해외 소스 제조사 실적 비교
해외 소스 기업 분석



소스로 쓱으리 2025 ver.

해외 소스 시장 규모

■ 글로벌 소스류 시장 규모는 23년 1,628억 달러(+4% YoY)으로 CAGR(19-23) +4.7% 성장

- 유형별 시장 규모는 조리 및 테이블 소스(36%), 조리용 재료 및 조미료(25%), 레시피용 소스(15%), 절임 소스류(13%), 기타 소스류 및 조미료(6%) 등

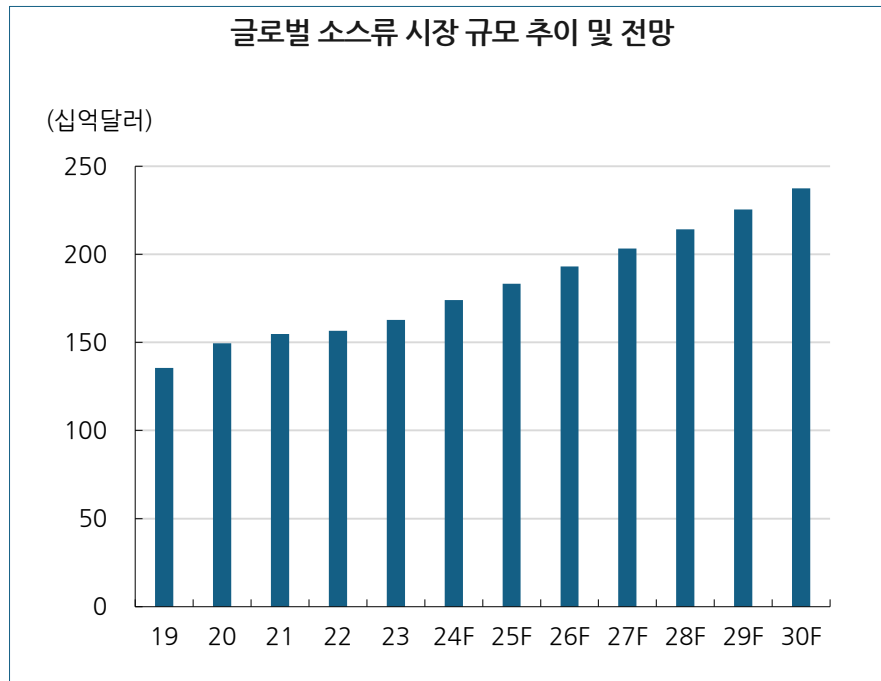
■ 23년 소스 시장 규모 기준 Top 3 국가는 1위 미국, 2위 중국, 3위 일본으로 3개 국가 합산 비중이 전체의 45% 차지

- 국가별 시장 규모는 23년 기준 미국 343억 달러, 중국 233억 달러, 일본 152억 달러, 독일 59억 달러, 브라질 58억 달러, 멕시코 52억 달러 순으로 큰 비중 차지

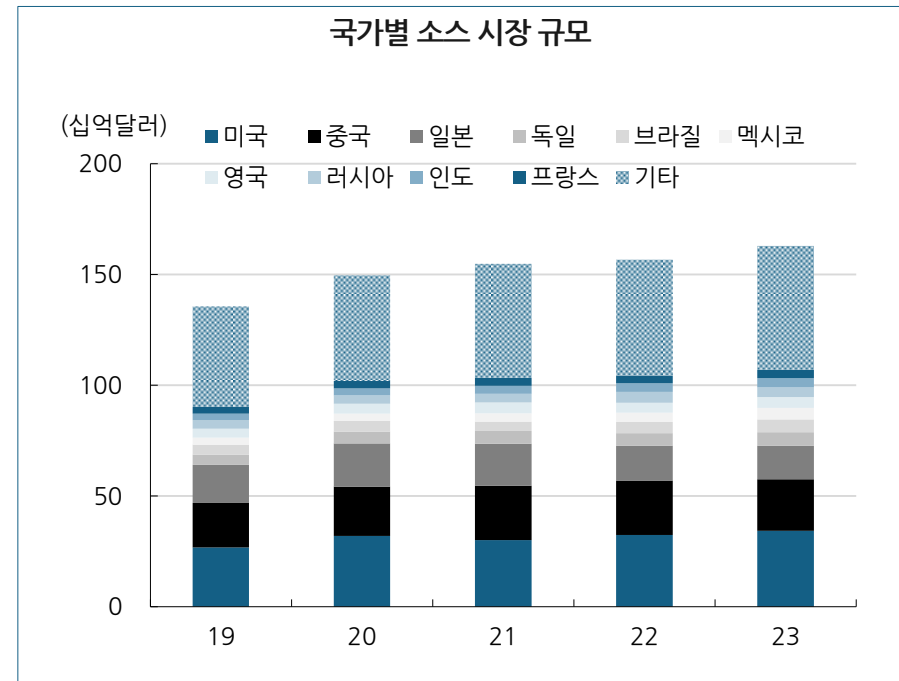
■ 글로벌 소스류 시장은 30년 2,375억 달러로 CAGR(24-30) +5.3% 성장 전망됨

- 식사에 풍미와 다양성을 더하는 간편한 식품으로 수요 증가

- 천연 재료, 저당 및 저나트륨, 무첨가 제품 등 건강 지향 제품 수요가 증가하는 중



자료: KATI, Euromonitor, DS투자증권 리서치센터



자료: KATI, Euromonitor, DS투자증권 리서치센터

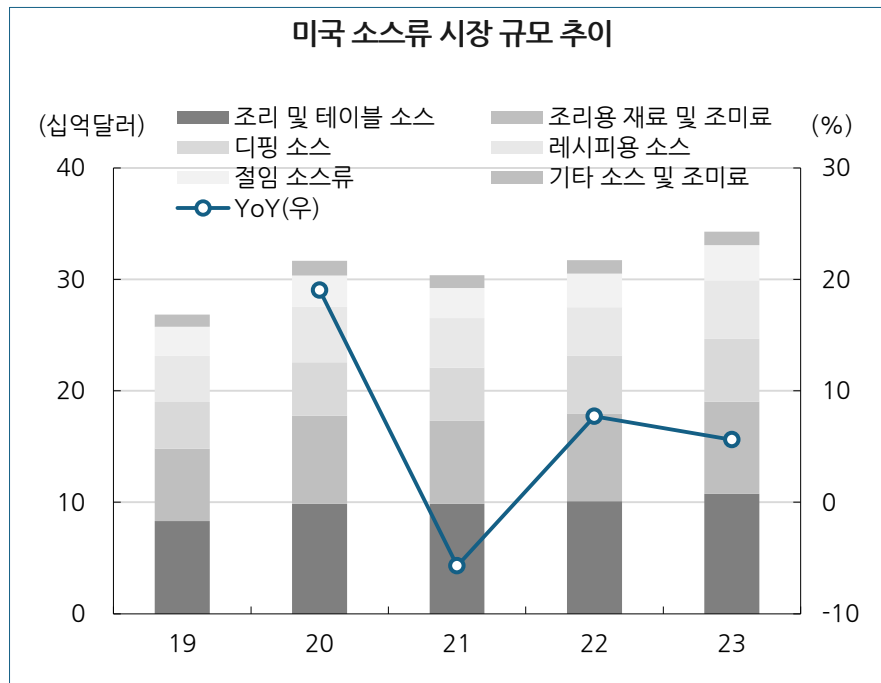
국가별 소스 시장(1) 미국

■ 미국 소스류 시장 규모는 23년 343억 달러(+5.6% YoY)로 CAGR(19-23) +6.3% 성장

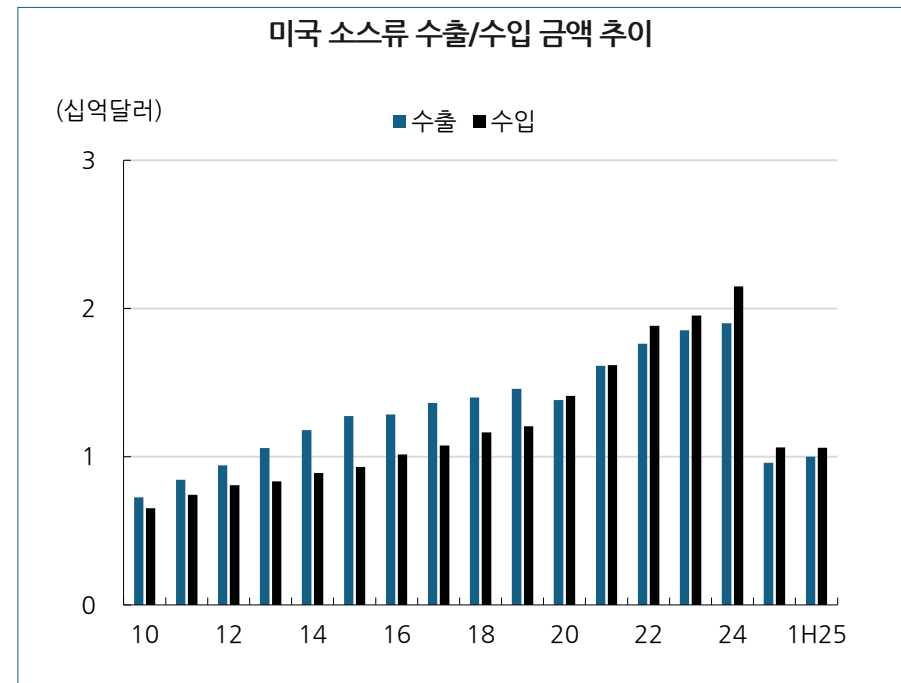
- 유형별 시장 규모는 조리 및 테이블 소스(31.4%), 조리용 재료 및 조미료(24.1%), 디핑 소스(16.5%), 레시피용 소스(15.2%), 절임 소스류(9.2%) 등
- 조리 및 테이블 소스 시장 규모는 전년 대비 6.5% 증가한 107억 6,200만 달러로, 2019년 이후 연평균 6.6% 증가하며 유형 중 가장 빠르게 성장
- 조리 및 테이블 소스 시장은 샐러드 드레싱(9.7%), 마요네즈(7.1%), 칠리 소스(3.9%), 케첩(3.5%), 간장(3.1%), 바비큐 소스(2.5%) 머스타드(1.6%) 구성

■ 미국 소스류 수출 실적은 24년 23.2억 달러(+4% YoY)로 CAGR(19-24) +6% 성장. 주요 수출국은 캐나다, 멕시코, 사우디아라비아 등

■ 미국 소스류 수입 실적은 24년 26.4억 달러(+16% YoY)로 CAGR(19-24) +16% 성장. 주요 수입국은 캐나다, 멕시코, 이탈리아 등



자료: KATI, Euromonitor, DS투자증권 리서치센터



자료: KITA, DS투자증권 리서치센터

주: HS Code 21.03.10(간장) 21.03.20(토마토 소스) 21.03.30(겨자) 21.03.90(소스) 합산

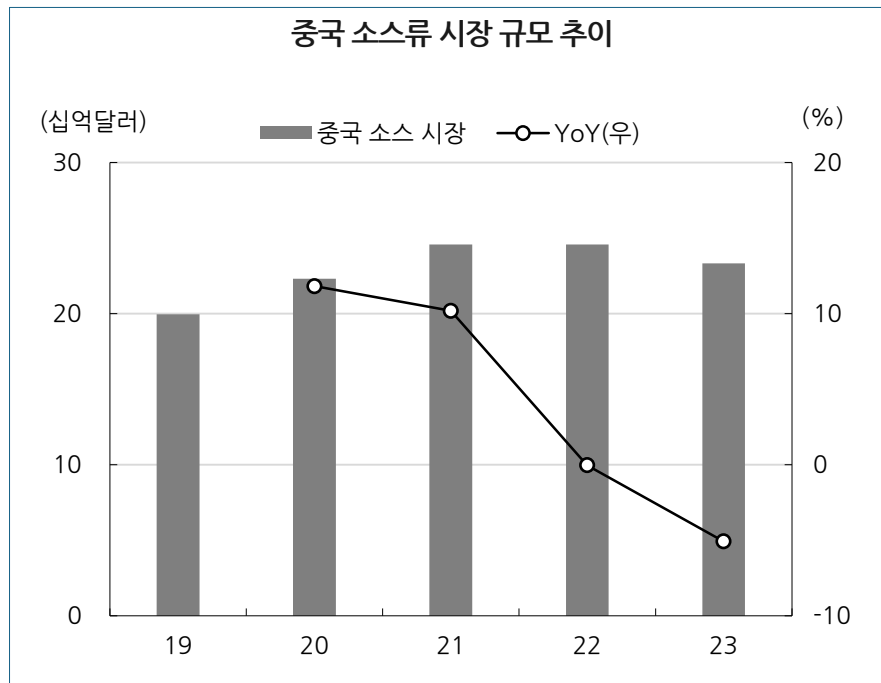
국가별 소스 시장(2) 중국

■ 중국 소스류 시장 규모는 23년 232억 달러(-5% YoY)로 CAGR(19-23) +4% 성장

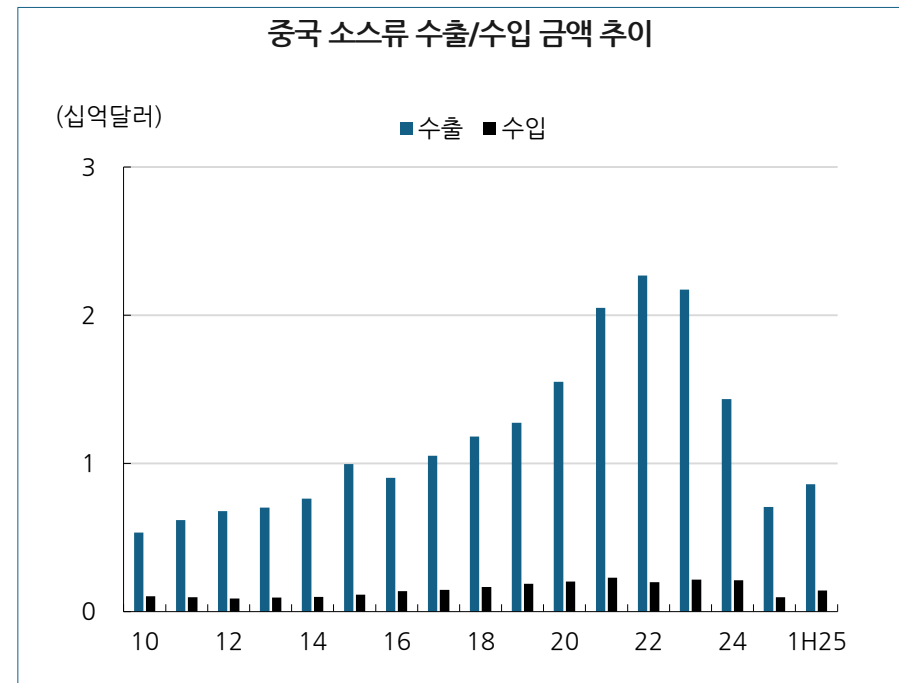
- 중국조미료협회(中国调味品协会)에 따르면 중국 소스류 시장은 경쟁이 치열해지며 몇 년간 출고가 하락 추이를 보이고 있으며 수익 증가율도 낮아짐
- 중국조미료협회 빅데이터 센터에서 발표한 자료에 따르면 2024년 중국 조미료 시장의 전체 매출액은 전년 대비 3% 하락. 중국 대부분 지역에서 하락함
- 품목별 시장 규모는 간장이 21.5%로 1위. 간장은 소스류 시장에서 가장 중요한 품목으로 경쟁도 치열. 이중 하이티엔(海天)은 간장 시장 점유율 30%로 1위
- 2위를 차지한 품목은 중식 소스로 중식 고추장, 두반장 등 새로운 맛이 지속적으로 출시, 염분 절감 기술을 통해 소스류 간식을 출시하면서 간편 식품 시장도 진출

■ 중국 소스류 수출 실적은 24년 14.6억 달러(-33% YoY)로 CAGR(19-24) +2% 성장

■ 중국 소스류 수입 실적은 24년 2.3억 달러(-1% YoY)로 CAGR(19-24) +3% 성장



자료: KATI, Euromonitor, DS투자증권 리서치센터

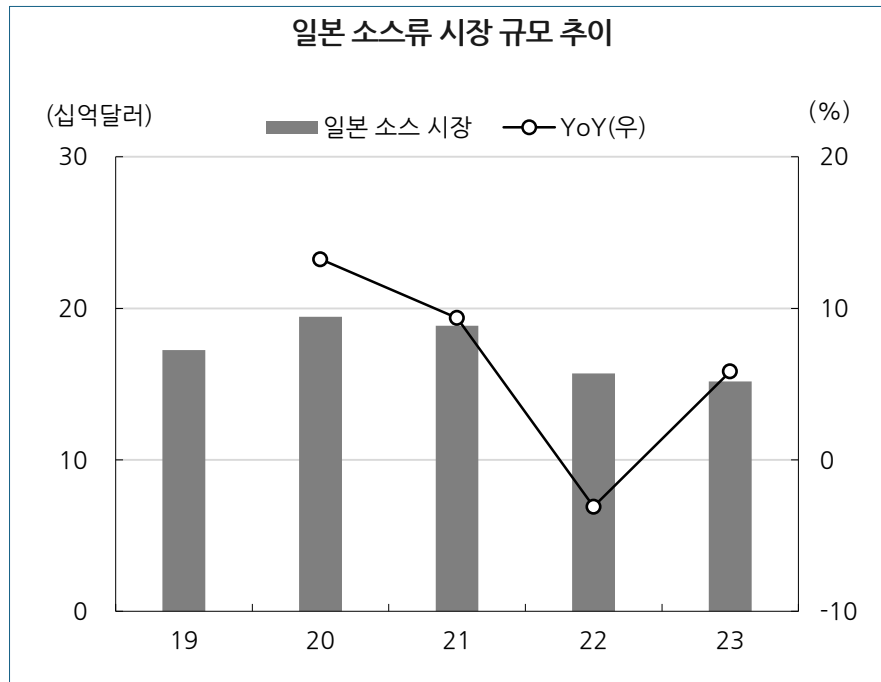


자료: KITA, DS투자증권 리서치센터

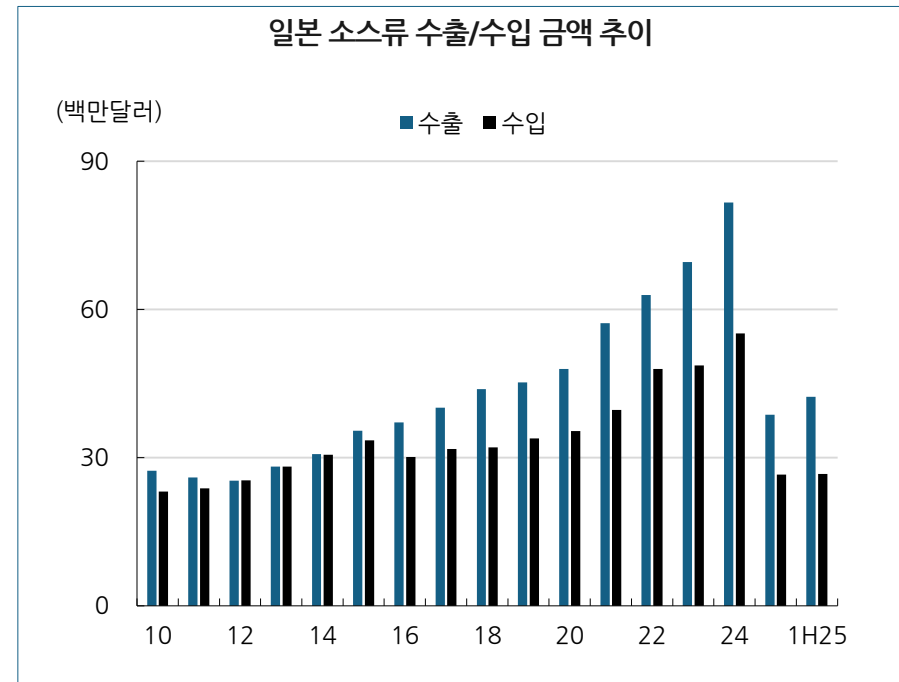
주: HS Code 21.03.10(간장) 21.03.20(토마토 소스) 21.03.30(겨자) 21.03.90(소스) 합산

국가별 소스 시장(3) 일본

- 일본 소스류 시장 규모는 23년 152억 달러(-3% YoY)로 CAGR(19-23) -3% 감소. 엔화기준 23년 2.07억엔, CAGR(19-23) +2.5%
 - 유형별 시장규모는 조리 및 테이블 소스(41.9%), 절임 소스류(28.1%), 기타 소스 및 조미료(18.9%), 레시피용 소스(17%), 조리용 재료 및 조미료(11%) 등
 - 조리 및 테이블 소스 시장 규모는 전년 대비 2.4% 성장한 8,669억엔, 2019년 이후 연평균 3% 증가. 주요 품목은 간장, 샐러드 드레싱, 마요네즈 등
 - 조리용 재료 및 조미료 시장 규모는 전년 대비 3.7% 성장한 2,298억엔, 2019년 이후 연평균 3.5% 증가. 주요 품목은 육수와 허브 및 향신료 등
- 일본 소스류 수출 실적은 24년 8,174만 달러(+17% YoY)로 CAGR(19-24) +13% 성장. 주요 수출국은 미국, 대만, 한국 등
- 일본 소스류 수입 실적은 24년 5,687만 달러(+14% YoY)로 CAGR(19-24) +10% 성장. 주요 수입국은 태국, 중국, 미국 등



자료: KATI, Euromonitor, DS투자증권 리서치센터

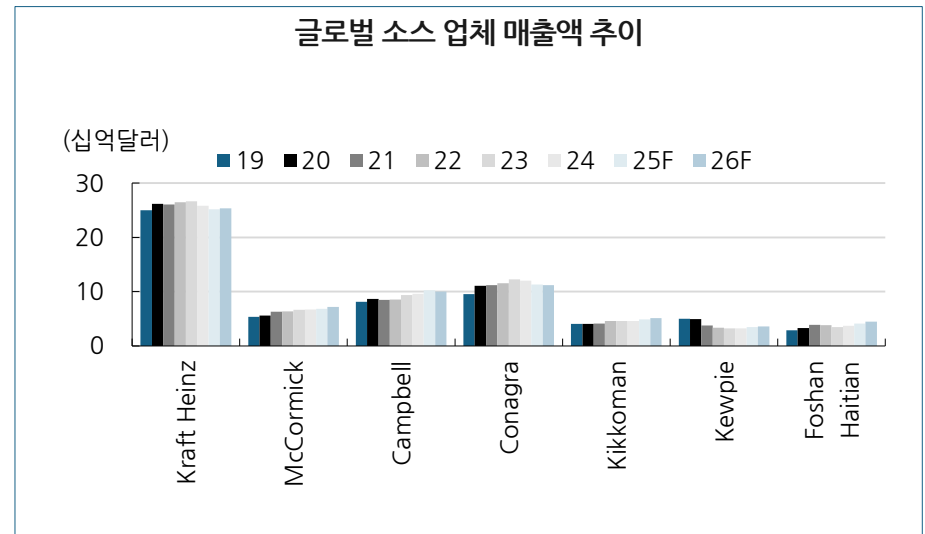


자료: KITA, DS투자증권 리서치센터

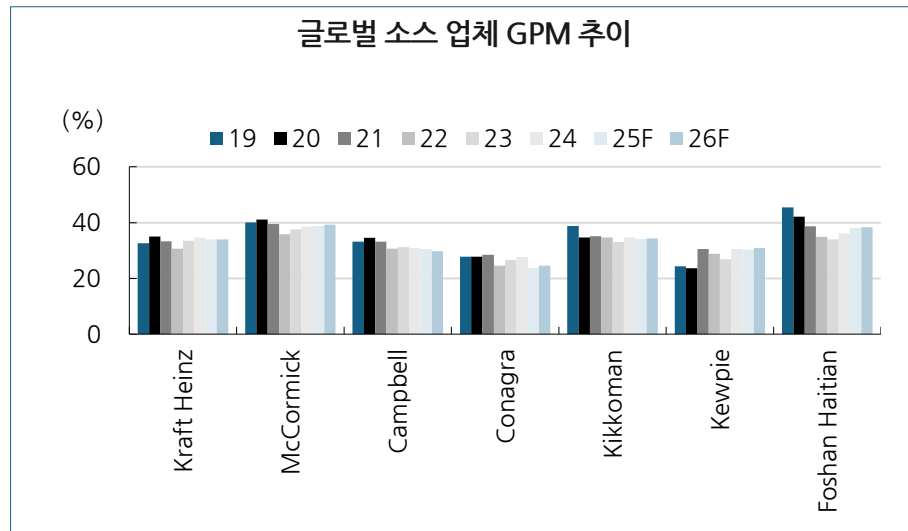
주: HS Code 21.03.10(간장) 21.03.20(토마토 소스) 21.03.30(겨자) 21.03.90(소스) 합산

해외 소스 제조사 실적 비교(1)

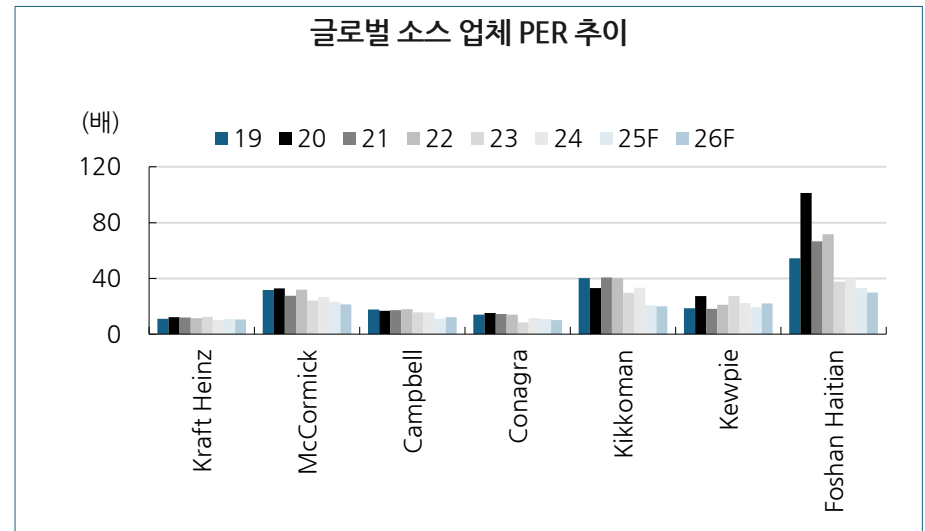
- **글로벌 소스 업체는 비교적 높은 마진율을 바탕으로 밸류에이션 높음**
 - 미국 소스 기업: Kraft Heinz, McCormick, Campbell, Conagra 등
 - 일본 소스 기업: Kikkoman, Kewpie, Bull-dog Sauce 등
 - 중국 소스 기업: Foshan Haitian, Yihai 등
- **다만 최근 경기 불황과 경쟁 심화, 원재료 가격 부담으로 수익성 하락**
 - 주요 소스 업체의 GPM은 19-21년 평균 36%에서 22년 이후 30% 초반
- **밸류에이션은 각 기업별 편차가 크지만 25년 예상 실적 대비 평균 18배**
 - 중국 간장 1위 기업 Foshan Haitian의 경우 25년 예상 PER은 35배
 - 글로벌 트렌드인 매운맛 소스 시장 점유율이 높은 McCormick은 23배
 - 국내 보다 해외 비중이 큰 Kikkoman은 평균 36배→25년 예상 21배



자료: Bloomberg, DS투자증권 리서치센터



자료: Bloomberg, DS투자증권 리서치센터



자료: Bloomberg, DS투자증권 리서치센터

해외 소스 제조사 실적 비교(2)

