

삼양식품 (003230)

흔치 않은 매수 기회

2Q25 Review: 일회성 비용과 선출고 영향

삼양식품의 2Q25 연결 매출은 5,531억원(YoY +30.3%), 영업이익은 1,201억원(YoY +34.2%, OPM 21.7%)을 기록했다. 영업이익은 컨센서스를 소폭 하회했는데, 이는 코첼라(약 45억원) 등 마케팅 비용, 신제품 관련 판촉비, 밀양 2공장 채용 인건비, 연구개발비 등 일회성 비용이 주요 요인이다. 또한 6월 미국 법인이 관세 회피 및 현지 재고 확보 목적으로 한 달치 물량을 선출고하면서 타지역 배정이 줄었고, 일부는 현지 재고로 잡혀 매출 인식이 지연됐다. 정상 출하였다면 컨센서스(OP 1,290억원)를 상회했을 것으로 판단한다. 법인별 매출은 [미국]이 1,352억원(YoY +38.4%, 달러 기준 QoQ +3%)을 기록했다. 메인스트림 비중이 60%까지 확대되며 구조적 성장세를 확인했다. 월마트 입점률 90%, 코스트코 50% 이상으로 높은 수준이지만, 불닭 시리즈 판매 회전율은 에스닉 채널을 압도하는 수준으로, 향후 동일 점포 내 매대 확대와 SKU 다변화를 통해 레버리지가 가능하다. 하반기 예상되는 가격 인상도 수요 탄력성이 낮은 메인스트림 채널 특성상 효과가 극대화될 전망이다. [중국]은 1,296억원(YoY +36.5%, QoQ +2.9%)으로, 2선 도시·간식점 채널 진입 확대에도 불구하고 미국 우선 배정으로 물량 공급이 제한됐다. 현재 커버리지는 약 10%에 불과해 장기 확장 여력이 크다. [유럽] 매출은 501억원(QoQ +103.8%)으로 폴란드, 영국 중심 매출이 확대됐다. 유럽은 미국과 유사한 ASP를 확보하며 신규 거래선 확장 효과가 가시화되고 있다. 특히 영국 Tesco 입점(20~30%)과 프랑스·스웨덴 신규 진출로 서유럽→동유럽 확산 기반을 마련했다. [인도네시아] 매출은 69억원(YoY +69.2%, QoQ +50.7%)으로 성장세가 견조하다.

기대되는 하반기

3Q25는 밀양 2공장 가동 확대와 미국 선출고 물량 인식이 맞물리며 추가 성장이 예상된다. 미국 관세(15%) 부담은 가격 인상으로 상당 부분 상쇄 가능할 전망이다. 신공장은 현재 6개 중 3개 라인이 가동 중이며, 9월부터는 2교대로 전환돼 3Q 1억식, 4Q에는 최대 2억식까지 생산이 가능할 전망이다. 나머지 용기면 3개 라인도 연내 가동이 예정돼 있어, 컵라면 수요가 높은 시장에 대응력이 강화될 것이다. 다만 신공장 안정화 속도를 감안해 보수적으로 추정 시, 3Q25 매출액은 5,955억원(YoY +35.7%), 영업이익은 1,398억원(YoY +60.1%, OPM 23.5%) 수준이 예상된다. 향후 2교대 전환이 정상화되면 추가적인 업사이드가 열려 있다. 현재 주가는 26F PER 19배로, 과거 닛신 고성장기(27배), 오리온 성장 국면(25배)과 비교해도 여전히 저평가 상태. 불닭 브랜드의 글로벌 확산과 IP 확장에 기반한 중장기 성장 스토리는 유효하다고 판단하며, 음식료 업종 내 Top Pick 의견을 유지한다.

