

삼양식품 (003230)

관세도 날 막지 못 해

투자의견

BUY(유지)

목표주가

1,100,000 원(상향)

현재주가

926,000 원(4/23)

시가총액

6,976(십억원)

음식료 김진우_02)368-6195_jinwookim@eugenefn.com

- 1Q25 매출액 4,971억원(+4%qoq, +29%yoy), 영업이익 1,067억원(+22%qoq, +33%yoy)으로 매출액 컨센서스 부합, 영업이익 컨센서스 소폭 상회 전망. 우호적 환율 흐름이 지속되는 가운데 높은 수준의 설비 가동률을 유지하며 1분기도 레버리지 극대화가 가능할 전망. 당사 추정 1분기 면류 변동비 마진은 +12%yoy로 증가 추세
- 7월 이후 25% 상호관세 연중 지속 부과 시 2025년 연간 영업이익 영향은 무관세 시나리오 대비 -3.8% 수준으로 추정(도표6). 이는 '불닭' 제품의 브랜드 파워와 견조한 글로벌 수요를 고려할 때 충분히 극복 가능하다고 판단
- 세부공정 진척도(도표9) 고려 시 밀양 2공장의 준공 시점이 1개월 이상 지연될 가능성은 낮아졌다고 판단. 만일 지연될 경우에도 2~3주 가량 늦춰질 것이라 전망하며, 이는 회사의 펀더멘털에 큰 영향을 주지 않는 수준의 단기적 이슈. 또한, 준공 전부터 설비의 조기 시운전에 들어간 것으로 파악 중인 만큼, 3분기부터 밀양 2공장 물량이 실적에 반영되기 시작하는 데에는 무리가 없을 것이라 판단
- 이익 성장을 추정치 수정을 반영해 적용 멀티플 상향 조정. 목표주가 1,100,000원으로 상향, 투자의견 BUY 유지

주가(원,4/23)	926,000
시가총액(십억원)	6,976

발행주식수	7,533천주
52주 최고가	973,000원
최저가	276,500원
52주 일간 Beta	0.76
60일 일평균거래대금	535억원
외국인 지분율	16.6%
배당수익률(2025F)	0.5%

주주구성	
삼양라운드스퀘어 (외 7인)	45.0%
국민연금공단 (외 1인)	8.4%

주가상승(%)	1M	6M	12M
상대기준	5.4	73.1	230.3
절대기준	1.0	70.2	226.6

(원, 십억원)	현재	직전	변동
투자의견	BUY	BUY	-
목표주가	1,100,000	931,000	▲
영업이익(25)	451	419	▲
영업이익(26)	589	532	▲

12월 결산(십억원)	2023A	2024A	2025F	2026F
매출액	1,193	1,728	2,176	2,696
영업이익	148	345	451	589
세전손익	156	352	460	577
당기순이익	127	271	363	456
EPS(원)	16,761	36,106	48,201	60,490
증감률(%)	58.2	115.4	33.5	25.5
PER(배)	12.9	21.2	19.2	15.3
ROE(%)	24.8	39.4	37.2	33.9
PBR(배)	2.9	7.1	6.1	4.5
EV/EBITDA(배)	9.6	14.8	13.5	10.1

자료: 유진투자증권

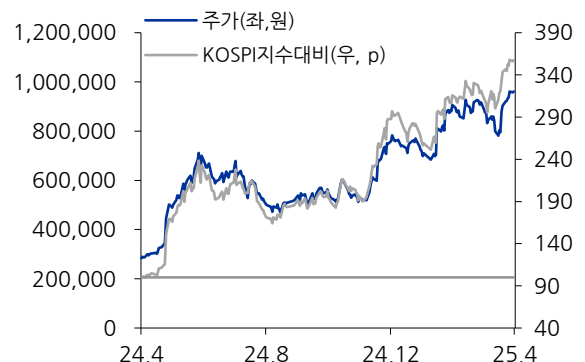


도표 1. 연간 실적 변경 내역

(단위: 십억원, %, %p)	수정전		수정후		변경률	
	2025F	2026F	2025F	2026F	2025F	2026F
매출액	2,030	2,517	2,176	2,696	7.2	7.1
영업이익	419	532	451	589	7.5	10.6
영업이익률(%)	20.6	21.1	20.7	21.8	0.1	0.7
EBITDA	473	590	510	651	7.9	10.4
EBITDA 이익률(%)	23.3	23.4	23.5	24.1	0.2	0.7
순이익	337	420	363	456	7.8	8.4