(백만달러, %)			시가총액	19	20	21	22	23	24	25F	26F
매출액	미국	Kraft Heinz	33,105	24,977	26,185	26,042	26,485	26,640	25,846	25,169	25,361
		McCormick	18,881	5,347	5,601	6,318	6,351	6,662	6,724	6,818	7,179
		Campbell	9,519	8,107	8,691	8,476	8,562	9,357	9,636	10,269	9,992
		Conagra	9,164	9,538	11,054	11,185	11,536	12,277	12,051	11,290	11,189
	일본	Kikkoman	8,476	4,091	4,044	4,145	4,599	4,578	4,577	4,903	5,128
		Kewpie	4,021	4,996	4,955	3,739	3,344	3,263	3,216	3,467	3,606
		Bull-dog Sauce	199	153	159	167	118	100	100	n/a	n/a
	중국	Foshan Haitian	33,173	2,866	3,307	3,877	3,808	3,468	3,736	4,089	4,444
		Yihai	1,788	620	778	921	914	868	908	970	1,050
GPM	미국	Kraft Heinz	33,105	32.6	35.0	33.3	30.7	33.5	34.7	33.9	34.0
		McCormick	18,881	40.1	41.1	39.5	35.8	37.6	38.5	38.8	39.2
		Campbell	9,519	33.2	34.5	33.2	30.7	31.2	30.8	30.6	29.8
		Conagra	9,164	27.8	27.8	28.4	24.6	26.6	27.7	23.7	24.5
	일본	Kikkoman	8,476	38.8	34.6	35.1	34.6	33.0	34.6	34.0	34.4
		Kewpie	4,021	24.4	23.6	30.5	28.9	26.9	30.5	30.3	30.8
		Bull-dog Sauce	199	49.1	51.1	51.0	34.3	32.6	30.3	n/a	n/a
	중국	Foshan Haitian	33,173	45.4	42.2	38.7	34.9	33.9	36.2	38.2	38.4
		Yihai	1,788	38.3	39.0	32.4	30.2	31.6	31.3	31.3	31.5
OPM	미국	Kraft Heinz	33,105	12.3	8.1	13.3	13.7	17.2	6.5	19.5	19.5
		McCormick	18,881	17.9	17.8	16.1	13.6	14.5	15.8	16.4	17.0
		Campbell	9,519	12.1	12.7	18.2	13.6	14.0	10.4	14.4	13.4
		Conagra	9,164	12.4	13.1	15.9	11.7	8.8	7.1	11.3	12.2
	일본	Kikkoman	8,476	8.5	8.0	9.4	9.9	9.1	10.2	10.1	10.0
		Kewpie	4,021	5.9	5.3	6.9	5.9	4.3	7.1	6.8	7.3
		Bull-dog Sauce	199	2.5	3.7	4.1	4.9	3.2	1.1	n/a	n/a
	중국	Foshan Haitian	33,173	30.4	31.7	28.8	25.9	25.0	26.0	28.3	28.6
		Yihai	1,788	24.7	23.8	19.3	18.8	20.0	16.8	16.5	16.9
PER	미국	Kraft Heinz	33,105	11.0	12.2	12.0	11.5	12.5	10.1	10.8	10.5
		McCormick	18,881	31.7	32.8	27.6	31.9	24.1	26.7	23.1	21.3
		Campbell	9,519	17.8	16.8	17.2	17.9	15.5	15.5	10.9	12.2
		Conagra	9,164	13.9	15.2	14.5	14.0	8.5	11.4	10.7	10.1
	일본	Kikkoman	8,476	40.1	33.0	40.6	40.1	29.5	33.3	21.1	20.4
		Kewpie	4,021	18.6	27.3	18.0	21.2	27.2	22.3	19.6	22.5
		Bull-dog Sauce	199	18.1	21.4	52.2	39.9	42.8	190.6	n/a	n/a
	중국	Foshan Haitian	33,173	54.3	101.3	66.5	71.7	37.6	40.3	32.7	29.5
		Yihai	1,788	55.1	107.3	37.6	32.2	12.9	18.6	15.4	14.0

자료: Bloomberg, DS투자증권 리서치센터

해외 소스 기업 분석(1) McCormick & Company Inc(MKC US)

■ McCormick은 1889년 설립된 미국 향신료, 소스 제조 회사

- 매출 기준 전세계 최대 향신료 관련 식품 생산업체
- 스파이스, 허브, 육수, 소스류 등 광범위한 향미 제품을 약 170개국에 공급
- 24년 기준 매출액 67억 달러(+1% YoY), 매출총이익 26억 달러(+4% YoY, GPM 38.5%), 영업이익 10.6억 달러(+10% YoY, OPM 15.8%) 기록
- 주요 브랜드는 McCormick, Cholula, Frank's RedHot, Old Bay 등

■ 매운맛 소스 시장 지배력 강화 등 주력 브랜드 중심 시장 확장

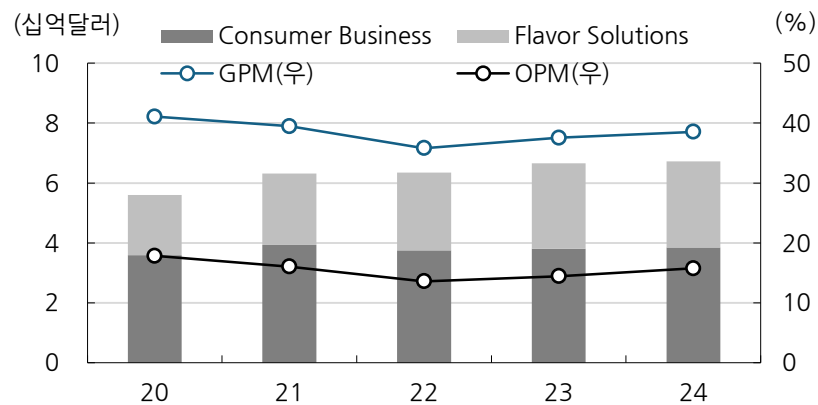
- 동사는 2017년 미국 내 핫소스 1위 브랜드 Frank's Red Hot 인수, 2020년 또다른 프리미엄 핫소스 브랜드 Cholula를 인수하여 핫소스 시장 지배력 강화
- 원재료, 관세 부담을 물량 성장과 점유율 상승, 판관비 절감으로 방어
- 멕시코 합작법인 지분 확대 및 라틴아메리카 시장 확장

주요 제품



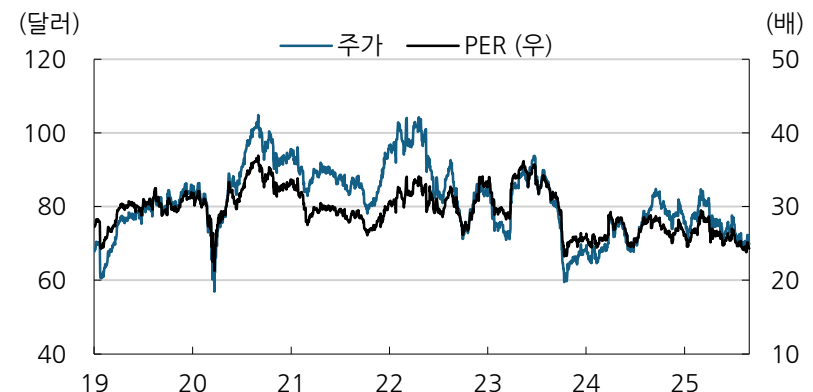
자료: McCormick, DS투자증권 리서치센터

실적 추이



자료: Bloomberg, DS투자증권 리서치센터

주가 및 밸류에이션 추이



자료: Bloomberg, DS투자증권 리서치센터

해외 소스 기업 분석(1) McCormick & Company Inc(MKC US)

McCormick & Company 실적 테이블

(백만달러, %)	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	2021	2022	2023	2024
매출액	1,565.5	1,659.2	1,684.7	1,752.8	1,602.7	1,643.2	1,679.8	1,798.0	1,605.5	1,659.5	6,317.9	6,350.5	6,662.2	6,723.7
YoY	2.8%	8.0%	5.6%	3.4%	2.4%	-1.0%	-0.3%	2.6%	0.2%	1.0%	12.8%	0.5%	4.9%	0.9%
1. Consumer Business	909.5	912.1	937.1	1,048.6	921.5	904.5	937.4	1,085.1	919.2	930.6	3,937.5	3,757.9	3,807.3	3,848.5
YoY	-1.8%	5.3%	1.0%	1.0%	1.3%	-0.8%	0.0%	3.5%	-0.2%	2.9%	9.5%	-4.6%	1.3%	1.1%
2. Flavor Solutions	656.0	747.1	747.6	704.2	681.2	738.7	742.4	712.9	686.3	728.9	2,380.4	2,592.6	2,854.9	2,875.2
YoY	10.0%	11.4%	12.0%	7.0%	3.8%	-1.1%	-0.7%	1.2%	0.7%	-1.3%	18.7%	8.9%	10.1%	0.7%
매출총이익	562.9	615.5	622.8	701.3	599.3	619.6	649.9	722.2	604.0	622.8	2,494.6	2,274.5	2,502.5	2,591.0
YoY	0.4%	17.7%	9.9%	12.3%	6.5%	0.7%	4.4%	3.0%	0.8%	0.5%	8.4%	-8.8%	10.0%	3.5%
매출총이익률	36.0%	37.1%	37.0%	40.0%	37.4%	37.7%	38.7%	40.2%	37.6%	37.5%	39.5%	35.8%	37.6%	38.5%
영업이익	199.0	221.8	245.0	297.2	233.5	234.1	286.5	306.2	225.2	245.8	1,015.1	863.6	963.0	1,060.3
YoY	-3.8%	41.1%	4.2%	12.4%	17.3%	5.5%	16.9%	3.0%	-3.6%	5.0%	1.6%	-14.9%	11.5%	10.1%
영업이익률	12.7%	13.4%	14.5%	17.0%	14.6%	14.2%	17.1%	17.0%	14.0%	14.8%	16.1%	13.6%	14.5%	15.8%
1. Consumer Business	173.4	145.2	171.1	210.0	174.5	147.8	186.3	224.5	146.7	155.8	756.9	686.8	699.7	736.9
YoY	3.8%	27.3%	-5.9%	-6.2%	0.6%	1.8%	8.9%	6.9%	-15.9%	5.4%	-1.4%	-9.3%	1.9%	5.3%
영업이익률	19.1%	15.9%	18.3%	20.0%	18.9%	16.3%	19.9%	20.7%	16.0%	16.7%	19.2%	18.3%	18.4%	19.1%
2. Flavor Solutions	53.4	76.6	73.9	59.4	59.0	86.3	100.2	73.8	78.5	90.0	258.2	176.8	263.3	323.4
YoY	-11.1%	77.7%	38.6%	192.6%	10.5%	12.7%	35.6%	24.2%	33.1%	4.3%	11.5%	-31.5%	48.9%	22.8%
영업이익률	8.1%	10.3%	9.9%	8.4%	8.7%	11.7%	13.5%	10.4%	11.4%	12.3%	10.8%	6.8%	9.2%	11.2%
순이익	139.1	152.1	170.1	219.3	166.0	184.2	223.1	215.2	162.3	175.0	755.3	682.0	680.6	788.5
YoY	-10.2%	28.4%	-23.7%	18.1%	19.3%	21.1%	31.2%	-1.9%	-2.2%	-5.0%	1.1%	-9.7%	-0.2%	15.9%
순이익률	8.9%	9.2%	10.1%	12.5%	10.4%	11.2%	13.3%	12.0%	10.1%	10.5%	12.0%	10.7%	10.2%	11.7%

자료: Bloomberg, DS투자증권 리서치센터

해외 소스 기업 분석(2) Foshan Haitian(603288 CH)

■ Foshan Haitian은 1955년 설립된 간장 조미료 기업

- 간장 및 굴소스 중국 내 시장 점유율 1위 기업
- 24년 기준 매출액 269억 위안(+10% YoY), 매출총이익 98억 위안(+16% YoY, GPM 36.7%), 영업이익 70억 위안(+13% YoY, OPM 25.9%) 기록
- 부문별 매출 비중은 24년 기준 Soy Sauce(51%), 향미소스(10%), 굴소스(17%), 기타(22%)로 전 부문에 걸쳐 고른 성장세 시현

■ 간장, 굴소스 시장 내 높은 M/S 보유, 경쟁 심화와 원가 상승 부담 지속

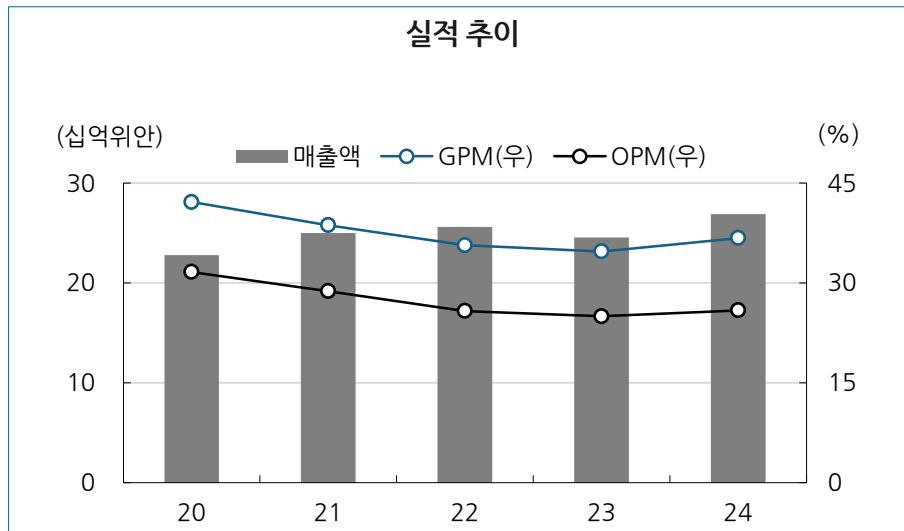
- 24년 중국 간장 시장 M/S 13.2%, 글로벌 굴소스 시장 M/S 40.2% 기록
- 다만 고급 간장 시장에서 첸허미업, 이금기 등 타 브랜드와의 경쟁 강도 심화
- 콩, 설탕 등 주요 원재료 가격 상승 및 미국산 콩 수입 관세(34%)로 비용 부담 증가(21년 OPM 28.8% → 24년 25.9%)

주요 제품



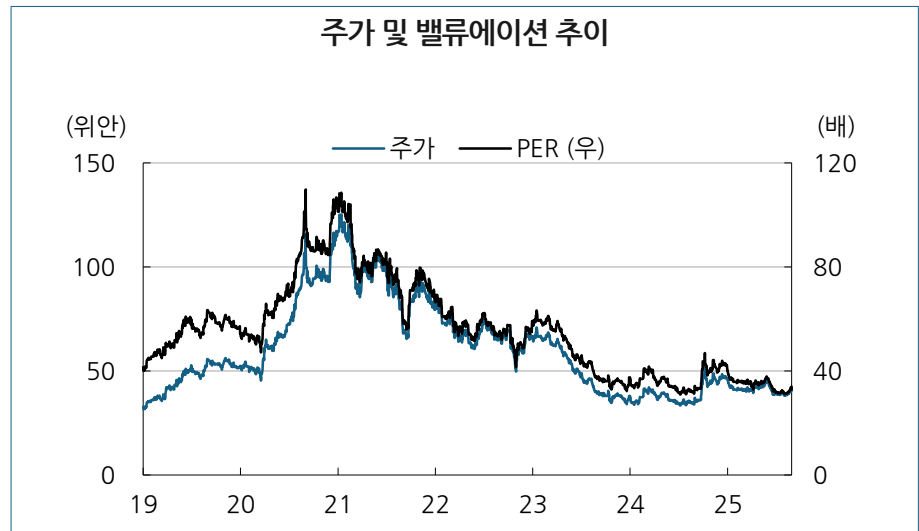
자료: Foshan Haitian, DS투자증권 리서치센터

실적 추이



자료: Bloomberg, DS투자증권 리서치센터

주가 및 밸류에이션 추이



자료: Bloomberg, DS투자증권 리서치센터

해외 소스 기업 분석(2) Foshan Haitian(603288 CH)

Foshan Haitian 실적 테이블

(백만원, %)	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	2021	2022	2023	2024
매출액	6,981.0	5,984.6	5,684.6	5,909.1	7,693.9	6,462.1	6,243.4	6,501.7	8,315.4	6,914.5	25,004.0	25,609.7	24,559.3	26,901.0
YoY	-3.2%	-5.3%	2.2%	-9.3%	10.2%	8.0%	9.8%	10.0%	8.1%	7.0%	9.7%	2.4%	-4.1%	9.5%
1. Soy Sauce												13,861.2	12,637.3	13,757.8
YoY													-8.8%	8.9%
2. Flavored Sauce												2,584.0	2,427.0	2,668.9
YoY													-6.1%	10.0%
3. Oyster Sauce												4,416.5	4,251.2	4,615.2
YoY													-3.7%	8.6%
4. Others												4,748.0	5,243.8	5,859.1
YoY													10.4%	11.7%
매출총이익	2,577.9	2,078.2	1,963.7	1,911.0	2,802.0	2,347.5	2,285.7	2,448.8	3,259.7	2,780.1	9,667.2	9,137.8	8,530.8	9,884.1
YoY	-6.3%	-5.7%	0.0%	-13.9%	8.7%	13.0%	16.4%	28.1%	16.3%	18.4%	0.6%	-5.5%	-6.6%	15.9%
매출총이익률	36.9%	34.7%	34.5%	32.3%	36.4%	36.3%	36.6%	37.7%	39.2%	40.2%	38.7%	35.7%	34.7%	36.7%
영업이익	1,940.1	1,476.8	1,380.5	1,345.0	2,163.2	1,632.8	1,527.0	1,641.9	2,519.5	1,927.5	7,196.8	6,607.0	6,142.4	6,964.9
YoY	-6.2%	-8.3%	-0.5%	-12.6%	11.5%	10.6%	10.6%	22.1%	16.5%	18.0%	-0.3%	-8.2%	-7.0%	13.4%
영업이익률	27.8%	24.7%	24.3%	22.8%	28.1%	25.3%	24.5%	25.3%	30.3%	27.9%	28.8%	25.8%	25.0%	25.9%
순이익	1,715.6	1,380.7	1,232.5	1,297.9	1,918.9	1,534.2	1,361.9	1,529.2	2,202.4	1,711.7	6,670.8	6,197.7	5,626.6	6,344.1
YoY	-6.2%	-11.7%	-3.2%	-15.2%	11.9%	11.1%	10.5%	17.8%	14.8%	11.6%	4.2%	-7.1%	-9.2%	12.8%
순이익률	24.6%	23.1%	21.7%	22.0%	24.9%	23.7%	21.8%	23.5%	26.5%	24.8%	26.7%	24.2%	22.9%	23.6%

자료: Bloomberg, DS투자증권 리서치센터

해외 소스 기업 분석(3) Kikkoman Corporation(2801 JP)

■ Kikkoman은 1917년 설립된 간장 및 소스 제조 기업

- 간장, 미림, 테리야키 소스 등 다양한 소스류와 소이 밀크 등 음료 생산 및 판매
- CY23기준 일본 간장 M/S 1위 (33.6%, 관계사 Higeta와 합산 점유율)
- FY24기준 미국 가정용 간장 M/S에서도 1위 기록(57.6%)
- FY24기준 매출액 7,015억엔(+8% YoY), 매출총이익 2,394억엔(+8% YoY, GPM 34.1%), 영업이익 759억엔(+19% YoY, OPM 10.8%) 기록

■ 해외 매출에서도 북미 매출 비중 높음, 경기 둔화 및 고정비 부담 존재

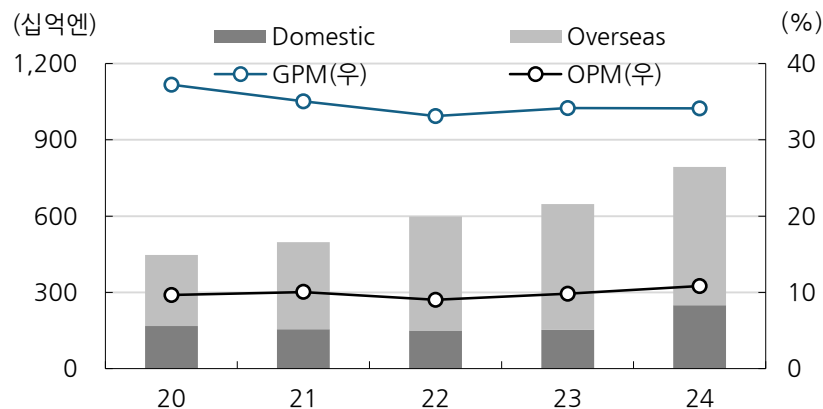
- FY24기준 전체 매출 중 수출 비중이 77%, 그 중 북미 비중이 70%으로 글로벌 최대 소스 시장에서 유의미한 M/S 보유
- 원가 부담 상승 및 미국 경기 둔화로 25년 저조한 실적이 예상되며 북미 신규 공장 가동으로 인한 고정비 부담 증가 우려로 주가는 하락 추세

주요 제품



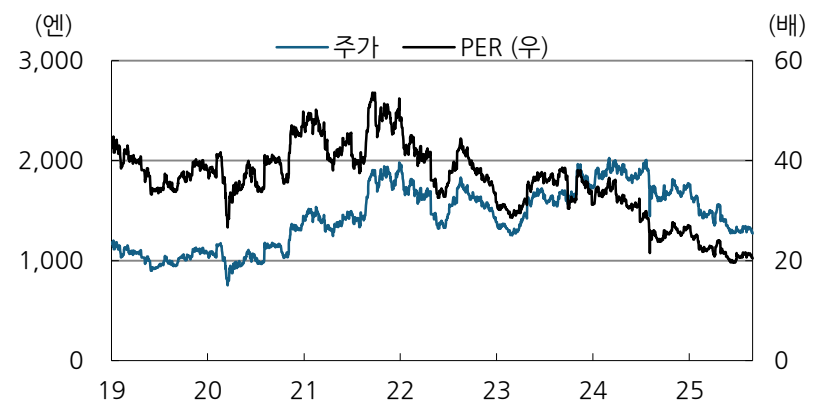
자료: Kikkoman, DS투자증권 리서치센터

실적 추이



자료: Bloomberg, DS투자증권 리서치센터

주가 및 밸류에이션 추이



자료: Bloomberg, DS투자증권 리서치센터

해외 소스 기업 분석(3) Kikkoman Corporation(2801 JP)

Kikkoman Corporation 실적 테이블														
(십억엔, %)	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	2021	2022	2023	2024
매출액	152.5	158.5	164.2	172.1	166.0	178.2	177.4	179.9	173.5	175.7	497.7	597.9	647.4	701.5
YoY	15.9%	7.3%	4.2%	6.9%	8.8%	12.4%	8.0%	4.5%	4.5%	-1.4%	11.4%	20.1%	8.3%	8.4%
1. Domestic	34.1	37.6	38.9	41.2	34.7	40.1	40.1	42.3	35.1	40.6	154.2	149.7	151.8	157.2
YoY	0.9%	-1.3%	2.5%	3.3%	1.8%	6.6%	3.1%	2.6%	1.1%	1.4%	-7.8%	-2.9%	1.4%	3.5%
1) Soy Sauce	9.8	10.4	11.2	12.8	10.2	11.3	11.4	13.0	10.1	11.2	43.7	43.0	44.2	45.9
YoY	1.7%	0.3%	5.3%	3.9%	3.1%	8.8%	1.6%	2.0%	-0.3%	-0.8%	-9.7%	-1.7%	2.9%	3.7%
2) 기타	24.3	27.2	27.7	28.4	24.6	28.7	28.7	29.2	25.0	29.4	110.5	106.7	107.5	111.3
YoY	0.5%	-2.0%	1.5%	3.0%	1.3%	5.8%	3.7%	2.9%	1.6%	2.3%	-7.1%	-3.4%	0.8%	3.5%
2. Overseas	118.4	120.9	125.3	131.0	131.2	138.2	137.2	137.7	138.3	135.0	343.5	448.2	495.6	544.3
YoY	21.1%	10.3%	4.7%	8.1%	10.8%	14.2%	9.5%	5.1%	5.4%	-2.3%	22.9%	30.5%	10.6%	9.8%
1) Soy Sauce	30.7	32.4	35.4	35.1	36.6	40.8	38.8	38.0	38.6	39.4	94.3	114.6	133.6	154.2
YoY	24.8%	10.1%	14.8%	18.0%	19.2%	26.0%	9.8%	8.0%	5.6%	-3.4%	15.4%	21.6%	16.6%	15.4%
2) Del Monte	2.1	1.7	2.4	2.4	2.4	2.0	2.6	2.4	2.8	2.3	6.1	8.2	8.7	9.4
YoY	-4.0%	-4.5%	10.9%	20.5%	13.3%	16.0%	8.3%	-0.5%	16.2%	14.1%	0.0%	34.6%	5.9%	8.6%
3) 기타	85.6	86.8	87.5	93.4	92.2	95.3	95.8	97.3	97.0	93.3	243.1	325.4	353.3	380.7
YoY	20.7%	10.7%	1.0%	4.6%	7.7%	9.8%	9.5%	4.2%	5.1%	-2.1%	26.8%	33.8%	8.6%	7.7%
매출총이익	48.4	55.6	57.2	60.0	55.9	61.9	60.6	61.0	55.8	60.2	174.4	198.0	221.2	239.4
YoY	15.3%	8.4%	9.7%	14.1%	15.6%	11.2%	6.0%	1.6%	-0.3%	-2.7%	4.8%	13.5%	11.7%	8.2%
매출총이익률	31.7%	35.1%	34.8%	34.9%	33.7%	34.7%	34.2%	33.9%	32.1%	34.3%	35.0%	33.1%	34.2%	34.1%
영업이익	10.2	13.5	20.0	19.9	13.4	21.5	20.5	20.5	11.2	19.1	49.9	53.8	63.5	75.9
YoY	35.8%	-14.3%	36.8%	24.3%	31.4%	59.6%	2.5%	3.1%	-16.2%	-11.1%	15.9%	7.7%	18.0%	19.4%
영업이익률	6.7%	8.5%	12.2%	11.5%	8.1%	12.0%	11.6%	11.4%	6.5%	10.9%	10.0%	9.0%	9.8%	10.8%
1. Domestic	-0.4	3.1	3.2	4.1	0.0	3.2	2.9	3.7	0.0	3.0	12.6	10.5	10.0	9.7
YoY	적전	-18.8%	12.0%	36.4%	흑전	3.1%	-10.6%	-10.2%	-97.0%	-4.8%	흑전	-16.9%	-4.7%	-2.7%
영업이익률	-1.1%	8.1%	8.2%	9.9%	0.1%	7.9%	7.1%	2.7%	0.0%	2.0%	8.2%	7.0%	6.6%	3.9%
2. Overseas	12.4	16.0	16.8	17.4	15.4	19.1	18.3	17.1	15.8	17.4	32.2	47.7	62.6	69.9
YoY	50.6%	22.4%	30.6%	28.6%	24.1%	19.9%	9.0%	-1.9%	2.5%	-9.0%	흑전	48.2%	31.2%	11.7%
영업이익률	10.5%	13.2%	13.4%	13.3%	11.7%	13.9%	13.3%	12.4%	11.4%	12.9%	9.4%	10.6%	12.6%	12.8%
3. 조정	-1.8	-5.6	0.1	-1.7	-2.0	-0.8	-0.6	-0.3	-4.6	-1.3	-1.6	-4.4	-9.0	-3.8
순이익	7.4	10.6	18.2	16.7	10.9	18.0	16.7	16.6	10.4	15.3	38.6	41.9	52.9	62.2
YoY	32.6%	-12.4%	62.9%	27.7%	48.4%	69.9%	-8.1%	-0.8%	-5.1%	-15.3%	31.3%	8.6%	26.1%	17.7%
순이익률	4.8%	6.7%	11.1%	9.7%	6.6%	10.1%	9.4%	9.2%	6.0%	8.7%	7.8%	7.0%	8.2%	8.9%

자료: Bloomberg, DS투자증권 리서치센터

해외 소스 기업 분석(4) Kewpie(2809 JP)

■ Kewpie는 1919년 설립된 마요네즈, 드레싱 제조 기업

- 마요네즈, 드레싱, 계란 가공품(액란, 계란가루) 등 생산 및 판매
- 1925년 마요네즈를 출시하여 현재 일본 내 마요네즈 M/S 1위 (60% 이상)
- 24년 기준 매출액 4,840억엔(+6% YoY), 매출총이익 1,478억엔(+21% YoY, GPM 30.5%), 영업이익 343억엔(+74% YoY, OPM 7.1%) 기록

■ 해외 사업 견조한 성장, 자사주 매입 발표로 주가 상승

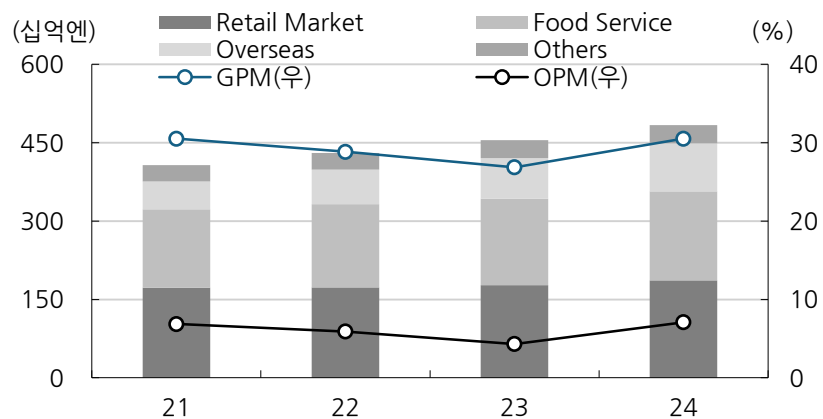
- 24년 수출 매출 922억엔(+17.8% YoY), 영업이익 140억엔(+35.9% YoY, OPM 15.2%) 기록하며 중국, 동남아 등 아시아 지역에서 높은 성장세 기록
- 25년 7월 3일 발행주식의 6.91%, 최대 240억엔 규모 자사주 매입 계획 발표
- 1Q25에는 공장 부지 매각에 따른 일회성 이익이 반영되며 순이익 개선 효과도 작용(+111.6% YoY, OPM 10.6%)

주요 제품



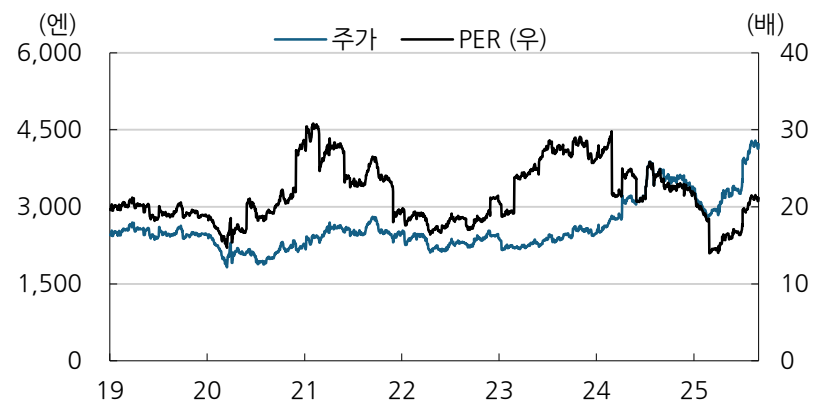
자료: Kewpie, DS투자증권 리서치센터

실적 추이



자료: Bloomberg, DS투자증권 리서치센터

주가 및 밸류에이션 추이



자료: Bloomberg, DS투자증권 리서치센터

해외 소스 기업 분석(4) Kewpie(2809 JP)

