



# 삼양식품 (003230)

없어서 못 판다니까요

▶ Analyst 한유정 yujung.han@hanwha.com 3772-7610 / RA 이다연 dayeon.lee@hanwha.com 3772-7690

**Buy (유지)**

목표주가(상향): 800,000원

현재 주가(6/5)	581,000 원
상승여력	▲37.7%
시가총액	43,767 억원
발행주식수	7,533 천주
52 주 최고가 / 최저가	587,000 / 103,800 원
90 일 일평균 거래대금	389.67 억원
외국인 지분율	13.1%

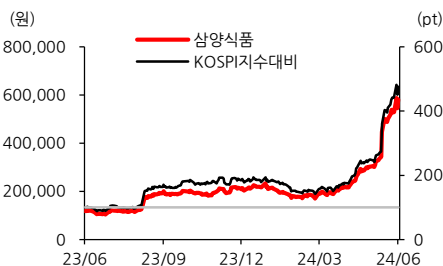
주주 구성	
삼양라운드스퀘어 (외 9 인)	45.2%
국민연금공단 (외 1 인)	10.0%
자사주신탁 (외 1 인)	1.0%

주가수익률(%)	1개월	3개월	6개월	12개월
절대수익률	91.7	205.5	178.0	389.1
상대수익률(KOSPI)	91.3	204.0	170.2	386.2

(단위: 십억 원, 원, %, 배)

재무정보	2022	2023	2024E	2025E
매출액	909	1,193	1,599	2,002
영업이익	90	148	316	405
EBITDA	117	180	351	444
지배주주순이익	80	126	265	334
EPS	10,593	16,929	35,588	44,834
순차입금	172	103	-20	-233
PER	12.0	12.8	16.3	13.0
PBR	2.1	2.9	5.3	3.8
EV/EBITDA	9.7	9.6	12.4	9.3
배당수익률	1.1	1.0	0.8	1.0
ROE	18.9	24.8	38.3	34.1

## 주가 추이



삼양식품은 신설 예정인 밀양 제 2 공장에 대한 투자규모 확대 계획을 공시했습니다. 공급 물량의 추가 확대가 예상되어 실적 전망치를 상향 조정하였습니다. 주가만큼 가파른 실적 전망치의 상향으로 Valuation에 대한 부담은 없습니다. 음식료 업종 최신후주를 유지합니다.

## 밀양 2공장 5개 라인 → 6개 라인

삼양식품은 지난 2023년 8월 11일 밀양 제2공장 신설을 공시한 바 있다. 2019년 매입한 삼양식품 소유의 밀양산업단지 부지 내에 별도의 공장을 신설하겠다는 내용이였다. 당시 계획으로는 총 5개 생산 라인이 밀양 제2공장에 투입될 예정이였다. 하지만 2024년 1분기 삼양식품의 면/스낵 해외 매출액이 전년 동기 대비 83% 성장하는 등 예상치를 벗어나는 폭발적인 수요 증가가 이어지자 2024년 6월 5일 정정공시를 통해 밀양 제2공장에 투입될 생산 라인을 5개에서 6개로 1개 라인을 추가한다고 알렸다. 투자금액도 1,643억원에서 1,838억원으로 증가되었다.

