

사조동아원 (008040)

라면 성장의 숨은 수혜주

K-라면의 필수 파트너

사조동아원은 국내 주요 라면 제조사의 생산 확대에 직접적인 수혜를 보고 있다. 특히 삼양 식품과 농심이 라면 수요 증가로 생산공장을 증설 중이며, 이에 따른 밀가루 수요 확대 효과가 본격화될 전망이다. 삼양식품은 자체 제분 능력이 부족해 외부 밀가루 조달 비중이 높은 상황이며, 동사는 주요 면 고객사(농심, 삼양식품 등) 매출 비중이 약 30%에 달하는 만큼 경쟁사 대비 수혜 강도가 클 것으로 예상된다. 2024년 동사의 제분 가동률은 77%로 전년 대비 7%p 큰 폭으로 늘어났다. 생산 여력도 경쟁사 대비 확보되어 있어 단기적인 판매량 증가에 유리한 환경이다. 이에 2025년에도 판매량 증가와 안정적 수익성 개선이 예상된다.

고환율과 곡물가 안정화로 마진 개선

곡물가격 안정화와 강달러 환경이 이어지면서 제분 사업의 수익성 개선이 기대된다. 2024년 하반기부터 국제 소맥 가격이 안정화되고 있어 원가 부담이 줄어드는 반면, 고환율 영향으로 제품 판매가격의 하락 압력은 제한적일 것으로 보인다. 판매가격 유지와 원재료비 감소에 따른 스프레드 개선으로, 2025년 동사의 영업이익률은 7.9%까지 상승할 전망이다.

25F PER 5배, 현저한 저평가 상태

2025년 매출액은 6,965억원(YoY +2.7%), 영업이익은 552억원(YoY +4.2%, OPM 7.9%)으로 전망된다. 현재 주가는 2025년 예상 PER 5배 수준으로 음식료 업종 평균 대비 현저히 저평가된 상태다. 라면 시장의 구조적인 수요 증가 및 고객사의 CAPA 확대 효과가 본격화되면서 추가적인 밸류에이션 리레이팅 가능성이 충분하다고 판단된다.



손현정 음식료/전력기기
hyunjeong.son@yuantakorea.com

NOT RATED (I)

목표주가 원 (I)

직전 목표주가 0원

현재주가 (3/10) 1,044원

상승여력 -

시가총액	1,474억원
총발행주식수	141,144,600주
60일 평균 거래대금	5억원
60일 평균 거래량	488,503주
52주 고/저	1,211원 / 897원
외인지분율	1.18%
배당수익률	1.57%
주요주주	사조씨푸드 외 4인

주가수익률 (%)	1개월	3개월	12개월
절대	9.3	9.3	9.2
상대	7.2	2.8	13.9
절대 (달러환산)	9.2	7.4	(0.8)

Quarterly earning Forecasts

(십억원, %)

	4Q24E	전년동기대비	전분기대비	컨센서스	컨센서스대비
매출액	162	-1.9	-6.9		
영업이익	12	-2.8	0.9		
세전계속사업이익	-1	적지	적전		
지배순이익	-2	적지	적전		
영업이익률 (%)	7.6	-0.1 %pt	+0.6 %pt		
지배순이익률 (%)	-1.4	적지	적전		

자료: 유안타증권

Forecasts and valuations (K-IFRS 연결)

(십억원, 원, %, 배)

결산 (12월)	2022A	2023A	2024F	2025F
매출액	632	678	678	697
영업이익	15	39	53	55
지배순이익	1	11	24	28
PER	188.1	13.2	5.7	5.3
PBR	0.8	0.6	0.5	0.5
EV/EBITDA	14.2	5.3	3.6	3.2
ROE	0.5	4.5	9.5	10.0