Kewpie 실적 테이블

(십억엔, %)	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	2021	2022	2023	2024
매출액	107.7	112.7	115.5	119.2	114.6	122.2	124.1	123.1	120.0	131.8	407.0	430.3	455.1	484.0
YoY	7.1%	5.3%	4.4%	6.3%	6.5%	8.4%	7.4%	3.3%	4.7%	7.9%	-23.4%	5.7%	5.8%	6.4%
1. Retail Market	41.9	45.3	45.1	45.1	44.6	47.8	48.2	46.2	45.0	49.5	172.7	173.4	177.4	186.7
YoY	-1.7%	5.3%	0.6%	5.1%	6.3%	5.5%	7.0%	2.4%	1.1%	3.6%	2.8%	0.4%	2.3%	5.3%
2. Food Service	41.7	39.7	40.6	43.3	40.6	42.7	42.5	44.3	42.5	46.6	149.8	158.8	165.3	170.1
YoY	15.9%	-0.5%	1.0%	1.3%	-2.7%	7.4%	4.7%	2.3%	4.6%	9.2%	3.3%	6.0%	4.1%	2.9%
3. Overseas	16.0	18.4	20.9	22.9	21.4	22.3	24.2	24.3	24.0	25.4	53.4	66.3	78.3	92.2
YoY	12.1%	18.6%	18.9%	21.6%	33.1%	21.5%	15.4%	6.2%	12.2%	13.8%	13.2%	24.1%	18.1%	17.8%
4. Others	8.0	9.3	8.9	7.9	8.1	9.4	9.2	8.3	8.6	10.2	31.2	31.8	34.1	35.0
YoY	5.2%	8.8%	10.4%	3.7%	1.5%	1.2%	3.0%	4.8%	5.7%	9.0%	-81.7%	2.0%	7.1%	2.6%
매출총이익	26.7	30.3	31.8	33.5	34.9	38.3	38.4	36.2	34.1	39.4	124.2	124.2	122.3	147.8
YoY	-13.0%	-6.1%	-0.3%	14.4%	30.6%	26.5%	20.8%	7.9%	-2.2%	2.9%	-0.9%	0.0%	-1.5%	20.8%
매출총이익률	24.8%	26.9%	27.5%	28.1%	30.4%	31.4%	30.9%	29.4%	28.4%	29.9%	30.5%	28.9%	26.9%	30.5%
영업이익	1.7	5.2	6.5	6.4	8.1	10.7	10.9	4.5	5.8	10.4	28.0	25.4	19.7	34.3
YoY	-75.4%	-30.9%	-9.4%	57.8%	392.1%	106.8%	68.3%	-28.9%	-29.0%	-3.3%	-1.2%	-9.1%	-22.6%	74.3%
영업이익률	1.5%	4.6%	5.6%	5.3%	7.1%	8.8%	8.8%	3.7%	4.8%	7.9%	6.9%	5.9%	4.3%	7.1%
1. Retail Market	1.6	2.8	2.9	2.6	3.6	4.5	4.6	1.6	1.8	4.0	17.2	13.4	9.9	14.3
YoY	-59.1%	-18.3%	-19.4%	8.1%	117.1%	61.0%	58.2%	-37.1%	-50.1%	-12.4%	8.7%	-21.9%	-26.0%	43.6%
영업이익률	1.5%	2.5%	2.5%	2.2%	3.1%	3.7%	3.7%	1.3%	1.5%	3.0%	4.2%	3.1%	2.2%	2.9%
2. Food Service	0.5	0.9	1.0	1.7	3.1	3.3	3.5	2.0	1.8	2.6	6.3	6.9	4.1	12.0
YoY	-73.9%	-62.1%	-30.8%	35.0%	561.6%	270.1%	240.4%	17.4%	-40.4%	-21.7%	-19.2%	10.0%	-40.3%	189.0%
영업이익률	1.1%	2.0%	2.3%	3.9%	6.9%	6.9%	7.3%	4.4%	4.1%	5.2%	3.6%	4.0%	2.3%	6.4%
3. Overseas	1.1	2.4	3.5	3.3	3.1	4.0	3.6	3.3	3.8	4.1	7.1	8.4	10.3	14.0
YoY	-40.9%	6.9%	33.3%	105.8%	178.8%	68.3%	3.0%	-0.4%	22.7%	2.4%	41.7%	17.9%	23.4%	35.9%
영업이익률	7.0%	12.8%	16.9%	14.4%	14.6%	17.7%	15.1%	13.5%	16.0%	16.0%	13.3%	12.6%	13.2%	15.2%
4. 조정	-1.6	-0.9	-1.0	-1.3	-1.6	-1.1	-0.8	-2.5	-1.6	-0.2	-2.6	-3.3	-4.7	-5.9
순이익	1.3	3.5	6.3	2.1	6.0	6.5	7.2	1.7	12.8	6.0	18.0	16.0	13.2	21.4
YoY	-71.6%	-20.4%	11.2%	40.3%	376.6%	83.4%	15.3%	-20.5%	111.6%	-6.9%	58.3%	-11.0%	-17.8%	62.6%
순이익률	1.2%	3.1%	5.4%	1.8%	5.3%	5.3%	5.8%	1.4%	10.6%	4.6%	4.4%	3.7%	2.9%	4.4%

자료: Bloomberg, DS투자증권 리서치센터

주: 2021년부터 유통사업을 관계사업으로 분류함에 따라 매출 YoY 하락 착시효과 발생

해외 소스 기업 분석(5) Bull-Dog Sauce(2804 JP)

■ Bull-Dog Sauce는 1926년 설립된 돈까스 소스 제조 기업

- 돈까스 소스, 우스터 소스, 우마이 소스 등 생산 및 판매
- 24년 기준 매출액 146억엔(+2% YoY), 매출총이익 41억엔(-10% YoY, GPM 28.2%), 영업손실 -48억원(적전, OPM -0.3%)으로 적자 전환
- 24년 적자는 원재료비, 제조간접비의 증가에 더해 하토가야 공장 폐쇄, 사업부 재구성으로 인한 일회성 비용이 손실 폭 증대 영향

■ 수출 실적 호조, 가격 인상으로 2H24부터 흑자 전환 성공

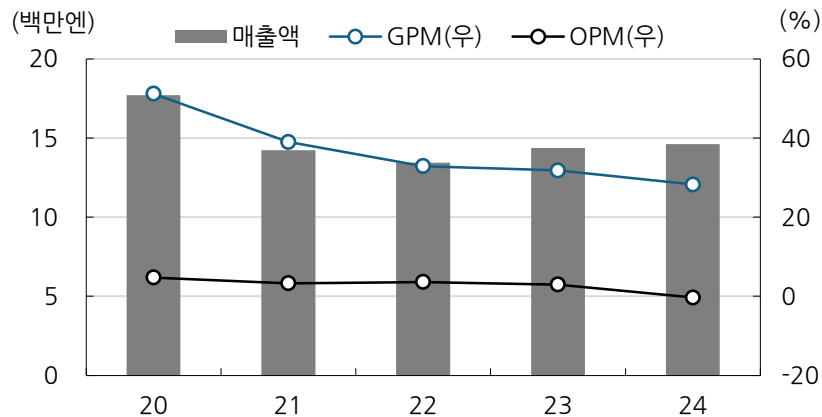
- 동사의 수출은 미국, 호주, 중국에서 신규 고객 확보 증가하며 수요 확대
- 24년 11월부터 Business Sauces 40종에 대해 10~15% 가격 인상으로 수익성 개선. 25년 상반기 영업이익 흑자 전환으로 실적 정상화
- SNS 연동 프로모션, 이벤트 개최, MZ세대 타겟 마케팅 적극적으로 진행

주요 제품



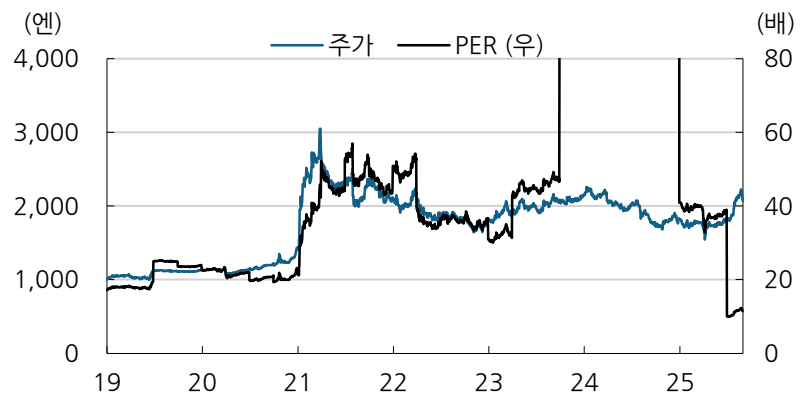
자료: Bull-Dog Sauce, DS투자증권 리서치센터

실적 추이



자료: Bloomberg, DS투자증권 리서치센터

주가 및 밸류에이션 추이



자료: Bloomberg, DS투자증권 리서치센터

해외 소스 기업 분석(5) Bull-Dog Sauce(2804 JP)

Bull-Dog Sauce 실적 테이블

(백만엔, %)	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	2021	2022	2023	2024
매출액	3,308.7	3,624.4	3,633.2	3,796.0	3,429.1	3,632.0	3,680.6	3,868.4	3,436.7	3,695.0	14,221.4	13,448.1	14,362.3	14,610.1
YoY	2.5%	5.7%	12.6%	6.5%	3.6%	0.2%	1.3%	1.9%	0.2%	1.7%	-19.7%	-5.4%	6.8%	1.7%
1. Domestic	3,186.5	3,495.3	3,491.9	3,649.5	3,281.2		3,539.0	3,679.6	3,269.5			13,864.2	13,823.3	
YoY	-1.3%	5.6%	11.6%	-13.1%	3.0%		1.3%	0.8%	-0.4%			-2.5%	-0.3%	
1) Household Sauces	1,950.0	2,056.1	2,097.4	2,149.8	1,984.8		2,065.0	2,146.4	2,001.2			6,303.3	8,253.3	
YoY	흑전	1.7%	12.3%	-10.9%	1.8%		-1.5%	-0.2%	0.8%			흑전	30.9%	
2) Business Sauces	812.6	920.9	925.1	1,013.0	847.1		996.0	1,156.2	913.3			2,859.0	3,671.6	
YoY	흑전	11.3%	16.2%	-18.0%	4.3%		7.7%	14.1%	7.8%			흑전	28.4%	
3) Household Dressings	278.7	375.8	326.6	331.0	300.6		332.0	235.5	235.6			1,033.5	1,312.2	
YoY	흑전	18.7%	8.4%	-20.3%	7.9%		1.6%	-28.9%	-21.6%			흑전	27.0%	
4) Other	145.1	142.5	142.8	155.7	148.6		146.0	141.5	119.3			441.0	586.2	
YoY	흑전	-1.0%	-12.4%	16.1%	2.4%		2.3%	-9.1%	-19.7%			흑전	32.9%	
2. Overseas	122.3	129.1	141.3	146.4	147.9		140.0	186.8	169.2			416.8	539.0	
YoY	흑전	7.3%	42.7%	-25.8%	21.0%		-0.9%	27.5%	14.4%			흑전	29.3%	
매출총이익	1,079.9	1,220.7	1,190.7	1,078.4	898.6	988.0	1,053.9	1,186.1	1,082.4	1,177.0	5,545.7	4,423.1	4,569.8	4,126.6
YoY	-1.1%	6.5%	16.6%	-7.4%	-16.8%	-19.1%	-11.5%	10.0%	20.5%	19.1%	-38.9%	-20.2%	3.3%	-9.7%
매출총이익률	32.6%	33.7%	32.8%	28.4%	26.2%	27.2%	28.6%	30.7%	31.5%	31.9%	39.0%	32.9%	31.8%	28.2%
영업이익	104.0	199.2	162.3	-40.7	-157.0	-103.0	42.8	169.2	114.1	125.0	464.1	485.0	424.8	-48.0
YoY	-34.2%	92.9%	247.3%	적전	적전	적전	-73.6%	흑전	흑전	흑전	-45.0%	4.5%	-12.4%	적전
영업이익률	3.1%	5.5%	4.5%	-1.1%	-4.6%	-2.8%	1.2%	4.4%	3.3%	3.4%	3.3%	3.6%	3.0%	-0.3%
순이익	-61.7	135.7	-82.9	-1.3	93.9	13.0	170.2	313.8	126.7	1,765.0	552.8	787.0	-10.2	590.9
YoY	적전	-6.9%	적전	적전	흑전	-90.4%	흑전	흑전	34.9%	13476.9%	-38.2%	42.3%	적전	흑전
순이익률	-1.9%	3.7%	-2.3%	0.0%	2.7%	0.4%	4.6%	8.1%	3.7%	47.8%	3.9%	5.9%	-0.1%	4.0%

자료: Bloomberg, DS투자증권 리서치센터

K-소스 투자포인트

K-Food에 대한 글로벌 관심 증가
매운맛에 대한 글로벌 선호 증가
한식당 증가 및 B2B 협업 확대
주목할만한 K-소스 기업



소스로 쓱으리 2025 ver.

K-Food에 대한 글로벌 관심 증가(1) K-Contents와 함께 K-Food의 글로벌 인기 상승

■ K-Contents의 글로벌 인기와 함께 K-Food에 대한 글로벌 관심도 증가

- 합리적 가격과 프리미엄, 웰빙 이미지로 한국 음식에 대한 관심 증가
- K-Pop, K-Drama, K-Webtoon까지 다양한 장르의 한국 콘텐츠가 글로벌 시장에 깊숙이 침투하며 K-Food 진입 장벽을 낮춰주고 있음
- K-Contents에서 흥행한 제품의 수요가 증가하는 등 시너지 확대
- 구글 검색어 트렌드에서도 K-Food 자체에 대한 관심 증가 확인

■ 외국인 대상 한식 연상 메뉴 1위 김치, 최선호 한식 메뉴 1위 치킨

- 한국식 치킨과 김치, 비빔밥 등 선호가 높아 관련 소스 경쟁력 확대
- 김치 소스, 불고기 소스, 고추장, 양념 치킨 소스, 불닭 소스 등 침투율 증가

■ 다양한 한식 메뉴에 대한 인지도 올라가면서 한식 소스 관심 증가

2024년 기준 외국인 연상/선호 한식 메뉴 Top 10

한식 연상 메뉴(주관식) (BASE: 한식 인지도(4+5+6+7점)=8,132) 단위: %, 중복응답	메뉴	최선호 한식 메뉴(객관식) (BASE: 한식 취식 경험자(n=7,221), 단위: %)
41.8	김치	9.7
23.8	비빔밥	8.5
16.6	한국식 치킨	13.8
16.2	고기구이	7.6
12.8	불고기	6.0
11.3	떡볶이	4.3
10.0	라면	5.1
9.8	김밥	3.2
3.4	잡채	2.2
3.1	전골	1.9

*고기 구이는 최선호 한식 메뉴에서 갈비구이, 삼겹살구이 등의 합으로 산출

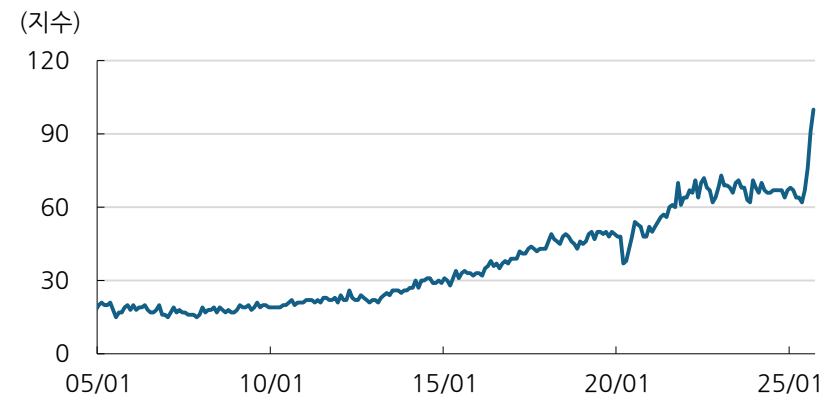
자료: 한식진흥원, DS투자증권 리서치센터

K-Contents와 함께 K-Food의 글로벌 인기 상승



자료: DS투자증권 리서치센터

전세계 구글 검색어 트렌드 <K-Food>



자료: 구글, DS투자증권 리서치센터

K-Food에 대한 글로벌 관심 증가(2) K-Food 진출 지역과 품목 다양화

■ K-Food의 지역 확장성과 품목 다양성 확대. 미국, 유럽 서구권으로 지역 확대되며 진출 품목도 다양해지는 중

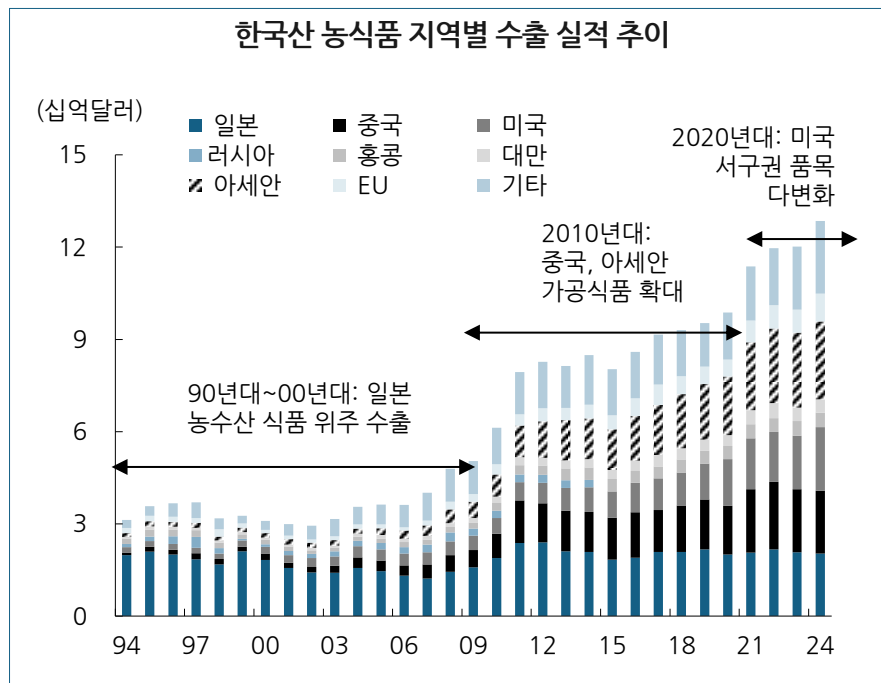
- 과거 한국의 농수산물 수출은 1)1990~2000년대 가까운 일본향 수산식품에 집중되다가 2)2010년대 중국의 경제 성장과 함께 중국을 중심으로 아세안 지역으로 가공식품 수출이 늘었고 3)2020년대 들어선 미국을 비롯해 서구권으로 지역이 다변화되고 수출 품목도 다양해지고 있음

■ 24년 농림수산물 수출 금액은 128.5억 달러(+7% YoY)로 역대 최대 실적 경신. 25년 1-7월 누계 78억 달러(+6% YoY)로 성장 지속

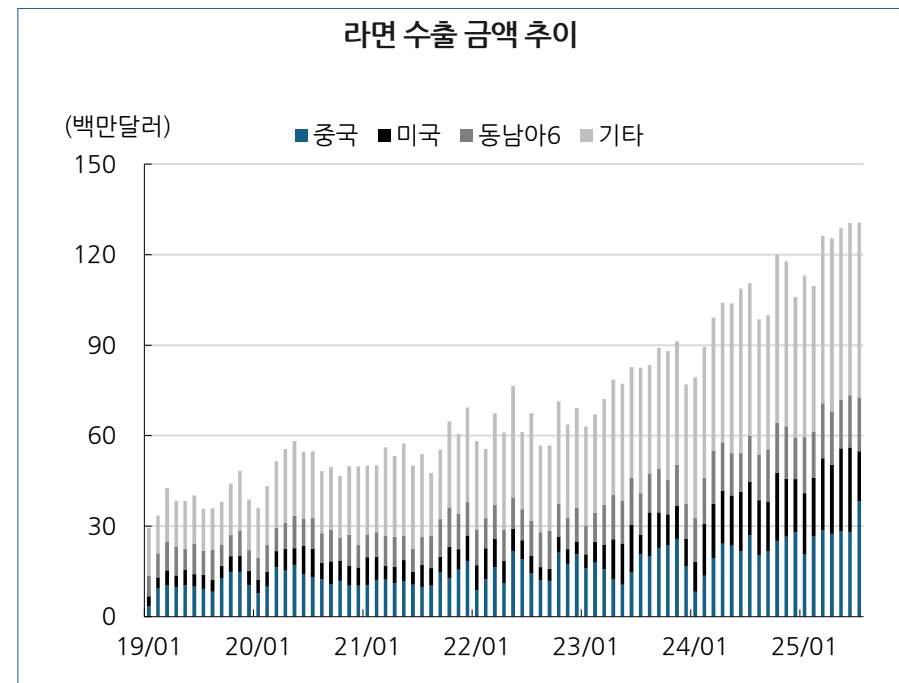
- 지역별로는 미국향 수출 금액이 24년 20.7억 달러(+19% YoY)로 단일 국가 중 중국과 일본을 제치고 1위 달성. 권역 중 EU도 9억 달러(+20% YoY)로 고성장
- 기존 상위 국가였던 중국과 일본향 수출 금액은 각각 20.4억 달러(-0.4% YoY), 20.3억 달러(-2% YoY)로 부진한 실적 기록

■ 한편 라면은 K-Food 내에서도 차별적 성장. 24년 라면 수출 금액은 12.4억 달러(+30% YoY), 25년 1-7월 누계는 8.6억 달러(+24% YoY) 기록

- 특히 국내 라면 수출의 68%를 차지하는 삼양식품의 불닭볶음면의 글로벌 수요 증가와 지속적인 CAPA 확대로 수출 성장 견인. 불닭 소스에 대한 관심도 증가



자료: KATI, DS투자증권 리서치센터



자료: 관세청, DS투자증권 리서치센터

매운맛에 대한 글로벌 선호 증가(1) 글로벌 Swicy 트렌드

■ 스와이시(Swicy)는 단맛(Sweet)과 매운맛(Spicy)의 합성어로 글로벌 Gen Z 사이에서 인기 있는 미식 트렌드

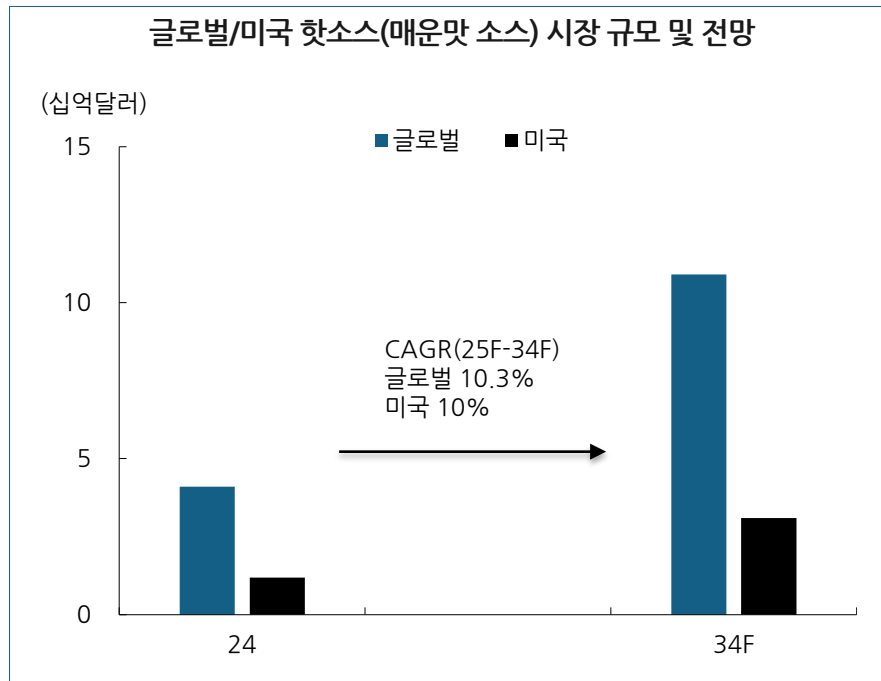
- 점점 더 많은 글로벌 소비자들이 흥미롭고 매운 맛을 추구. SNS를 통해 자신의 한계를 시험하고 대담함을 뽐내며 매운맛을 경험하는 것이 콘텐츠화
- 인구구조 다변화와 다문화 인구 증가, 다양한 식문화에 대한 경험을 원하며 이국적인 매운맛에 대한 관심 증가

■ 글로벌 매운 소스 시장 규모는 24년 41억 달러에서 34년 109억 달러로 CAGR(25-34) +10.2% 성장 전망

- 글로벌 소스 시장은 30년 2,375억 달러로 CAGR(24-30) +5.3% 성장 전망되는 것과 비교해 매운맛 소스 시장은 더욱 가파르게 성장할 것으로 기대됨
- 특히 최대 소스 시장인 미국은 멕시코 및 아시아 요리에 대한 수요 증가와 신제품 출시로 핫소스 시장 규모가 24년 11.9억 달러에서 34년 31억 달러로 성장 기대됨

■ 이에 따라 한국의 매운맛을 대표하는 고추장과 불닭소스 등 K-소스 성장도 기대

- 해외에서는 고추장을 활용한 고추장 버터를 통해 스파게티, 빵, 고기와 함께 먹는 레시피도 인기



자료: GMI, DS투자증권 리서치센터



자료: DS투자증권 리서치센터

매운맛에 대한 글로벌 선호 증가(2) 미국 내 K-소스 수입 증가

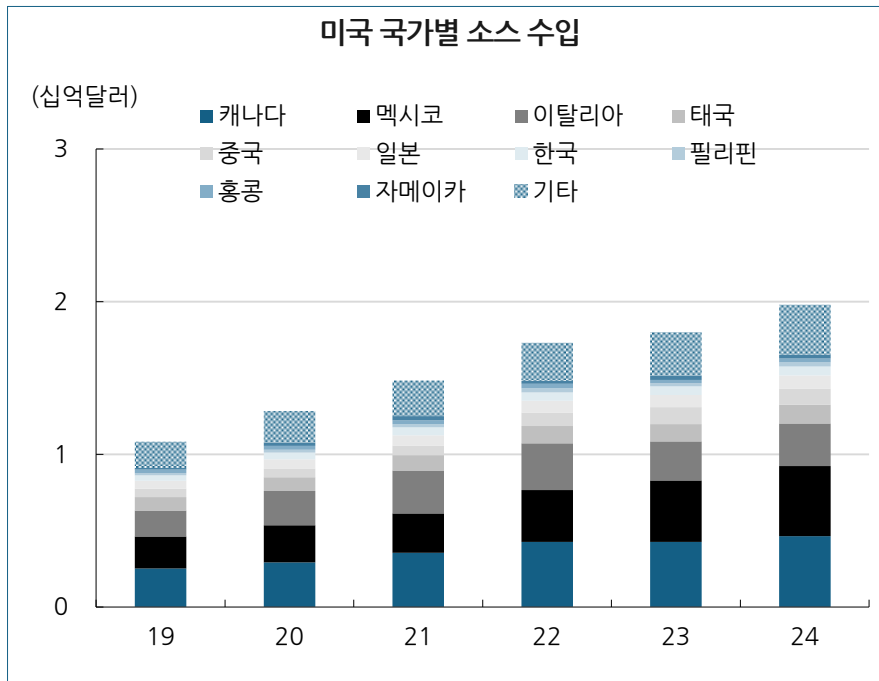
■ 특히 매운맛에 대한 선호가 높아지고 있는 미국 내 K-소스 수입 증가가 가파름

- 미국의 인구구조 다변화로 다양한 식문화에 대한 관심 증가. 한식 소스가 새로운 요리 경험을 제공하는 재료로 자리 잡음
- 미국 시장에서도 스와이시(swicy) 트렌드가 확산되며 고추장 기반 소스의 인지도가 높아지고 있음. 미국 레스토랑에서도 고추장 등을 활용하는 추세

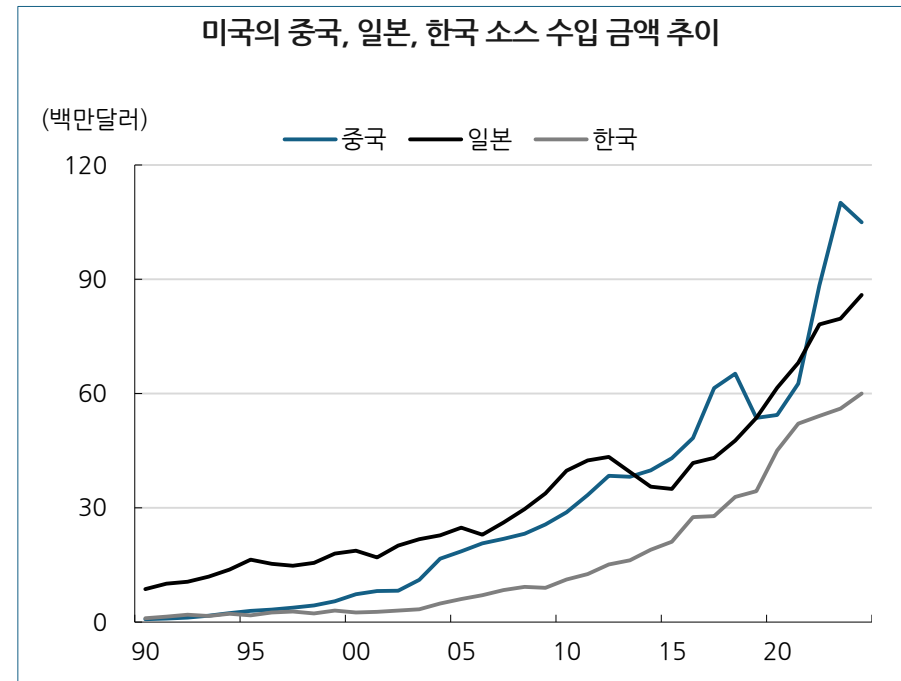
■ 미국의 한국 소스 수입 금액은 24년 5,997만 달러로 CAGR(19-24) +12%, 1H25는 3,290만 달러(+15% YoY) 기록