자료: 유진투자증권

도표 2. 세부 실적 추정

(십억원, %)	1Q24A	2Q24A	3Q24A	4Q24A	1Q25F	2Q25F	3Q25F	4Q25F	2024A	2025F	2026F
매출액	386	424	439	479	497	510	557	611	1,728	2,176	2,696
YoY	57.1	48.7	30.9	46.6	28.9	20.2	27.0	27.6	44.9	25.9	23.9
해외	289	332	341	374	401	417	456	500	1,336	1,775	2,287
YoY	83.0	74.9	42.2	68.6	38.8	25.7	33.8	33.6	65.1	32.8	28.9
국내	97	92	98	105	96	93	101	111	392	401	409
YoY	10.4	(3.8)	2.7	(0.1)	(0.9)	0.6	3.2	6.1	2.1	2.4	2.0
영업이익	80	89	87	88	107	111	117	115	345	451	589
YoY	235.8	103.1	101.0	142.4	33.1	24.4	34.4	31.6	133.6	30.8	30.6
OPM	20.8	21.1	19.9	18.3	21.5	21.8	21.1	18.9	19.9	20.7	21.8
당기순이익	66	70	59	76	86	87	91	99	271	363	456
YoY	194.5	101.9	55.4	141.3	29.7	23.6	54.3	31.2	114.3	33.9	25.5
NPM	17.2	16.6	13.4	15.8	17.3	17.0	16.3	16.2	15.7	16.7	16.9

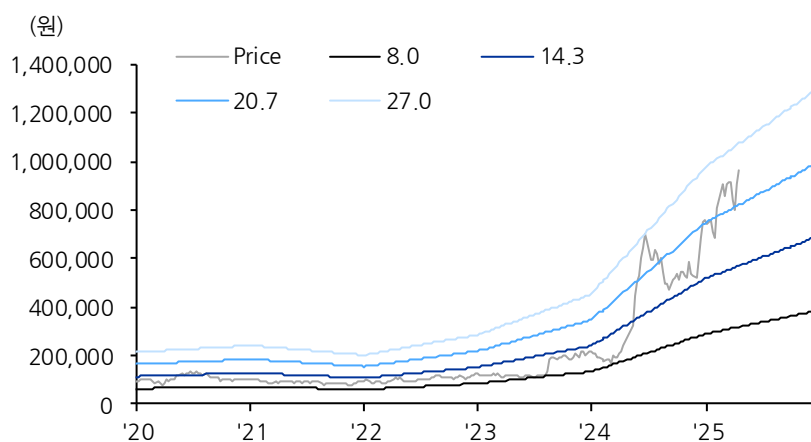
자료: 삼양식품, 유진투자증권

도표 3. 목표주가 산정 내역

구분	산식		비고
지배순이익(십억원)	㉑	409	2025F~2026F 평균
Target PER(배)	㉒	20.5	2017~2019년 평균
기업가치(십억원)	㉓ = ㉑ × ㉒	8,397	
주식수(천주)	㉔	7,533	
주당가치(원)	㉕ = ㉓ ÷ ㉔	1,114,659	
목표주가(원)		1,110,000	
현재주가(원)		926,000	2025년 4월 23일 종가
상승여력(%)		20	

