

Company Update

Analyst 김태현
02) 6915-5658
kith0923@ibks.com

매수 (유지)

목표주가 1,080,000원
현재가 (2/6) 809,000원

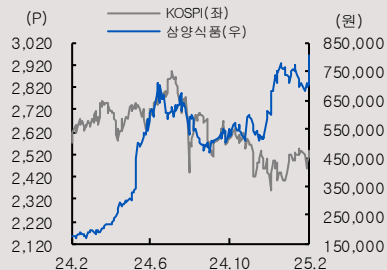
KOSPI (2/6)	2,536.75pt
시가총액	6,094십억원
발행주식수	7,533천주
액면가	5,000원
52주 최고가	809,000원
최저가	170,900원
60일 일평균거래대금	59십억원
외국인 지분율	15.3%
배당수익률 (2024F)	0.5%

주주구성	
삼양라운드스퀘어 외 6	44.98%
국민연금공단	8.41%

주가상승	1M	6M	12M
상대기준	8%	42%	363%
절대기준	10%	43%	356%

	현재	직전	변동
투자의견	매수	매수	-
목표주가	1,080,000	760,000	▲
EPS(24)	36,096	33,734	▲
EPS(25)	44,077	38,251	▲

삼양식품 주가추이



본 조시분석자료는 당사 리서치본부에서 신뢰할 만한 자료 및 정보를 바탕으로 작성한 것이나 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으며, 과거의 자료를 기초로 한 투자참고 자료로서 향후 주가 움직임은 과거의 패턴과 다를 수 있습니다. 고객께서는 자신의 판단과 책임 하에 종목 선택이나 투자시기에 대해 최종 결정하시기 바라며, 본 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

삼양식품 (003230)

상승 흐름, 멈출 이유가 없다

미국 수출 고성장제 지속

투자 의견 매수를 유지하고, 상승한 밸류에이션과 실적 추정치를 반영해 목표주가를 108만원(기존 76만원)으로 42% 상향 조정한다. 작년 4분기 실적이 시장 기대치를 상회했다. 특히 우호적인 환율 효과와 10월 미국 월마트 내 인스턴트누들 매대 이동 효과로 인해 미국 법인 매출이 1,104억원(+140% yoy)으로 대폭 증가했다. 스플래시 불담 행사로 인지도가 한층 높아진 가운데, 오는 3분기부터 본격 가동될 밀양 2공장 초기 가동률이 예상보다 빠르게 오를 가능성이 높다는 기존 전망을 유지한다.

2021년 8월 미국 법인 설립 이후 매출은 22년 623억원에서 23년 1,596억원(+155%)으로 성장했으며, 작년에는 3,786억원(+137%)을 기록하며 가파른 성장세를 이어가고 있다. 하반기 생산량 증가와 함께 월마트, 코스트코뿐만 아니라 타겟, 샘즈클럽 등 미국 내 주요 유통 채널로의 확장을 고려할 때, 올해 미국 법인 매출은 6,000억원을 넘어설 것으로 예상된다.

밀양 2공장 27년 말 풀캐파 도달 예상

밀양 1공장은 2022년 5월 가동을 시작한 후, 23년 9월 풀 캐파에 도달했다. 불담볶음면의 글로벌 수요 증가세를 감안하면 올해 7월 본 가동 예정인 밀양 2공장은 보수적으로 보더라도 27년 말에는 풀캐파에 이를 것으로 전망된다. 밀양 2공장은 1공장 풀캐파 진입 후 약 2년이 지나고 완공됨에 따라 그간 공급 부족에 따른 판매 손실이 불가피했다. 하지만 밀양 2공장 풀캐파 이전에 중국 공장이 가동(목표: 27년 1분기)될 것으로 예상됨에 따라 적어도 28년 말까지는 시장의 수요만큼 원활한 제품 공급이 가능할 것으로 사료된다.