- 미국 내 K-Food에 대한 관심이 증가하며 K-소스 수입도 가파르게 성장 중. 2010년부터 2024년까지 연평균 소스 수입 증가율은 한국 13%, 중국 10%, 일본 6%
- 미국의 소스 수입(HS Code 21.03.90) 중 한국산 수입 비중은 24년 3%에서 25년 상반기 3.3% 까지 확대됨
- K-소스 중 고추장 외에도 간편하게 사용할 수 있는 떡볶이 소스와 간장 베이스 소스 등 다양한 소스가 주목받고 있음

■ K-소스의 미국 외식 브랜드와 협업도 나타나는 중. 불닭소스-판다익스프레스의 협업 등



자료: KITA, DS투자증권 리서치센터
주: 쉬운 비교를 위해 HS Code 21.03.90(소스) 기준



자료: KITA, DS투자증권 리서치센터
주: 쉬운 비교를 위해 HS Code 21.03.90(소스) 기준

한식당 증가 및 B2B 협업 확대(1) 수요 대비 부족한 한식당, B2B 협업 확대

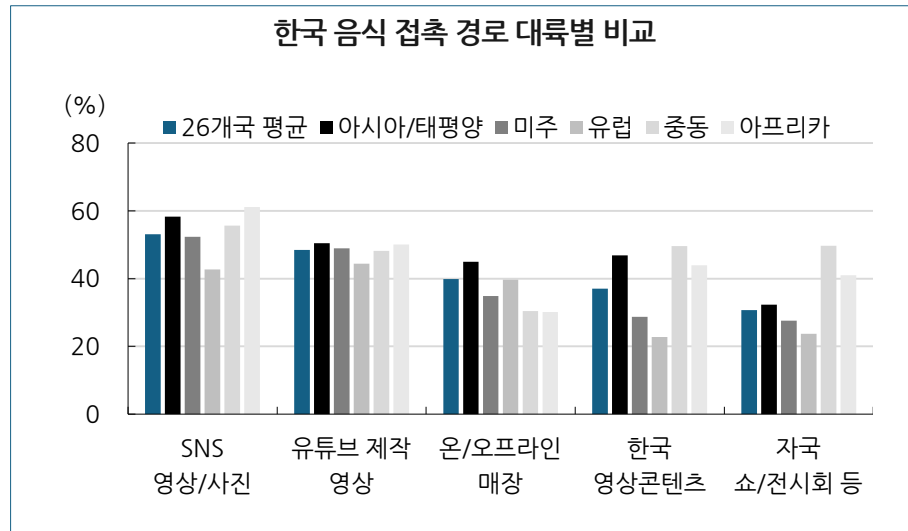
■ 한국 음식에 대한 관심 대비 부족한 한식당

- 주요 대륙별 한국 음식 접촉 경로는 SNS나 온라인 비중이 큼
- 관심대비 제한적인 한식당 수로 오프라인 접근은 한계가 존재
- 퓨리서치 센터에서 미국 전체 78만 개 식당을 대상으로 조사한 결과 아시안계 레스토랑은 12%를 차지. 이중 70%가 중식, 일식, 태국식 레스토랑 차지
- 한식 비중은 6%에 불과했으며 특정 지역에 편중되었음

■ 이에 따라 밀키트, HMR 등 가공식품을 통한 K-Food 접근과 직접 요리를 해먹는 수요가 생기며 한식 소스에 대한 B2C 수요 증가

- 국내 식품 업체들의 메인스트림 진출로 한국 식재료나 제품 선택 폭이 커짐

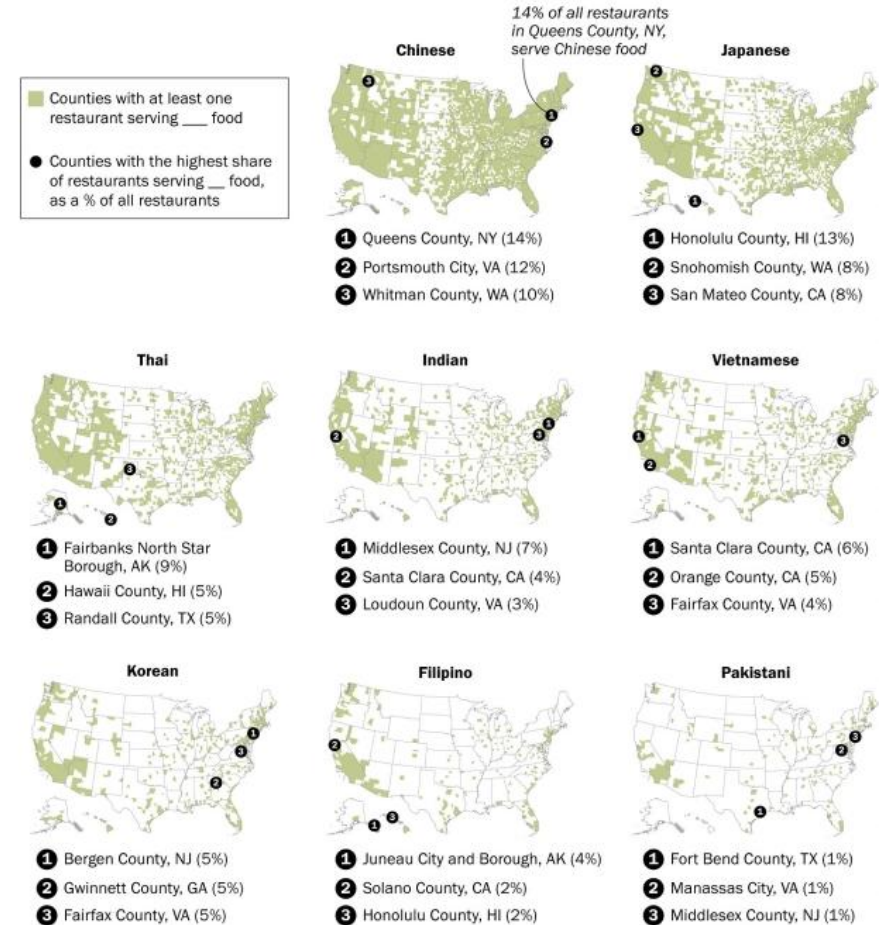
■ 또한 한국 음식점이 아니어도 한식 소스를 활용한 메뉴를 개발하는 식당, 프랜차이즈가 증가하며 B2B 소스 수요도 증가



자료: KOFICE, DS투자증권 리서치센터

미국 내 아시안 레스토랑 분포

Restaurants serving Asian cuisines are found across the United States



Note: Analysis of top counties or county equivalents for restaurants serving each type of food includes only areas with at least 15 Asian restaurants. Origin food groups making up less than 1% of Asian restaurants in the U.S. are not shown. Source: Pew Research Center analysis of SafeGraph data for all open restaurants in the U.S. (N=787,153) as of March 23, 2023.

PEW RESEARCH CENTER

자료: KOFICE, PEW Research center, DS투자증권 리서치센터

한식당 증가 및 B2B 협업 확대(2) 한식당/프랜차이즈 확대에 따른 K-소스 수요 증가

▪ 향후 한식당 및 한국 프랜차이즈 진출 확대에 따른 B2B 소스 수요 확대도 기대

▪ 농림축산식품부 24년 2월 <한식 산업 글로벌 경쟁력 강화 전략> 발표. 국내외 한식당 매출액 21년 152조원 → 27년 300조원으로 확대 목표

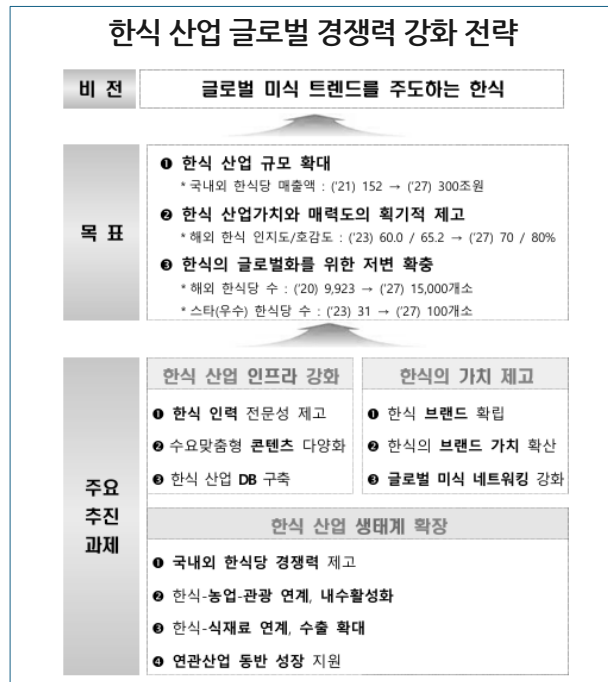
– 한식의 글로벌화를 위한 저변 확충. 해외 한식당 수는 20년 9,923개→27년 15,000개로 늘리고 이중 미쉐린급 스타(우수) 한식당을 100개소 육성 목표

▪ 내수 시장의 한계 속 글로벌 K-Food 선호가 늘어나자 외식 프랜차이즈 기업들은 해외 확장에 속도를 내고 있음. K-치킨, 베이커리, 분식 등

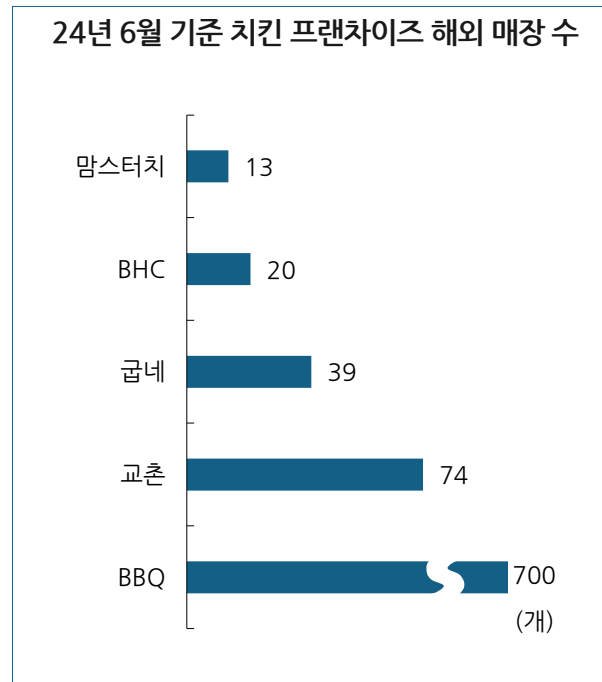
– 치킨: 국내 주요 치킨 프랜차이즈들은 해외 매장 수 증가에 속도. 치킨 선호가 높은 미국, 아시아 지역 집중. 관련하여 소스 수출도 증가 전망

– 교촌에프앤비는 해외 매장 확대에 집중하고 있으며 소스 등을 포함한 유통 매출은 21년 90억원→24년 144억원으로 증가. 25년 상반기 70억원 매출 달성

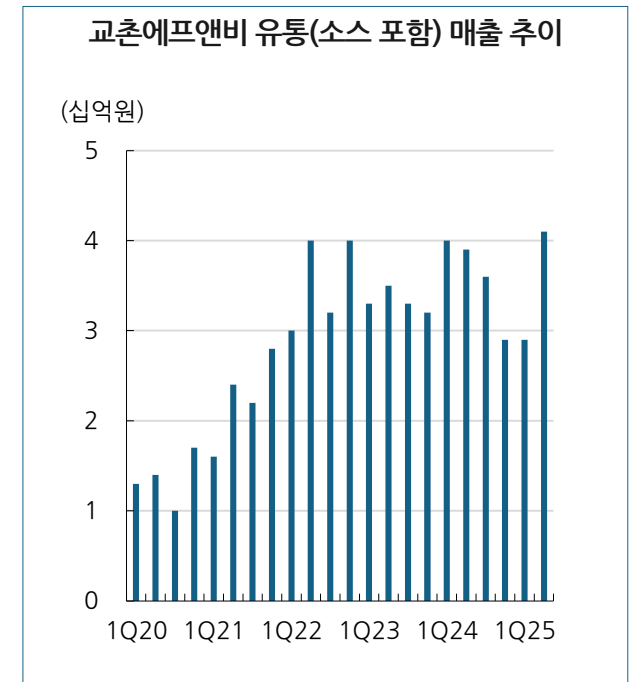
– 이외에도 떡볶이(두끼), 김밥(리김밥), 핫도그(명랑핫도그) 등 다양한 한국식 프랜차이즈 기업들이 해외 매장 수 확장에 따른 B2B 소스 수출 증가 기대



자료: 농림축산식품부, DS투자증권 리서치센터



자료: 각 사, 언론, DS투자증권 리서치센터



자료: 교촌에프앤비, DS투자증권 리서치센터

주목할만한 K-소스 기업(1) 삼양식품: 불닭 소스 해외 수출 확대

가장 주목할만한 K-소스 수출 기업은 삼양식품

- 삼양식품의 소스/조미소재 실적은 불닭소스의 해외 수출 성장으로 매출액이 19년 97억원→24년 431억원으로 CAGR(19-24) +35% 성장
- 수출은 19년 7천만원→24년 259억원으로 소스 내 수출 비중 1% →60%
- 25년 상반기 소스 매출은 358억원(+62% YoY)으로 증가했고 이중 수출 매출은 253억원(+116% YoY)으로 수출 비중 70% 기록

- 1) 불닭볶음면의 인기와 함께 매운맛 선호 현상 소비 트렌드 긍정적
- 2) 불닭소스의 해외 수출 확대를 위해 적극적인 마케팅 비용 투자
- 3) 판다익스프레스, 줄리비 등 해외 외식 업체와 B2B 협업도 강화
 - 다양한 글로벌 외식 프랜차이즈와 함께 불닭소스를 첨가한 신메뉴 개발



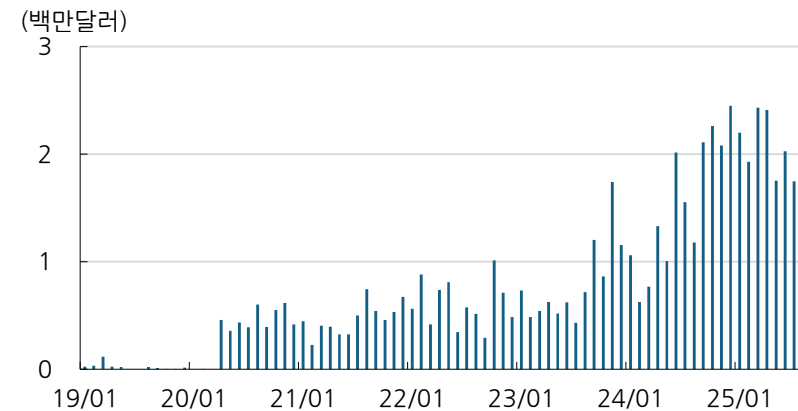
자료: 삼양식품, DS투자증권 리서치센터

삼양식품과 판다익스프레스 협업



자료: 삼양식품, DS투자증권 리서치센터

삼양식품 소스 공장 소재지 소스 수출 금액 추이



자료: 관세청, DS투자증권 리서치센터

주목할만한 K-소스 기업(2) 저당/저칼로리 소스 제품 출시

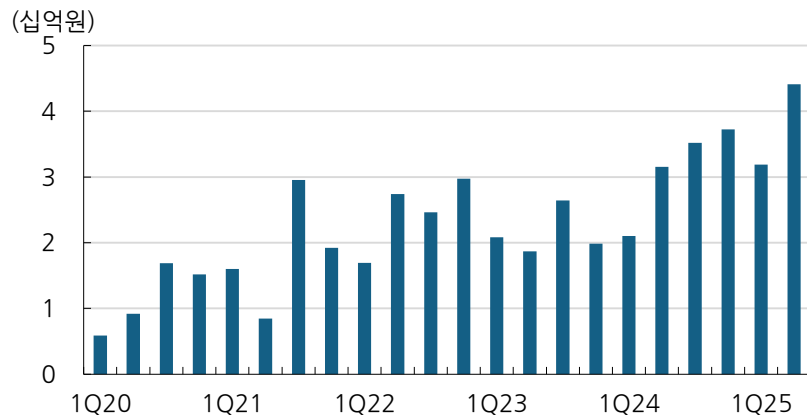
- 글로벌 소스 시장은 천연 재료, 저당 및 저나트륨, 무첨가 제품 등 건강 지향 제품 수요가 증가하고 있어 K-소스 기업들도 관련 SKU 확대
- CJ제일제당: 소스/장류 수출의 기존 강자. 저당 제품군 확대
 - CJ제일제당의 24년 수출 실적은 장류 308억원, 소스류 345억원 추정
- 동원산업: 자회사 동원홈푸드의 비비드키친 소스 수출 확대
 - 동원홈푸드는 당 함량을 낮춘 '비비드키친(VIVID KITCHEN)' 브랜드를 통해 저당&저칼로리 양념과 소스 제품 출시
 - 동원홈푸드의 조미유통 매출 중 수출은 대부분 소스 실적. 해당 매출액은 20년 47억원→24년 125억원 기록. 25년 상반기 76억원 달성
- 이외에도 대상, 샘표식품 등도 저당 제품 출시 및 해외 수출 확대 중

건강 지향 소스/장류 제품 출시



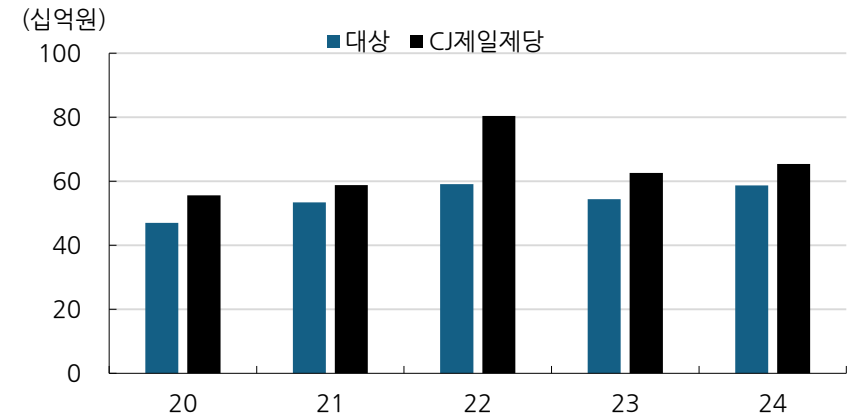
자료: 동원산업, CJ제일제당, DS투자증권 리서치센터

동원홈푸드 조미유통 수출 실적 추이



자료: 동원산업, DS투자증권 리서치센터

CJ제일제당과 대상의 소스/조미식품 수출 실적 추이



자료: 식약처, DS투자증권 리서치센터

기업분석

삼양식품 [003230]

에스앤디 [260970]

교촌에프앤비 [339770]

동원산업 [006040]

CJ제일제당 [097950]



소스로 쓱으리 2025 ver.

삼양식품 [003230] _ 브랜드가 된 Buldak

장지혜 음식료·미디어·엔터
02-709-2336
jihye.jang@ds-sec.co.kr

매수(유지)

목표주가(상향)	1,900,000원
현재주가(09/02)	1,551,000원
상승여력	22.5%

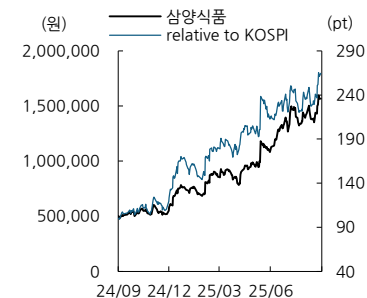
Stock Data

KOSPI	3,172.4pt
시가총액(보통주)	11,684십억원
발행주식수	7,533천주
액면가	5,000원
자본금	38십억원
60일 평균거래량	48천주
60일 평균거래대금	65,110백만원
외국인 지분율	18.9%
52주 최고가	1,642,000원
52주 최저가	455,500원
주요주주	
삼양리운드스퀘어(외7인)	45.0%
국민연금공단(외1인)	9.6%

주가추이 및 상대강도

(%)	절대수익률	상대수익률
1M	8.5	6.8
3M	43.3	25.8
6M	80.3	55.1

주가차트



■ 브랜드가 된 Buldak(1) K-Food, K-라면과는 차별적인 불닭볶음면 수출 성장으로 빨라지는 신공장 가동률

- 삼양식품은 SNS 바이럴과 글로벌 Gen Z의 선택으로 증가한 글로벌 불닭볶음면 수요에 CAPA, 유통채널 확대에 적극적인 수출 대응
- 삼양식품의 해외 매출액은 21년 3,886억원→23년 8,093억원→25년 1.88조원으로 증가하며 해외 매출 비중 21년 61%→25년 81% 확대
- 삼양식품은 25년 5월 밀양2공장, 27년 1월 중국 공장 준공으로 라면 CAPA 24년 19.4억개→26년 26.3억개→27년 34.5억개로 증가
- 6월 시생산을 시작한 밀양2공장은 빠르게 가동률 상승 중. 3분기 가동률 50% → 연말 70-80%로 상승 전망. 26년 연간 100% 기대
- 24년 글로벌 라면 수요(1,230억개)대비 26년 총 CAPA는 점유율 2% 수준. 중국 공장 가동과 추가 CAPA 확대 등 글로벌 점유율 상승 기대

■ 브랜드가 된 Buldak(2) 라면 외에도 소스로 카테고리 확장하며 불닭 브랜드 성장

- 삼양식품은 불닭볶음면의 글로벌 인기로 힘입어 불닭 소스의 해외 진출 확장 중. 마케팅 비용 투자 및 B2B 외식 업체와 협업 확대
- 23년 기준 글로벌 라면 시장 규모는 498억 달러, 소스 시장 규모는 1,629억 달러. 이중 매운 소스는 41억 달러 규모로 타겟 시장 확대
- 삼양식품의 소스 매출액은 21년 213억원(수출 84억원)→23년 382억원(161억원)→25년 763억원(547억원)으로 성장 전망
- 전체 실적에서 소스 매출 비중은 24년 2.5%→25년 3.3%→30년 8%까지 상승 전망. 마진 높은 소스 성장으로 수익 기여 확대 기대

■ 투자 의견 매수, 목표주가 160만원→190만원으로 19% 상향. 업종 최선호주 의견 유지

- 목표주가 상향은 12M Fwd EPS에서 26년으로 실적 기간 조정과 26년 실적 상향에 기인. 목표배수는 기존과 동일한 25배 적용
- 국내외 피어 대비 높은 성장률과 영업이익 레버리지 효과, 글로벌 존재감을 높여가고 있는 불닭 브랜드에 대한 밸류에이션 프리미엄 유지

Financial Data

(십억원)	2022	2023	2024	2025F	2026F
매출액	909	1,193	1,728	2,324	2,820
영업이익	90	148	345	539	704
영업이익률(%)	9.9	12.4	19.9	23.2	24.9
세전이익	102	156	352	505	712
지배주주지분순이익	80	126	272	396	555
EPS(원)	10,593	16,761	36,106	52,593	73,672
증감률(%)	41.6	58.2	115.4	45.7	40.1
ROE(%)	18.9	24.8	39.4	39.7	38.6
PER(배)	12.0	12.9	21.2	29.5	21.1
PBR(배)	2.1	2.9	7.1	9.9	6.9
EV/EBITDA(배)	9.8	9.6	14.8	20.2	15.2

자료: 삼양식품, DS투자증권 리서치센터, K-IFRS 연결기준

삼양식품 [003230] _ 브랜드가 된 Buldak

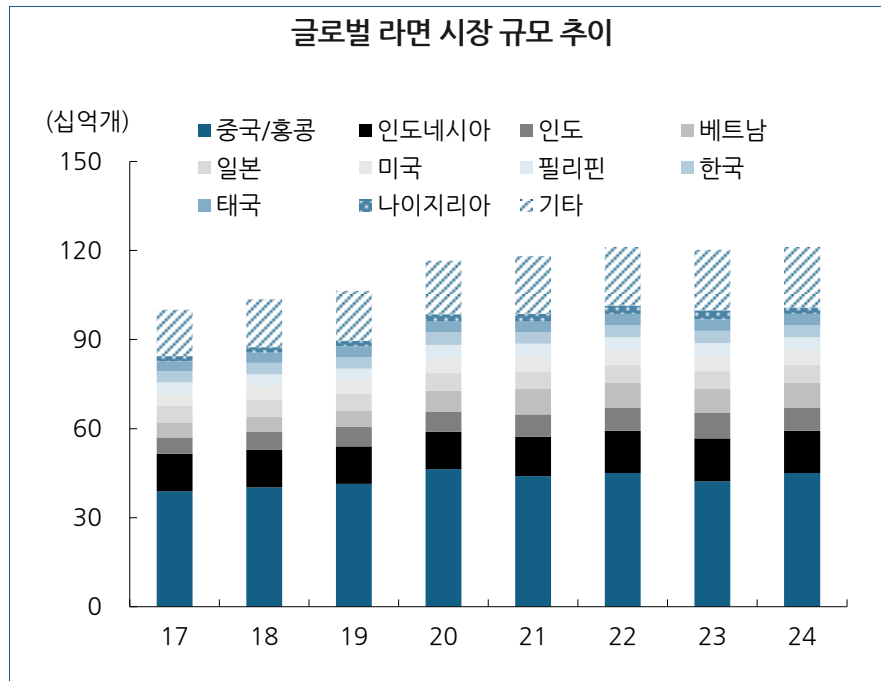
삼양식품 실적 테이블

(십억원, %)	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25F	4Q25F	2022	2023	2024	2025F	2026F
매출액	385.7	424.4	439.0	478.9	529.0	553.1	609.3	632.8	909.0	1,192.9	1,728.0	2,324.2	2,819.8
YoY	57.1%	48.7%	30.9%	46.6%	37.1%	30.3%	38.8%	32.2%	41.6%	31.2%	44.9%	34.5%	21.3%
*지역별													
1. 해외	289.0	332.1	340.9	373.9	424.0	440.2	500.4	519.2	605.7	809.3	1,335.9	1,883.7	2,360.3
YoY	83.0%	74.9%	42.2%	68.6%	46.7%	32.5%	46.8%	38.9%	55.9%	33.6%	65.1%	41.0%	25.3%
1)미국	75.0	97.7	97.6	112.7	135.3	135.2	161.3	182.7	62.3	160.8	382.9	614.4	803.4
YoY	222.5%	137.1%	96.2%	141.5%	80.5%	38.4%	65.3%	62.1%		158.1%	138.1%	60.5%	30.8%
2)중국	93.4	95.0	118.3	112.6	125.9	129.6	153.8	135.1		221.3	419.2	544.3	653.2
YoY	186.2%	153.0%	43.5%	63.8%	34.9%	36.5%	30.0%	20.0%			89.4%	29.9%	20.0%
3)일본	5.9	6.3	6.2	8.0	7.4	8.7	8.0	9.6		23.6	26.3	33.7	40.4
YoY	-5.0%	5.6%	8.8%	37.4%	27.0%	37.3%	30.0%	20.0%			11.4%	28.0%	20.0%
4)인도네시아	3.1	4.1	2.8	3.5	4.6	6.9	7.9	8.8		0.5	13.5	28.3	42.4
YoY				609.2%	50.3%	69.2%	180.0%	150.0%			2610.7%	109.3%	50.0%
5)유럽			2.7	30.0	24.6	50.1	60.0	68.9			32.6	203.5	325.6
YoY							2148.1%	130.0%			흑전	523.8%	60.0%
6)기타	111.7	129.1	113.4	107.1	126.2	109.8	109.4	114.1	543.4	403.1	461.4	459.4	495.3
YoY	16.5%	22.7%	11.2%	7.2%	12.9%	-15.0%	-3.5%	6.4%	39.9%	-25.8%	14.5%	-0.4%	7.8%
2. 내수	96.8	92.3	98.1	105.0	105.0	112.9	108.9	113.7	303.3	383.6	392.1	440.5	459.4
YoY	10.4%	-3.3%	2.8%	-0.1%	8.5%	22.3%	11.0%	8.3%	19.7%	26.5%	2.2%	12.3%	4.3%
*품목별													
1. 면류/스낵	354.6	389.6	402.8	439.6	480.6	504.3	555.7	580.9	855.3	1,122.5	1,586.6	2,121.6	2,589.9
YoY	51.8%	45.6%	28.4%	43.0%	35.6%	29.5%	37.9%	32.1%	36.6%	31.2%	41.3%	33.7%	22.1%
2. 소스/조미소재	9.1	13.0	8.8	12.1	16.8	19.1	21.3	19.2	29.1	38.2	43.1	76.3	100.6
YoY	8.9%	46.7%	-15.5%	15.7%	83.6%	46.1%	142.2%	58.3%	36.3%	31.2%	12.9%	77.1%	31.8%
3. 기타	22.0	21.8	27.3	27.1	31.6	29.7	32.3	32.7	24.6	32.2	98.3	126.3	129.3
YoY	520.8%	145.7%	148.0%	209.8%	43.5%	36.0%	18.2%	20.7%	흑전	30.7%	205.2%	28.5%	2.3%
영업이익	80.1	89.5	87.3	87.7	134.0	120.1	139.9	145.1	90.4	147.5	344.6	539.1	703.5
YoY	235.8%	103.1%	101.0%	142.4%	67.2%	34.2%	60.2%	65.6%	38.3%	63.2%	133.6%	56.5%	30.5%
영업이익률	20.8%	21.1%	19.9%	18.3%	25.3%	21.7%	23.0%	22.9%	9.9%	12.4%	19.9%	23.2%	24.9%
순이익	66.5	70.3	58.7	75.7	99.0	84.1	104.2	108.4	80.3	126.6	271.3	395.5	555.0
YoY	194.5%	101.9%	55.4%	141.3%	48.9%	19.5%	77.3%	43.2%	41.7%	57.7%	114.3%	45.8%	40.3%
순이익률	17.2%	16.6%	13.4%	15.8%	18.7%	15.2%	17.1%	17.1%	8.8%	10.6%	15.7%	17.0%	19.7%