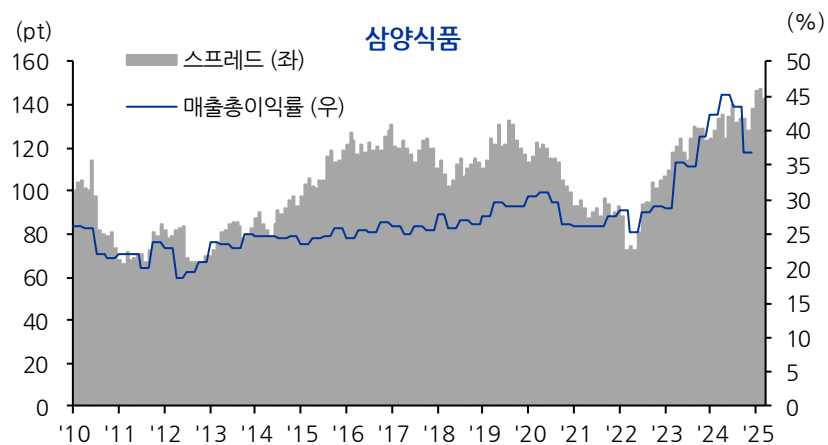
자료: 유진투자증권

도표 4. PER Band Chart



자료: 유진투자증권

도표 5. 삼양식품 가중평균 스프레드



자료: 유진투자증권

도표 6. 25% 상호관세 부과 시 시나리오: Base case 기준 2025년 영업이익 3.79% 훼손

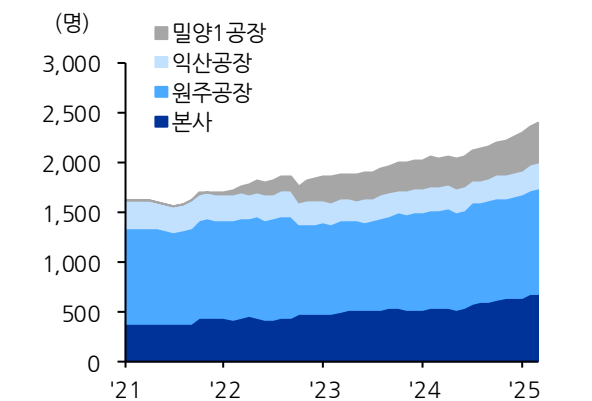
2025 영업이익 변화율 (단위: %)		수요의 가격탄력성										
		-1.0	-0.9	-0.8	-0.7	-0.6	-0.5	-0.4	-0.3	-0.2	-0.1	0.0
관세로 인한 판매가 상승률	0.0%	-13.25	-13.25	-13.25	-13.25	-13.25	-13.25	-13.25	-13.25	-13.25	-13.25	-13.25
	2.5%	-12.05	-12.04	-12.02	-12.01	-12.00	-11.99	-11.97	-11.96	-11.95	-11.94	-11.92
	5.0%	-10.91	-10.88	-10.85	-10.82	-10.79	-10.76	-10.72	-10.69	-10.66	-10.63	-10.60
	7.5%	-9.85	-9.79	-9.73	-9.67	-9.62	-9.56	-9.50	-9.45	-9.39	-9.33	-9.27
	10.0%	-8.85	-8.76	-8.67	-8.58	-8.49	-8.40	-8.31	-8.22	-8.13	-8.04	-7.95
	12.5%	-7.91	-7.78	-7.65	-7.52	-7.40	-7.27	-7.14	-7.01	-6.88	-6.75	-6.62
	15.0%	-7.04	-6.87	-6.69	-6.52	-6.34	-6.17	-6.00	-5.82	-5.65	-5.47	-5.30
	17.5%	-6.24	-6.01	-5.79	-5.56	-5.33	-5.11	-4.88	-4.65	-4.43	-4.20	-3.97
	20.0%	-5.50	-5.22	-4.93	-4.65	-4.36	-4.08	-3.79	-3.51	-3.22	-2.93	-2.65
	22.5%	-4.83	-4.48	-4.13	-3.78	-3.43	-3.08	-2.73	-2.38	-2.03	-1.68	-1.32
	25.0%	-4.23	-3.80	-3.38	-2.96	-2.54	-2.11	-1.69	-1.27	-0.85	-0.42	0.00

자료: 유진투자증권

참고: 25% 인상 시 관세 부담을 모두 판가로 전이. 0% 인상 시 동일한 최종 가격 유지를 위해 기업이 25%의 실질적 판가 인하

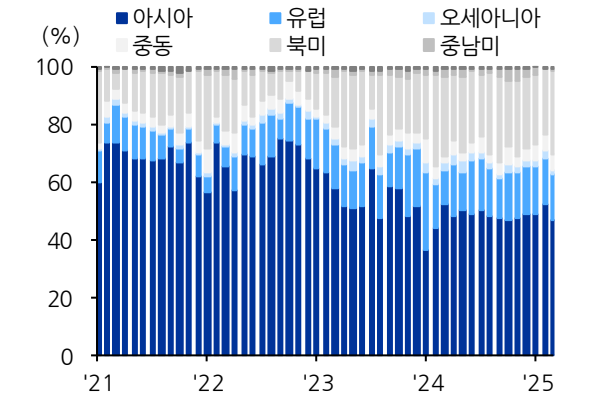
가정: 상호관세 25% 연내 유지(7~12월). 관세로 인한 판가 인상은 7월 초부터 즉시 시행, 수요 저항 효과도 7월부터 바로 작용