끝 모를 성장 스토리가 지속되고 있다. 주가가 단기간 급등했지만, 작년 80% 수준인 면·스낵 해외 비중이 2공장이 풀 캐파에 도달하면 약 87%, 중국 공장 신설 이후 90%를 넘어설 것으로 예상된다. 이를 감안할 때, 업종 평균(25년 PER: 10.2배) 대비 약 80%의 밸류에이션 프리미엄은 충분히 정당화될 수 있다는 생각이다. 수출 데이터, 설비 투자, 투입 원가 및 원·달러 환율 흐름 등을 종합적으로 고려했을 때, 현시점에서 특별히 우려할 만한 요소는 없는 것으로 보인다.

(단위:십억원배)	2022	2023	2024P	2025F	2026F
매출액	909	1,193	1,730	2,292	2,923
영업이익	90	148	344	425	534
세전이익	102	156	350	426	539
지배주주순이익	80	126	272	332	417
EPS(원)	10,593	16,761	36,096	44,077	55,396
증가율(%)	41.6	58.2	115.4	22.1	25.7
영업이익률(%)	9.9	12.4	19.9	18.5	18.3
순이익률(%)	8.8	10.6	15.7	14.5	14.3
ROE(%)	18.9	24.8	39.3	34.4	32.1
PER	12.0	12.9	21.2	18.4	14.6
PBR	2.1	2.9	7.0	5.5	4.1
EV/EBITDA	9.8	9.6	15.3	13.2	10.7

자료: Company data, IBK투자증권 예상

표 1. 삼양식품 실적 추이 및 전망

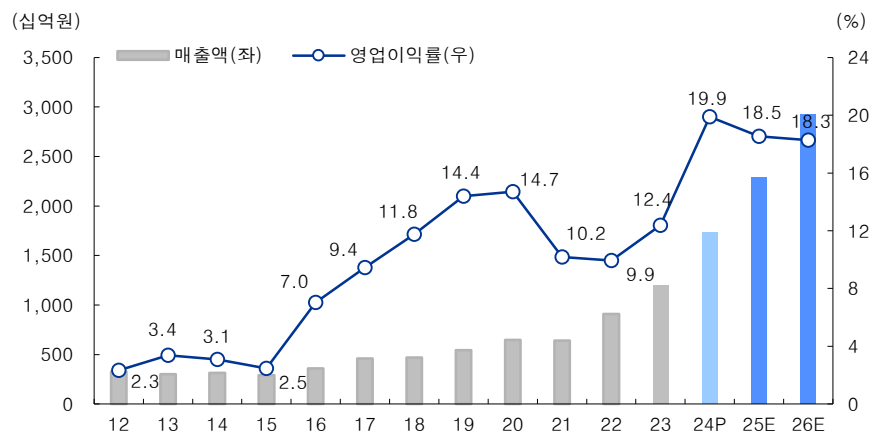
(단위: 십억원)