자료: 유안타증권

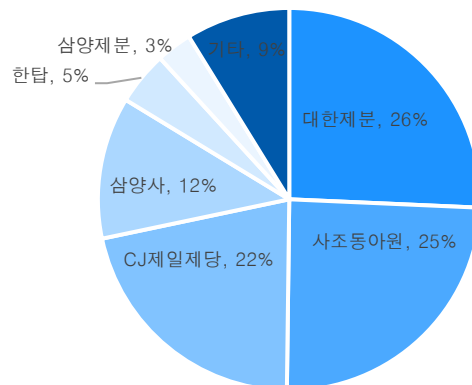
금융투자분석사의 확인 및 중요 공시는 Appendix 참조

제분 산업, 호황기 진입

국내 제분 산업은 사조동아원, 대한제분, CJ 제일제당 등 상위 3개사가 시장의 70% 이상을 차지하며 과점적 경쟁 구조를 형성하고 있다. 이처럼 소수 기업이 시장을 지배하고 있어 신규 진입자의 시장 진입이 매우 어렵다는 특징을 가진다. 밀가루 가격은 소맥 가격 변동과 환율 변화와 같은 외부 변수에 따라 결정된다. 주요 고객사인 라면 제조사와 제빵 업체들은 주로 분기 또는 반기 단위로 경쟁 입찰을 통해 밀가루를 조달하기 때문에, 개별 제분업체의 가격 협상력은 일반적으로 제한적이다.

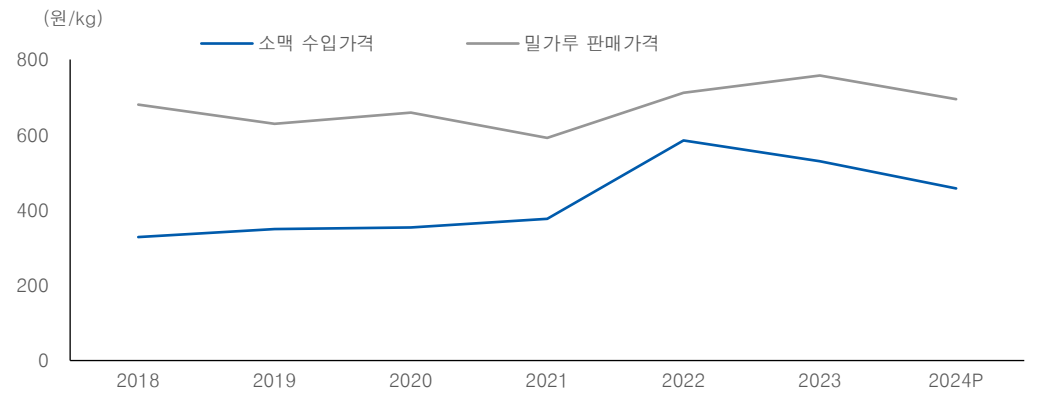
그러나 최근 라면 수출 호조로 밀가루 수요가 증가하면서 산업 내 수급이 타이트해지고 있다. 특히 주요 업체들의 높은 가동률로 추가 생산 여력이 제한된 가운데 밀가루 수요가 지속적으로 증가하면, 가격 인하 압력이 완화되어 제분업체들의 마진 안정화가 가능할 것으로 예상된다. 또한 강달러 환경에서는 밀가루 판매가격 인하 압력이 줄어들어 마진 유지에 유리하게 작용할 수 있다. 따라서 현재 국내 제분 산업은 과점적 시장 구조와 높은 진입장벽을 바탕으로, 외부 변수에도 불구하고 일정 수준의 수익 안정성을 확보할 수 있는 구조적 강점을 가지고 있다고 판단된다.