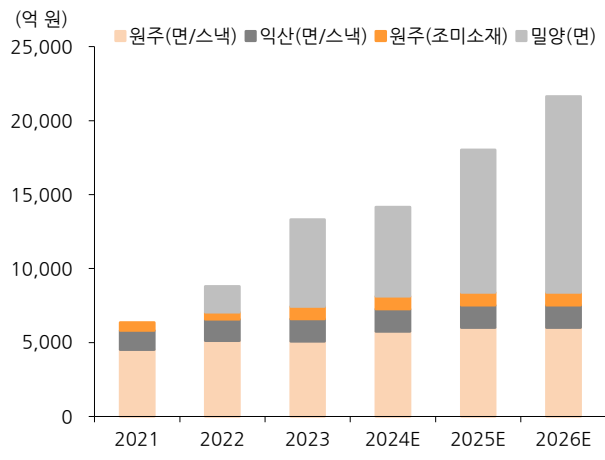
## 밀양 2공장 완공 후 CAPA 37% 증가 예상

예상 CAPA는 2024년 18억개(원주/익산 12억개, 밀양1공장 6억개)에서 2026년 25억개(원주/익산 12억개, 밀양1공장 6억개, 밀양2공장 7억개)로 37% 증가될 전망이다. 예상 CAPA 증분이 커진 만큼 삼양식품의 매출액 종전 추정치 2025년 1조 9,110억원(+19.5% YoY)을 2조 19억원(+25.2% YoY)로, 영업이익 종전 추정치 2025년 3,818억원(+20.8% YoY)을 4,049억원(+28.1% YoY)으로 상향 조정하였다.

## 투자의견 BUY 유지, 목표주가 800,000원으로 상향 조정(+13%)

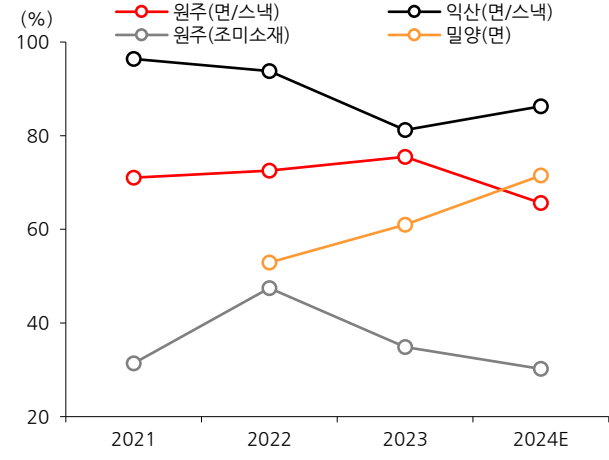
이익 추정치의 상향 조정으로 목표주가를 또 다시 상향한다. CAPA에 대한 시장의 우려 대비 지역(내수보다 해외)/제품(용기면 중심의 성장)/국가(미국, 중국 중심) 믹스 변화로 2024년 실적 성장은 안정적인 전망이며, 2025년 밀양 2공장 준공 후에는 중남미/유럽으로의 지역 확대, '오리지널', '까르보' 외 신제품 판매 확대가 잇따를 것이다. Target PER은 Global Instant Noodle 1~2위 기업인 Tingyi, Nissin의 평균 PER 16.7배를 적용했다.

[그림1] 삼양식품 주요 공장 생산능력 추이



자료: 삼양식품, 한화투자증권 리서치센터

[그림2] 삼양식품 주요 공장 금액 기준 가동률 추이



자료: 삼양식품, 한화투자증권 리서치센터

[그림3] 2024년 6월 5일 정정공시 이전 삼양식품 밀양 2 공장 완공 후 매출 추정

**[기본 정리]**

- ▼ 스낵 매출액은 미미하고, 면/스낵 매출액이 압산되어 공시되므로 면/스낵 압산해 계산
- ▼ 생산은 연 260일, 2교대 기준으로 가정
- ▼ 밀양2공장 CAPA 증분은 1공장과 동일하고, 2025년 7월부터 본격 생산에 돌입한다고 가정

**[기본 가정]**

- ▼ 수출 ASP가 내수 ASP 대비 20% 높다고 가정
- ▼ 2024~2026년 모두 Full 생산 가정
- : 24년 18.4억식, 25년 22.1억식, 26년 25.1억식
- : 참고로 2023년 기준 전세계 라면 수요는 1,202억식으로 26년 25.1억식 판매 시 삼양식품의 전세계 라면 시장점유율은 2.1% 수준으로 추정