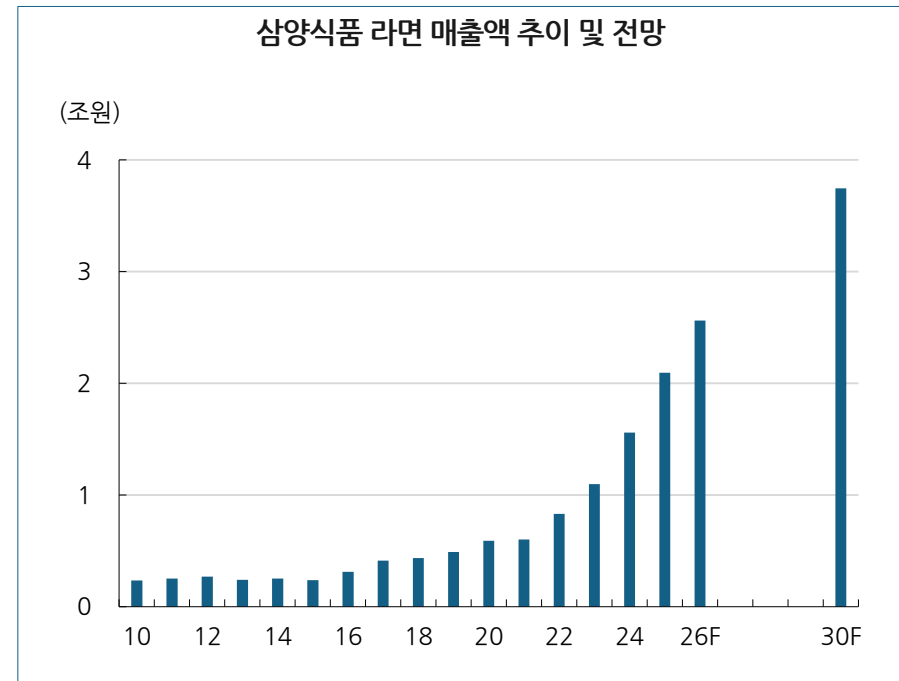
자료: 삼양식품, DS투자증권 리서치센터 추정

삼양식품 [003230] _ 브랜드가 된 Buldak

- WINA에 따르면 수량 기준 글로벌 인스턴트 라면 총수요는 24년 1,231억 개(+2.4% YoY)로 CAGR(20~24) +1.4% 성장 중
 - K-라면의 주력 진출 국가인 중국과 미국 시장은 각각 438억 개(+4% YoY), 51억 개(+1% YoY)로 수량 기준 글로벌 시장 1위와 6위 차지
- 유로모니터에 따르면 금액 기준 글로벌 인스턴트 라면 시장 규모는 23년 498억 달러(+7.4% YoY)로 CAGR(19~22) +7.4% 성장 중
 - 봉지면과 용기면 시장 규모는 23년 각각 319억 달러, 178억 달러로 전체 시장 대비 매출 비중 64%, 36% 차지
 - 시장 규모 기준 1위 중국(185억 달러), 2위 일본(57억 달러), 3위 인도네시아(35억 달러), 4위 미국(26억 달러), 5위 한국(22억 달러) 순서
- 삼양식품의 연간 생산량을 24년 글로벌 라면 총수요와 비교하면 시장 점유율은 24년 1.6%→26년 2.1%→27년 2.8% 수준
 - 삼양식품은 25년 5월 밀양 2공장, 27년 1월 중국 공장 준공으로 CAPA가 24년 19.4억개→26년 26.3억개→27년 34.5억개로 늘어날 전망
 - 삼양식품은 늘어난 CAPA로 미국과 중국, 유럽의 유통 커버리지를 확대하고 맵탕, 탕글 등 신제품을 확대하며 라면 매출 성장 지속할 전망



자료: WINA, DS투자증권 리서치센터



자료: 삼양식품, DS투자증권 리서치센터 추정

삼양식품 [003230] _ 브랜드가 된 Buldak

글로벌 인스턴트 라면 수요

순위	지역(백만개)	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	YoY	CAGR(20~24)
1	China/Hong Kong	40,250	41,450	46,364	43,986	45,066	42,206	43,802	3.8	-1.4
2	Indonesia	12,540	12,520	12,640	13,270	14,260	14,540	14,680	1.0	3.8
3	India	6,060	6,730	6,729	7,557	7,580	8,678	8,320	-4.1	5.4
4	Viet Nam	5,200	5,440	7,034	8,557	8,480	8,127	8,137	0.1	3.7
5	Japan	5,780	5,630	5,974	5,853	5,983	5,840	5,901	1.0	-0.3
6	USA	4,520	4,630	5,049	4,977	5,151	5,098	5,151	1.0	0.5
7	Philippines	3,980	3,850	4,467	4,440	4,290	4,386	4,492	2.4	0.1
8	Republic of Korea	3,820	3,900	4,126	3,790	3,950	4,040	4,098	1.4	-0.2
9	Thailand	3,460	3,570	3,713	3,630	3,866	3,952	4,080	3.2	2.4
10	Nigeria	1,820	1,920	2,457	2,620	2,795	2,982	3,002	0.7	5.1
11	Brazil	2,390	2,420	2,716	2,796	2,831	2,546	2,592	1.8	-1.2
12	Russia	1,850	1,910	2,000	2,100	2,200	2,200	2,290	4.1	3.4
13	Malaysia	1,370	1,450	1,570	1,580	1,550	1,638	1,692	3.3	1.9
14	Mexico	1,120	1,170	1,164	1,256	1,345	1,547	1,609	4.0	8.4
15	Nepal	1,570	1,640	1,537	1,592	1,653	1,573	1,606	2.1	1.1
16	Egypt	220	280	355	405	460	1,083	1,261	16.4	37.3
17	Taiwan	830	830	870	895	878	906	929	2.5	1.7
18	Myanmar	600	620	659	756	767	775	801	3.4	5.0
19	Saudi Arabia	550	560	830	850	870	520	640	23.1	-6.3
20	South Africa	260	280	349	410	482	567	613	8.1	15.1
21	UK	350	380	420	424	400	407	550	35.1	7.0
22	Australia	410	420	443	452	478	504	540	7.1	5.1
23	Turkey	80	120	191	358	421	428	450	5.1	23.9
24	Cambodia	330	350	373	410	416	422	439	4.0	4.2
25	Germany	320	330	367	361	358	386	430	11.4	4.0
26	Guatemala	230	250	256	266	282	352	395	12.2	11.5
27	Uzbekistan	170	210	210	210	210	220	375	70.5	15.6
28	Poland	310	310	328	340	377	382	370	-3.1	3.1
29	Bangladesh	310	370	371	433	382	341	369	8.2	-0.1
30	Kazakhstan	170	250	280	320	360	300	310	3.3	2.6
	Others	2,750	2,630	2,718	3,286	3,059	3,264	3,143	-3.7	3.7
	Total	103,620	106,420	116,560	118,180	121,200	120,210	123,067	2.4	1.4

자료: WINA, DS투자증권 리서치센터

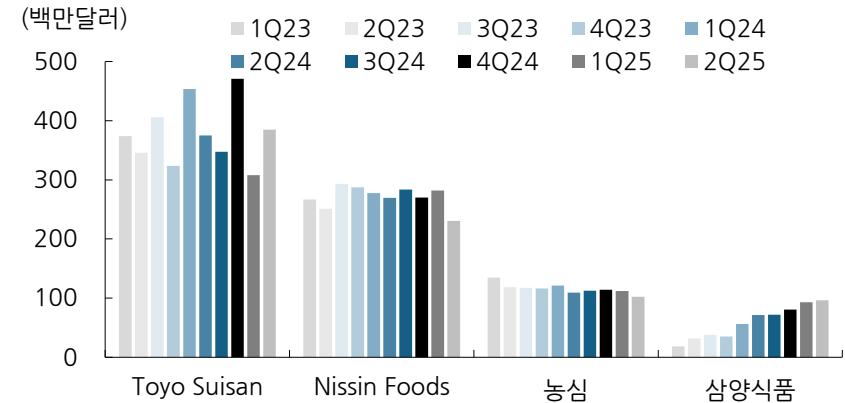
삼양식품 [003230] _ 브랜드가 된 Buldak

■ 삼양식품은 미국에서 경쟁 중인 일본 라면 업체와 농심 대비 차별적 성장

- Toyo Suisan의 해외 라면 사업부 2분기 실적은 매출액 557억엔(-5% YoY), 영업이익 127억엔(-11% YoY, OPM 22.9%) 기록
- Nissin Foods의 미국 법인 2분기 실적은 매출액 333억엔(-21% YoY), 영업이익 22억엔(-63% YoY, OPM 6.8%) 기록
- 일본 라면 업체는 환율 및 원가 부담으로 실적 부진. 점유율 빼앗기는 중
- 농심의 북미 지역 2분기 실적은 매출액 1,432억원(-5% YoY), 영업이익 67억원(-61% YoY, OPM 4.7%)으로 역시 부진. 매출 둔화 및 판촉비 부담
- 반면 삼양식품의 미국 법인 2분기 실적은 매출액 1,352억원(+38% YoY)으로 고성장세 지속. 영업이익은 미국 내 광고/판촉비 증가로 둔화

■ 삼양식품은 미국 메인스트림 침투율을 높이며 차별적인 실적 성장 지속 전망. 경쟁사 대비 밸류에이션 프리미엄 정당화

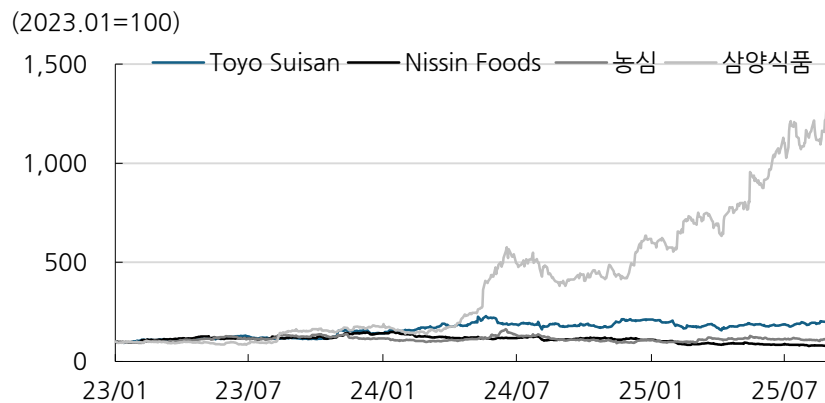
국내외 라면업체 미국 매출 비교



자료: 각 사, DS투자증권 리서치센터

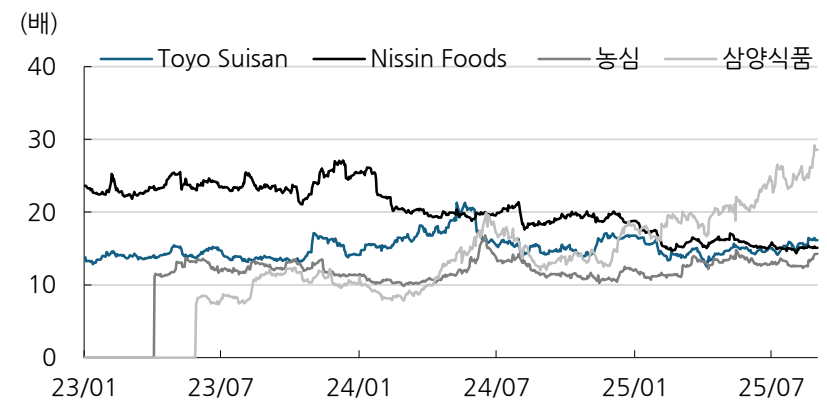
주: Toyo Suisan은 해외, Nissin Foods는 미국법인, 농심 북미, 삼양식품 미국 법인 매출 비교

국내외 라면업체 주가 추이



자료: Bloomberg, DS투자증권 리서치센터

국내외 라면업체 PER 밸류에이션 추이



자료: Bloomberg, DS투자증권 리서치센터

삼양식품 [003230] _ 브랜드가 된 Buldak

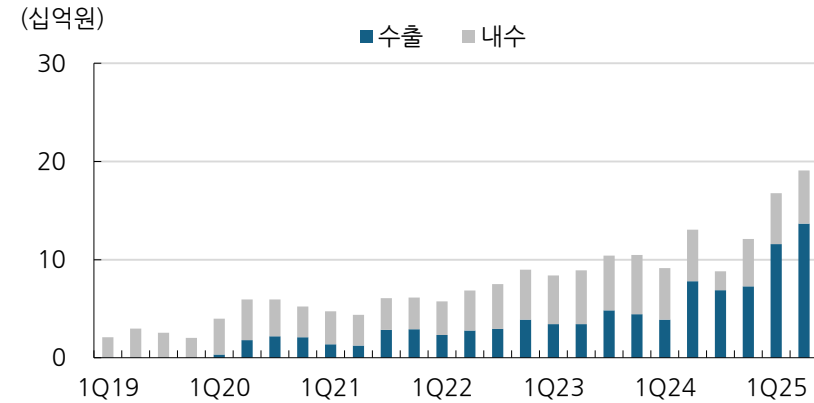
■ 글로벌 소스 시장의 규모와 성장성, 소스 품목의 수익성을 고려했을 때 불닭 브랜드 하에서 라면 외 소스 품목 성장도 긍정적

- 23년 기준 글로벌 라면 시장 규모는 498억 달러, 소스 시장 규모는 1,629억 달러이며 이중 매운 소스는 41억 달러로 연평균 10% 성장 전망
- 이제는 고유 브랜드가 된 불닭볶음면의 Buldak 소스 맛을 라면 뿐만 아니라 다양한 레시피에서도 활용 가능하도록 B2C 소스 출시
- 외식 프랜차이즈와 협업을 통한 B2B 소스 판매도 확대. 삼양식품은 미국식 중국 요리 패스트푸드 체인 판다 익스프레스와 불닭소스를 넣은 신메뉴 출시

■ 삼양식품의 소스 매출액은 21년 213억원(수출 84억원)→23년 382억원(161억원)→25년 763억원(547억원)으로 성장 전망

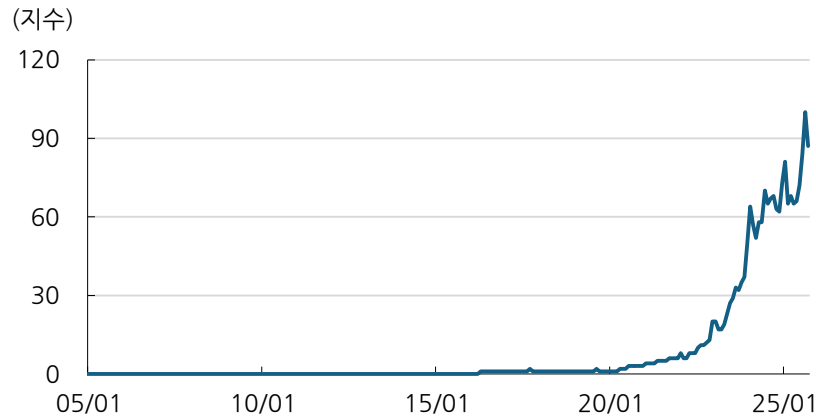
- 이중 삼양식품 미국법인 소스/스낵 매출액은 24년 연간 1,250만달러(174억원), 25년 상반기 1,400만달러(195억원)로 고성장 중

삼양식품 소스 수출 실적 추이



자료: 삼양식품, DS투자증권 리서치센터

전세계 구글 검색어 트렌드 <Buldak>



자료: 구글, DS투자증권 리서치센터

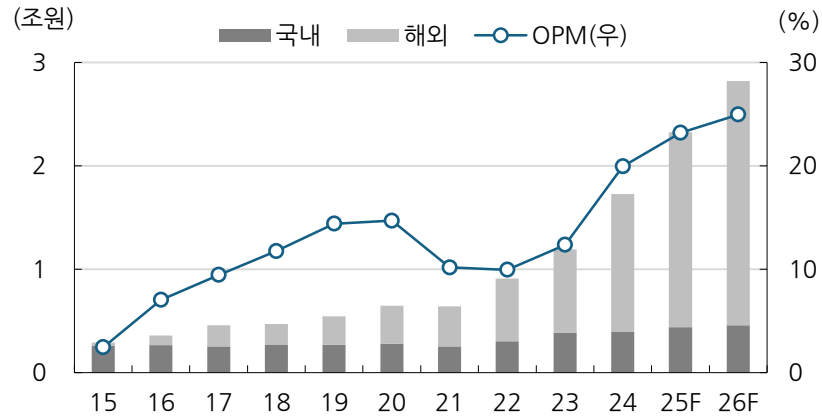
삼양식품 소스 매출액 추이 및 전망



자료: 삼양식품, DS투자증권 리서치센터

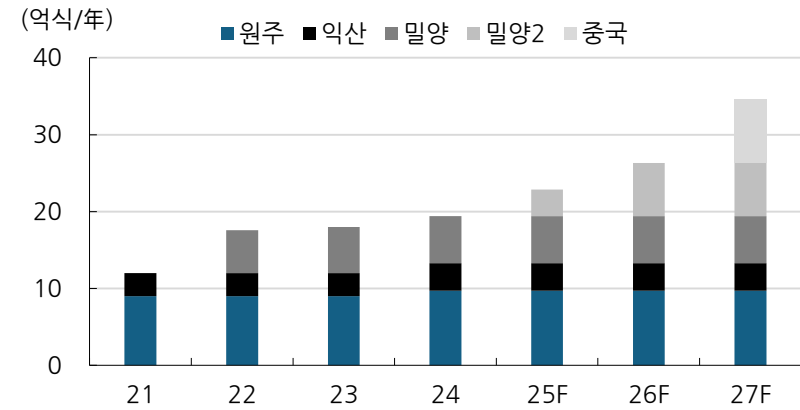
삼양식품 [003230] _ 브랜드가 된 Buldak

삼양식품 국내외 매출 및 수익성 추이



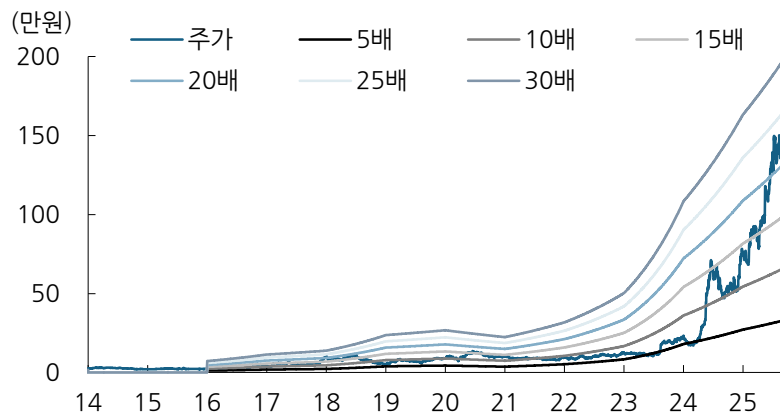
자료: 삼양식품, DS투자증권 리서치센터

삼양식품 CAPA 확대 추이 및 전망



자료: 삼양식품, DS투자증권 리서치센터

삼양식품 PER 밴드 차트



자료: FnGuide, DS투자증권 리서치센터

삼양식품 목표주가 산출

구분	단위	
26F EPS	원	73,672
25F EPS	원	52,593
26F EPS	원	73,672
Target PER	배	25
Historical PER(21-24)	배	15
글로벌 라면 Peer PER	배	16
목표주가	원	1,900,000
현재주가 (2025.09.02)	원	1,551,000
Upside	%	22.5%

자료: FnGuide, DS투자증권 리서치센터

삼양식품 [003230] _ 브랜드가 된 Buldak

재무상태표	(십억원)				
	2022	2023	2024	2025F	2026F
유동자산	354	497	682	890	1,305
현금 및 현금성자산	97	219	335	437	763
매출채권 및 기타채권	86	81	138	157	193
재고자산	110	142	148	214	263
기타	61	55	61	83	86
비유동자산	571	673	911	1,324	1,501
관계기업투자등	12	10	12	21	22
유형자산	475	543	748	1,151	1,320
무형자산	54	55	58	67	71
자산총계	925	1,170	1,594	2,214	2,806
유동부채	225	402	492	639	715
매입채무 및 기타채무	141	175	246	317	389
단기금융부채	52	176	132	247	247
기타유동부채	32	51	114	75	78
비유동부채	245	192	274	385	386
장기금융부채	231	169	254	359	359
기타비유동부채	14	23	20	26	27
부채총계	470	594	767	1,024	1,101
자배주주지분	453	565	817	1,178	1,694
자본금	38	38	38	38	38
자본잉여금	11	11	11	11	11
이익잉여금	409	522	770	1,136	1,651
비자배주주지분(연결)	2	12	11	11	11
자본총계	455	577	828	1,190	1,705

현금흐름표	(십억원)				
	2022	2023	2024	2025F	2026F
영업활동 현금흐름	48	168	358	403	595
당기순이익(손실)	80	127	467	396	555
비현금수익비용가감	27	77	139	-52	53
유형자산감가상각비	25	32	46	46	51
무형자산상각비	0	0	0	1	1
기타현금수익비용	2	45	67	-100	-1
영업활동 자산부채변동	-63	-8	-7	60	-13
매출채권 감소(증가)	-25	0	-16	-31	-36
재고자산 감소(증가)	-64	-39	5	-84	-49
매입채무 증가(감소)	15	21	-7	118	73
기타자산, 부채변동	10	10	11	57	0
투자활동 현금	-100	-24	-214	-458	-229
유형자산처분(취득)	-87	-45	-228	-446	-219
무형자산 감소(증가)	8	-3	-5	-9	-6
투자자산 감소(증가)	10	14	8	-12	0
기타투자활동	-30	11	11	9	-3
재무활동 현금	37	-20	-35	157	-40
차입금의 증가(감소)	68	4	-3	187	0
자본의 증가(감소)	-20	-12	-27	-31	-40
배당금의 지급	14	12	27	30	40
기타재무활동	-10	-12	-5	0	0
현금의 증가	-18	122	116	102	326
기초현금	114	97	219	335	437
기말현금	97	219	335	437	763
NOPLAT	71	119	266	422	549
FCF	-56	172	384	-55	366

자료: 삼양식품, DS투자증권 리서치센터 / 주: K-IFRS 연결기준

손익계산서	(십억원)				
	2022	2023	2024	2025F	2026F
매출액	909	1,193	1,728	2,324	2,820
매출원가	658	776	1,005	1,241	1,468
매출총이익	251	417	723	1,084	1,352
판매비 및 관리비	161	269	379	544	649
영업이익	90	148	345	539	704
(EBITDA)	115	180	391	586	756
금융손익	-3	-5	23	4	7
이자비용	5	12	14	0	0
관계기업등 투자손익	2	11	0	0	1
기타영업외손익	12	3	-16	-38	0
세전계속사업이익	102	156	352	505	712
계속사업법인세비용	22	30	80	109	157
계속사업이익	80	127	271	396	555
중단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익	80	127	271	396	555
지배주주	80	126	272	396	555
총포괄이익	80	126	271	396	555
매출총이익률 (%)	27.6	34.9	41.9	46.6	47.9
영업이익률 (%)	9.9	12.4	19.9	23.2	24.9
EBITDA마진률 (%)	12.7	15.1	22.6	25.2	26.8
당기순이익률 (%)	8.8	10.6	15.7	17.0	19.7
ROA (%)	9.5	12.1	19.7	20.8	22.1
ROE (%)	18.9	24.8	39.4	39.7	38.6
ROIC (%)	13.2	18.6	35.0	38.6	38.3

주요투자지표	(원, 배)				
	2022	2023	2024	2025F	2026F
투자지표 (x)					
P/E	12.0	12.9	21.2	29.5	21.1
P/B	2.1	2.9	7.1	9.9	6.9
P/S	1.1	1.4	3.3	5.0	4.1
EV/EBITDA	9.8	9.6	14.8	20.2	15.2
P/CF	8.9	8.0	9.5	34.0	19.2
배당수익률 (%)	1.1	1.0	0.4	0.3	0.4
성장성 (%)					
매출액	41.6	31.2	44.9	34.5	21.3
영업이익	38.3	63.2	133.6	56.5	30.5
세전이익	41.4	53.3	124.9	43.6	40.9
당기순이익	41.7	57.7	114.3	45.8	40.3
EPS	41.6	58.2	115.4	45.7	40.1
안정성 (%)					
부채비율	103.4	102.9	92.6	86.1	64.6
유동비율	157.1	123.7	138.5	139.4	182.6
순차입금/자기자본(x)	37.8	17.8	4.3	14.2	-9.2
영업이익/금융비용(x)	18.9	12.1	23.9	n/a	n/a
총차입금 (십억원)	283	344	386	607	607
순차입금 (십억원)	172	103	36	169	-158
주당지표(원)					
EPS	10,593	16,761	36,106	52,593	73,672
BPS	60,129	74,979	108,436	156,441	224,813
SPS	120,674	158,358	229,392	308,538	374,320
CFPS	14,246	27,072	80,448	45,574	80,717
DPS	1,400	2,100	3,300	4,800	5,800

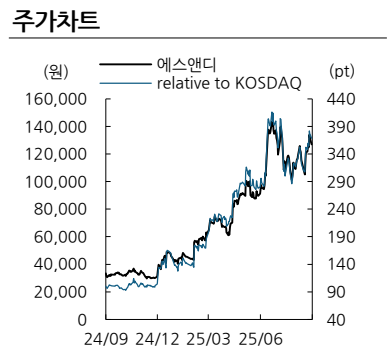
에스앤디[260970] _ K-소스와 동반 성장

장지혜 음식료·미디어·엔터
02-709-2336
jihye.jang@ds-sec.co.kr

N/R

목표주가	-
현재주가(09/02)	125,100원
상승여력	-
Stock Data	
KOSDAQ	794.0pt
시가총액(보통주)	362십억원
발행주식수	2,893천주
액면가	500원
자본금	2십억원
60일 평균거래량	69천주
60일 평균거래대금	8,086백만원
외국인 지분율	2.0%
52주 최고가	149,800원
52주 최저가	28,650원
주요주주	
여경목(외4인)	44.2%
타이거자산운용투자신탁(외1인)	5.9%

주가추이 및 상대강도		
(%)	절대수익률	상대수익률
1M	13.7	11.0
3M	37.2	29.9
6M	103.4	96.7



■ 삼양식품의 불닭볶음면과 불닭소스 해외 성장과 함께 실적 동반 성장이 기대되는 에스앤디

- 에스앤디는 천연 및 혼합 조제조미료와 기타식품 첨가물, 건강기능식품 소재를 생산하는 국내 대표적인 소스/조미 소재 전문 기업
- 24년 매출액 1,161억원(+32% YoY), GP 281억원(+41% YoY, GPM 24.2%), OP 201억원(+56% YoY, OPM 17.3%) 최대실적 기록
- 에스앤디 전체 매출의 88%를 차지하는 일반기능식품소재 사업부는 삼양식품의 불닭볶음면/소스의 원료를 공급하며 전체 실적 성장 견인
- 일반기능식품소재 매출은 21년 503억원에서 24년 1,023억원으로 CAGR(21-24) +27% 성장. 1H25는 681억원(+48% YoY) 기록
- 삼양식품이 불닭볶음면 CAPA 확대와 불닭 소스 단품 수출도 본격적으로 투자하기 시작하며 동사의 타겟 시장도 확대되는 중
- 늘어나는 고객사 물량에 대응하기 위해 동사도 지속적으로 CAPA 투자. 170억원을 투자해 10/31까지 공장 증축 예정

■ 주요 고객사의 글로벌 성장 외에도 K-소스의 글로벌 점유율 확대도 긍정적

- 에스앤디의 가장 중요한 실적 성장 팩터는 전체 실적의 70-80%를 차지하고 지속적인 성장이 기대되는 삼양식품인 것은 분명
- 다만 향후 자체 소스 개발, K-소스의 글로벌 확산에 따른 조미 베이스와 천연 소재의 국내외 수요 증가로 매출처 다변화도 기대됨

■ 업종 내 차별적인 실적 성장률로 삼양식품과 에스앤디 동반 밸류에이션 리레이팅

- 삼양식품과 에스앤디의 차별적인 실적 성장과 함께 주가는 9/2기준 25년 YTD수익률 각각 103%, 183% 기록
- PER 밸류에이션은 삼양식품 21-23년 평균 12배→24년 21배→25년F 30배, 에스앤디 7배→8.5배→17배로 동반 상승

Financial Data

(십억원)	2020	2021	2022	2023	2024
매출액	57	61	73	88	116
영업이익	9	9	11	13	20
영업이익률(%)	16.1	14.9	14.9	14.6	17.3
세전이익	9	9	12	15	21
순이익	7	8	10	12	17
EPS(원)	2,424	1,895	2,425	2,925	5,887
증감률(%)	51.3	-21.8	28.0	20.6	101.3
ROE(%)	24.7	15.0	13.4	14.2	21.7
PER(배)	12.4	10.1	6.5	5.9	7.5
PBR(배)	0.3	1.1	0.8	0.8	1.9
EV/EBITDA(배)	6.9	2.4	0.8	0.5	4.1