Quarterly earning Forecasts

(십억원, %)

	2Q25P	전년동기대비	전분기대비	컨센서스	컨센서스대비
매출액	553	30.3	4.5	549	0.8
영업이익	120	34.2	-10.4	129	-7.0
세전계속사업이익	105	13.5	-22.4	130	-19.2
지배순이익	84	19.7	-14.8	97	-12.9
영업이익률 (%)	21.7	+0.6 %pt	-3.6 %pt	23.5	-1.8 %pt
지배순이익률 (%)	15.3	-1.3 %pt	-3.4 %pt	17.7	-2.4 %pt

자료: 유안타증권

Forecasts and valuations (K-IFRS 연결)

(십억원, 원, %, 배)

결산 (12월)	2023A	2024A	2025F	2026F
매출액	1,193	1,728	2,365	2,982
영업이익	148	345	545	753
지배순이익	126	272	422	544
PER	8.8	12.3	24.7	19.1
PBR	2.0	4.1	8.5	5.9
EV/EBITDA	6.8	8.7	17.0	12.1
ROE	24.8	39.4	41.5	36.9

자료: 유안타증권

금융투자분석사의 확인 및 중요 공시는 Appendix 참조



손현정 음식료/전력기기
hyunjeong.son@yuantakorea.com

BUY (M)

목표주가 1,780,000원 (M)

직전 목표주가 1,780,000원

현재주가 (8/14) 1,380,000원

상승여력 29%

시가총액	103,956억원
총발행주식수	7,533,015주
60일 평균 거래대금	697억원
60일 평균 거래량	54,307주
52주 고/저	1,502,000원 / 470,000원
외인지분율	19.92%
배당수익률	0.43%
주요주주	삼양라운드스퀘어 외 6인

주가수익률 (%)	1개월	3개월	12개월
절대	(5.6)	38.1	153.2
상대	(6.3)	13.1	107.6
절대 (달러환산)	(5.7)	42.0	149.3

삼양식품 2Q25 Review

(단위: 십억원)

	2Q25P	2Q24	YoY	1Q25	QoQ	당사 추정치	Diff
매출액	553.1	424.4	30.3%	529.0	4.5%	548.1	0.9%
영업이익	120.1	89.5	34.2%	134.0	-10.4%	132.5	-9.4%
당기순이익(지배)	84.5	70.5	19.8%	99.1	-14.7%	97.5	-13.3%
영업이익률	21.7%	21.1%	0.6%p	25.3%	-3.6%p	24.2%	-2.5%p
당기순이익률	15.3%	16.6%	-1.3%p	18.7%	-3.5%p	17.8%	-2.5%p

자료: 유안타증권 리서치센터

당사 삼양식품 실적 추정 변경 내역

(단위: 십억원)

	기존 추정			신규 추정			변화율		
	3Q25F	2025F	2026F	3Q25F	2025F	2026F	3Q25F	2025F	2026F
매출액	593.7	2,334.0	2,943.3	595.5	2,365.2	2,982.2	0.3%	1.3%	1.3%
영업이익	148.8	563.3	780.1	139.8	545.2	752.8	-6.0%	-3.2%	-3.5%
영업이익률	25.1%	24.1%	26.5%	23.5%	23.0%	25.2%	-1.6%p	-1.1%p	-1.3%p
당기순이익(지배)	123.9	435.7	565.4	115.9	421.6	544.0	-6.5%	-3.2%	-3.8%

자료: 유안타증권 리서치센터

삼양식품 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)