국내 제분 업체 시장점유율



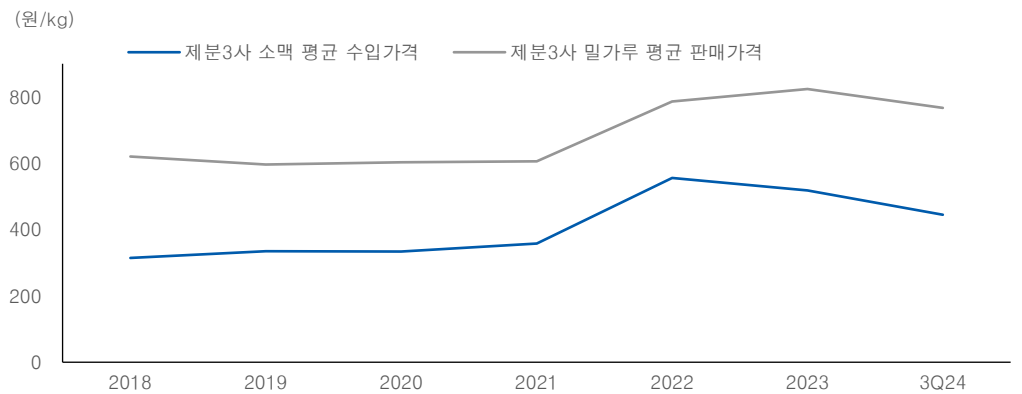
자료: 한국제분협회, 유안타증권 리서치센터, 2023년 기준

사조동아원 소맥 수입가격 및 밀가루 판매가격 추이



자료: 사조동아원, 유안타증권 리서치센터, 2023년 기준

국내 제분3사 소맥 수입가격 및 밀가루 판매가격 추이



자료: 각 사, 유안타증권 리서치센터, 2023년 기준

투자 포인트

1. 라면 수요 증가에 따른 직접적인 수혜

사조동아원의 제분 판매량은 2024년 약 64만 톤으로, 전년 대비 8% 증가한 것으로 추정된다. 같은 기간 경쟁사인 대한제분의 판매량 증가율이 1.5%에 그친 점과 비교하면 매우 높은 성장세다. 이는 두 회사의 고객사 구성과 대응 가능한 생산 여력 차이에서 비롯된다.

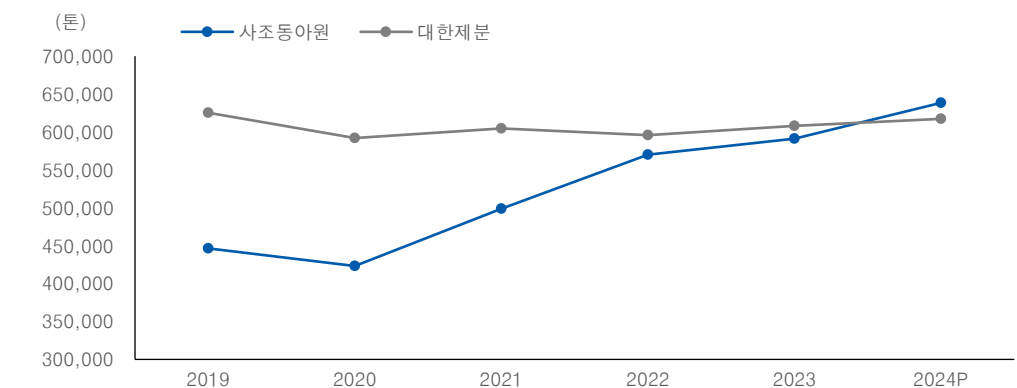
사조동아원은 매출의 약 30%가 농심과 삼양식품 등 주요 라면 제조사에서 발생하고 있어, 최근 라면 수요 급증의 수혜가 직접적으로 나타나고 있다. 특히 삼양식품은 자체 계열사인 삼양제분의 공급능력이 전체 밀가루 수요의 절반 수준에 불과해 외부 조달이 필수적인 상황이다. 따라서 삼양식품의 생산 확대에 따른 수혜는 사조동아원에 집중될 수밖에 없는 구조다. 반면 대한제분은 소매 소비자 및 소규모 외식업체 등 다양한 내수 고객을 중심으로 매출이 다변화되어 있어 특정 산업의 급격한 수요 증가에 대한 직접적인 효과가 제한적이다.

사조동아원의 제분 공장 가동률은 2023년 70%에서 2024년 77%로 단기간에 7%p 나 상승했다. 같은 기간 대한제분은 82%에서 84%로 단 2%p 상승하는 데 그쳐, 사조동아원의 가동률 상승폭이 현저히 크다. 이는 사조동아원의 생산능력이 보다 여유 있는 상태에서 라면 수요 급증에 적극적으로 대응했기 때문이다.