(억 원)	2024E	2025E	2026E
<b>면/스낵 공장 생산능력</b>	<b>13,285</b>	<b>16,553</b>	<b>19,560</b>
원주	5,739	6,000	6,000
익산	1,530	1,530	1,530
밀양	6,015	9,023	12,030
<b>연결 매출액</b>	<b>15,994</b>	<b>20,108</b>	<b>22,764</b>
<b>면/스낵 매출액</b>	<b>14,963</b>	<b>18,560</b>	<b>21,169</b>
ASP	815	838	842
Q(억식)	18.4	22.1	25.1
<b>수출</b>	<b>11,895</b>	<b>15,512</b>	<b>18,122</b>
ASP	849	870	870
Q(억식)	14.0	17.8	20.8
<b>내수</b>	<b>3,067</b>	<b>3,047</b>	<b>3,047</b>
ASP	707	707	707
Q(억식)	4.3	4.3	4.3
<b>면/스낵 외 매출액</b>	<b>1,032</b>	<b>1,548</b>	<b>1,595</b>
<b>영업이익</b>	<b>3,160</b>	<b>4,018</b>	<b>4,549</b>
YoY	114.2	27.1	13.2
영업이익률	19.8	20.0	20.0
영업외손익	152	109	109
법인세	-659	-771	-870
순이익	2,653	3,356	3,787

**[결론]**

- ▼ 2024~2026년 수출 물량 연평균 22% 증가 시, 밀양 2공장도 Full
- 밀양 2공장 완공 후 추가 증설을 고려할 가능성 높음

주: 2024년 6월 5일 발간된 음식료/화장품 하반기 전망 '넓어진 무대, 놀아볼까?' 자료 참고

자료: 한화투자증권 리서치센터

[그림4] 2024년 6월 5일 정정공시 후 삼양식품 밀양 2 공장 완공 후 매출 추정

## [기본 정리]

- ▼ 스낵 매출액은 미미하고, 면/스낵 매출액이 압산되어 공시되므로 면/스낵 압산해 계산
- ▼ 생산은 연 260일, 2교대 기준으로 가정
- ▼ **밀양2공장 CAPA 증분은 종전 6억기에서 7억기로 증가**, 2025년 7월부터 본격 생산에 돌입한다고 가정

## [기본 가정]

- ▼ 수출 ASP가 내수 ASP 대비 20% 높다고 가정
- ▼ 2024~2026년 모두 Full 생산 가정
- : 24년 18.4억식, **25년 22.6억식, 26년 26.1억식**
- : 참고로 2023년 기준 전세계 라면 수요는 1,202억식으로 **26년 26.1억식** 판매 시 삼양식품의 전세계 라면 시장점유율은 **2.2%** 수준으로 추정

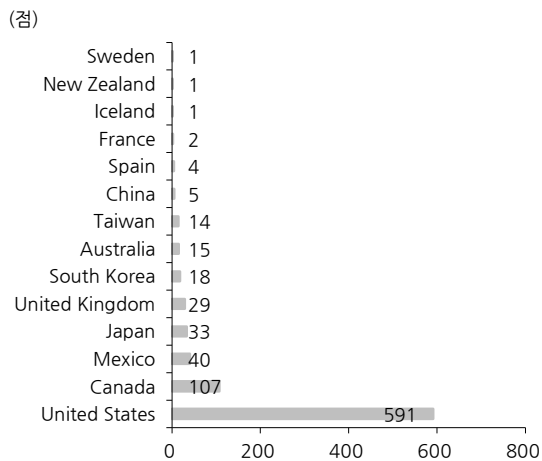
(억원)	2024E	2025E	2026E
면/스낵 공장 생산능력	13,285	17,154	20,763
원주	5,739	6,000	6,000
익산	1,530	1,530	1,530
밀양	6,015	9,624	13,233
연결 매출액	15,994	20,543	23,634
면/스낵 매출액	14,963	18,994	22,039
ASP	815	839.0	843.2
Q(억식)	18.4	22.6	26.1
수출	11,895	15,947	18,992
ASP	849	870	870
Q(억식)	14.0	18.3	21.8
내수	3,067	3,047	3,047
ASP	707	707	707
Q(억식)	4.3	4.3	4.3
면/스낵 외 매출액	1,032	1,548	1,595
영업이익	3,160	4,105	4,722
YoY	114.2	29.9	15.0
영업이익률	19.8	20.0	20.0
영업외손익	152	109	109
법인세	-659	-	-
순이익	2,653	3,443	3,947