	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24P	1Q25E	2Q25E	3Q25E	4Q25E	2023	2024P	2025E
매출액	385.7	424.4	439.0	480.8	475.4	515.9	611.9	688.3	1,192.9	1,730.0	2,291.5
면스넥	354.6	389.6	402.8	409.8	436.2	474.2	564.3	604.5	1,122.5	1,556.7	2,079.3
- 수출	286.0	321.9	332.8	329.5	364.9	403.0	488.2	515.7	793.4	1,270.1	1,771.8
- 내수	68.6	67.7	70.1	80.2	71.3	71.3	76.1	88.8	329.1	286.6	307.5
기타	41.9	42.7	47.3	75.0	51.2	53.6	59.6	96.8	130.0	206.9	261.2
매출에누리	-10.7	-7.8	-7.8	-4.0	-12.0	-12.0	-12.0	-13.0	-59.6	-30.4	-49.0
YoY	57.1%	48.7%	30.9%	47.1%	23.2%	21.5%	39.4%	43.2%	31.2%	45.0%	32.5%
면스넥	51.8%	45.6%	28.4%	33.2%	23.0%	21.7%	40.1%	47.5%	31.2%	38.7%	33.6%
- 수출	84.7%	72.5%	41.9%	51.6%	27.6%	25.2%	46.7%	56.5%	31.6%	60.1%	39.5%
- 내수	-12.9%	-16.4%	-11.6%	-11.0%	3.9%	5.3%	8.7%	10.7%	30.3%	-12.9%	7.3%
기타	71.7%	30.2%	29.0%	107.5%	22.3%	25.5%	26.0%	29.0%	25.7%	59.1%	26.2%
매출원가	222.2	232.0	247.8	247.6	274.8	280.6	347.5	355.2	776.2	949.7	1,258.2
YoY	26.8%	25.7%	13.6%	24.8%	23.7%	21.0%	40.2%	43.4%	18.0%	22.4%	32.5%
% COGS	57.6	54.7	56.5	51.5	57.8	54.4	56.8	51.6	65.1	54.9	54.9
매출총이익	163.5	192.4	191.1	233.2	200.6	235.2	264.3	333.1	416.7	780.3	1,033.4
YoY	132.4%	90.9%	63.1%	81.6%	22.7%	22.3%	38.3%	42.9%	65.9%	87.2%	32.4%
% GPM	42.4	45.3	43.5	48.5	42.2	45.6	43.2	48.4	34.9	45.1	45.1
판매관리비	83.4	102.9	103.8	145.8	105.5	128.5	159.1	215.4	269.2	436.0	608.5
YoY	79.3%	81.4%	40.8%	58.1%	26.5%	24.8%	53.2%	47.7%	67.4%	62.0%	39.6%
% SG&A	21.6	24.3	23.7	30.3	22.2	24.9	26.0	31.3	22.6	25.2	26.6
영업이익	80.1	89.5	87.3	87.3	95.1	106.8	105.2	117.7	147.5	344.2	424.8
YoY	235.8%	103.1%	101.0%	141.5%	18.7%	19.4%	20.5%	34.8%	63.2%	133.4%	23.4%
% OPM	20.8	21.1	19.9	18.2	20.0	20.7	17.2	17.1	12.4	19.9	18.5

자료: 삼양식품, IBK투자증권

주: 4Q24 매출액 세부 항목과 매출원가, 판매관리비는 추정치임

그림 1. 삼양식품 연결 실적 추이 및 전망



자료: 삼양식품, IBK투자증권

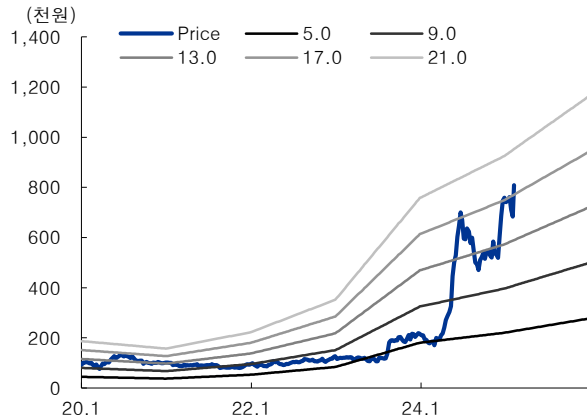
표 2. 삼양식품 목표주가 산출

구분	내용	비고
12M forward EPS	45,963원	
Target PER	23.4배	과거 4개년(2021-24) 동안 각 년도의 PER 배수 최고치를 평균한 값에 50% 할증
적정주가	1,076,219원	12M Forward EPS x Target PER
목표주가	1,080,000원	기존 760,000원 대비 42.1% 상향
현재주가	809,000원	(2025.02.06 종가)
상승여력	33.5%	

자료: IBK투자증권

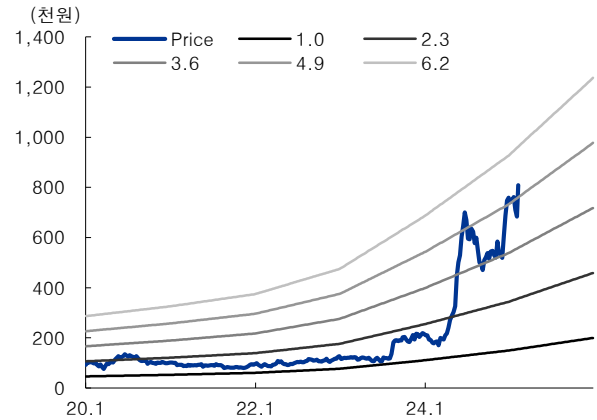
주: 24/07/04부터 각 년도 PER 배수 최고치에 '50% 할증' 하여 Target PER 적용 중