현재 사조동아원은 충남 당진(5개 라인)과 부산(3개 라인)에서 총 84만 톤의 생산능력을 보유하고 있다. 2024년 예상 가동률 77%를 감안하면 추가 설비 투자 없이도 약 19만 톤의 여유 생산능력을 갖춘 상황이다. 반면 대한제분은 인천과 부산에 총 90만 톤 규모의 생산능력을 보유하고 있지만, 이미 가동률이 85% 수준에 육박하여 단기적 생산 확대가 어렵다. CJ 제일제당 역시 자사 소비 비중이 높아 외부 수요 증가에 대응이 제한적이므로, 사조동아원의 가동률 추가 상승 및 시장 점유율 확대 여력은 충분하다.

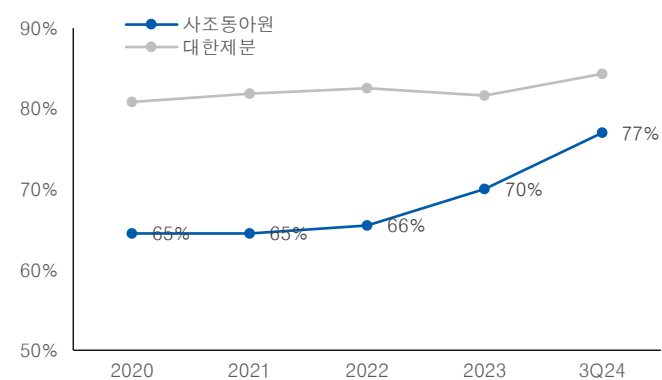
제분 산업은 높은 초기 투자 비용과 원자재 조달 리스크로 신규 기업의 진입이 사실상 불가능한 시장이다. 여기에 주요 경쟁사의 생산능력 한계로 단기적인 공급 확대가 어려운 상황이어서, 사조동아원의 추가적인 시장점유율 확대와 판매량 성장은 더욱 용이해질 전망이다. 또한 사조동아원은 명확한 B2B 중심 고객 구조로 인해 특정 산업(라면)의 수요 증가에 신속하고 효율적으로 대응할 수 있는 강력한 경쟁력을 갖추고 있다.

