

## Company Update

Analyst 김태현

RA 강민구

02) 6915-5658

kith0923@ibks.com

## 매수 (유지)

목표주가 720,000원

현재가 (12/3) 582,000원

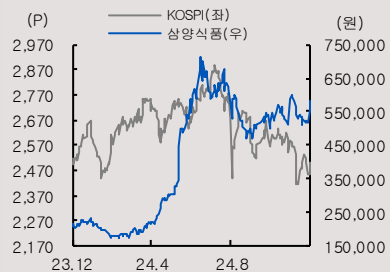
KOSPI (12/3)	2,500.10pt
시가총액	4,384십억원
발행주식수	7,533천주
액면가	5,000원
52주 최고가	712,000원
최저가	170,900원
60일 일평균거래대금	39십억원
외국인 지분율	13.0%
배당수익률 (2024F)	0.8%

주주구성	
삼양라운드스퀘어 외 6	44.98%
국민연금공단	9.43%

추가상승	1M	6M	12M
상대기준	14%	6%	171%
절대기준	12%	-1%	170%

	현재	직전	변동
투자의견	매수	매수	-
목표주가	720,000	720,000	-
EPS(24)	33,734	33,734	-
EPS(25)	38,251	38,251	-

## 삼양식품 주가추이



본 조사분석자료는 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)

## 40% 증설로는 부족할지도

## 밀양2공장 공사 순조, 추가 증설 검토 중

현재 건설중인 밀양2공장이 내년 6월, 늦어도 7월에는 상업 생산에 들어갈 것으로 예상되는 가운데, 해외 생산 공장 설립 가능성도 열어두고 추가적인 증설을 검토중인 것으로 파악된다. 밀양2공장이 준공되면 생산 능력이 기존 대비 약 40%(기존 18억개+신규 7억개) 증가하지만, 미국과 유럽, 중국 등 핵심 지역에서 여전히 높은 소비자 수요와 유통망 확대 여지를 고려하면 초기 가동률이 예상보다 빠르게 오를 가능성이 적지 않아 보인다. 과거 밀양1공장은 준공 이후 인력수급(숙련공 원주→밀양 재배치) 등의 이슈로 정상화에 약 1년반의 기간이 소요됐지만, 밀양2공장은 1공장 인근에 위치해 생산 안정화 과정이 수월할 것으로 예상된다. 밀양2공장 가동 초기에는 봉지면 위주로 ASP가 높은 미국과 유럽 시장 공급에 주력할 전망이다.

## 수요 대비 공급 많이 부족해

미국 수출 확대 기대감은 여전히 높아 보인다. 미국 법인 매출에서 비중이 가장 큰 월마트(3Q24 비중: 19.4%)의 경우 전 매장에서 불닭볶음면이 판매되고 있지만, 매대 물량을 온전히 채우지 못하고 있는 상황이다. 두번째로 큰 코스트코(7.8%)의 입점률은 아직 50% 수준이다. 또 9월부터 타겟에 신규 입점했으며, 크로거 입점률도 확대하고 있어 향후 공급이 원활해진다면 주력 유통 채널로 부상할 전망이다. 지역 슈퍼마켓 신규 진출 기대감도 유효하다. 유럽도 네덜란드와 독일, 폴란드 메인스트림 채널 중심으로 확장 중이며, 밀양2공장 가동 이후 유럽 판매법인을 통한 판매망 확대에 속도가 붙을 전망이다. 중국도 아직 2선 도시로의 판로 확장이 온전히 이뤄지지 않아 추가 성장 여력이 높다.

## 높은 영업 마진율 유지될 듯

연말 성과급 지급 관련, 영업이익의 일정비율 충당금을 쌓아왔기에 4분기 일회성 비용 발생 우려는 제한적이다. 내년 미국 보편관세 정책이 현실화되더라도, 채널믹스로 헷지 가능할 것으로 예상된다.