자료: 에스앤디, DS투자증권 리서치센터, K-IFRS 별도기준

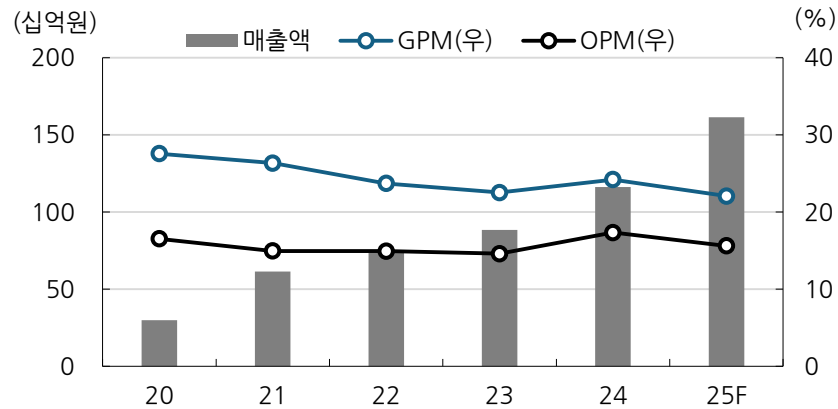
에스앤디[260970] _ K-소스와 동반 성장

에스앤디 실적 테이블														
(십억원, %)	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	2021	2022	2023	2024
매출액	18.2	21.8	23.3	24.9	23.8	28.8	28.9	34.6	35.7	38.1	61.4	73.3	88.3	116.1
YoY	4.9%	11.6%	35.8%	29.6%	30.8%	32.1%	23.8%	38.9%	49.9%	32.3%	105.8%	19.4%	20.4%	31.6%
1. 일반기능식품소재	14.8	18.5	18.9	20.8	21.1	24.8	25.5	30.9	32.7	35.5	50.3	60.1	72.9	102.3
YoY	7.4%	14.8%	37.0%	26.0%	42.7%	34.1%	35.2%	48.6%	54.6%	43.0%	10.6%	19.7%	21.3%	40.2%
2. 건강기능식품소재	3.0	2.9	3.8	3.7	2.4	3.6	3.1	3.3	2.7	2.0	9.8	12.0	13.4	12.4
YoY	-8.9%	-9.1%	24.7%	51.1%	-21.1%	24.0%	-17.4%	-10.8%	12.1%	-43.6%	-0.5%	22.4%	11.9%	-7.5%
3. 하청제품	0.2	0.3	0.6	0.3	0.3	0.4	0.1	0.3	0.3	0.6	0.8	0.8	1.5	1.1
YoY	29.3%	67.5%	121.6%	108.5%	11.7%	14.1%	-76.1%	-18.4%	13.8%	73.7%	-16.9%	-3.3%	84.6%	-29.3%
4. 기타	0.1	0.1	0.1	0.1	0.0	0.1	0.1	0.2	0.1	0.0	0.5	0.4	0.4	0.4
YoY	97.1%	60.3%	-25.5%	-18.3%	-70.3%	-29.9%	25.0%	62.1%	58.5%	-65.9%	110.7%	-24.7%	15.5%	-9.2%
매출총이익	3.6	4.7	5.8	5.8	5.7	6.9	7.0	8.4	7.7	8.5	16.2	17.4	19.9	28.1
YoY	-22.0%	-3.3%	45.8%	46.9%	60.0%	48.1%	20.8%	45.1%	33.7%	22.4%	96.7%	7.4%	14.5%	41.4%
매출총이익률	19.6%	21.4%	24.9%	23.3%	24.0%	24.0%	24.3%	24.4%	21.4%	22.2%	26.3%	23.7%	22.5%	24.2%
영업이익	2.0	2.5	4.2	4.2	3.5	5.2	5.0	6.4	5.4	6.0	9.2	10.9	12.9	20.1
YoY	-33.1%	-22.3%	71.8%	82.8%	72.2%	110.2%	19.1%	54.1%	53.1%	16.1%	86.2%	19.3%	17.7%	56.2%
영업이익률	11.2%	11.3%	18.1%	16.7%	14.7%	17.9%	17.4%	18.5%	15.1%	15.7%	14.9%	14.9%	14.6%	17.3%
순이익	2.0	1.6	3.7	4.5	2.8	4.2	4.1	5.8	4.4	4.9	7.7	9.8	11.9	17.0
YoY	-17.5%	-38.4%	80.3%	66.7%	38.4%	164.4%	11.8%	28.9%	54.9%	16.6%	97.8%	28.0%	20.6%	43.4%
순이익률	11.2%	7.3%	15.8%	18.2%	11.9%	14.7%	14.3%	16.9%	12.3%	12.9%	12.5%	13.4%	13.4%	14.7%

자료: 에스앤디, DS투자증권 리서치센터

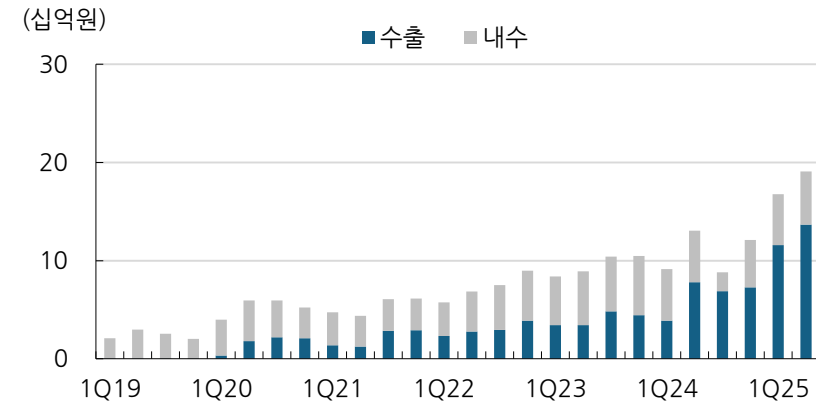
에스앤디[260970] _ K-소스와 동반 성장

에스앤디 실적 추이 및 전망



자료: 에스앤디, DS투자증권 리서치센터

삼양식품 소스 수출 실적 추이



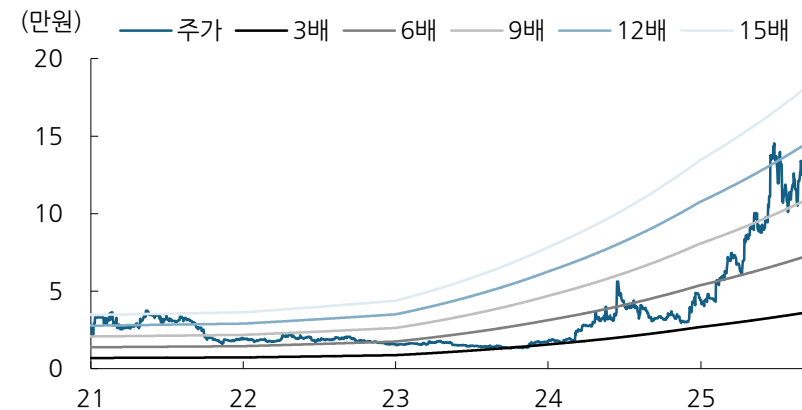
자료: 삼양식품, DS투자증권 리서치센터

삼양식품과 에스앤디 밸류에이션 12M Fwd PER 비교



자료: FnGuide, DS투자증권 리서치센터

에스앤디 PER 밴드 차트



자료: FnGuide, DS투자증권 리서치센터

에스앤디[260970] _ K-소스와 동반 성장

재무상태표	(십억원)				
	2020	2021	2022	2023	2024
유동자산	34	71	76	89	74
현금 및 현금성자산	17	12	9	18	22
매출채권 및 기타채권	9	13	14	17	24
재고자산	6	6	8	8	13
기타	2	41	46	46	15
비유동자산	12	12	17	17	19
관계기업투자등	0	0	0	0	0
유형자산	9	10	15	15	16
무형자산	1	1	1	1	1
자산총계	45	83	93	106	93
유동부채	11	14	15	17	25
매입채무 및 기타채무	9	13	14	15	22
단기금융부채	0	0	0	0	0
기타유동부채	1	1	1	2	3
비유동부채	1	0	0	0	0
장기금융부채	0	0	0	0	0
기타비유동부채	0	0	0	0	0
부채총계	11	14	15	17	25
자배주주지분	34	69	78	89	68
자본금	2	2	2	2	2
자본잉여금	1	29	29	29	29
이익잉여금	31	38	48	58	37
비자배주주지분(연결)	0	0	0	0	0
자본총계	34	69	78	89	68

현금흐름표	(십억원)				
	2020	2021	2022	2023	2024
영업활동 현금흐름	7	9	8	12	15
당기순이익(손실)	7	8	10	12	17
비현금수익비용가감	4	3	3	3	5
유형자산감가상각비	1	1	1	1	2
무형자산상각비	0	0	0	0	0
기타현금수익비용	2	2	1	1	3
영업활동 자산부채변동	-3	0	-3	-3	-6
매출채권 감소(증가)	0	-3	-1	-3	-7
재고자산 감소(증가)	-2	0	-2	-1	-5
매입채무 증가(감소)	0	3	2	1	5
기타자산, 부채변동	-1	0	-1	0	1
투자활동 현금	0	-41	-11	-2	26
유형자산처분(취득)	-1	-2	-6	-1	-3
무형자산 감소(증가)	0	0	0	-1	0
투자자산 감소(증가)	1	-39	-5	0	30
기타투자활동	0	0	0	0	0
재무활동 현금	-1	27	-1	-1	-38
차입금의 증가(감소)	0	0	0	0	0
자본의 증가(감소)	0	28	-1	-1	-37
배당금의 지급	0	0	1	1	2
기타재무활동	0	-1	0	0	0
현금의 증가	6	-5	-3	9	4
기초현금	11	17	12	9	18
기말현금	17	12	9	18	22
NOPLAT	7	8	9	10	17
FCF	8	-30	-1	11	43

자료: 에스앤디, DS투자증권 리서치센터 / 주: K-IFRS 별도기준

손익계산서	(십억원)				
	2020	2021	2022	2023	2024
매출액	57	61	73	88	116
매출원가	41	45	56	68	88
매출총이익	15	16	17	20	28
판매비 및 관리비	6	7	6	7	8
영업이익	9	9	11	13	20
(EBITDA)	11	11	13	15	22
금융손익	0	0	1	2	1
이자비용	0	0	0	0	0
관계기업등 투자손익	0	0	0	0	0
기타영업외손익	0	0	0	0	0
세전계속사업이익	9	9	12	15	21
계속사업법인세비용	2	2	2	3	4
계속사업이익	7	8	10	12	17
중단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익	7	8	10	12	17
지배주주	7	8	10	12	17
총포괄이익	7	8	10	12	17
매출총이익률 (%)	27.2	26.3	23.7	22.5	24.2
영업이익률 (%)	16.1	14.9	14.9	14.6	17.3
EBITDA마진률 (%)	18.9	17.4	17.1	16.5	18.9
당기순이익률 (%)	13.0	12.5	13.4	13.4	14.7
ROA (%)	17.9	12.0	11.2	11.9	17.1
ROE (%)	24.7	15.0	13.4	14.2	21.7
ROIC (%)	49.3	46.7	44.9	40.8	58.7

주요투자지표	(원, 배)				
	2020	2021	2022	2023	2024
투자지표 (x)					
P/E	12.4	10.1	6.5	5.9	7.5
P/B	0.3	1.1	0.8	0.8	1.9
P/S	1.6	1.3	0.9	0.8	1.1
EV/EBITDA	6.9	2.4	0.8	0.5	4.1
P/CF	8.3	7.0	5.1	4.7	5.7
배당수익률 (%)	0.3	0.8	1.9	2.9	1.8
성장성 (%)					
매출액	22.1	8.6	19.4	20.4	31.6
영업이익	44.0	0.6	19.3	17.7	56.2
세전이익	53.9	4.0	26.3	27.6	36.7
당기순이익	51.3	4.5	28.0	20.6	43.4
EPS	51.3	-21.8	28.0	20.6	101.3
안정성 (%)					
부채비율	33.9	20.7	19.5	19.7	36.7
유동비율	308.8	501.0	514.6	519.4	300.9
순차입금/자기자본(x)	-53.2	-76.3	-69.1	-71.4	-54.5
영업이익/금융비용(x)	683.7	1,604.1	1,388.9	1,498.1	1,600.0
총차입금 (십억원)	0	0	0	0	0
순차입금 (십억원)	-18	-53	-54	-63	-37
주당지표(원)					
EPS	2,424	1,895	2,425	2,925	5,887
BPS	111,341	16,986	19,241	21,830	23,526
SPS	18,620	15,126	18,061	21,746	40,148
CFPS	3,597	2,718	3,120	3,691	7,706
DPS	100	150	300	500	800

교촌에프앤비 [339770] _ 해외 프랜차이즈 확장은 소스 확대의 기회

장지혜 음식료·미디어·엔터
02-709-2336
jihye.jang@ds-sec.co.kr

매수(유지)

목표주가(유지) 8,000원
현재주가(09/02) 4,800원
상승여력 66.7%

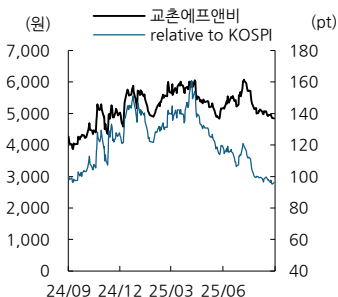
Stock Data

KOSPI 3,172.4pt
시가총액(보통주) 240십억원
발행주식수 49,965천주
액면가 500원
자본금 25십억원
60일 평균거래량 128천주
60일 평균거래대금 698백만원
외국인 지분율 1.7%
52주 최고가 12,930원
52주 최저가 4,730원
주요주주
권원강(외1인) 69.4%
교촌에프앤비우리아사주(외1인) 1.4%

주가추이 및 상대강도

(%)	절대수익률	상대수익률
1M	-4.0	-5.7
3M	-7.0	-24.5
6M	-15.5	-40.7

주가차트



■ 상반기 예상 대비 부진했던 실적. 하반기 성수기 진입, 판관비 효율화, 소비 회복 등으로 본격 개선 전망

- 상반기 동사의 실적은 외형 성장에도 기대 대비 수익성 부진. 소비자 수요 회복 및 전년도 진행한 가맹지역본부 전환 효과로 매출은 성장했지만 국내 가맹점 전용유 한시 할인, 해외 중국 경기 침체 및 미국 직영점 리뉴얼, 해외 MF 로열티 조정 등으로 예상대비 부진한 실적 기록
- 하반기 교촌에프앤비 실적은 국내 수익성 개선 및 해외 실적 회복으로 반등 전망. 1)가맹지역본부 직영 전환 효과는 하반기 성수기를 맞이하고 판관비 효율화 진행에 따라 수익성 개선 본격화, 2)하반기 소비쿠폰 발행에 따른 외식 경기 회복 효과에 더해 치킨 업종 내 가장 높은 점당 매출 및 자체 배달앱 경쟁력으로 차별적 실적 성장, 3)해외 법인 리모델링 종료에 따른 실적 성장이 기대되기 때문
- 동사의 25년 하반기 실적은 연결 매출액 2,719억원(+7% YoY), 영업이익 232억원(+74% YoY, OPM 8.5%) 전망

■ 국내외 프랜차이즈 확대에 따라 소스 실적 성장 기대

- 동사의 국내 매장 수는 특수 매장 제외 기준 22년말 1,354개→23년 1,355개→2Q25 1,361개로 소폭 증가. 점당 매출액 성장 긍정적
- 동사의 해외 매장 수는 21년 65개→23년 74개→2Q25 84개로 성장. 향후 미국 가맹 사업 본격화에 따른 해외 매장 확대 기대
- 국내외 가맹점 확대에 따른 소스 수출 실적 성장 및 대형 F&B사와 전략적 협업을 통한 B2B 소스 매출 확대 긍정적
- 교촌에프앤비의 소스 등을 포함한 유통 매출은 21년 90억원→24년 144억원으로 증가. 25년 상반기 70억원 매출 달성

■ 투자의견 매수, 목표주가 8천원 유지. 프랜차이즈 수익 개선-주주 환원의 선순환 구조 긍정적

- 목표주가는 12M Fwd EPS에 목표배수 12배 적용. 동사는 최대주주 차등 배당, 비과세 배당 가능 이익 확보 등 주주환원 확대 긍정적

Financial Data

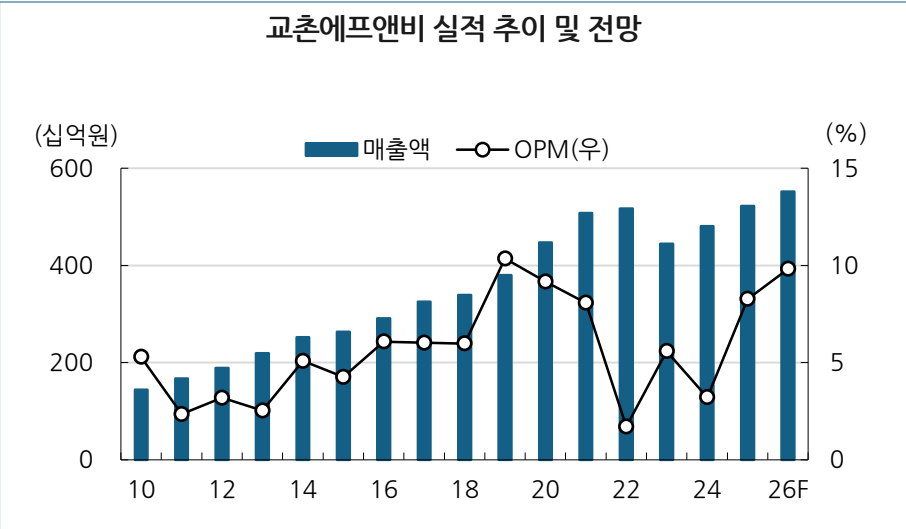
(십억원)	2022	2023	2024	2025F	2026F
매출액	517	445	481	523	552
영업이익	9	25	15	43	54
영업이익률(%)	1.7	5.6	3.2	8.3	9.8
세전이익	7	18	8	34	46
지배주주지분순이익	5	14	2	24	33
EPS(원)	107	287	43	489	659
증감률(%)	-82.1	168.8	-84.9	1,024.2	34.8
ROE(%)	3.0	7.8	1.2	13.1	15.8
PER(배)	43.1	13.0	110.4	9.8	7.3
PBR(배)	0.6	0.5	0.7	1.2	1.1
EV/EBITDA(배)	13.5	6.3	10.1	5.0	3.9

자료: 교촌에프앤비, DS투자증권 리서치센터, K-IFRS 연결기준

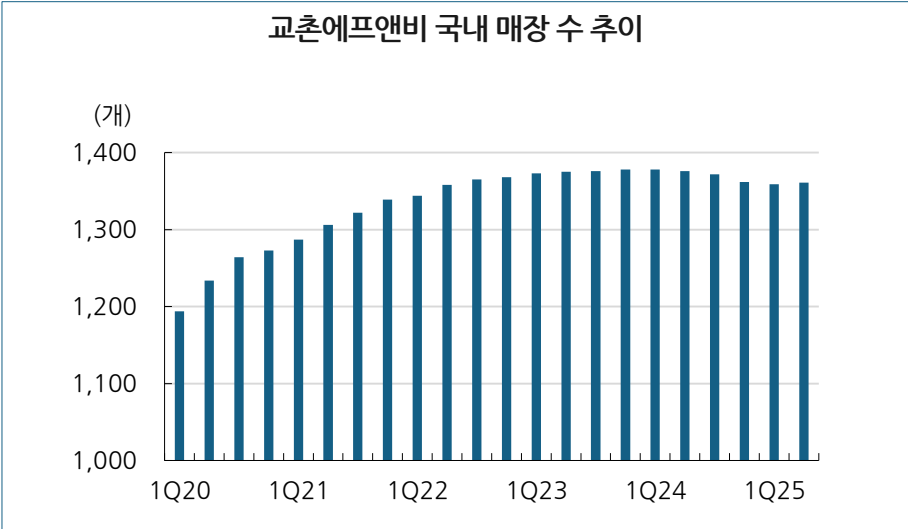
교촌에프앤비 [339770] _ 해외 프랜차이즈 확장은 소스 확대의 기회

교촌에프앤비 실적 테이블													
(십억원, %)	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25F	4Q25F	2022	2023	2024	2025F	2026F
매출액	113.3	113.9	127.6	126.1	124.6	126.1	136.6	135.3	517.5	445.0	480.8	522.6	551.9
YoY	-5.9%	11.7%	14.5%	13.4%	10.0%	10.7%	7.1%	7.3%	1.9%	-14.0%	8.1%	8.7%	5.6%
1. 국내 프랜차이즈	105.0	105.0	118.8	118.2	118.0	119.6	127.7	127.3	485.7	413.8	447.0	492.7	521.7
YoY	-6.5%	11.6%	14.6%	14.0%	12.4%	13.9%	7.5%	7.7%	0.6%	-14.8%	8.0%	10.2%	5.9%
2. 해외 사업	4.2	4.9	5.2	4.8	3.7	2.4	4.7	4.6	17.5	17.9	19.1	15.4	14.7
YoY	-12.5%	11.4%	18.2%	11.6%	-11.9%	-51.0%	-9.3%	-3.6%	9.4%	2.3%	6.7%	-19.1%	-4.9%
3. 유통 사업(HMR/소스 외)	4.0	3.9	3.6	2.9	2.9	4.1	4.1	3.3	14.2	13.3	14.4	14.5	15.5
YoY	21.2%	11.4%	9.1%	-9.4%	-27.5%	5.1%	15.0%	15.0%	57.8%	-6.3%	8.3%	0.5%	7.0%
영업이익	11.9	-9.9	7.6	5.7	10.7	9.3	12.3	10.9	8.8	24.8	15.4	43.2	54.2
YoY	103.8%	적전	-10.7%	-19.9%	-10.4%	흑전	61.4%	90.0%	-78.4%	181.0%	-37.8%	180.0%	25.4%
영업이익률	10.5%	-8.7%	6.0%	4.5%	8.6%	7.4%	9.0%	8.0%	1.7%	5.6%	3.2%	8.3%	9.8%
순이익	7.8	-8.8	4.5	-2.7	6.6	4.6	7.4	5.7	4.9	12.8	0.8	24.3	32.9
YoY	73.7%	적전	-11.0%	적전	-15.8%	흑전	64.2%	흑전	-83.4%	159.0%	-93.5%	2815%	35.5%
순이익률	6.9%	-7.7%	3.6%	-2.2%	5.3%	3.6%	5.4%	4.2%	1.0%	2.9%	0.2%	4.6%	6.0%

자료: 교촌에프앤비, DS투자증권 리서치센터

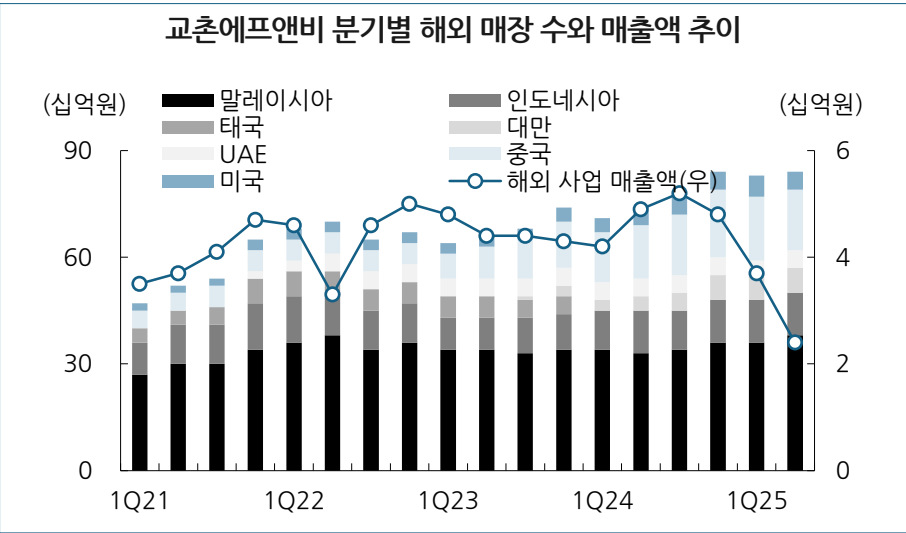


자료: 교촌에프앤비, DS투자증권 리서치센터

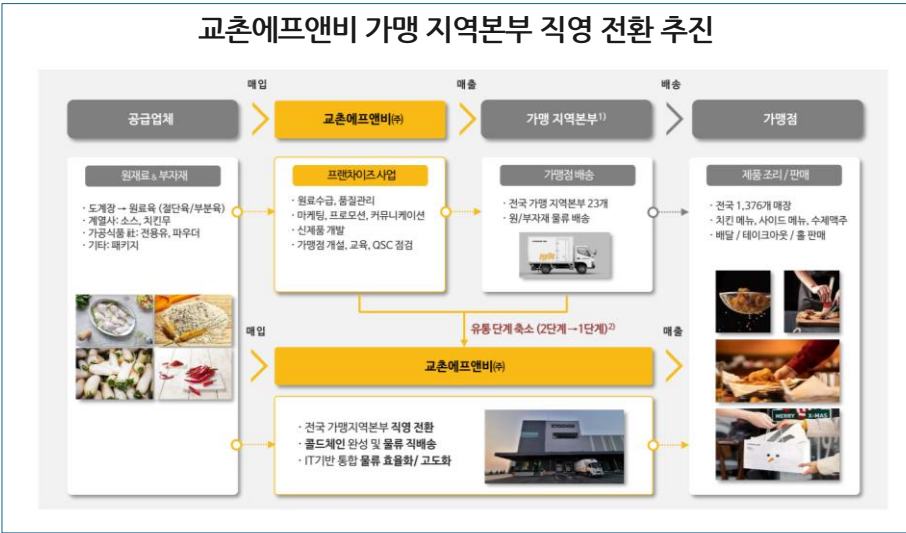


자료: 교촌에프앤비, DS투자증권 리서치센터

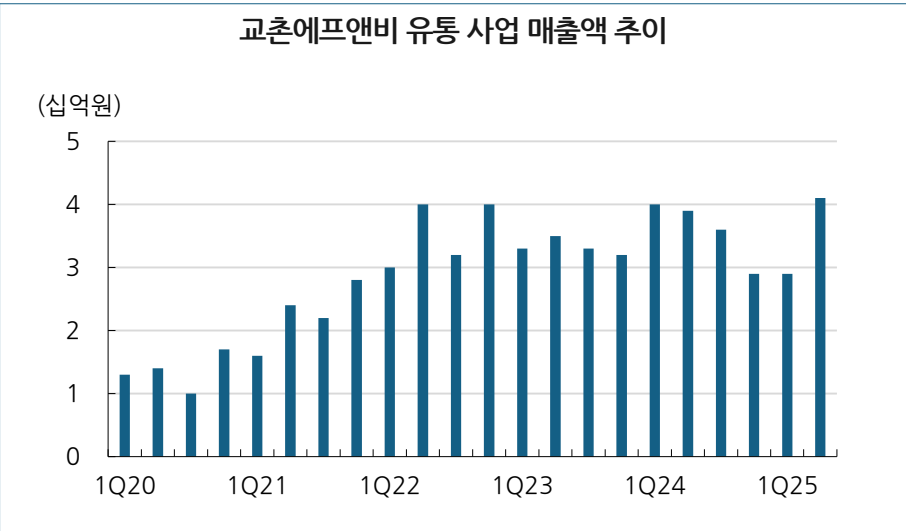
교촌에프앤비 [339770] _ 해외 프랜차이즈 확장은 소스 확대의 기회



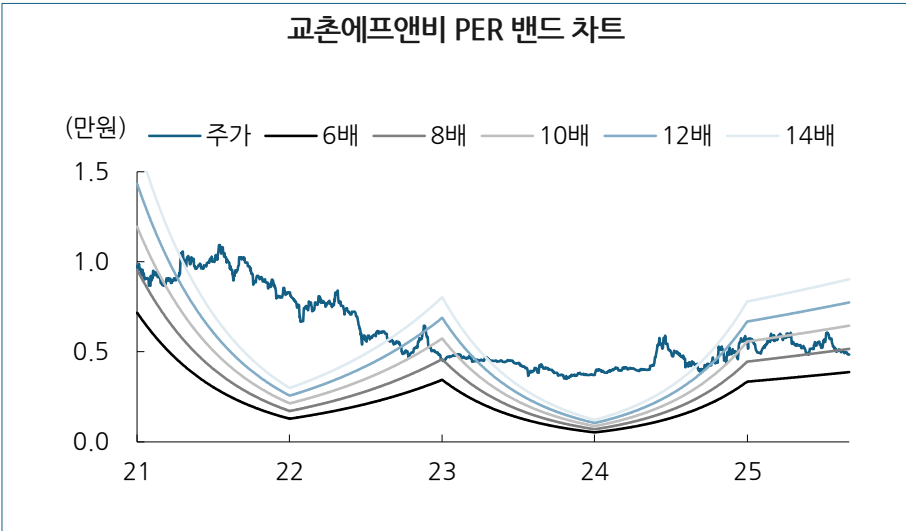
자료: 교촌에프앤비, DS투자증권 리서치센터



자료: 교촌에프앤비, DS투자증권 리서치센터



자료: DS투자증권 리서치센터



자료: FnGuide, DS투자증권 리서치센터

교촌에프앤비 [339770] _ 해외 프랜차이즈 확장은 소스 확대의 기회

재무상태표	(십억원)				
	2022	2023	2024	2025F	2026F
유동자산	111	111	107	109	127
현금 및 현금성자산	62	61	58	63	79
매출채권 및 기타채권	12	10	14	16	17
재고자산	18	20	15	14	15
기타	19	20	20	16	16
비유동자산	194	215	236	254	265
관계기업투자등	2	3	3	3	4
유형자산	166	187	204	222	229
무형자산	6	6	4	7	9
자산총계	305	326	343	363	392
유동부채	103	100	127	124	126
매입채무 및 기타채무	32	25	31	32	33
단기금융부채	64	65	82	83	83
기타유동부채	6	9	14	9	9
비유동부채	23	41	37	44	44
장기금융부채	23	41	37	43	43
기타비유동부채	0	1	1	1	1
부채총계	126	141	164	168	170
자배주주지분	179	187	178	195	222
자본금	13	13	13	25	25
자본잉여금	53	53	52	19	19
이익잉여금	116	124	118	156	183
비자배주주지분(연결)	0	-1	0	0	0
자본총계	179	186	179	195	222