사조동아원 및 대한제분 제분 판매량 추이



자료: 각 사, 유안타증권 리서치센터

사조동아원 및 대한제분 가동률 추이



자료: 각 사, 유안타증권 리서치센터

국내 제분3사 CAPA 및 가동률 비교

	CAPA	가동률
사조동아원	84만톤	77%
대한제분	90만톤	85%
CJ 제일제당	70만톤	80%

자료: 각 사, 유안타증권 리서치센터

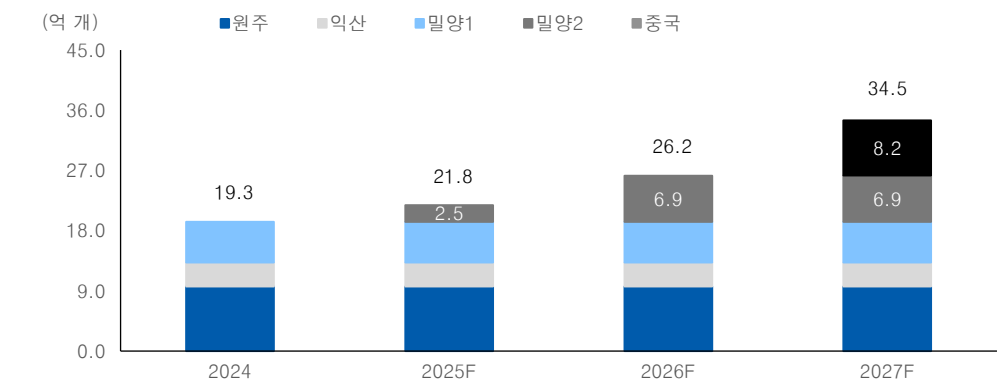
2. 고객사 CAPA 확대에 거는 기대

국내 주요 라면 제조사들이 잇따라 생산설비를 확장하면서 밀가루 수요가 구조적으로 증가하고 있다. 농심은 부산 녹산산단에 신규 공장을 건설 중이며, 2026년 완공 시 국내 생산능력이 기존 38억 개에서 43억 개로 약 13%(5억 개) 증가할 전망이다. 삼양식품 역시 밀양 제2공장을 2025년 상반기 완공할 예정이며, 이를 통해 생산능력은 기존 19.3억 개에서 2025년 21.8억 개로 확대되고, 2026년에는 기존 대비 약 36% 증가한 26.2억 개로 추가 확대될 계획이다. 양사의 총 생산능력 증가는 2025~2026년 합산 약 12억 개 규모로 예상된다.

이러한 생산설비 확대로 인해 추가적인 밀가루 수요가 발생할 것으로 추정된다. 라면 1개당 평균 밀가루 사용량(100g)을 적용하면, 2025년 삼양식품의 증설로 약 2.5만 톤, 2026년 농심과 삼양식품의 증설분을 합산할 경우 약 12만 톤의 추가 밀가루 수요가 예상된다.

사조동아원은 국내 제분 시장 점유율 약 25%를 차지하고 있으며, 특히 라면 제조사향 매출이 전체 제분 매출의 약 30%(약 1,300억 원)를 구성하는 주요 공급자이다. 이에 따라 사조동아원의 추가 밀가루 공급 물량은 2025년 약 7,500톤, 2026년 약 3만 톤 수준으로 추정되어 연간 50~200억 원 규모의 매출 증가 효과가 기대된다.

삼양식품 공장별 CAPA 추이



자료: 삼양식품, 유안타증권 리서치센터

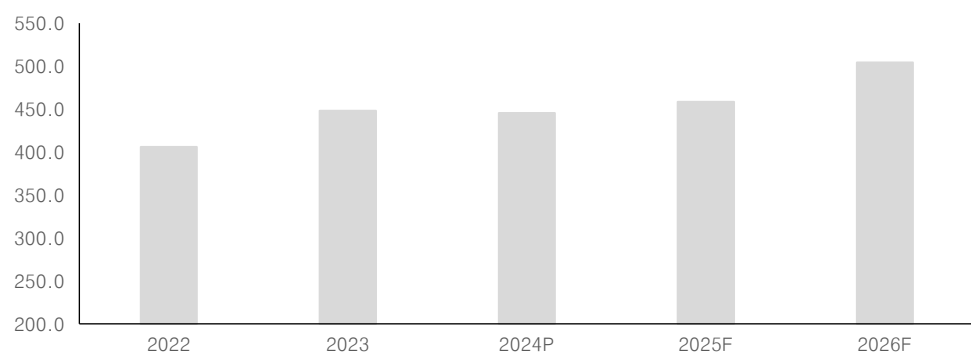
농심 리먼 CAPA 현황

구분	지역	주요 공장	생산능력	비고
국내 (내수)	대한민국	구미, 부산, 안양, 안성 등	33억 개	국내 소비용
수출 전용	대한민국	부산공장 + 녹산 수출공장 (신규)	10억 개	2026년 +5억개 유럽·중남미 등 해외 시장"
해외 생산	미국	LA 1공장 + LA 2공장	10억 개	4Q24 +1억개 북미 시장"
	중국	상해공장 + 심양공장	7억 개	중국 및 아시아 시장
총 해외 + 수출 CAPA			27억 개	(북미 + 중국 + 수출공장)
총 CAPA (국내+해외)			60억 개	

자료: 농심, 유안타증권 리서치센터

사조동아원 제분 매출액 추이

(십억원)