도표 7. 공장별 인력 추정



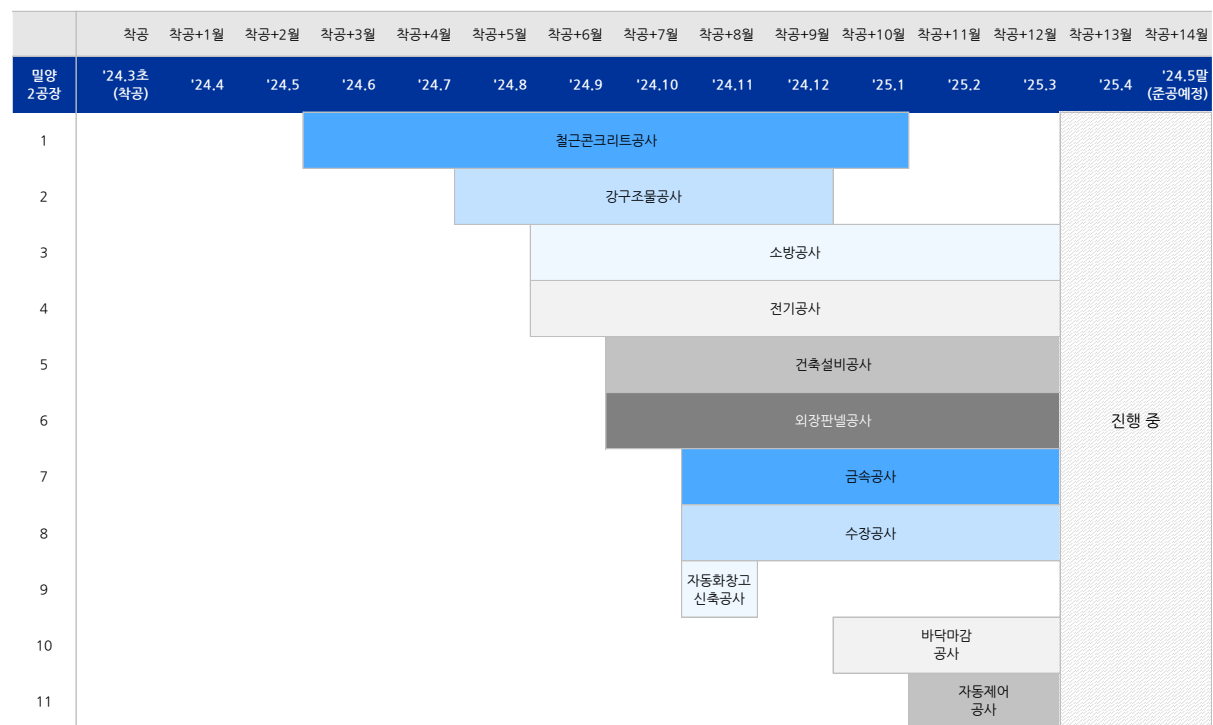
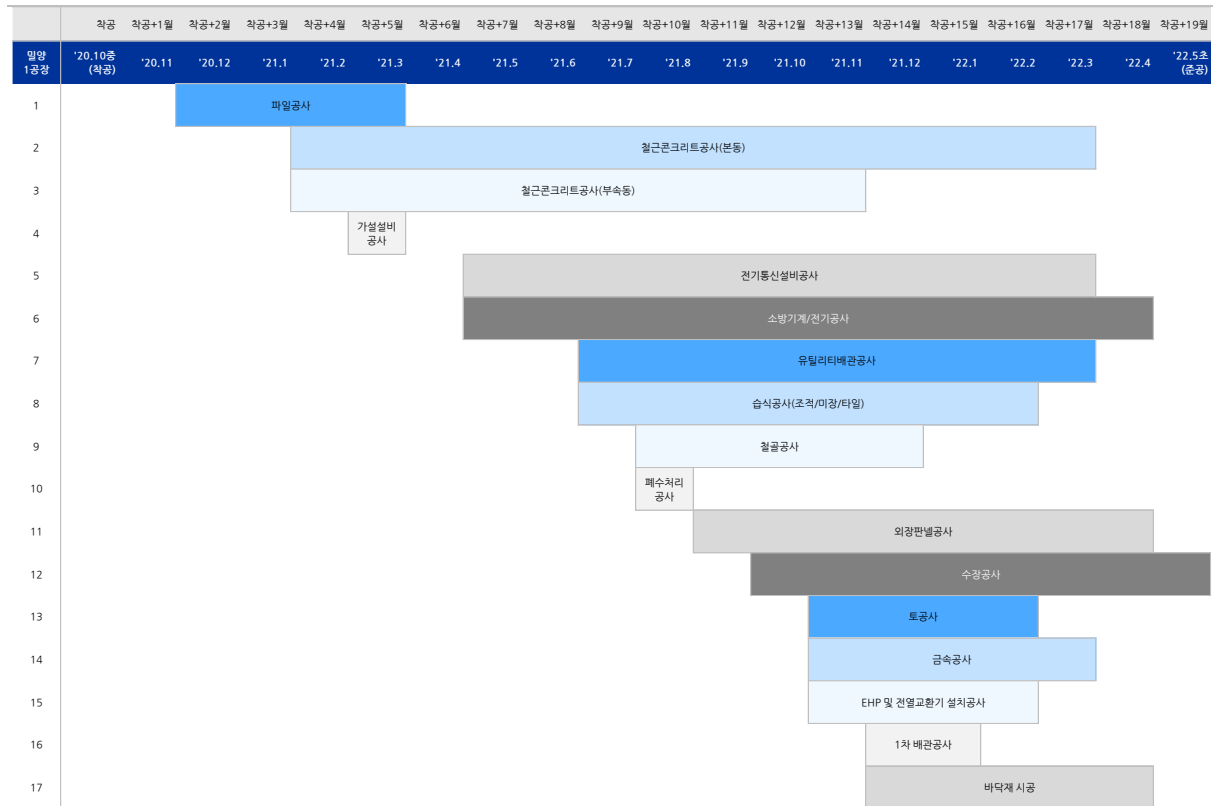
자료: 유진투자증권