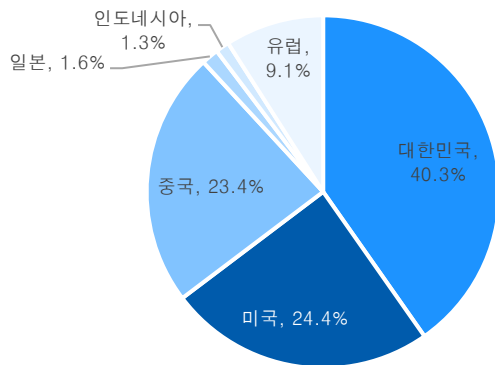
		1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25P	3Q25F	4Q25F	2024	2025F	2026F
매출액		385.7	424.4	439.0	478.9	529.0	553.1	595.5	687.6	1,728.0	2,365.2	2,982.2
내수		96.8	92.3	98.1	105.0	105.0	112.9	105.9	122.2	392.1	446.0	478.1
	면스낵	68.6	67.7	70.1	73.8	70.2	79.7	75.0	80.0	280.2	304.9	325.0
	소스 등 일반식	19.4	19.4	16.7	21.2	20.5	21.6	17.5	22.3	76.8	81.9	86.0
	기타	17.3	14.6	22.3	23.1	27.5	25.3	26.2	34.7	77.3	113.8	125.1
	매출 예누리	-8.6	-9.4	-11.0	-13.2	-13.2	-13.7	-12.8	-14.8	-42.1	-54.6	-58.0
수출		289.0	332.1	340.9	373.9	424.0	440.2	489.7	565.4	1,335.9	1,919.2	2,504.1
	면스낵	286.0	321.9	332.8	365.8	410.4	424.6	475.9	548.7	1,306.4	1,859.6	2,380.2
	소스 등 일반식	5.1	8.8	8.3	8.2	13.8	15.8	14.0	17.0	30.4	60.6	125.2
	매출 예누리	-2.2	1.5	-0.1	-0.1	-0.3	-0.2	-0.3	-0.3	-0.9	-1.1	-1.3
% YoY		55.2%	48.7%	30.9%	46.1%	37.1%	30.3%	35.7%	43.6%	45.0%	36.9%	26.1%
내수		6.8%	-3.3%	2.8%	-1.0%	8.5%	22.3%	11.1%	16.4%	1.2%	13.7%	7.2%
	면스낵	-12.9%	-16.4%	-11.6%	-18.1%	2.4%	17.7%	7.0%	8.3%	-14.9%	8.8%	6.6%
	소스 등 일반식품	-10.2%	-12.9%	-12.6%	-11.3%	5.5%	11.1%	5.0%	5.0%	-11.7%	6.7%	5.0%
	기타	959.0%	123.5%	94.5%	195.4%	58.8%	74.2%	17.5%	50.1%	181.7%	47.2%	10.0%
수출		83.0%	74.9%	42.2%	68.6%	46.7%	32.5%	36.3%	51.2%	65.1%	43.7%	30.5%
	면스낵	84.7%	72.5%	41.9%	68.3%	43.5%	31.9%	43.0%	50.0%	64.7%	42.3%	28.0%
	소스 등 일반식품	25.4%	117.2%	36.2%	52.3%	169.5%	80.1%	70.0%	106.5%	55.1%	99.6%	106.5%
% 매출비중												
내수		25.1%	21.7%	22.3%	21.9%	19.9%	20.4%	17.8%	17.8%	22.7%	18.9%	16.0%
	면스낵	17.8%	15.9%	16.0%	15.4%	13.3%	14.4%	12.6%	11.6%	16.2%	12.9%	10.9%
	소스 등 일반식품	5.0%	4.6%	3.8%	4.4%	3.9%	3.9%	2.9%	3.2%	4.4%	3.5%	2.9%
	기타	4.5%	3.4%	5.1%	4.8%	5.2%	4.6%	4.4%	5.0%	4.5%	4.8%	4.2%
수출		74.9%	78.3%	77.7%	78.1%	80.1%	79.6%	82.2%	82.2%	77.3%	81.1%	84.0%
	면스낵	74.1%	75.8%	75.8%	76.4%	77.6%	76.8%	79.9%	79.8%	75.6%	78.6%	79.8%
	소스 등 일반식품	5.3%	9.5%	8.4%	7.8%	13.2%	14.0%	13.3%	13.9%	7.7%	13.6%	26.2%
영업이익		80.1	89.5	87.3	87.7	134.0	120.1	139.8	151.3	344.6	545.2	752.8
% YoY		235.8%	103.1%	101.0%	142.4%	67.2%	34.2%	60.1%	72.5%	133.6%	58.2%	38.1%
% 영업이익률		20.8%	21.1%	19.9%	18.3%	25.3%	21.7%	23.5%	22.0%	19.9%	23.0%	25.2%