그림 2. 삼양식품 Fwd PER 밴드차트



자료: Wisefn, IBK투자증권

그림 3. 삼양식품 Fwd PBR 밴드차트



자료: Wisefn, IBK투자증권

그림 4. 삼양식품 주가 추이 및 이벤트 정리



삼양식품 (003230)

포괄손익계산서

(십억원)	2022	2023	2024F	2025F	2026F
매출액	909	1,193	1,730	2,292	2,923
증가율(%)	41.6	31.2	45.0	32.5	27.5
매출원가	658	776	950	1,258	1,601
매출총이익	251	417	780	1,033	1,322
매출총이익률 (%)	27.6	35.0	45.1	45.1	45.2
판매비	161	269	436	609	788
판매비율(%)	17.7	22.5	25.2	26.6	27.0
영업이익	90	148	344	425	534
증가율(%)	38.3	63.2	133.4	23.4	25.7
영업이익률(%)	9.9	12.4	19.9	18.5	18.3
순금융손익	-2	-6	-4	-2	6
이자손익	-3	-7	-7	-3	5
기타	1	1	3	1	1
기타영업외손익	12	10	10	3	-1
중속/관계기업손익	2	6	0	0	0
세전이익	102	156	350	426	539
법인세	22	30	77	94	121
법인세율	21.6	19.2	22.0	22.1	22.4
계속사업이익	80	127	272	332	418
중단사업손익	0	0	0	0	0
당기순이익	80	127	272	332	418
증가율(%)	41.7	57.7	115.1	22.1	25.7
당기순이익률 (%)	8.8	10.6	15.7	14.5	14.3
지배주주당기순이익	80	126	272	332	417
기타포괄이익	5	-2	2	0	0
총포괄이익	85	124	274	332	418
EBITDA	115	180	385	468	572
증가율(%)	43.0	55.9	114.2	21.7	22.2
EBITDA마진율(%)	12.7	15.1	22.3	20.4	19.6

투자지표

(12월 결산)	2022	2023	2024F	2025F	2026F
주당지표(원)					
EPS	10,593	16,761	36,096	44,077	55,396
BPS	60,129	74,979	108,707	147,833	197,685
DPS	1,400	2,100	4,000	4,500	5,600
밸류에이션(배)					
PER	12.0	12.9	21.2	18.4	14.6
PBR	2.1	2.9	7.0	5.5	4.1
EV/EBITDA	9.8	9.6	15.3	13.2	10.7
성장성지표(%)					
매출증가율	41.6	31.2	45.0	32.5	27.5
EPS증가율	41.6	58.2	115.4	22.1	25.7
수익성지표(%)					
배당수익률	1.1	1.0	0.5	0.6	0.7
ROE	18.9	24.8	39.3	34.4	32.1
ROA	9.6	12.1	20.1	19.5	20.0
ROIC	16.5	21.5	36.2	33.4	33.4
안정성지표(%)					
부채비율(%)	103.4	102.9	84.8	66.9	53.4
순차입금 비율(%)	36.7	16.3	15.2	5.4	0.3
이자보상배율(배)	18.9	12.1	20.6	24.4	33.2
활동성지표(배)					
매출채권회전율	13.3	14.6	13.4	10.1	8.8
재고자산회전율	11.7	9.4	9.5	8.5	7.6
총자산회전율	1.1	1.1	1.3	1.3	1.4