## [결론]

- ▼ 2024~2026년 수출 물량 **연평균 25%** 증가 시, 밀양 2공장도 Full

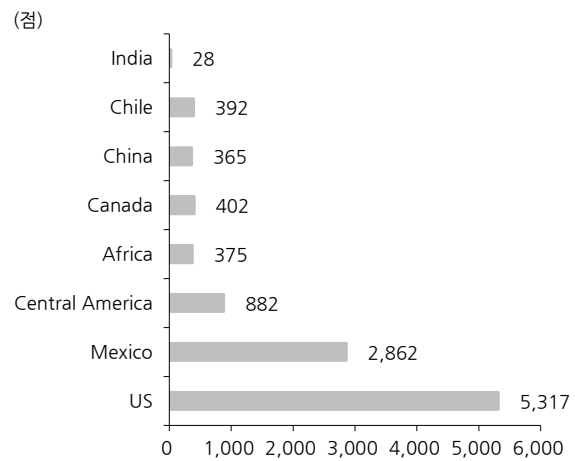
자료: 한화투자증권 리서치센터

[그림5] 국가별 코스트코 매장 수



자료: Costco, 한화투자증권 리서치센터

[그림6] 국가별 월마트 매장 수



자료: Walmart, 한화투자증권 리서치센터

[표1] 삼양식품 분기 및 연간 실적 추정

(단위: 십억 원)

	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24E	3Q24E	4Q24E	2023	2024E	2025E
<b>매출액</b>	246	285	335	327	386	386	407	421	1,193	1,599	2,002
내수	88	95	95	105	97	93	98	102	384	390	434
면/스낵	79	81	79	90	69	76	75	86	329	307	305
일반식품	19	22	19	23	19	24	20	24	83	87	92
기타	2	7	11	8	17	7	17	8	27	49	92
매출에누리	-11	-14	-14	-16	-9	-14	-14	-16	-56	-53	-54
해외	158	190	240	222	289	294	309	318	809	1,210	1,568
면/스낵	155	187	235	217	286	289	302	313	793	1,190	1,543
일반식품	4	4	6	5	5	6	8	7	20	25	31
매출에누리	-1	-1	-1	-1	-2	-1	-1	-1	-4	-5	-6
<b>YoY</b>	21.5%	11.8%	58.5%	36.1%	57.1%	35.4%	21.4%	28.7%	31.2%	34.1%	25.2%
내수	26.5%	32.6%	23.9%	23.6%	10.4%	-3.0%	3.0%	-2.8%	26.5%	1.6%	11.4%
면/스낵	16.5%	25.9%	16.3%	71.4%	-12.9%	-5.5%	-4.9%	-4.3%	30.3%	-6.8%	-0.7%
일반식품	79.2%	31.7%	3.9%	-44.9%	4.0%	7.3%	5.6%	3.6%	-5.0%	5.1%	5.0%
기타	442.0%	2094.6%	3747.7%	807.0%	964.8%	1.0%	50.0%	1.0%	1460.7%	78.6%	88.5%
해외	18.9%	3.6%	78.3%	43.0%	83.0%	54.6%	28.7%	43.6%	33.6%	49.5%	29.6%
면/스낵	16.1%	2.1%	74.6%	42.8%	84.7%	54.9%	28.6%	43.9%	31.6%	49.9%	29.7%
일반식품	47.7%	18.3%	77.9%	14.1%	25.6%	37.7%	29.5%	28.6%	36.8%	30.1%	22.5%
<b>매출액 비중</b>											
내수	35.7%	33.4%	28.5%	32.1%	25.1%	24.0%	24.2%	24.3%	32.2%	24.4%	21.7%
면/스낵	32.1%	28.4%	23.6%	27.6%	17.8%	19.8%	18.5%	20.5%	27.6%	19.2%	15.2%
일반식품	7.6%	7.8%	5.7%	7.0%	5.0%	6.2%	5.0%	5.6%	7.0%	5.5%	4.6%
기타	0.7%	2.3%	3.4%	2.4%	4.5%	1.7%	4.2%	1.9%	2.3%	3.1%	4.6%
해외	64.3%	66.6%	71.5%	67.9%	74.9%	76.0%	75.8%	75.7%	67.8%	75.6%	78.3%
면/스낵	63.1%	65.4%	70.0%	66.5%	74.1%	74.8%	74.1%	74.4%	66.5%	74.4%	77.1%
일반식품	1.7%	1.4%	1.8%	1.7%	1.3%	1.4%	1.9%	1.6%	1.6%	1.6%	1.6%
<b>영업이익</b>	24	44	43	36	80	77	78	81	148	316	405
<b>YoY (%)</b>	-2.6%	61.1%	124.7%	88.3%	235.6%	75.2%	78.8%	124.0%	63.2%	114.2%	28.1%
<b>영업이익률 (%)</b>	9.7%	15.4%	13.0%	11.1%	20.8%	20.0%	19.1%	19.3%	12.4%	19.8%	20.2%
<b>원/달러 환율</b>	1,279	1,314	1,317	1,318	1,332	1,370	1,350	1,330	1,307	1,346	1,313
<b>YoY (%)</b>	6.0%	4.2%	-2.2%	-2.2%	4.1%	4.2%	2.5%	0.9%	1.3%	2.9%	-2.4%