(단위:십억원,배)	2022	2023	2024F	2025F	2026F
매출액	909	1,193	1,656	2,045	2,610
영업이익	90	148	319	361	440
세전이익	102	156	326	369	458
지배주주순이익	80	126	254	288	356
EPS(원)	10,593	16,761	33,734	38,251	47,228
증가율(%)	41.6	58.2	101.3	13.4	23.5
영업이익률(%)	9.9	12.4	19.3	17.7	16.9
순이익률(%)	8.8	10.6	15.3	14.1	13.6
ROE(%)	18.9	24.8	37.2	31.1	29.4
PER	12.0	12.9	17.3	15.2	12.3
PBR	2.1	2.9	5.5	4.2	3.2
EV/EBITDA	9.8	9.6	12.5	11.0	9.1

자료: Company data, IBK투자증권 예상

표 1. 삼양식품 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)

	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24E	1Q25E	2Q25E	3Q25E	4Q25E	2023	2024E	2025E
<b>매출액</b>	<b>385.7</b>	<b>424.4</b>	<b>439.0</b>	<b>406.4</b>	<b>451.2</b>	<b>489.1</b>	<b>540.6</b>	<b>563.8</b>	<b>1,192.9</b>	<b>1,655.6</b>	<b>2,044.7</b>
면스넥	354.6	389.6	402.8	379.6	416.2	451.7	497.8	528.2	1,122.5	1,526.6	1,893.9
- 수출	286.0	321.9	332.8	301.7	344.9	380.4	421.6	442.0	793.4	1,242.3	1,589.0
- 내수	68.6	67.7	70.1	77.9	71.3	71.3	76.1	86.2	329.1	284.2	304.9
기타	41.9	42.7	47.3	40.8	47.0	49.4	54.8	48.6	130.0	172.7	199.8
매출에누리	-10.7	-7.8	-7.8	-14.0	-12.0	-12.0	-12.0	-13.0	-59.6	-40.4	-49.0
<b>YoY</b>	<b>57.1%</b>	<b>48.7%</b>	<b>30.9%</b>	<b>24.4%</b>	<b>17.0%</b>	<b>15.2%</b>	<b>23.2%</b>	<b>38.7%</b>	<b>31.2%</b>	<b>38.8%</b>	<b>23.5%</b>
면스넥	51.8%	45.6%	28.4%	23.4%	17.4%	16.0%	23.6%	39.2%	31.2%	36.0%	24.1%
- 수출	84.7%	72.5%	41.9%	38.8%	20.6%	18.2%	26.7%	46.5%	31.6%	56.6%	27.9%
- 내수	-12.9%	-16.4%	-11.6%	-13.6%	3.9%	5.3%	8.7%	10.7%	30.3%	-13.6%	7.3%
기타	71.7%	30.2%	29.0%	12.9%	12.3%	15.5%	16.0%	19.0%	25.7%	32.8%	15.7%
<b>매출원가</b>	<b>222.2</b>	<b>232.0</b>	<b>247.8</b>	<b>228.0</b>	<b>261.7</b>	<b>266.5</b>	<b>305.4</b>	<b>318.5</b>	<b>776.2</b>	<b>930.1</b>	<b>1,152.2</b>
YoY	26.8%	25.7%	13.6%	14.9%	17.8%	14.9%	23.2%	39.7%	18.0%	19.8%	23.9%
% COGS	57.6	54.7	56.5	56.1	58.0	54.5	56.5	56.5	65.1	56.2	56.4
<b>매출총이익</b>	<b>163.5</b>	<b>192.4</b>	<b>191.1</b>	<b>178.4</b>	<b>189.5</b>	<b>222.5</b>	<b>235.2</b>	<b>245.3</b>	<b>416.7</b>	<b>725.5</b>	<b>892.5</b>
YoY	132.4%	90.9%	63.1%	39.0%	15.9%	15.7%	23.0%	37.5%	65.9%	74.1%	23.0%
% GPM	42.4	45.3	43.5	43.9	42.0	45.5	43.5	43.5	34.9	43.8	43.6
<b>판매관리비</b>	<b>83.4</b>	<b>102.9</b>	<b>103.8</b>	<b>116.2</b>	<b>99.3</b>	<b>118.8</b>	<b>146.0</b>	<b>166.9</b>	<b>269.2</b>	<b>406.4</b>	<b>531.0</b>
YoY	79.3%	81.4%	40.8%	26.0%	19.0%	15.4%	40.6%	43.6%	67.4%	51.0%	30.6%
% SG&A	21.6	24.3	23.7	28.6	22.0	24.3	27.0	29.6	22.6	24.5	26.0
<b>영업이익</b>	<b>80.1</b>	<b>89.5</b>	<b>87.3</b>	<b>62.2</b>	<b>90.2</b>	<b>103.7</b>	<b>89.2</b>	<b>78.4</b>	<b>147.5</b>	<b>319.1</b>	<b>361.5</b>
YoY	235.8%	103.1%	101.0%	71.9%	12.6%	15.9%	2.2%	26.0%	63.2%	116.3%	13.3%
<b>% OPM</b>	<b>20.8</b>	<b>21.1</b>	<b>19.9</b>	<b>15.3</b>	<b>20.0</b>	<b>21.2</b>	<b>16.5</b>	<b>13.9</b>	<b>12.4</b>	<b>19.3</b>	<b>17.7</b>