자료: 유안타증권 리서치센터

Peer 밸류에이션 테이블				(단위: 십억원, 십억 JPY)		
		삼양식품	농심	오뚜기	닛신	도요수산
시가총액		10,395.6	2,317.5	1,565.1	834.9	1,103.9
매출액	2024	1,728	3,439	3,539	733	489
	2025F	2,365	3,461	3,628	777	508
	2026F	2,982	3,537	3,725	797	528
영업이익	2024	345	163	222	61	67
	2025F	545	173	241	64	75
	2026F	753	191	248	76	75
영업이익률	2024	19.9%	4.7%	6.3%	8.3%	13.6%
	2025F	23.0%	5.0%	6.6%	8.3%	14.9%
	2026F	25.2%	5.4%	6.7%	9.6%	14.3%
당기순이익(지배)	2024	272	157	160	54	56
	2025F	422	151	166	55	63
	2026F	544	172	176	54	62
PER	2024	12.3	14.5	11.6	16.5	15.5
	2025F	24.7	15.4	9.4	15.2	17.6
	2026F	19.1	13.5	8.9	15.5	17.7

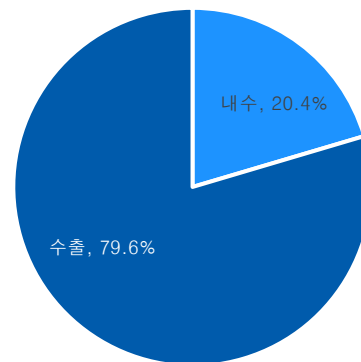
자료: 유안타증권 리서치센터

삼양식품 법인별 매출 비중



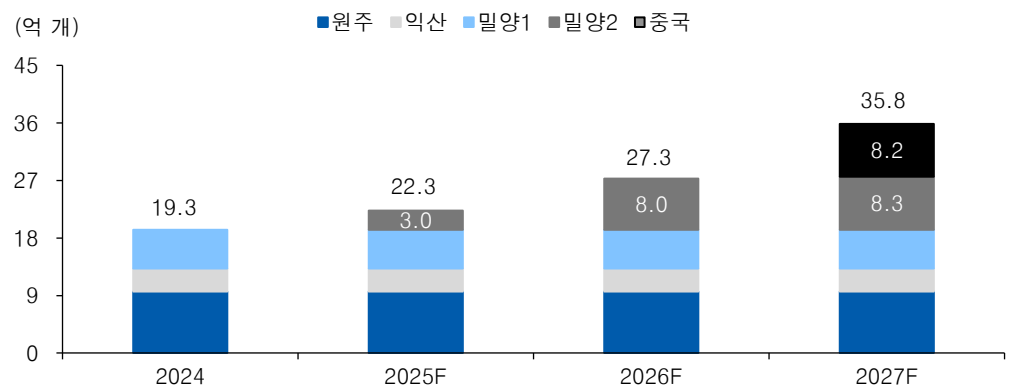
자료: 삼양식품, 유안타증권 리서치센터

삼양식품 내수/수출 비중



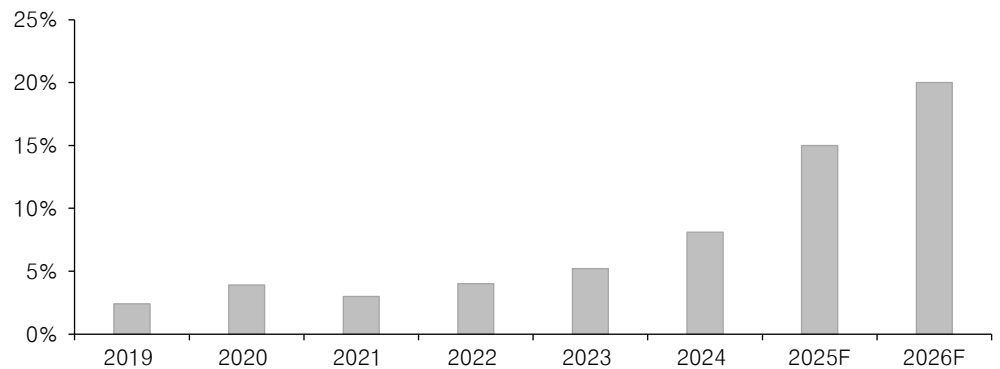
자료: 삼양식품, 유안타증권 리서치센터

삼양식품 공장별 CAPA 추이



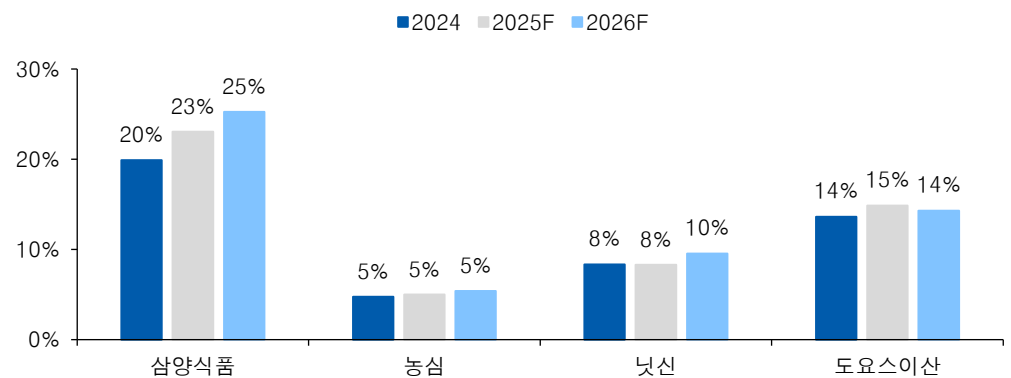
자료: 삼양식품, 유안타증권 리서치센터

미국 내 라면 시장 점유율 추이 및 전망