자료: 사조동아원, 유안타증권 리서치센터

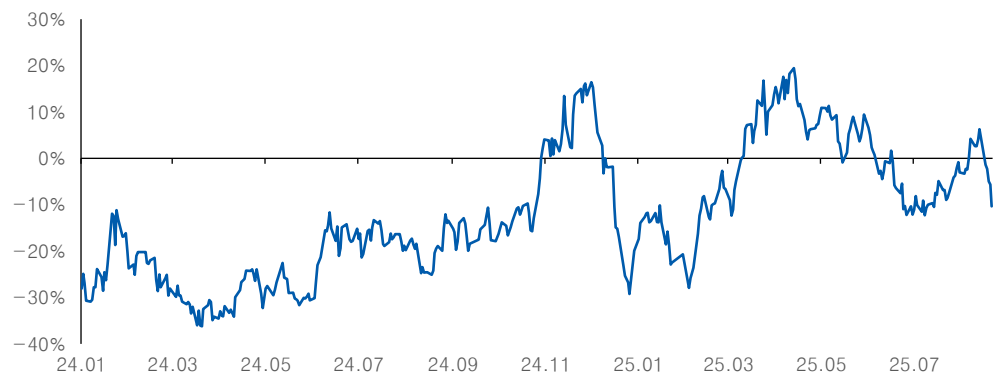
3. 고환율 및 곡물가 하락으로 스프레드 개선 기대

소맥 가격은 이미 2024년 하반기부터 하향 안정화가 진행되고 있어, 2025년에도 급격한 가격 상승 가능성은 제한적일 것으로 예상된다. 특히 올해 상반기까지는 원/달러 환율이 높은 수준을 유지할 전망이어서, 원화 기준 소맥 투입 원가는 상반기보다 하반기에 더 낮아지는 흐름을 보일 것으로 기대된다.

제분업체 입장에서는 곡물 가격 하락에 따라 원재료 투입 비용이 감소하는 반면, 고환율 환경에서는 환율 효과로 인해 제품 판매가격 인하 압력이 악화될 가능성이 높다. 즉, 원재료 원가는 줄어드는 가운데 판매가격은 안정적으로 유지될 수 있어, 판매가격과 원재료 가격 간 스프레드가 개선될 여건이 조성된다.

이에 당사는 2025년 원가 절감 효과와 판매가격 안정 효과를 동시에 누릴 수 있어 안정적이고 양호한 수익성을 유지할 것으로 판단된다.

소맥 원화환산 투입 가격 YoY 증감률 추이 및 전망



자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터, 곡물 투입 가격 지수=6개월 전 선물가격×3개월 전 환율

실적 및 밸류에이션

25F PER 5배로 현저한 저평가

사조동아원의 2025년 매출액은 6,965억원(YoY +2.7%), 영업이익은 552억원(YoY +4.2%, 영업이익률 7.9%)으로 전망한다. 이는 국내 주요 라면 제조사의 생산능력 확대에 따라 밀가루 수요가 지속적으로 증가할 것으로 예상되며, 사조동아원이 충분한 생산 여력을 보유하고 있어 안정적인 매출 및 이익 증가가 가능하기 때문이다.

사조동아원의 2025년 예상 PER 은 5배 수준으로 음식료 업종 평균 대비 현저하게 저평가된 상태다. 라면 수출 호조 지속과 국내 라면 제조사의 생산시설 증설 효과로 밀가루 수요 증가가 구조적으로 나타나고 있는 만큼, 실적 개선에 따른 기업가치 재평가 가능성은 매우 높다고 판단된다.

사조동아원 실적테이블

(단위: 십억원)

	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24P	1Q25F	2Q25F	3Q25F	4Q25F	2023	2024P	2025F
매출액	164.7	177.3	174.1	162.1	166.8	181.6	181.2	166.9	678.5	678.1	696.5
제분	112.6	115.4	111.0	106.5	114.3	117.7	116.6	109.7	447.9	445.5	458.3
생물자원	52.1	62.0	63.1	55.5	52.6	64.0	64.6	57.2	230.6	232.6	238.3
% YoY	-1.5%	2.6%	0.4%	-1.9%	1.3%	2.4%	4.1%	3.0%	7.4%	-0.1%	2.7%
제분	1.9%	0.8%	0.4%	-5.2%	1.5%	2.0%	5.0%	3.0%	10.4%	-0.5%	2.9%
생물자원	-8.1%	6.2%	0.5%	5.2%	0.9%	3.2%	2.4%	2.9%	2.1%	0.9%	2.4%
% 매출비중											
제분	68.4%	65.1%	63.8%	65.7%	68.5%	64.8%	64.3%	65.7%	66.0%	65.7%	65.8%
생물자원	31.6%	34.9%	36.2%	34.3%	31.5%	35.2%	35.7%	34.3%	3.0%	3.0%	3.0%
영업이익	14.7	13.7	12.3	12.4	12.4	14.4	15.3	13.2	38.6	53.0	55.2
% YoY	234.3%	31.7%	10.0%	-2.8%	-15.5%	5.3%	24.6%	6.3%	153.3%	37.1%	4.2%
% 영업이익률	8.9%	7.7%	7.0%	7.6%	7.4%	7.9%	8.4%	7.9%	5.7%	7.8%	7.9%