자료: 삼양식품, IBK투자증권

표 2. 밀양 1, 2 공장 비교

	밀양 1공장	밀양 2공장
생산능력 <sup>주</sup>	5.6억 식	6.9억 식
라인 수	4라인	6라인
라인 구성	봉지면 2개 / 용기면 1개 / 건면 1개	봉지 / 용기 등 총 6개
연면적(평)	70,152㎡ (21,220py)	31,392㎡ (9,882py)
투자금액	2,074억 원	1,838억 원
특징	▶ 자동화 물류센터 포함	▶ 설비 자동화, 공간 효율화 ⇒ 제조원가 절감 ▶ HALAL 라인 운영 예정 ▶ 봉지면 생산라인 1개 추가 도입 * 불닭볶음면 초과 수요 대응 목적

자료: 삼양식품, IBK투자증권

주: 생산능력은 260일 2교대 기준

## 삼양식품 (003230)

## 포괄손익계산서

(십억원)	2022	2023	2024F	2025F	2026F
매출액	909	1,193	1,656	2,045	2,610
증가율(%)	41.6	31.2	38.8	23.5	27.6
매출원가	658	776	930	1,152	1,478
매출총이익	251	417	726	892	1,132
매출총이익률 (%)	27.6	35.0	43.8	43.6	43.4
판매비	161	269	406	531	691
판매비율(%)	17.7	22.5	24.5	26.0	26.5
영업이익	90	148	319	361	440
증가율(%)	38.3	63.2	116.3	13.3	21.8
영업이익률(%)	9.9	12.4	19.3	17.7	16.9
순금융손익	-2	-6	-6	1	7
이자손익	-3	-7	-6	0	6
기타	1	1	0	1	1
기타영업외손익	12	10	13	7	10
종속/관계기업손익	2	6	0	0	0
세전이익	102	156	326	369	458
법인세	22	30	72	81	102
법인세율	21.6	19.2	22.1	22.0	22.3
계속사업이익	80	127	254	288	356
중단사업손익	0	0	0	0	0
당기순이익	80	127	254	288	356
증가율(%)	41.7	57.7	100.7	13.4	23.5
당기순이익률 (%)	8.8	10.6	15.3	14.1	13.6
지배주주당기순이익	80	126	254	288	356
기타포괄이익	5	-2	1	0	0
총포괄이익	85	124	256	288	356
EBITDA	115	180	356	400	474
증가율(%)	43.0	55.9	98.2	12.4	18.5
EBITDA마진율(%)	12.7	15.1	21.5	19.6	18.2

## 투자지표

(12월 결산)	2022	2023	2024F	2025F	2026F
주당지표(원)					
EPS	10,593	16,761	33,734	38,251	47,228
BPS	60,129	74,979	106,336	139,636	181,320
DPS	1,400	2,100	4,000	4,500	5,600
밸류에이션(배)					
PER	12.0	12.9	17.3	15.2	12.3
PBR	2.1	2.9	5.5	4.2	3.2
EV/EBITDA	9.8	9.6	12.5	11.0	9.1
성장성지표(%)					
매출증가율	41.6	31.2	38.8	23.5	27.6
EPS증가율	41.6	58.2	101.3	13.4	23.5
수익성지표(%)					
배당수익률	1.1	1.0	0.8	0.9	1.1
ROE	18.9	24.8	37.2	31.1	29.4
ROA	9.6	12.1	19.4	18.1	18.6
ROIC	16.5	21.5	35.6	31.7	31.7
안정성지표(%)					
부채비율(%)	103.4	102.9	78.9	63.0	51.2
순차입금 비율(%)	36.7	16.3	5.5	-0.8	-5.3
이자보상배율(배)	18.9	12.1	19.2	21.6	28.5
활동성지표(배)					
매출채권회전율	13.3	14.6	14.4	10.9	9.6
재고자산회전율	11.7	9.4	10.1	9.2	8.3
총자산회전율	1.1	1.1	1.3	1.3	1.4