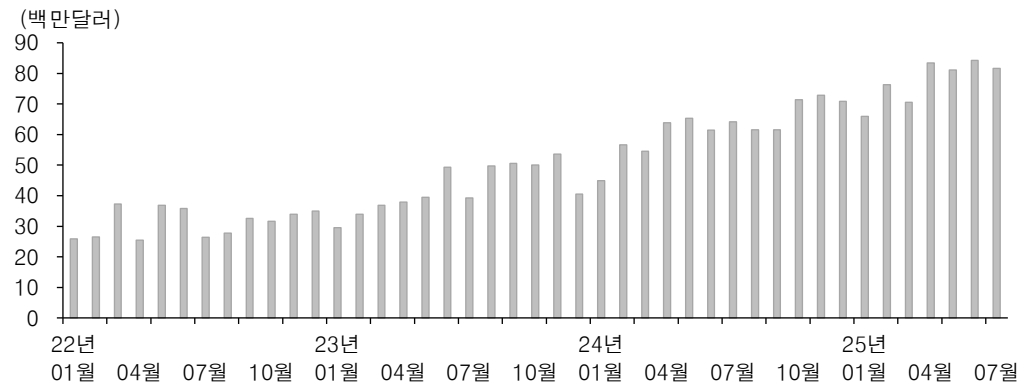
자료: 유로모니터, Trass, 유안타증권 리서치센터

Peer OPM 추이



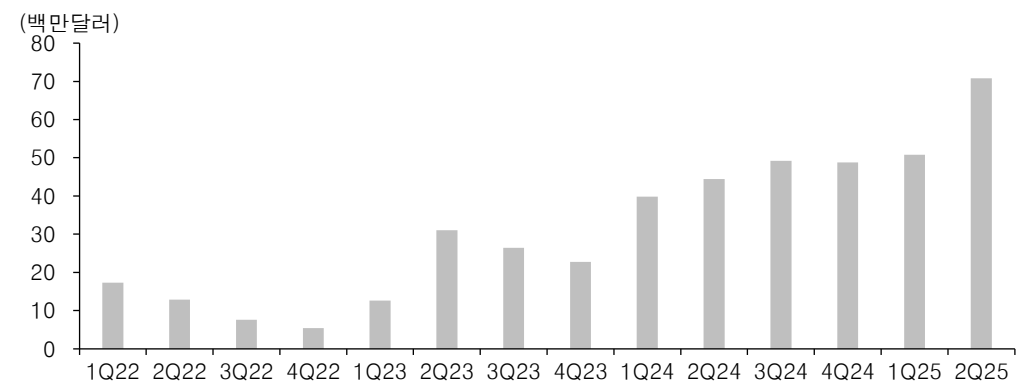
자료: 유안타증권 리서치센터

삼양식품 라면 수출데이터 (~7월)



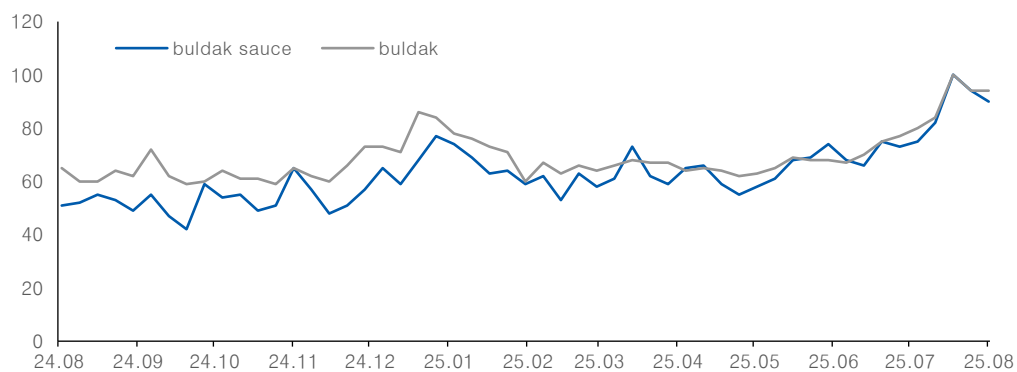
자료: Trass, 유안타증권 리서치센터

삼양식품 분기별 미국향 라면 수출데이터



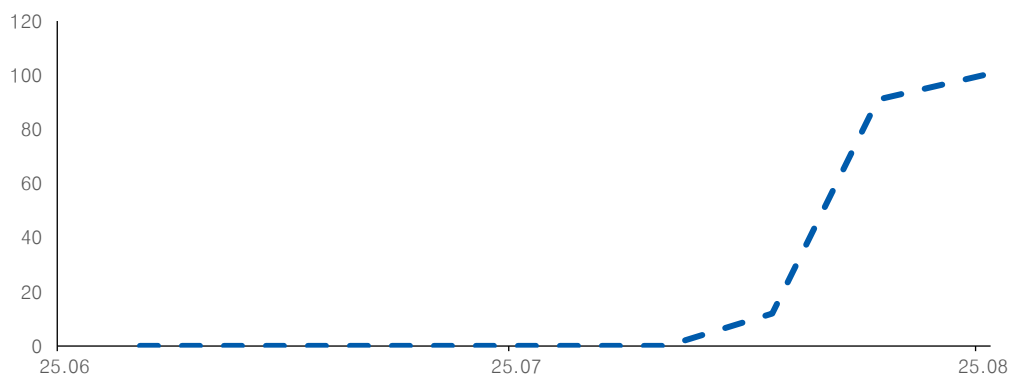
자료: Trass, 유안타증권 리서치센터

전세계 불닭 구글트렌드 추이



자료: Google, 유안타증권 리서치센터

신제품 불닭 포테이토칩 구글트렌드 추이



자료: Google, 유안타증권 리서치센터

삼양식품 (003230) 추정재무제표 (K-IFRS 연결)