도표 8. 지역별 라면 수출비중 추정



자료: KITA, 유진투자증권

도표 9. 밀양 1 공장(위), 2 공장(아래) 증설 공정표 (추정)



자료: 유진투자증권

참고: 각 공사를 진행한 사업장의 존속여부로 추정하였으므로 실 공사기간과 상이할 수 있음

삼양식품(003230.KS) 재무제표

대차대조표

(단위:십억원)	2022A	2023A	2024A	2025F	2026F
자산총계	925	1,170	1,595	1,881	2,337
유동자산	354	497	682	828	1,206
현금성자산	111	241	350	450	785
매출채권	86	81	138	156	176
재고자산	110	142	148	176	199
비유동자산	571	673	913	1,053	1,131
투자자산	42	73	105	109	113
유형자산	475	543	748	879	945
기타	54	57	59	65	73
부채총계	470	594	767	733	773
유동부채	225	402	492	461	486
매입채무	141	175	246	233	263
유동성이자부채	52	176	132	112	106
기타	32	51	114	115	117
비유동부채	245	192	274	273	287
비유동이자부채	231	169	254	252	265
기타	14	23	20	21	22
자본총계	455	577	828	1,148	1,564
지배지분	453	565	817	1,136	1,553
자본금	38	38	38	38	38
자본잉여금	11	11	11	11	11
이익잉여금	409	522	770	1,094	1,511
기타	(5)	(6)	(2)	(7)	(7)
비지배지분	2	12	11	11	11
자본총계	455	577	828	1,148	1,564
총차입금	283	344	386	364	371
순차입금	172	103	36	(86)	(414)

현금흐름표

(단위:십억원)	2022A	2023A	2024A	2025F	2026F
영업현금	48	168	358	260	403
당기순이익	80	127	271	363	456
자산상각비	25	32	46	60	62
기타비현금성손익	2	45	93	(105)	(103)
운전자본증감	(63)	(8)	(7)	(58)	(12)
매출채권감소(증가)	(25)	0	(16)	(18)	(20)
재고자산감소(증가)	(64)	(39)	5	(28)	(22)
매입채무증가(감소)	15	21	(7)	(13)	30
기타	10	10	11	1	1
투자현금	(100)	(24)	(214)	(202)	(141)
단기투자자산감소	10	14	8	(1)	(1)
장기투자증권감소	(0)	(0)	0	0	0
설비투자	88	45	228	187	125
유형자산처분	1	0	0	0	0
무형자산처분	8	(3)	(5)	(11)	(11)
재무현금	37	(20)	(35)	41	72
차입금증가	68	4	(3)	80	111
자본증가	(20)	(12)	(19)	(39)	(39)
배당금지급	14	12	19	39	39
현금 증감	(18)	122	116	99	334
기초현금	114	97	219	335	433
기말현금	97	219	335	433	768
Gross Cash flow	107	204	410	318	415
Gross Investment	173	45	229	260	152
Free Cash Flow	(66)	159	181	58	263