*주당지표 및 밸류에이션은 지배주주순의 및 지배주주지분 기준

재무상태표

(십억원)	2022	2023	2024F	2025F	2026F
유동자산	354	497	736	1,005	1,341
현금및현금성자산	97	219	251	286	336
유가증권	14	22	36	59	74
매출채권	84	80	178	275	392
재고자산	110	142	221	317	453
비유동자산	571	673	800	875	963
유형자산	475	543	647	682	732
무형자산	54	55	66	75	85
투자자산	14	11	16	17	18
자산총계	925	1,170	1,536	1,880	2,304
유동부채	225	402	428	477	528
매입채무및기타채무	86	107	120	138	165
단기차입금	47	76	67	69	87
유동성장기부채	1	91	96	98	101
비유동부채	245	192	277	277	274
사채	75	0	100	99	98
장기차입금	151	141	113	102	90
부채총계	470	594	705	753	802
지배주주지분	453	565	819	1,114	1,489
자본금	38	38	38	38	38
자본잉여금	11	11	11	11	11
자본조정등	-7	-7	-7	-7	-7
기타포괄이익누계액	1	0	2	2	2
이익잉여금	409	522	775	1,070	1,445
비지배주주지분	2	12	12	13	13
자본총계	455	577	831	1,126	1,503
비이자부채	192	259	291	348	388
총차입금	278	335	414	405	414
순차입금	167	94	126	61	4

현금흐름표

(십억원)	2022	2023	2024F	2025F	2026F
영업활동 현금흐름	48	168	119	197	231
당기순이익	80	127	272	332	418
비현금성 비용 및 수익	27	48	46	42	34
유형자산감가상각비	25	32	48	52	48
무형자산상각비	0	0	-7	-9	-10
운전자본변동	-63	-8	-149	-175	-225
매출채권등의 감소	-25	0	-99	-97	-117
재고자산의 감소	-64	-39	-76	-95	-136
매입채무등의 증가	15	21	10	17	28
기타 영업현금흐름	4	1	-50	-2	4
투자활동 현금흐름	-100	-24	-144	-153	-153
유형자산의 증가(CAPEX)	-88	-45	-130	-87	-98
유형자산의 감소	1	0	0	0	0
무형자산의 감소(증가)	8	-3	-2	0	0
투자자산의 감소(증가)	8	0	10	-1	-1
기타	-29	24	-22	-65	-54
재무활동 현금흐름	37	-20	-10	-9	-28
차입금의 증가(감소)	70	8	-23	-11	-12
자본의 증가	0	0	0	0	0
기타	-33	-28	13	2	-16
기타 및 조정	-3	-2	68	-1	0
현금의 증가	-18	122	33	34	50
기초현금	114	97	219	251	286
기말현금	97	219	251	286	336

Compliance Notice

동 자료에 게재된 내용들은 외부의 압력이나 부당한 간섭없이 본인의 의견을 정확하게 반영하여 작성되었음을 확인합니다.
 동 자료는 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
 동 자료는 조사분석자료 작성에 참여한 외부인(계열회사 및 그 임직원등)이 없습니다.
 조사분석 담당자 및 배우자는 해당종목과 재산적 이해관계가 없습니다.
 동 자료에 언급된 종목의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
 당사는 상기 명시한 사항 외 고지해야 하는 특별한 이해관계가 없습니다.

종목명	담당자	담당자(배우자) 보유여부			1%이상 보유여부	유가증권 발행관련	계열사 관계여부	공개매수 사무취급	IPO	회사채 지급보증	중대한 이해관계	M&A 관련
		수량	취득가	취득일								
해당 사항 없음												

투자의견 안내 (투자기간 12개월)

종목 투자의견 (절대수익률 기준)			
매수 15% 이상	Trading Buy (중립) 0%~15%	중립 -15%~0%	축소 -15% 이상 하락
업종 투자의견 (상대수익률 기준)			
비중확대 +10% ~	중립 -10% ~ +10%	비중축소 ~ -10%	

투자등급 통계 (2024.01.01~2024.12.31)

투자등급 구분	건수	비율(%)
매수	132	91.7
Trading Buy (중립)	7	4.9
중립	5	3.5
매도	0	0

최근 2년간 주가 그래프 및 목표주가(대상 시점 1년) 변동 추이

(▲) 매수, (■) Trading Buy (중립), (●) 중립, (◆) 축소, (■) Not Rated / 담당자 변경