자료: 삼양식품, 한화투자증권 리서치센터

## [ 재무제표 ]

## 손익계산서

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2021	2022	2023	2024E	2025E
매출액	642	909	1,193	1,599	2,002
매출총이익	171	251	417	672	841
영업이익	65	90	148	316	405
EBITDA	81	117	180	351	444
순이자손익	1	-3	-7	-7	-7
외화관련손익	6	0	2	9	5
지분법손익	0	2	6	0	0
세전계속사업손익	72	102	156	331	416
당기순이익	57	80	127	265	334
지배주주순이익	56	80	126	265	334
증가율(%)					
매출액	-1.0	41.6	31.2	34.1	25.2
영업이익	-31.4	38.3	63.2	114.2	28.1
EBITDA	-25.8	45.1	53.6	95.3	26.4
순이익	-16.6	41.7	57.7	109.6	26.0
이익률(%)					
매출총이익률	26.6	27.6	34.9	42.0	42.0
영업이익률	10.2	9.9	12.4	19.8	20.2
EBITDA 이익률	12.6	12.9	15.1	21.9	22.2
세전이익률	11.2	11.2	13.1	20.7	20.8
순이익률	8.8	8.8	10.6	16.6	16.7

## 현금흐름표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2021	2022	2023	2024E	2025E
영업현금흐름	58	48	168	247	338
당기순이익	57	80	69	265	334
자산상각비	15	27	32	35	39
운전자본증감	-13	-63	-8	-57	-36
매출채권 감소(증가)	-10	-25	0	-31	-40
재고자산 감소(증가)	-10	-64	-39	-23	-58
매입채무 증가(감소)	24	15	21	-3	60
투자현금흐름	-173	-100	-24	-115	-110
유형자산처분(취득)	-139	-87	-45	-100	-95
무형자산 감소(증가)	-2	8	-3	-12	-12
투자자산 감소(증가)	-42	10	14	-1	-1
재무현금흐름	125	37	-20	-22	-27
차입금의 증가(감소)	131	68	4	-12	-11
자본의 증가(감소)	-6	-20	-10	-10	-16
배당금의 지급	-6	-14	-10	-10	-16
총현금흐름	77	107	117	304	374
(-)운전자본증가(감소)	49	53	-41	57	36
(-)설비투자	140	88	45	100	95
(+)자산매각	-1	9	-3	-12	-12
Free Cash Flow	-113	-24	109	135	231
(-)기타투자	-46	41	38	3	3
잉여현금	-67	-66	71	133	229
NOPLAT	51	71	119	253	325
(+) Dep	15	27	32	35	39
(-)운전자본투자	49	53	-41	57	36
(-)Capex	140	88	45	100	95
OpFCF	-122	-43	147	132	233