손익계산서 (단위: 십억원)					
결산(12월)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액	1,193	1,728	2,365	2,982	3,508
매출원가	776	1,005	1,278	1,559	1,785
매출총이익	417	723	1,088	1,423	1,723
판매비	269	379	542	670	762
영업이익	148	345	545	753	961
EBITDA	180	391	597	808	1,032
영업외손익	9	7	0	-41	-10
외환관련손익	2	27	15	0	0
이자손익	-7	-5	1	12	28
관계기업관련손익	6	0	0	0	-5
기타	8	-16	-16	-53	-33
법인세비용차감전순이익	156	352	545	712	951
법인세비용	30	80	125	170	288
계속사업순이익	127	271	420	543	663
중단사업순이익	0	0	0	0	0
당기순이익	127	271	420	543	663
지배지분순이익	126	272	422	544	665
포괄순이익	124	271	420	542	662
지배지분포괄이익	124	271	421	543	664

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

현금흐름표 (단위: 십억원)					
결산(12월)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
영업활동 현금흐름	168	358	441	571	705
당기순이익	127	271	420	543	663
감가상각비	32	46	52	55	71
외환손익	1	-13	-15	0	0
중속, 관계기업관련손익	0	0	0	0	5
자산부채의 증감	-8	-7	-41	-39	-32
기타현금흐름	16	61	25	14	-2
투자활동 현금흐름	-24	-214	-170	-158	-161
투자자산	22	-2	-2	-2	-2
유형자산 증가 (CAPEX)	-45	-228	-180	-480	-200
유형자산 감소	0	0	0	300	0
기타현금흐름	-1	16	12	24	41
재무활동 현금흐름	-20	-35	-74	-75	-77
단기차입금	33	23	11	11	9
사채 및 장기차입금	28	19	0	0	0
자본	0	0	0	0	0
현금배당	-12	-19	-25	-25	-25
기타현금흐름	-69	-58	-61	-61	-62
연결범위변동 등 기타	-3	7	92	74	60
현금의 증감	122	116	288	413	526
기초 현금	97	219	335	623	1,035
기말 현금	219	335	623	1,035	1,561
NOPLAT	148	345	545	753	961
FCF	123	129	261	91	505

자료: 유안타증권

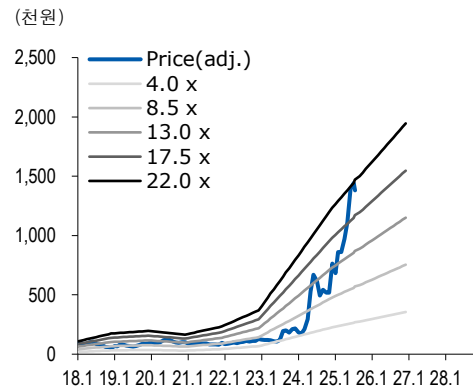
주: 1. EPS, BPS 및 PER, PBR은 지배주주 기준임
2. PER등 valuation 지표의 경우, 확정치는 연평균 주가 기준, 전망치는 현재주가 기준임
3. ROE, ROA의 경우, 자본, 자산 항목은 연초, 연말 평균을 기준으로 함

재무상태표 (단위: 십억원)					
결산(12월)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
유동자산	497	682	1,098	1,635	2,266
현금및현금성자산	219	335	623	1,035	1,561
매출채권 및 기타채권	81	138	189	239	281
재고자산	142	148	203	255	301
비유동자산	673	913	1,043	1,170	1,301
유형자산	543	748	876	1,001	1,130
관계기업 등 지분관련 자산	3	3	4	6	6
기타투자자산	7	13	14	15	16
자산총계	1,170	1,595	2,141	2,805	3,568
유동부채	402	492	636	776	894
매입채무 및 기타채무	175	246	337	425	500
단기차입금	76	78	78	78	78
유동성장기부채	91	25	25	25	25
비유동부채	192	274	282	289	295
장기차입금	141	211	211	211	211
사채	0	0	0	0	0
부채총계	594	767	918	1,065	1,190
지배지분	565	817	1,213	1,732	2,371
자본금	38	38	38	38	38
자본잉여금	11	11	11	11	11
이익잉여금	522	770	1,167	1,686	2,326
비지배지분	12	11	10	9	7
자본총계	577	828	1,223	1,740	2,378
순차입금	103	36	-247	-654	-1,176
총차입금	344	386	397	408	417