현금흐름표	(십억원)				
	2022	2023	2024	2025F	2026F
영업활동 현금흐름	5	20	23	54	51
당기순이익(손실)	5	13	1	24	33
비현금수익비용가감	15	21	28	28	18
유형자산감가상각비	8	9	12	13	13
무형자산상각비	1	1	1	3	5
기타현금수익비용	6	11	13	12	0
영업활동 자산부채변동	-5	-12	2	2	0
매출채권 감소(증가)	0	1	-4	-4	-1
재고자산 감소(증가)	-4	-2	5	1	-1
매입채무 증가(감소)	-4	-4	-2	8	2
기타자산, 부채변동	3	-7	4	-4	0
투자활동 현금	-28	-31	-26	-30	-29
유형자산처분(취득)	-13	-28	-25	-30	-20
무형자산 감소(증가)	-1	-1	0	-6	-8
투자자산 감소(증가)	-10	-1	-2	4	-1
기타투자활동	-4	-2	1	2	-1
재무활동 현금	36	10	-1	-19	-7
차입금의 증가(감소)	44	15	6	7	0
자본의 증가(감소)	-7	-5	-6	-25	-7
배당금의 지급	7	5	6	5	7
기타재무활동	0	0	-1	0	0
현금의 증가	14	-1	-3	5	15
기초현금	48	62	61	58	63
기말현금	62	61	58	63	79
NOPLAT	7	18	2	31	39
FCF	-13	-10	5	24	22

자료: 교촌에프앤비, DS투자증권 리서치센터 / 주: K-IFRS 연결기준

손익계산서	(십억원)				
	2022	2023	2024	2025F	2026F
매출액	517	445	481	523	552
매출원가	428	337	333	365	381
매출총이익	89	108	148	157	171
판매비 및 관리비	81	83	132	114	117
영업이익	9	25	15	43	54
(EBITDA)	18	34	28	59	72
금융손익	0	-1	-1	-3	-2
이자비용	1	3	5	4	4
관계기업등 투자손익	0	0	0	0	0
기타영업외손익	-2	-6	-6	-6	-6
세전계속사업이익	7	18	8	34	46
계속사업법인세비용	2	5	7	10	13
계속사업이익	5	13	1	24	33
중단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익	5	13	1	24	33
지배주주	5	14	2	24	33
총포괄이익	5	13	1	24	33
매출총이익률 (%)	17.3	24.3	30.7	30.1	31.0
영업이익률 (%)	1.7	5.6	3.2	8.3	9.8
EBITDA마진률 (%)	3.4	7.7	5.9	11.3	13.0
당기순이익률 (%)	1.0	2.9	0.2	4.6	6.0
ROA (%)	1.9	4.5	0.6	6.9	8.7
ROE (%)	3.0	7.8	1.2	13.1	15.8
ROIC (%)	3.8	9.0	0.8	13.4	15.6

주요투자지표	(원, 배)				
	2022	2023	2024	2025F	2026F
투자지표 (x)					
P/E	43.1	13.0	110.4	9.8	7.3
P/B	0.6	0.5	0.7	1.2	1.1
P/S	0.4	0.4	0.5	0.5	0.4
EV/EBITDA	13.5	6.3	10.1	5.0	3.9
P/CF	11.8	5.5	8.3	4.6	4.7
배당수익률 (%)	2.2	4.0	4.2	2.7	3.8
성장성 (%)					
매출액	1.9	-14.0	8.1	8.7	5.6
영업이익	-78.4	181.0	-37.8	180.0	25.4
세전이익	-83.4	169.4	-55.8	336.3	34.7
당기순이익	-83.4	159.0	-93.5	2,815.1	35.5
EPS	-82.1	168.8	-84.9	1,024.2	34.8
안정성 (%)					
부채비율	70.2	75.9	92.0	86.0	76.7
유동비율	108.4	111.1	84.1	88.3	100.7
순차입금/자기자본(x)	5.5	16.1	24.3	27.1	16.8
영업이익/금융비용(x)	8.9	8.2	3.4	9.7	12.1
총차입금 (십억원)	87	106	119	127	127
순차입금 (십억원)	10	30	43	53	37
주당지표(원)					
EPS	107	287	43	489	659
BPS	7,157	7,475	7,140	3,907	4,435
SPS	10,356	8,905	9,623	10,459	11,046
CFPS	392	670	582	1,042	1,012
DPS	100	150	200	200	250

동원산업[006040] _ 구조 재편 다음은 글로벌 식품 성장

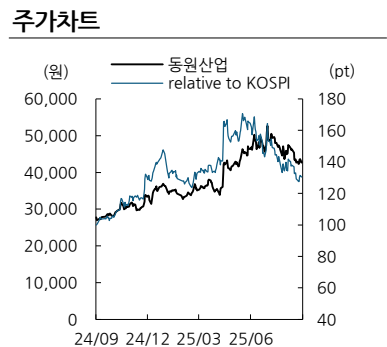
장지혜 음식료·미디어·엔터
02-709-2336
jihye.jang@ds-sec.co.kr

N/R

목표주가 -
현재주가(09/02) 41,850원
상승여력 -

Stock Data	
KOSPI	3,172.4pt
시가총액(보통주)	1,848십억원
발행주식수	44,148천주
액면가	1,000원
자본금	40십억원
60일 평균거래량	56천주
60일 평균거래대금	2,621백만원
외국인 지분율	5.0%
52주 최고가	55,400원
52주 최저가	29,450원
주요주주	
김남정(외15인)	78.9%
자사주(외1인)	22.5%

주가추이 및 상대강도		
(%)	절대수익률	상대수익률
1M	-4.1	-5.8
3M	-9.6	-27.2
6M	19.2	-6.0



■ 그룹 구조 재편 완료: 동원산업과 동원F&B 주식 교환. 국내외 식품 사업 통합을 통해 시너지 확대 전망

- 동원산업은 주식 교환을 통해 동원F&B를 완전 자회사로 편입. 동원산업은 동원F&B의 지분 74.38%를 보유하고 있었음
- 동원F&B 보통주 1주당 동원산업 보통주 0.9150232주를 교환하여 지급. 7/31 동원F&B 상장 폐지 및 동원산업 신주 상장
- 구조 재편 목적은 1)국내외 식품 사업을 통합해 유기적 성장 도모, 2)각 사의 전문성 합쳐 시너지 창출, 3)주주가치 제고

■ 투자포인트: 식품 사업 통합으로 글로벌 실적 확대 전망. K-소스, HMR 등 해외 식품 부문 확대

- 기존 동원F&B의 해외 실적 비중은 24년 기준 2.2%에 불과, 동원산업의 해외 자회사 Starkist는 참치 매출 비중 94%로 확장 한계
- 동원그룹 내 동원F&B, 동원홈푸드, Starkist, SCA SA 등 식품계열사가 글로벌 식품부문으로 통합되며 시너지 확대 전망
- 동원F&B와 동원홈푸드의 콘텐츠를 Starkist가 가지고 있는 네트워크를 활용하여 글로벌 실적 확대. 글로벌 M&A도 활발해질 전망
- 글로벌 식품 실적 확대를 위해 현지 선호도와 K-Food 트렌드에 부합하는 제품 개발 진행. K-소스와 HMR 등
- 동원그룹은 전체 매출액 24년 8.9조원→30년 16조원으로 확대, 이중 글로벌 식품 24년 5.7조원→30년 10조원으로 확대 목표 제시

■ 실적 추정 및 밸류에이션: 25년 실적 정상화. 현재 주가는 25년 실적 기준 밸류에이션 PER 6~7배 수준으로 매력적

- 25년 상반기 실적은 연결 매출액 4.6조원(+7% YoY), 영업이익 2,585억원(+33% YoY, OPM 5.5%)으로 수익 정상화 주목
- 동원산업은 2분기 중간 배당 550원(배당금 242억원) 지급하며 연 2회 배당 실시. 배당성향은 20%→25%→30%로 순차적 확대 전망

Financial Data

(십억원)	2020	2021	2022	2023	2024
매출액	2,857	7,603	9,026	8,949	8,944
영업이익	306	509	494	465	501
영업이익률(%)	10.7	6.7	5.5	5.2	5.6
세전이익	307	401	406	349	196
지배주주지분순이익	241	233	186	225	75
EPS(원)	11,896	11,534	3,392	4,400	1,900
증감률(%)	436.9	-3.0	-70.6	29.7	-56.8
ROE(%)	21.0	15.0	8.5	8.6	2.7
PER(배)	3.4	3.6	13.2	6.9	19.4
PBR(배)	0.1	0.1	0.9	0.5	0.5
EV/EBITDA(배)	4.4	3.6	5.6	4.6	4.1

자료: 동원산업, DS투자증권 리서치센터, K-IFRS 연결기준

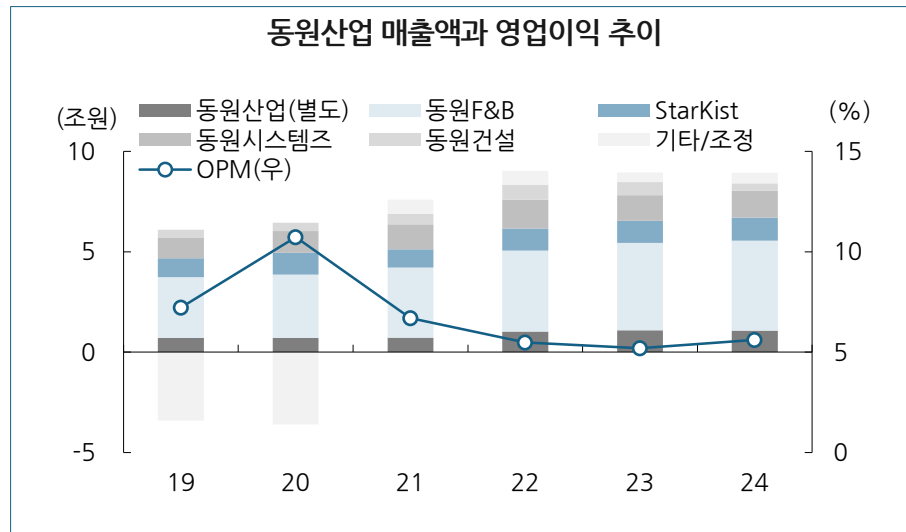
동원산업[006040] _ 구조 재편 다음은 글로벌 식품 성장

동원산업 실적 테이블

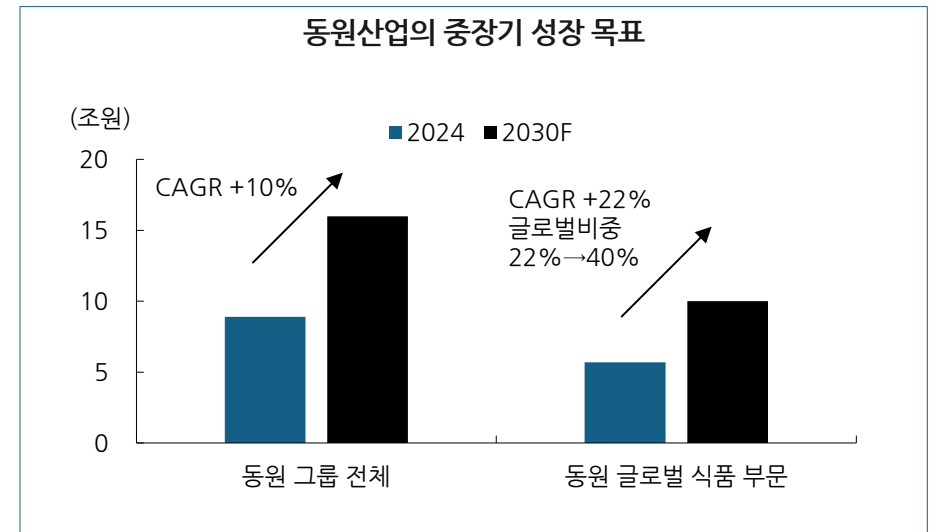
(십억원, %)	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	2021	2022	2023	2024
매출액	2,264.2	2,197.8	2,384.3	2,102.3	2,241.9	2,142.9	2,339.1	2,220.4	2,319.3	2,358.6	7,603.0	9,026.3	8,948.6	8,944.2
YoY	9.2%	-5.3%	3.0%	-9.3%	-1.0%	-2.5%	-1.9%	5.6%	3.5%	10.1%	166.1%	18.7%	-0.9%	0.0%
1. 별도	279.7	288.7	252.6	269.2	327.6	246.6	236.6	268.7	320.6	258.7	729.2	1,031.5	1,090.2	1,079.4
YoY	-2.6%	14.7%	5.9%	5.9%	17.1%	-14.6%	-6.3%	-0.2%	-2.1%	4.9%	3.9%	41.4%	5.7%	-1.0%
2. 동원F&B	1,080.8	1,052.0	1,207.5	1,020.6	1,119.0	1,061.5	1,220.3	1,082.7	1,194.8	1,155.8	3,490.6	4,023.6	4,360.8	4,483.6
YoY	14.0%	9.1%	8.3%	2.4%	3.5%	0.9%	1.1%	6.1%	6.8%	8.9%	10.1%	15.3%	8.4%	2.8%
3. StarKist	290.4	259.8	291.4	244.0	298.9	264.1	301.5	274.5	304.9	279.9	901.8	1,099.3	1,085.6	1,139.0
YoY	10.0%	1.7%	-9.0%	-6.1%	2.9%	1.7%	3.5%	12.5%	2.0%	6.0%	-16.4%	21.9%	-1.3%	4.9%
4. 동원시스템즈	327.4	334.8	315.2	299.3	309.1	344.4	348.5	332.3	336.8	366.3	1,250.9	1,437.0	1,276.7	1,334.3
YoY	-0.7%	-11.5%	-19.6%	-11.2%	-5.6%	2.9%	10.6%	11.0%	9.0%	6.4%	16.0%	14.9%	-11.2%	4.5%
5. 동원건설사업	179.7	196.8	154.2	131.3	98.7	71.1	88.3	113.3	100.4	138.5	528.7	734.2	662.1	371.4
YoY	12.9%	0.8%	-18.8%	-30.8%	-45.1%	-63.9%	-42.7%	-13.7%	1.7%	94.8%	25.1%	38.9%	-9.8%	-43.9%
6. 조정	106.2	65.6	163.4	138.0	88.6	155.1	143.9	148.9	61.8	159.4	701.7	700.7	473.3	536.5
영업이익	117.3	102.3	154.4	90.8	110.0	84.8	174.4	132.1	124.8	133.6	508.7	494.4	464.7	501.3
YoY	-18.4%	-24.9%	19.6%	6.3%	-6.2%	-17.1%	12.9%	45.6%	13.5%	57.7%	66.0%	-2.8%	-6.0%	7.9%
영업이익률	5.2%	4.7%	6.5%	4.3%	4.9%	4.0%	7.5%	6.0%	5.4%	5.7%	6.7%	5.5%	5.2%	5.6%
1. 별도	64.0	50.0	9.6	3.2	74.9	4.8	23.6	25.3	103.5	15.8	90.9	152.5	126.8	128.6
YoY	-29.3%	46.9%	-34.9%	-75.8%	17.0%	-90.5%	145.9%	694.4%	38.2%	231.3%	63.0%	67.7%	-16.9%	1.4%
영업이익률	22.9%	17.3%	3.8%	1.2%	22.9%	1.9%	10.0%	9.4%	32.3%	6.1%	12.5%	14.8%	11.6%	11.9%
2. 동원F&B	43.4	27.4	63.0	32.8	49.9	28.9	66.9	37.7	54.0	34.8	130.4	128.7	166.7	183.5
YoY	34.7%	22.4%	39.7%	13.4%	14.8%	5.4%	6.1%	15.0%	8.2%	20.1%	12.1%	-1.3%	29.5%	10.0%
영업이익률	4.0%	2.6%	5.2%	3.2%	4.5%	2.7%	5.5%	3.5%	4.5%	3.0%	3.7%	3.2%	3.8%	4.1%
3. StarKist	23.4	29.8	26.6	21.7	31.3	27.3	41.5	40.9	38.1	40.5	136.3	126.3	101.5	141.0
YoY	-26.5%	-18.5%	-31.9%	14.9%	33.8%	-8.3%	55.8%	88.7%	21.7%	48.4%	-28.1%	-7.3%	-19.7%	39.0%
영업이익률	8.1%	11.5%	9.1%	8.9%	10.5%	10.3%	13.8%	14.9%	12.5%	14.5%	15.1%	11.5%	9.3%	12.4%
4. 동원시스템즈	17.6	25.6	23.4	14.2	16.1	30.3	28.2	17.4	12.5	25.9	90.0	91.8	80.9	91.9
YoY	-7.0%	-13.2%	-6.6%	-22.4%	-9.0%	18.3%	20.7%	21.9%	-21.9%	-14.5%	-7.9%	2.0%	-12.0%	13.7%
영업이익률	5.4%	7.7%	7.4%	4.8%	5.2%	8.8%	8.1%	5.2%	3.7%	7.1%	7.2%	6.4%	6.3%	6.9%
5. 동원건설사업	-1.9	-20.2	8.4	0.3	-1.4	-10.0	12.9	7.3	3.1	6.3	15.4	-26.7	-13.4	8.8
YoY	적전	적지	흑전	흑전	적지	적지	52.8%	2380.2%	흑전	흑전	-43.3%	적전	적지	흑전
영업이익률	-1.1%	-10.3%	5.5%	0.2%	-1.4%	-14.1%	14.6%	6.4%	3.1%	4.5%	2.9%	-3.6%	-2.0%	2.4%
6. 조정	-29.3	-10.3	23.4	18.6	-60.8	3.5	1.3	3.6	-86.4	10.4	45.6	21.8	2.3	-52.4
순이익	72.5	46.0	110.7	43.1	82.4	45.6	-75.1	60.7	74.8	88.0	315.0	296.5	272.2	113.6
YoY	-7.4%	-60.4%	20.7%	313.2%	13.7%	-0.7%	적전	40.8%	-9.2%	92.9%	29.3%	-5.9%	-8.2%	-58.3%
순이익률	3.2%	2.1%	4.6%	2.0%	3.7%	2.1%	-3.2%	2.7%	3.2%	3.7%	4.1%	3.3%	3.0%	1.3%

자료: 동원산업, DS투자증권 리서치센터 추정

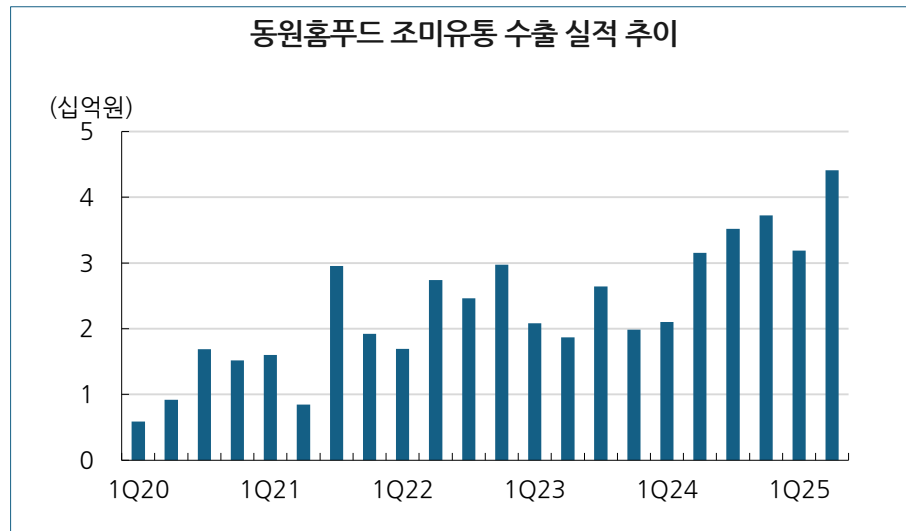
동원산업[006040] _ 구조 재편 다음은 글로벌 식품 성장



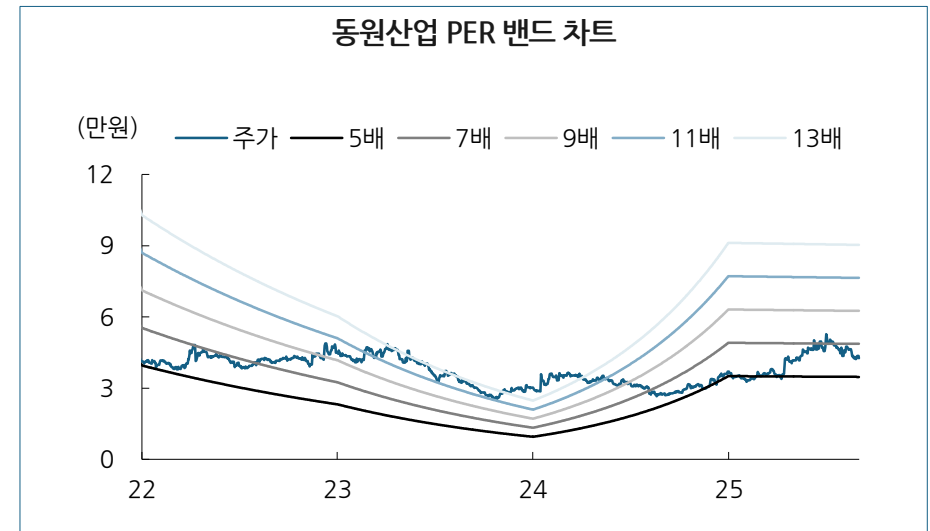
자료: 동원산업, DS투자증권 리서치센터 추정



자료: 동원산업, DS투자증권 리서치센터



자료: 동원산업, DS투자증권 리서치센터



자료: FnGuide, DS투자증권 리서치센터

동원산업[006040] _ 구조 재편 다음은 글로벌 식품 성장

재무상태표	(십억원)				
	2020	2021	2022	2023	2024
유동자산	1,183	3,047	3,396	3,771	3,168
현금 및 현금성자산	171	327	541	638	356
매출채권 및 기타채권	325	882	977	1,095	1,103
재고자산	466	1,101	1,479	1,302	1,372
기타	222	737	399	735	337
비유동자산	1,923	3,638	3,665	3,954	3,990
관계기업투자등	460	58	489	492	488
유형자산	868	2,172	2,209	2,512	2,487
무형자산	103	402	401	391	412
자산총계	3,106	6,685	7,061	7,725	7,158
유동부채	1,061	2,216	2,683	3,071	2,421
매입채무 및 기타채무	311	924	1,207	1,142	1,106
단기금융부채	674	1,134	1,278	1,746	1,203
기타유동부채	75	158	198	183	111
비유동부채	750	1,842	1,470	1,519	1,491
장기금융부채	603	1,651	1,333	1,383	1,310
기타비유동부채	147	191	137	136	182
부채총계	1,811	4,058	4,153	4,589	3,912
자배주주지분	1,251	1,851	2,521	2,697	2,796
자본금	18	58	50	46	36
자본잉여금	108	85	1,614	1,621	1,625
이익잉여금	1,188	1,742	1,916	2,103	2,138
비자배주주지분(연결)	44	776	388	439	450
자본총계	1,295	2,627	2,908	3,136	3,246

현금흐름표	(십억원)				
	2020	2021	2022	2023	2024
영업활동 현금흐름	402	587	499	661	421
당기순이익(손실)	244	315	297	272	114
비현금수익비용가감	188	526	570	546	733
유형자산감가상각비	125	260	283	278	289
무형자산상각비	4	14	16	16	15
기타현금수익비용	59	252	271	253	375
영업활동 자산부채변동	33	-147	-255	-65	-338
매출채권 감소(증가)	5	-82	-113	-133	38
재고자산 감소(증가)	27	-115	-350	143	-41
매입채무 증가(감소)	-14	163	118	-8	-141
기타자산, 부채변동	16	-114	89	-68	-194
투자활동 현금	-131	-478	7	-882	135
유형자산처분(취득)	-67	-179	-229	-574	-299
무형자산 감소(증가)	-1	-5	-9	-3	-20
투자자산 감소(증가)	-116	-106	27	-440	369
기타투자활동	53	-188	218	136	85
재무활동 현금	-213	-88	-287	316	-858
차입금의 증가(감소)	-112	30	-158	465	-685
자본의 증가(감소)	-67	-24	-67	-48	-40
배당금의 지급	7	24	26	46	40
기타재무활동	-34	-95	-62	-102	-133
현금의 증가	62	20	214	97	-282
기초현금	109	307	327	541	638
기말현금	171	327	541	638	356
NOPLAT	244	400	361	363	291
FCF	334	216	618	-130	643

자료: 동원산업, DS투자증권 리서치센터 / 주: K-IFRS 연결기준

손익계산서	(십억원)				
	2020	2021	2022	2023	2024
매출액	2,857	7,603	9,026	8,949	8,944
매출원가	2,363	6,156	7,535	7,429	7,338
매출총이익	494	1,447	1,492	1,519	1,606
판매비 및 관리비	187	938	997	1,054	1,105
영업이익	306	509	494	465	501
(EBITDA)	435	783	793	758	806
금융손익	-45	-56	-64	-85	-90
이자비용	44	71	85	119	120
관계기업등 투자손익	12	7	5	2	-39
기타영업외손익	33	-59	-30	-33	-176
세전계속사업이익	307	401	406	349	196
계속사업법인세비용	63	86	109	76	82
계속사업이익	244	315	297	272	114
중단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익	244	315	297	272	114
지배주주	241	233	186	225	75
총포괄이익	224	319	304	259	114
매출총이익률 (%)	17.3	19.0	16.5	17.0	18.0
영업이익률 (%)	10.7	6.7	5.5	5.2	5.6
EBITDA마진률 (%)	15.2	10.3	8.8	8.5	9.0
당기순이익률 (%)	8.5	4.1	3.3	3.0	1.3
ROA (%)	7.9	4.8	2.7	3.0	1.0
ROE (%)	21.0	15.0	8.5	8.6	2.7
ROIC (%)	13.4	13.1	8.4	8.1	6.2

주요투자지표	(원, 배)				
	2020	2021	2022	2023	2024
투자지표 (x)					
P/E	3.4	3.6	13.2	6.9	19.4
P/B	0.1	0.1	0.9	0.5	0.5
P/S	0.3	0.1	0.3	0.2	0.2
EV/EBITDA	4.4	3.6	5.6	4.6	4.1
P/CF	1.9	1.0	2.8	1.9	1.7
배당수익률 (%)	2.2	2.2	2.2	3.3	n/a
성장성 (%)					
매출액	6.5	166.1	18.7	-0.9	0.0
영업이익	58.3	66.0	-2.8	-6.0	7.9
세전이익	309.6	30.8	1.2	-14.1	-43.8
당기순이익	374.0	29.3	-5.9	-8.2	-58.3
EPS	436.9	-3.0	-70.6	29.7	-56.8
안정성 (%)					
부채비율	139.8	154.5	142.8	146.4	120.5
유동비율	111.6	137.5	126.6	122.8	130.9
순차입금/자기자본(x)	84.4	74.2	68.0	62.1	61.2
영업이익/금융비용(x)	6.9	7.2	5.8	3.9	4.2
총차입금 (십억원)	1,277	2,785	2,611	3,129	2,513
순차입금 (십억원)	1,092	1,949	1,978	1,949	1,985
주당지표(원)					
EPS	11,896	11,534	3,392	4,400	1,900
BPS	340,108	503,333	50,429	58,018	77,623
SPS	141,263	375,883	164,171	175,013	225,727
CFPS	21,327	41,560	15,764	15,997	21,355
DPS	909	909	1,000	1,000	n/a

CJ제일제당 [097950] _ 저점 통과

장지혜 음식료·미디어·엔터

02-709-2336

jihye.jang@ds-sec.co.kr

매수(유지)

목표주가(유지)	350,000원
현재주가(09/02)	231,500원
상승여력	51.2%

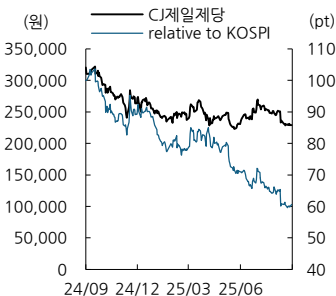
Stock Data

KOSPI	3,172.4pt
시가총액(보통주)	3,485십억원
발행주식수	15,054천주
액면가	5,000원
자본금	82십억원
60일 평균거래량	87천주
60일 평균거래대금	21,103백만원
외국인 지분율	17.7%
52주 최고가	325,000원
52주 최저가	220,000원
주요주주	
CI(외8인)	45.5%
국민연금공단(외1인)	10.0%