주: IFRS 연결 기준

## 재무상태표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2021	2022	2023	2024E	2025E
유동자산	279	354	497	664	964
현금성자산	132	111	241	352	554
매출채권	58	86	81	113	152
재고자산	45	110	142	165	223
비유동자산	474	571	672	751	821
투자자산	47	42	73	76	79
유형자산	421	475	543	610	668
무형자산	6	54	55	65	75
자산총계	753	925	1,169	1,414	1,785
유동부채	182	225	402	394	450
매입채무	117	141	175	172	232
유동성이자부채	53	52	176	169	162
비유동부채	175	245	192	188	184
비유동이자부채	157	231	169	164	159
부채총계	357	470	594	581	634
자본금	38	38	38	38	38
자본잉여금	12	11	11	11	11
이익잉여금	339	409	522	777	1,096
자본조정	2	-5	-6	-5	-5
자기주식	0	-7	-7	-7	-7
자본총계	396	455	577	833	1,152

## 주요지표

(단위: 원, 배)

12 월 결산	2021	2022	2023	2024E	2025E
주당지표					
EPS	7,480	10,593	16,929	35,588	44,834
BPS	51,824	60,129	74,979	108,972	151,281
DPS	1,000	1,400	2,100	4,400	5,800
CFPS	10,209	14,246	15,503	40,300	49,654
ROA(%)	8.6	9.5	12.1	20.5	20.9
ROE(%)	15.4	18.9	24.8	38.3	34.1
ROIC(%)	13.5	13.2	18.6	34.4	38.0
Multiples(x, %)					
PER	12.7	12.0	12.8	16.3	13.0
PBR	1.8	2.1	2.9	5.3	3.8
PSR	1.1	1.1	1.4	2.7	2.2
PCR	9.3	8.9	13.9	14.4	11.7
EV/EBITDA	9.8	9.7	9.6	12.4	9.3
배당수익률	1.1	1.1	1.0	0.8	1.0
안정성(%)					
부채비율	90.3	103.4	102.9	69.8	55.0
Net debt/Equity	19.6	37.8	17.8	-2.4	-20.2
Net debt/EBITDA	96.0	147.1	57.1	-5.6	-52.4
유동비율	152.9	157.1	123.7	168.6	214.5
이자보상배율(배)	182.2	18.9	12.1	28.2	37.4
자산구조(%)					
투하자본	72.2	80.1	68.0	65.2	59.0
현금+투자자산	27.8	19.9	32.0	34.8	41.0
자본구조(%)					
차입금	34.6	38.4	37.4	28.5	21.8
자기자본	65.4	61.6	62.6	71.5	78.2

[ Compliance Notice ]

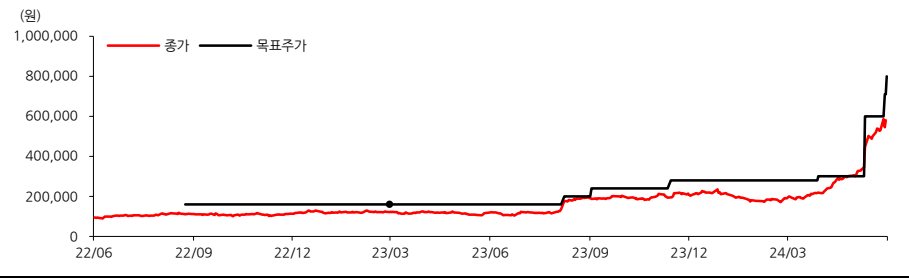
(공표일: 2024년 6월 7일)