\*주당지표 및 밸류에이션은 지배주주순이익 및 지배주주지분 기준

## 재무상태표

(십억원)	2022	2023	2024F	2025F	2026F
유동자산	354	497	728	931	1,218
현금및현금성자산	97	219	320	345	402
유가증권	14	22	30	48	60
매출채권	84	80	150	226	320
재고자산	110	142	187	259	369
비유동자산	571	673	727	803	865
유형자산	475	543	602	652	688
무형자산	54	55	65	74	84
투자자산	14	11	15	16	17
자산총계	925	1,170	1,454	1,734	2,084
유동부채	225	402	376	408	449
매입채무및기타채무	86	107	102	113	135
단기차입금	47	76	57	56	71
유동성장기부채	1	91	96	98	101
비유동부채	245	192	265	262	257
사채	75	0	100	99	98
장기차입금	151	141	118	107	95
부채총계	470	594	641	670	706
지배주주지분	453	565	801	1,052	1,366
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	757	1,008	1,322
비지배주주지분	2	12	12	12	12
자본총계	455	577	813	1,064	1,378
비이자부채	192	259	246	285	317
총차입금	278	335	395	385	389
순차입금	167	94	45	-8	-73

## 현금흐름표

(십억원)	2022	2023	2024F	2025F	2026F
영업활동 현금흐름	48	168	141	183	197
당기순이익	80	127	254	288	356
비현금성 비용 및 수익	27	48	42	31	17
유형자산감가상각비	25	32	45	48	44
무형자산상각비	0	0	-8	-9	-10
운전자본변동	-63	-8	-124	-136	-182
매출채권등의 감소	-25	0	-65	-75	-94
재고자산의 감소	-64	-39	-40	-72	-110
매입채무등의 증가	15	21	-12	11	22
기타 영업현금흐름	4	1	-31	0	6
투자활동 현금흐름	-100	-24	-83	-138	-116
유형자산의 증가(CAPEX)	-88	-45	-87	-97	-80
유형자산의 감소	1	0	0	0	0
무형자산의 감소(증가)	8	-3	-1	0	0
투자자산의 감소(증가)	8	0	9	-1	-1
기타	-29	24	-4	-40	-35
재무활동 현금흐름	37	-20	-4	-19	-24
차입금의 증가(감소)	70	8	-19	-11	-12
자본의 증가	0	0	0	0	0
기타	-33	-28	15	-8	-12
기타 및 조정	-3	-2	47	-1	0
현금의 증가	-18	122	101	25	57
기초현금	114	97	219	320	345
기말현금	97	219	320	345	402

## 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)

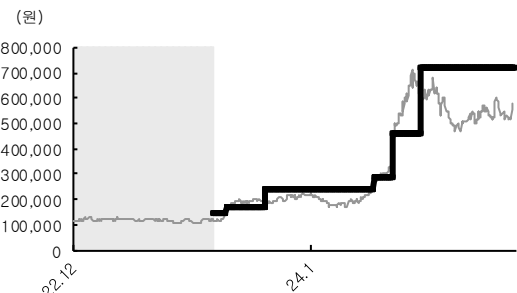
종목 투자의견 (절대수익률 기준)			
매수 15% 이상	Trading Buy (중립) 0%~15%	중립 -15%~0%	축소 -15% 이상 하락
업종 투자의견 (상대수익률 기준)			
비중확대 +10% ~	중립 -10% ~ +10%	비중축소 ~ -10%	

## 투자등급 통계 (2023.10.01~2024.09.30)

투자등급 구분	건수	비율(%)
매수	124	91.2
Trading Buy (중립)	10	7.4
중립	2	1.5
매도	0	0

## 최근 2년간 주가 그래프 및 목표주가(대상 시점 1년) 변동 추이

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

삼양식품	추천일자	투자의견	목표가(원)	괴리율(%)	
				평균	최고/최저
	2023.07.24	매수	150,000	-19.67	-9.27
	2023.08.14	매수	170,000	11.83	2.06
	2023.10.18	매수	240,000	-16.29	1.04
	2024.04.16	매수	290,000	3.30	18.45
	2024.05.17	매수	460,000	29.56	54.78
	2024.07.03	매수	720,000	-23.28	-5.69
	2024.12.03	매수	720,000		