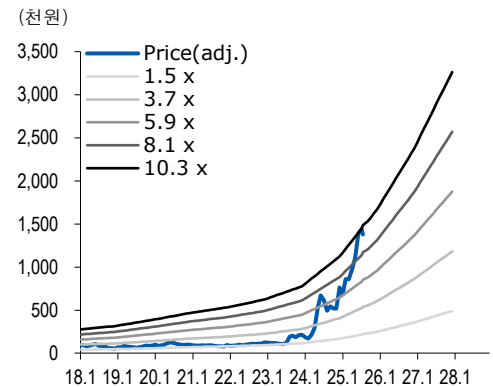
Valuation 지표 (단위: 원, 배, %)					
결산(12월)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
EPS	16,761	36,106	55,959	72,211	88,231
BPS	75,732	109,524	162,662	232,214	317,948
EBITDAPS	23,851	51,851	79,273	107,249	137,019
SPS	158,358	229,392	313,974	395,885	465,718
DPS	2,100	3,300	3,300	3,300	3,300
PER	8.8	12.3	24.7	19.1	15.6
PBR	2.0	4.1	8.5	5.9	4.3
EV/EBITDA	6.8	8.7	17.0	12.1	8.9
PSR	0.9	1.9	4.4	3.5	3.0

재무비율 (단위: 배, %)					
결산(12월)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액 증가율 (%)	31.2	44.9	36.9	26.1	17.6
영업이익 증가율 (%)	63.2	133.6	58.2	38.1	27.7
지배순이익 증가율 (%)	58.2	115.4	55.0	29.0	22.2
매출총이익률 (%)	34.9	41.9	46.0	47.7	49.1
영업이익률 (%)	12.4	19.9	23.0	25.2	27.4
지배순이익률 (%)	10.6	15.7	17.8	18.2	18.9
EBITDA 마진 (%)	15.1	22.6	25.2	27.1	29.4
ROIC	19.8	37.8	51.1	61.0	63.2
ROA	12.1	19.7	22.6	22.0	20.9
ROE	24.8	39.4	41.5	36.9	32.4
부채비율 (%)	102.9	92.6	75.1	61.2	50.0
순차입금/자기자본 (%)	18.2	4.4	-20.4	-37.8	-49.6
영업이익/금융비용 (배)	12.1	23.9	35.3	47.4	59.0

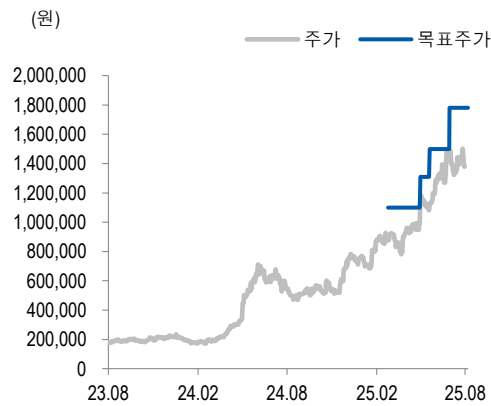
P/E band chart



P/B band chart



삼양식품 (003230) 투자등급 및 목표주가 추이



일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
2025-08-18	BUY	1,780,000	1년		
2025-07-15	BUY	1,780,000	1년		
2025-06-04	BUY	1,500,000	1년	-12.56	-0.13
2025-05-16	BUY	1,310,000	1년	-14.17	-11.53
2025-03-11	BUY	1,100,000	1년	-17.28	-9.18
담당자변경					
2023-11-08	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)	93.5
Hold(중립)	6.5
Sell(비중축소)	0
합계	100.0

주: 기준일 2025-08-16

※ 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.