이 자료는 조사분석 담당자가 객관적 사실에 근거해 작성하였으며, 타인의 부당한 압력이나 간섭없이 본인의 의견을 정확하게 반영했습니다. 본인은 이 자료에서 다른 종목과 관련해 공표일 현재 관련 법규상 알려야 할 재산적 이해관계가 없습니다. 본인은 이 자료를 기관투자자 또는 제 3자에게 사전에 제공한 사실이 없습니다. (한유정, 이다연)

저희 회사는 공표일 현재 이 자료에서 다른 종목을 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.

이 자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위해 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로서 저작권이 당사에 있으며 불법 복제 및 배포를 금합니다. 이 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료나 정보출처로부터 얻은 것이지만, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 이 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과와 관련된 법적 책임소지에 대한 증빙으로 사용될 수 없습니다.

[ 삼양식품 주가 및 목표주가 추이 ]



[ 투자의견 변동 내역 ]

일시	2022.08.30	2022.08.30	2022.10.14	2022.11.15	2023.03.13	2023.04.27
투자의견	담당자변경	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	한유정	160,000	160,000	160,000	160,000	160,000
일시	2023.05.17	2023.08.14	2023.09.08	2023.11.20	2023.11.29	2023.12.28
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	160,000	200,000	240,000	280,000	280,000	280,000
일시	2024.01.26	2024.02.01	2024.02.29	2024.03.29	2024.04.04	2024.04.19
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	280,000	280,000	280,000	280,000	300,000	300,000
일시	2024.04.26	2024.05.17	2024.05.31	2024.06.04	2024.06.07	
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	
목표가격	300,000	600,000	600,000	710,000	800,000	

[ 목표주가 변동 내역별 괴리율 ]

\*괴리율 산정: 수정주가 적용

일자	투자의견	목표주가(원)	괴리율(%)	
			평균주가 대비	최고(최저)주가 대비
2022.08.30	Buy	160,000	-27.65	-14.94
2023.08.14	Buy	200,000	-6.83	0.50
2023.09.08	Buy	240,000	-19.23	-11.46
2023.11.20	Buy	280,000	-28.49	-16.25
2024.04.04	Buy	300,000	-7.05	14.50
2024.05.17	Buy	600,000	-14.28	-2.17
2024.06.04	Buy	710,000	-20.70	-18.17
2024.06.07	Buy	800,000		

**[ 종목 투자등급 ]**

당사는 개별 종목에 대해 향후 1년간 +15% 이상의 절대수익률이 기대되는 종목에 대해 Buy(매수) 의견을 제시합니다. 또한 절대수익률 -15~+15%가 예상되는 종목에 대해 Hold(보유) 의견을, -15% 이하가 예상되는 종목에 대해 Sell(매도) 의견을 제시합니다. 밸류에이션 방법 등 절대수익률 산정은 개별 종목을 커버하는 애널리스트의 추정치에 따르며, 목표주가 산정이나 투자 의견 변경 주기는 종목별로 다릅니다.

**[ 산업 투자의견 ]**

당사는 산업에 대해 향후 1년간 해당 업종의 수익률이 과거 수익률에 비해 양호한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Positive(긍정적) 의견을 제시하고 있습니다. 또한 향후 1년간 수익률이 과거 수익률과 유사한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Neutral(중립적) 의견을, 과거 수익률보다 부진한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Negative(부정적) 의견을 제시하고 있습니다. 산업별 수익률 전망은 해당 산업 내 분석대상 종목들에 대한 담당 애널리스트의 분석과 판단에 따릅니다.

**[ 당사 조사분석자료의 투자등급 부여 비중 ]**

(기준일: 2024년 03월 31일)

투자등급	매수	중립	매도	합계
금융투자상품의 비중	95.2%	4.1%	0.7%	100.0%