자료: 유진투자증권

손익계산서

(단위:십억원)	2022A	2023A	2024A	2025F	2026F
매출액	909	1,193	1,728	2,176	2,696
증가율(%)	0.0	31.2	44.9	25.9	23.9
매출원가	658	776	1,005	1,239	1,500
매출총이익	251	417	723	937	1,197
판매 및 일반관리비	161	269	379	486	608
기타영업손익	0	67	41	28	25
영업이익	90	148	345	451	589
증가율(%)	0.0	63.2	133.6	30.8	30.6
EBITDA	115	180	391	510	651
증가율(%)	0.0	55.9	117.4	30.7	27.5
영업외손익	12	9	7	9	(12)
이자수익	2	5	10	17	16
이자비용	5	12	14	13	13
지분법손익	2	11	0	0	0
기타영업손익	12	5	11	6	(15)
세전순이익	102	156	352	460	577
증가율(%)	0.0	53.3	124.9	30.7	25.5
법인세비용	22	30	80	97	121
당기순이익	80	127	271	363	456
증가율(%)	0.0	57.7	114.3	33.9	25.5
지배주주지분	80	126	272	363	456
증가율(%)	0.0	58.2	115.4	33.5	25.5
비지배지분	0	0	(1)	0	0
EPS(원)	10,593	16,761	36,106	48,201	60,490
증가율(%)	0.0	58.2	115.4	33.5	25.5
수정EPS(원)	10,593	16,761	36,106	48,201	60,490
증가율(%)	0.0	58.2	115.4	33.5	25.5

주요투자지표

	2022A	2023A	2024A	2025F	2026F
주당지표(원)					
EPS	10,593	16,761	36,106	48,201	60,490
BPS	60,129	74,979	108,436	150,854	206,144
DPS	1,400	2,100	3,300	4,300	6,100
밸류에이션(배, %)					
PER	12.0	12.9	25.6	19.2	15.3
PBR	2.1	2.9	8.5	6.1	4.5
EV/EBITDA	9.8	9.6	18.0	13.5	10.1
배당수익률	1.1	1.0	0.4	0.5	0.7
PCR	8.9	8.0	17.0	22.0	16.8
수익성(%)					
영업이익률	9.9	12.4	19.9	20.7	21.8
EBITDA이익률	12.7	15.1	22.6	23.5	24.1
순이익률	8.8	10.6	15.7	16.7	16.9
ROE	18.9	24.8	39.4	37.2	33.9
ROIC	13.2	18.6	35.0	37.5	42.5
안정성 (배, %)					
순차입금/자기자본	37.8	17.8	4.3	(7.5)	(26.4)
유동비율	157.1	123.7	138.5	179.6	248.1
이자보상배율	18.9	12.1	23.9	34.1	46.4
활동성 (회)					
총자산회전율	1.1	1.1	1.2	1.3	1.3
매출채권회전율	12.7	14.3	15.7	14.8	16.2
재고자산회전율	11.7	9.4	11.9	13.4	14.4
매입채무회전율	7.0	7.5	8.2	9.1	10.9

Compliance Notice

당사는 자료 작성일 기준으로 지난 3개월 간 해당종목에 대해서 유가증권 발행에 참여한 적이 없습니다

당사는 본 자료 발간일을 기준으로 해당종목의 주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다

당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다

조사분석담당자는 자료작성일 현재 동 종목과 관련하여 재산적 이해관계가 없습니다

동 자료에 게재된 내용들은 조사분석담당자 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다

동 자료는 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있습니다

동 자료는 당사의 동의 없이 어떠한 경우에도 어떠한 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형, 대여할 수 없습니다

동 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다.

따라서 어떠한 경우에도 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재에 대한 증빙자료로 사용될 수 없습니다

투자기간 및 투자등급/투자의견 비율

종목추천 및 업종추천 투자기간: 12개월 (추천기준일 종가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미함)

당사 투자의견 비율(%)

· STRONG BUY(매수)	추천기준일 종가대비 +50%이상	0%
· BUY(매수)	추천기준일 종가대비 +15%이상 ~ +50%미만	96%
· HOLD(중립)	추천기준일 종가대비 -10%이상 ~ +15%미만	4%
· REDUCE(매도)	추천기준일 종가대비 -10%미만	0%

(2025.03.31 기준)