자료: 유안타증권 리서치센터

사조동아원 (008040) 추정재무제표 (K-IFRS 연결)

손익계산서 (단위: 십억원)					
결산(12월)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
매출액	632	678	678	697	821
매출원가	578	598	581	595	702
매출총이익	53	81	98	101	119
판매비	38	42	45	46	52
영업이익	15	39	53	55	67
EBITDA	28	52	65	66	76
영업외손익	-18	-22	-19	-14	-10
외환관련손익	-11	-7	-6	-6	-6
이자손익	-7	-11	-6	-2	2
관계기업관련손익	0	0	0	0	0
기타	0	-4	-6	-6	-6
법인세비용차감전순이익	-3	17	34	41	56
법인세비용	-4	6	10	13	18
계속사업순이익	1	11	24	28	38
중단사업순이익	0	0	0	0	0
당기순이익	1	11	24	28	38
지배지분순이익	1	11	24	28	38
포괄순이익	3	12	25	29	39
지배지분포괄이익	3	12	25	29	39

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

현금흐름표 (단위: 십억원)					
결산(12월)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
영업활동 현금흐름	-58	84	57	56	42
당기순이익	1	11	24	28	38
감가상각비	13	13	12	11	10
외환손익	-9	-2	6	6	6
중속, 관계기업관련손익	0	0	0	0	0
자산부채의 증감	-66	43	-1	-5	-28
기타현금흐름	4	20	16	16	16
투자활동 현금흐름	21	-12	1	1	0
투자자산	0	-6	0	0	0
유형자산 증가 (CAPEX)	-5	-6	0	0	0
유형자산 감소	4	0	0	0	0
기타현금흐름	22	1	1	1	1
재무활동 현금흐름	35	-70	-2	-2	-1
단기차입금	25	-73	0	0	0
사채 및 장기차입금	-15	2	0	0	0
자본	7	0	0	0	0
현금배당	0	0	-2	-2	-2
기타현금흐름	18	0	0	0	0
연결범위변동 등 기타	0	0	-21	-20	-19
현금의 증감	-1	2	35	34	23
기초 현금	3	2	3	39	73
기말 현금	2	3	39	73	95
NOPLAT	15	39	53	55	67
FCF	-63	77	57	56	42

자료: 유안타증권

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

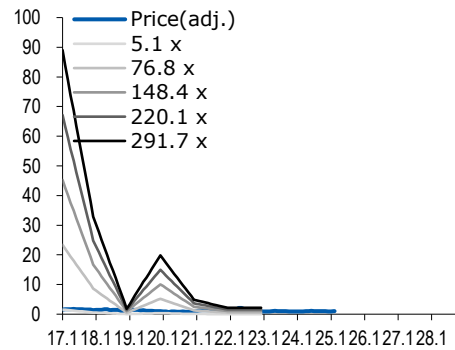
재무상태표 (단위: 십억원)					
결산(12월)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
유동자산	231	207	242	282	342
현금및현금성자산	2	3	39	73	95
매출채권 및 기타채권	83	82	81	84	99
재고자산	141	118	118	122	143
비유동자산	251	241	230	219	209
유형자산	199	192	181	170	160
관계기업 등 자본관련 자산	1	1	1	1	2
기타투자자산	21	31	31	31	31
자산총계	482	449	471	500	551
유동부채	246	202	202	204	217
매입채무 및 기타채무	40	61	61	63	74
단기차입금	197	124	124	124	124
유동성장기부채	0	4	4	4	4
비유동부채	5	5	5	5	5
장기차입금	4	2	2	2	2
사채	0	0	0	0	0
부채총계	251	206	206	208	222
지배지분	231	243	265	292	329
자본금	71	71	71	71	71
자본잉여금	146	146	146	146	146
이익잉여금	27	35	57	83	119
비지배지분	0	0	0	0	0
자본총계	231	243	265	292	329
순차입금	202	130	95	61	39
총차입금	204	134	134	134	134