주가추이 및 상대강도

(%)	절대수익률	상대수익률
1M	-6.8	-8.5
3M	0.4	-17.1
6M	-2.3	-27.6

주가차트



2Q25Re: 국내외 소비 침체 영향 식품 부문 부진. 비식품 부문 실적 방어

- CJ제일제당의 대한통운 제외 2분기 실적은 매출액 4.3조원(-0.2% YoY), 영업이익 2,351억원(-13% YoY, OPM 5.4%) 기록
- 국내 식품(매출액 1.31조원, -5% YoY)은 내수 부진에 따른 오프라인 채널 침체, 원부재료비 상승 및 판매량 감소로 원가 부담 상승
- 해외 식품(1.36조원, +3% YoY)은 미주는 소비침체와 디저트 역신장에도 유럽, 일본 등 지역 확장 기반의 해외 성장 지속
- 바이오(1.07조원, +2% YoY)는 지난해 트립토판, 핵산, 스페셜티 높은 기저에도 라이신 판가 상승, SPC 판매 증가로 상쇄하며 실적 개선
- F&C(5,553억원, -3% YoY)는 사료 판매 증가에도 원료 가격 안정화로 판가 하락으로 매출 부진. 베트남 안정적 수익구조 확보로 이익 증가

실적 저점 통과. 하반기 실적 QoQ 반등 전망

- CJ제일제당의 대한통운 제외 25년 하반기 실적은 매출액 9.3조원(+3% YoY), 영업이익 5,020억원(+1% YoY, OPM 5.4%)전망
- 식품은 국내는 온라인 중심 점진적 매출 성장, 해외는 미주 파이 생산 정상화와 카테고리 확대, 유럽 메인스트림 입점으로 성장세 지속 전망
- 바이오는 대형 아미노산 등 일부 품목 수요 부진, 경쟁심화로 4분기 수익성 개선. F&C는 우기 영향 베트남 약보합세 전망

투자의견 매수, 목표주가 35만원 유지. 주가는 이제 19년 수준으로 주가, 실적, 밸류에이션 저점 통과

- 목표주가는 12M Fwd EPS에 목표배수 10배 적용. 동사의 높은 해외 실적 비중에도 식품 수익성 하락과 성장률 둔화
- 25년 2분기말 기준 순차입금 6.8조원(대한통운 제외)으로 향후 수익성 개선 및 재무구조 개선 시 밸류에이션 상향 여지 있음

Financial Data

(십억원)	2022	2023	2024	2025F	2026F
매출액	30,080	29,023	29,359	29,939	30,737
영업이익	1,665	1,292	1,553	1,468	1,604
영업이익률(%)	5.5	4.5	5.3	4.9	5.2
세전이익	1,246	732	608	928	1,109
지배주주지분순이익	596	386	148	470	624
EPS(원)	39,097	25,147	9,537	31,367	41,807
증감률(%)	-2.9	-35.7	-62.1	228.9	33.3
ROE(%)	9.3	5.6	2.0	6.1	8.0
PER(배)	9.7	12.9	26.8	7.4	5.5
PBR(배)	0.9	0.7	0.5	0.5	0.5
EV/EBITDA(배)	5.1	5.1	4.6	4.8	4.7

자료: CJ제일제당, DS투자증권 리서치센터, K-IFRS 연결기준

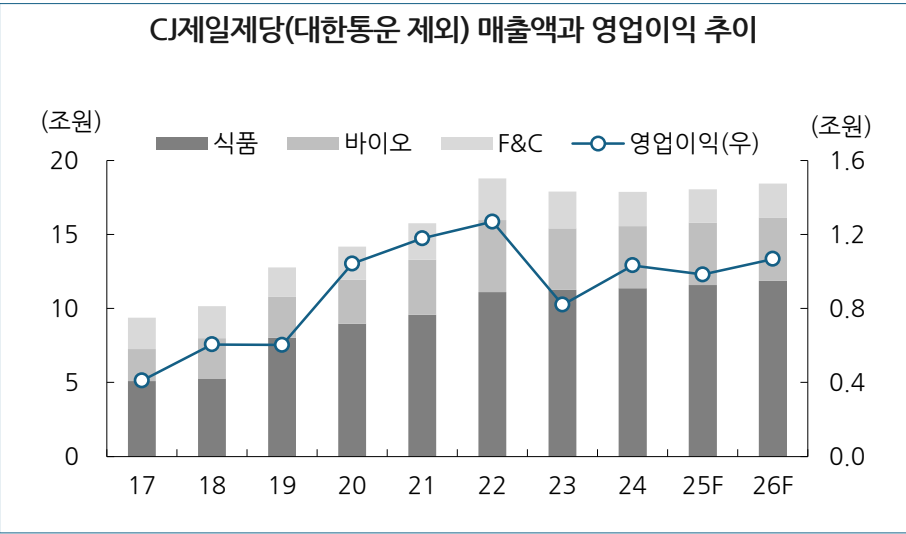
CJ제일제당 [097950] _ 저점 통과

CJ제일제당 실적 테이블

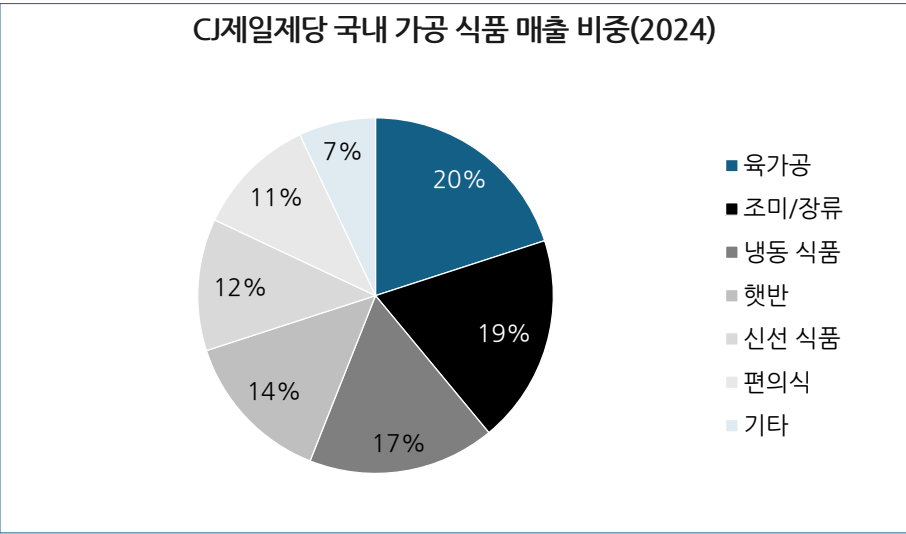
(십억원, %)	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25F	4Q25F	2022	2023	2024	2025F	2026F
매출액	7,216.0	7,238.7	7,414.3	7,490.2	7,208.5	7,237.2	7,699.2	7,794.1	30,079.5	29,023.5	29,359.1	29,939.0	30,736.9
YoY	2.0%	0.3%	-0.4%	2.8%	-0.1%	0.0%	3.8%	4.1%	14.4%	-3.5%	1.2%	2.0%	2.7%
1. 식품	2,831.5	2,705.1	2,972.1	2,844.3	2,924.6	2,687.3	3,031.2	2,939.9	11,104.2	11,264.4	11,353.0	11,583.0	11,857.0
YoY	2.6%	-1.0%	-1.1%	2.8%	3.3%	-0.7%	2.0%	3.4%	16.1%	1.4%	0.8%	2.0%	2.4%
1-1. 국내식품	1,456.3	1,380.7	1,569.0	1,365.6	1,436.5	1,318.5	1,542.0	1,375.2	5,923.1	5,878.2	5,771.6	5,672.1	5,708.5
YoY	3.6%	-2.9%	-6.1%	-1.0%	-1.4%	-4.5%	-1.7%	0.7%	13.9%	-0.8%	-1.8%	-1.7%	0.6%
1-2. 해외식품	1,375.2	1,324.4	1,403.1	1,478.7	1,488.1	1,368.8	1,489.3	1,564.7	5,181.1	5,386.2	5,581.4	5,910.9	6,148.5
YoY	1.6%	1.1%	5.1%	6.6%	8.2%	3.4%	6.1%	5.8%	18.7%	4.0%	3.6%	5.9%	4.0%
2. 바이오	1,021.6	1,056.4	1,069.4	1,062.1	895.4	1,079.8	1,112.2	1,115.2	4,854.0	4,134.3	4,209.5	4,202.6	4,286.6
YoY	3.0%	1.0%	1.1%	2.3%	-12.4%	2.2%	4.0%	5.0%	30.1%	-14.8%	1.8%	-0.2%	2.0%
3. F&C	591.1	569.9	578.9	568.6	542.5	555.3	584.0	568.8	2,821.2	2,491.7	2,308.5	2,250.6	2,299.8
YoY	-10.0%	-11.7%	-5.0%	-2.1%	-8.2%	-2.6%	0.9%	0.0%	15.3%	-11.7%	-7.4%	-2.5%	2.2%
4. 물류(대한통운)	2,921.4	3,059.2	2,975.8	3,160.3	2,992.6	3,048.4	3,114.0	3,314.2	12,130.7	11,767.9	12,116.8	12,469.2	12,861.1
YoY	4.0%	3.3%	1.3%	3.3%	2.4%	-0.4%	4.6%	4.9%	6.9%	-3.0%	3.0%	2.9%	3.1%
영업이익	375.9	379.6	416.2	381.3	333.2	353.1	389.4	392.3	1,664.7	1,291.6	1,553.0	1,468.0	1,604.4
YoY	48.7%	10.2%	5.1%	27.8%	-11.4%	-7.0%	-6.4%	2.9%	9.2%	-22.4%	20.2%	-5.5%	9.3%
영업이익률	5.2%	5.2%	5.6%	5.1%	4.6%	4.9%	5.1%	5.0%	5.5%	4.5%	5.3%	4.9%	5.2%
1. 식품	184.5	135.9	161.3	138.4	128.6	90.1	155.5	137.9	623.8	654.6	620.1	512.2	563.2
YoY	37.7%	-4.8%	-31.1%	-3.8%	-30.3%	-33.7%	-3.6%	-0.3%	12.5%	4.9%	-5.3%	-17.4%	10.0%
영업이익률	6.5%	5.0%	5.4%	4.9%	4.4%	3.4%	5.1%	4.7%	5.6%	5.8%	5.5%	4.4%	4.7%
2. 바이오	97.8	99.0	82.4	58.4	82.5	102.4	66.7	66.9	636.7	251.3	337.6	318.5	342.9
YoY	55.1%	17.4%	74.9%	2.8%	-15.6%	3.4%	-19.0%	14.6%	34.5%	-60.5%	34.4%	-5.6%	7.7%
영업이익률	9.6%	9.4%	7.7%	5.5%	9.2%	9.5%	6.0%	6.0%	13.1%	6.1%	8.0%	7.6%	8.0%
3. F&C	-15.2	34.1	32.7	23.1	35.2	42.6	35.0	39.8	7.7	-86.4	74.7	152.7	161.0
YoY	적지	287.5%	흑전	흑전	흑전	24.9%	7.2%	72.4%	-94.9%	적전	흑전	104.4%	5.5%
영업이익률	-2.6%	6.0%	5.6%	4.1%	6.5%	7.7%	6.0%	7.0%	0.3%	-3.5%	3.2%	6.8%	7.0%
4. 물류(대한통운)	109.4	125.4	141.6	154.3	85.4	115.2	134.1	149.6	411.8	480.2	530.7	484.3	537.0
YoY	10.4%	11.5%	13.5%	7.2%	-21.9%	-8.1%	-5.3%	-3.1%	19.7%	16.6%	10.5%	-8.7%	10.9%
영업이익률	3.7%	4.1%	4.8%	4.9%	2.9%	3.8%	4.3%	4.5%	3.4%	4.1%	4.4%	3.9%	4.2%
순이익	154.6	143.9	212.2	-148.9	57.4	209.1	209.6	181.7	802.7	559.5	361.8	657.8	831.7
YoY	213.5%	12.9%	-8.0%	적전	-62.9%	45.3%	-1.3%	흑전	-10.1%	-30.3%	-35.3%	81.8%	26.4%
순이익률	2.1%	2.0%	2.9%	-2.0%	0.8%	2.9%	2.7%	2.3%	2.7%	1.9%	1.2%	2.2%	2.7%

자료: CJ제일제당, DS투자증권 리서치센터 추정

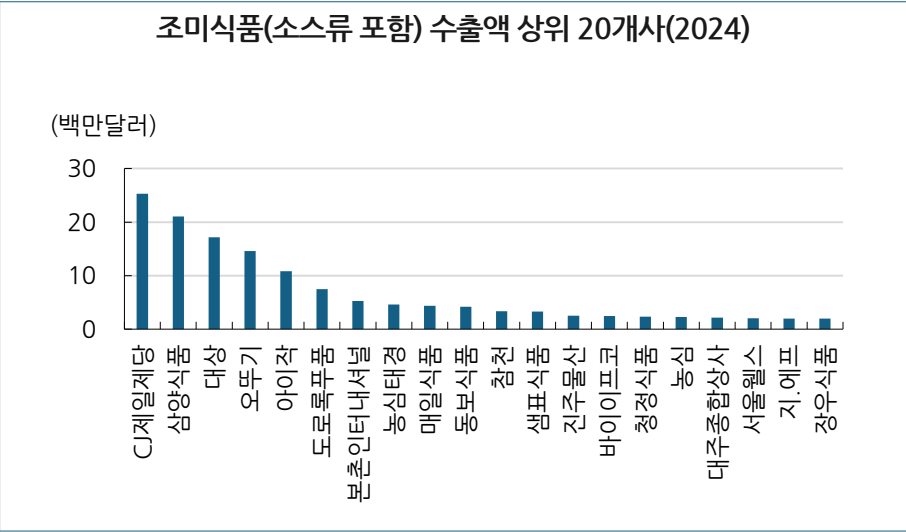
CJ제일제당 [097950] _ 저점 통과



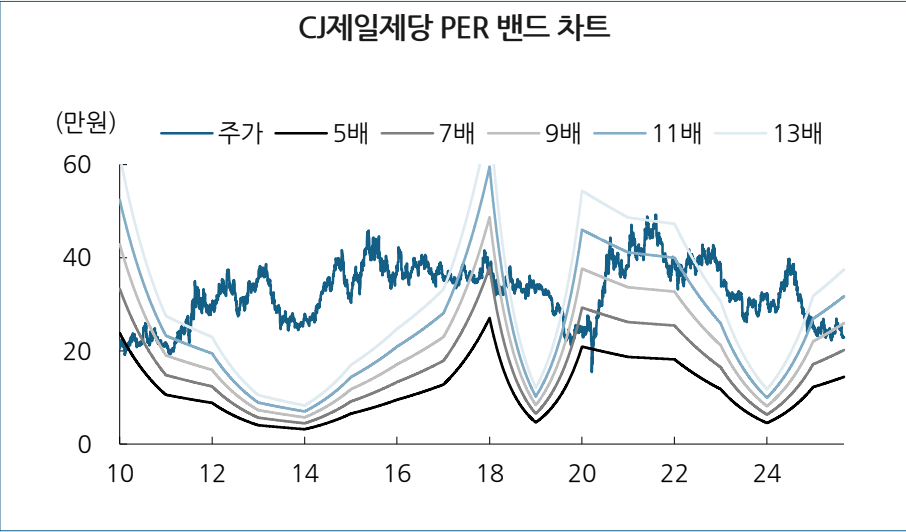
자료: CJ제일제당, DS투자증권 리서치센터 추정



자료: CJ제일제당, DS투자증권 리서치센터



자료: KOSIS, 식약처, DS투자증권 리서치센터



자료: FnGuide, DS투자증권 리서치센터

CJ제일제당 [097950] _ 저점 통과

재무상태표	(십억원)				
	2022	2023	2024	2025F	2026F
유동자산	9,788	9,580	9,494	10,049	10,516
현금 및 현금성자산	1,797	1,854	1,272	2,160	2,425
매출채권 및 기타채권	3,136	2,941	3,252	3,166	3,232
재고자산	3,201	2,649	2,429	2,864	2,924
기타	1,653	2,137	2,541	1,860	1,935
비유동자산	20,225	20,026	20,654	20,067	20,262
관계기업투자등	730	827	835	381	396
유형자산	11,913	11,875	12,258	12,113	12,165
무형자산	4,658	4,308	4,541	4,575	4,581
자산총계	30,013	29,606	30,149	30,116	30,777
유동부채	9,750	9,556	10,320	10,432	10,518
매입채무 및 기타채무	4,140	3,314	3,090	2,683	2,740
단기금융부채	5,064	4,971	6,103	7,017	7,017
기타유동부채	545	1,270	1,127	732	762
비유동부채	8,735	8,271	7,588	7,786	7,846
장기금융부채	7,067	6,711	5,925	6,293	6,293
기타비유동부채	1,668	1,560	1,663	1,492	1,553
부채총계	18,484	17,826	17,907	18,218	18,364
자배주주지분	6,756	7,152	7,863	7,577	8,092
자본금	82	82	82	82	82
자본잉여금	1,129	1,223	1,304	1,304	1,304
이익잉여금	5,452	5,731	5,747	6,079	6,593
비자배주주지분(연결)	4,773	4,628	4,379	4,321	4,321
자본총계	11,529	11,780	12,243	11,898	12,413

현금흐름표	(십억원)				
	2022	2023	2024	2025F	2026F
영업활동 현금흐름	1,627	2,445	2,255	2,062	1,884
당기순이익(손실)	803	559	362	654	832
비현금수익비용가감	2,328	2,273	2,767	1,358	1,138
유형자산감가상각비	1,254	1,380	1,384	1,325	1,194
무형자산상각비	149	162	158	148	132
기타현금수익비용	924	731	1,085	-204	-269
영업활동 자산부채변동	-1,134	-155	-676	50	-85
매출채권 감소(증가)	-644	160	-259	-1	-66
재고자산 감소(증가)	-704	366	429	-534	-60
매입채무 증가(감소)	341	-338	-566	201	56
기타자산, 부채변동	-128	-344	-280	385	-15
투자활동 현금	-1,498	-703	-1,104	-1,351	-1,511
유형자산처분(취득)	-1,309	-1,017	-908	-1,220	-1,246
무형자산 감소(증가)	-115	-135	-131	-123	-138
투자자산 감소(증가)	-150	194	-166	-31	-6
기타투자활동	75	255	101	23	-122
재무활동 현금	552	-1,658	-1,863	176	-109
차입금의 증가(감소)	1,130	-793	-594	303	0
자본의 증가(감소)	-180	-141	-136	-127	-109
배당금의 지급	180	141	136	120	109
기타재무활동	-398	-723	-1,133	0	0
현금의 증가	700	56	-581	888	265
기초현금	1,097	1,797	1,854	1,272	2,160
기말현금	1,797	1,854	1,272	2,160	2,425
NOPLAT	1,073	987	918	1,019	1,203
FCF	498	1,975	1,349	711	374

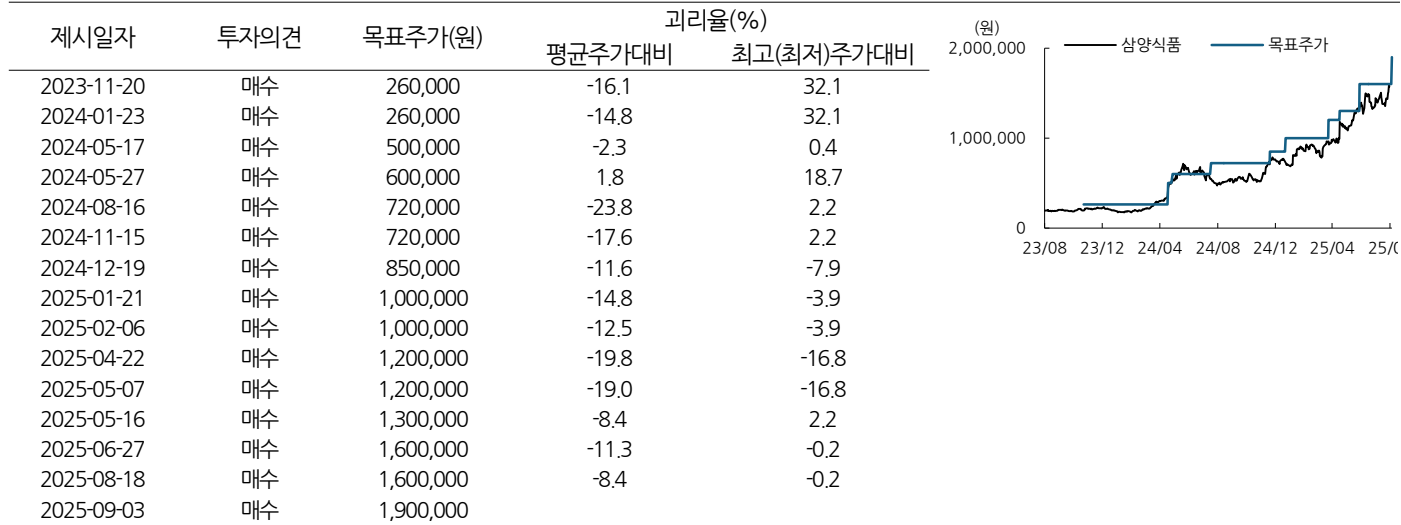
자료: CJ제일제당, DS투자증권 리서치센터 / 주: K-IFRS 연결기준

손익계산서	(십억원)				
	2022	2023	2024	2025F	2026F
매출액	30,080	29,023	29,359	29,939	30,737
매출원가	23,525	22,971	22,867	23,045	23,796
매출총이익	6,555	6,053	6,492	6,895	6,941
판매비 및 관리비	4,890	4,761	4,939	5,431	5,337
영업이익	1,665	1,292	1,553	1,468	1,604
(EBITDA)	3,068	2,834	3,095	2,941	2,930
금융손익	-429	-456	-684	-515	-483
이자비용	367	515	553	546	546
관계기업등 투자손익	32	139	21	36	40
기타영업외손익	-22	-243	-282	-61	-53
세전계속사업이익	1,246	732	608	928	1,109
계속사업법인세비용	443	173	249	283	277
계속사업이익	803	559	359	644	832
중단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익	803	559	359	644	832
지배주주	596	386	148	470	624
총포괄이익	916	609	359	644	832
매출총이익률 (%)	21.8	20.9	22.1	23.0	22.6
영업이익률 (%)	5.5	4.5	5.3	4.9	5.2
EBITDA마진률 (%)	10.2	9.8	10.5	9.8	9.5
당기순이익률 (%)	2.7	1.9	1.2	2.2	2.7
ROA (%)	2.1	1.3	0.5	1.6	2.0
ROE (%)	9.3	5.6	2.0	6.1	8.0
ROIC (%)	5.5	4.8	4.4	4.7	5.5

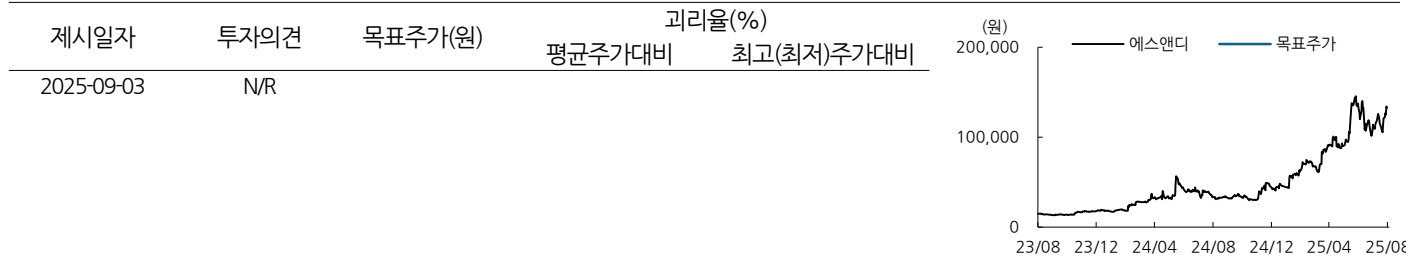
주요투자지표	(원, 배)				
	2022	2023	2024	2025F	2026F
투자지표 (x)					
P/E	9.7	12.9	26.8	7.4	5.5
P/B	0.9	0.7	0.5	0.5	0.5
P/S	0.2	0.2	0.1	0.1	0.1
EV/EBITDA	5.1	5.1	4.6	4.8	4.7
P/CF	2.0	1.9	1.3	1.9	1.9
배당수익률 (%)	1.4	1.7	2.3	2.8	3.0
성장성 (%)					
매출액	14.4	-3.5	1.2	2.0	2.7
영업이익	9.2	-22.4	20.2	-5.5	9.3
세전이익	2.3	-41.2	-16.9	52.5	19.5
당기순이익	-10.1	-30.3	-35.8	79.2	29.1
EPS	-2.9	-35.7	-62.1	228.9	33.3
안정성 (%)					
부채비율	160.3	151.3	146.3	153.1	147.9
유동비율	100.4	100.3	92.0	96.3	100.0
순차입금/자기자본(x)	84.4	80.6	82.7	87.4	81.4
영업이익/금융비용(x)	4.5	2.5	2.8	2.7	2.9
총차입금 (십억원)	12,131	11,682	12,028	13,310	13,310
순차입금 (십억원)	9,731	9,490	10,123	10,397	10,101
주당지표(원)					
EPS	39,097	25,147	9,537	31,367	41,807
BPS	412,396	436,559	480,018	462,531	493,954
SPS	1,836,175	1,771,710	1,792,197	1,827,599	1,876,304
CFPS	191,092	172,898	190,977	122,821	120,231
DPS	5,500	5,500	6,000	6,500	7,000

투자의견 및 목표주가 변동추이

삼양식품 (003230) 투자의견 및 목표주가 변동추이



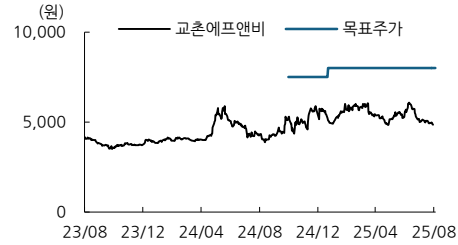
에스앤디 (260970) 투자의견 및 목표주가 변동추이



투자의견 및 목표주가 변동추이

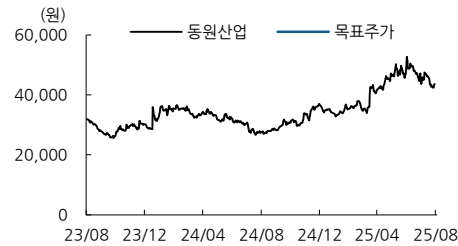
교촌에프앤비 (339770) 투자의견 및 목표주가 변동추이

제시일자	투자의견	목표주가(원)	과리율(%)	
			평균주가대비	최고(최저)주가대비
2024-10-30	매수	15,000	-30.4	-21.7
2024-11-25	매수	15,000	-28.4	-21.7
2025-01-21	매수	8,000	-32.2	-24.1
2025-02-17	매수	8,000	-31.9	-24.1
2025-07-28	매수	8,000	-37.3	-35.4
2025-08-06	매수	8,000	-37.7	-35.9
2025-09-03	매수	8,000		



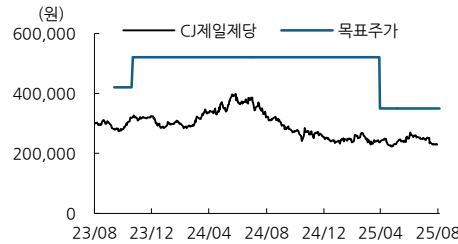
동원산업 (006040) 투자의견 및 목표주가 변동추이

제시일자	투자의견	목표주가(원)	과리율(%)	
			평균주가대비	최고(최저)주가대비
2025-09-03	N/R			



CJ제일제당 (097950) 투자의견 및 목표주가 변동추이

제시일자	투자의견	목표주가(원)	과리율(%)	
			평균주가대비	최고(최저)주가대비
2023-10-11	매수	420,000	-30.7	-23.9
2023-11-20	매수	520,000	-42.2	-23.5
2024-01-23	매수	520,000	-42.6	-23.5
2024-04-08	매수	520,000	-42.5	-23.5
2024-05-20	매수	520,000	-43.2	-23.5
2024-05-27	매수	520,000	-43.4	-23.5
2024-08-16	매수	520,000	-48.5	-32.1
2024-10-24	매수	520,000	-51.2	-45.3
2025-04-29	매수	350,000	-30.6	-23.0
2025-09-03	매수	350,000		



투자의견 및 목표주가 변동추이

투자의견 및 적용기준 (향후 12개월간 주가 등락 기준)

기업		산업	
매수	+ 20% 이상의 투자수익이 예상되는 경우	비중확대	업종별 투자의견은 해당업종 투자비중에 대한 의견
중립	- 10% ~ + 10% 이내의 등락이 예상되는 경우	중립	
매도	-20% 이하의 주가하락이 예상되는 경우	비중축소	

투자의견 비율

		기준일 2025.06.30	
	매수	중립	매도
	98.7%	0.6%	0.6%

Compliance Notice

- 본 자료에 기재된 내용들은 작성자 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.
- 본 자료는 고객의 증권투자를 돕기 위한 정보제공을 목적으로 제작되었습니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료 및 정보를 바탕으로 작성한 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 참고자료로만 활용하시기 바라며 유가증권 투자 시 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 본 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.
- 본 자료는 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있으며 어떠한 경우에도 당사의 동의 없이 복제, 배포, 전송, 변형될 수 없습니다.
- 동 자료는 제공시점 현재 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
 - 동 자료의 추천종목은 전일 기준 현재 당사에서 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
 - 동 자료의 추천종목은 전일 기준 현재 당사의 조사분석 담당자 및 그 배우자 등 관련자가 보유하고 있지 않습니다.
 - 동 자료의 추천종목에 해당하는 회사는 당사와 계열회사 관계에 있지 않습니다.