Valuation 지표 (단위: 원, 배, %)					
결산(12월)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
EPS	7	76	170	198	268
BPS	1,639	1,721	1,883	2,073	2,334
EBITDAPS	198	366	459	468	542
SPS	4,475	4,807	4,805	4,935	5,817
DPS	0	15	15	15	15
PER	188.1	13.2	5.7	5.3	3.9
PBR	0.8	0.6	0.5	0.5	0.4
EV/EBITDA	14.2	5.3	3.6	3.2	2.4
PSR	0.3	0.2	0.2	0.2	0.2

재무비율 (단위: 배, %)					
결산(12월)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
매출액 증가율 (%)	52.1	7.4	-0.1	2.7	17.9
영업이익 증가율 (%)	-20.2	153.3	37.1	4.2	20.7
지배순이익 증가율 (%)	-61.9	937.2	123.7	16.5	35.4
매출총이익률 (%)	8.4	11.9	14.4	14.5	14.5
영업이익률 (%)	2.4	5.7	7.8	7.9	8.1
지배순이익률 (%)	0.2	1.6	3.5	4.0	4.6
EBITDA 마진 (%)	4.4	7.6	9.6	9.5	9.3
ROIC	-1.5	6.7	11.2	11.7	13.8
ROA	0.2	2.3	5.2	5.8	7.2
ROE	0.5	4.5	9.5	10.0	12.2
부채비율 (%)	108.5	85.0	77.7	71.2	67.5
순차입금/자기자본 (%)	87.6	53.6	35.8	20.9	11.8
영업이익/금융비용 (배)	2.0	3.3	5.7	5.9	7.1

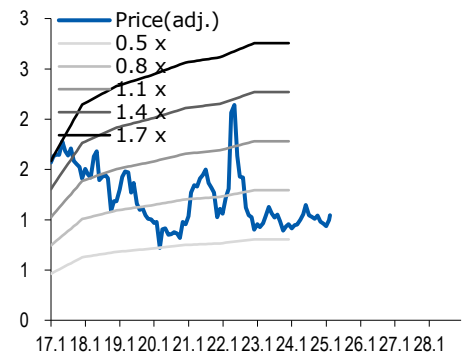
P/E band chart

(천원)



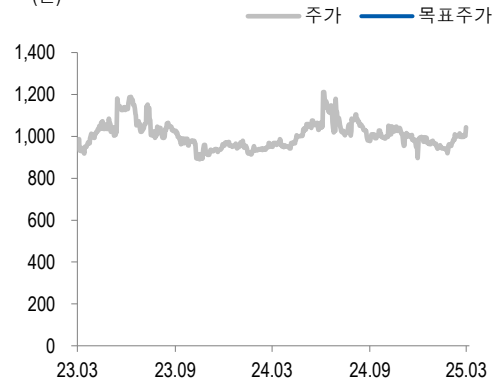
P/B band chart

(천원)



시조동아원 (008040) 투자등급 및 목표주가 추이

(원)



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

자료: 유안타증권

주: 과리율 = (실제주가* - 목표주가) / 목표주가 X 100

* 1) 목표주가 제시 대상시점까지의 "평균주가"

2) 목표주가 제시 대상시점까지의 "최고(또는 최저) 주가"

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

주: 기준일 2025-03-10

※ 해외 계열회사 등이 작성하거나 공표한 리포트는 투자등급 비율 산정시 제외

Appendix

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

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