



# BUY(Maintain)

목표주가: 270,000원

주가(3/25): 206,500원

시가총액: 15,556억원



음식료/유통 Analyst 박상준  
sjpark@kiwoom.com

RA 신대현  
shin8d@kiwoom.com

## Stock Data

KOSPI (3/25)		2,737.57pt	
52 주 주가동향	최고가	최저가	
최고/최저가 대비	234,500원	103,800원	
등락률	-11.9%	98.9%	
수익률	절대	상대	
	1M	11.0%	8.2%
	6M	8.1%	-1.4%
	1Y	81.5%	60.1%

## Company Data

발행주식수	7,533천주
일평균 거래량(3M)	66천주
외국인 지분율	12.6%
배당수익률(23P)	1.0%
BPS(23P)	74,973원
주요 주주	삼양내츄럴스 외 8인 45.2%

## 투자지표

(억원, IFRS **)	2022	2023P	2024F	2025F
매출액	909.0	1,192.9	1,375.5	1,538.3
영업이익	90.4	147.5	177.8	197.0
EBITDA	115.3	178.2	209.7	238.1
세전이익	102.0	156.3	177.0	197.0
순이익	80.3	126.6	134.1	149.3
지배주주지분순이익	79.8	126.3	133.7	148.9
EPS(원)	10,593	16,763	17,753	19,770
증감률(%YoY)	41.6	58.3	5.9	11.4
PER(배)	12.0	12.3	11.6	10.4
PBR(배)	2.11	2.75	2.28	1.92
EV/EBITDA(배)	9.6	9.3	8.0	6.8
영업이익률(%)	9.9	12.4	12.9	12.8
ROE(%)	18.9	24.8	21.5	20.0
순차입금비율(%)	32.8	15.9	15.2	5.8

## Price Trend



# 삼양식품 (003230)

## 미국 수출 레벨업으로 글로벌 확장성 강화 전망



삼양식품은 중국 온라인 채널 사업 정비 완료, 원재료 투입단가 안정화, 작년 하반기 마케팅 비용 선투자에 따른 기저효과 등에 힘입어, 전사 실적 개선 가시성이 상승하고 있다. 특히, 내년 Capa 증설과 미국 수출 Level-up으로 글로벌 확장성 강화가 기대되기 때문에, 전사 실적의 우상향 흐름이 지속될 것으로 전망된다.

### >>> 중국 수출 정상화로 실적 개선 가시성 상승세

삼양식품은 중국 온라인 채널 사업 정비가 완료되면서, 월별 중국 수출이 회복세를 보이고 있다. 따라서, 2분기 해외 매출액은 1) 중국 수출 정상화에 따른 Re-Stocking 효과, 2) 6.18 쇼핑 행사 선수요 등에 힘입어, QoQ 증가 가시성이 높은 것으로 판단된다.

전사 수익성의 방향성도 긍정적으로 전망된다. 1) 판매량 증가에 따른 영업레버리지 효과, 2) 원재료 투입단가 안정화 등이 기대되기 때문이다. 특히, 작년 하반기에는 광고선전비 등 마케팅 투자를 확대했기 때문에, 전사 수익성의 기저가 낮은 편이고, 글로벌 판매량 성과에 따라 영업이익률이 한 단계 상향될 가능성도 열려 있는 상황이다.

### >>> 미국 수출 Level-up으로 글로벌 확장성 강화 전망

중기적으로는 내년 5월 Capa 증설(+30% 이상)을 앞두고, 미국 시장에서 신규 거래선 확보에 주력할 전망이다. 동사는 1) Costco와 Wal-mart 내 판매 성과를 통해, 미국 메인스트림 채널에서의 확장 가능성을 보여주고 있고, 2) YouTube/Tiktok 등에서의 다양한 마케팅 활동을 통해, 신규 소비 저변 확대에 힘쓰고 있는 상황이다.

특히, 동사의 최근 미국 수출 증가는 他 K-Food 대비 빈약한 교민 시장 기반에서 만들어진 성과이기 때문에, 미국 메인스트림 채널과 유사 문화권인 유럽 시장에서도 비교적 높은 성장 잠재력을 지닌 것으로 평가된다. 따라서, 지역적 확장성이 강화되면서, 메인 브랜드인 불닭볶음면의 TAM(Total Addressable Market)이 추가로 확장될 가능성이 있다.

### >>> 투자의견 BUY, 목표주가 270,000원 유지

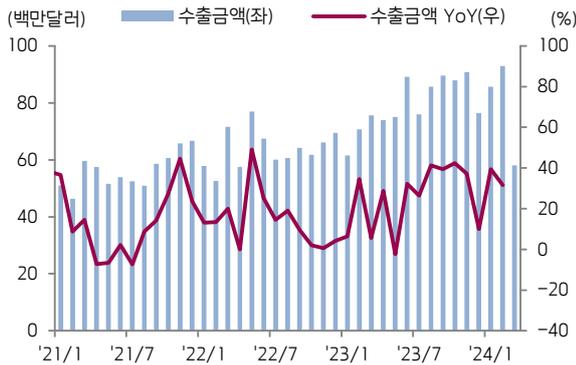
삼양식품에 대해 투자의견 BUY, 목표주가 270,000원을 유지한다. 동사는 메인 브랜드인 불닭볶음면의 글로벌 확장성을 앞세워, 판매량 고성장세가 지속되고 있다. 중기적으로 실적 반등 가시성이 높고, 미국 시장 중심으로 신규 거래선 확대가 지속되고 있기 때문에, 전사 실적 우상향 흐름이 지속될 것으로 전망된다.

삼양식품 연결기준 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24E	2Q24E	3Q24E	4Q24E	2022	2023	2024E
<b>매출액</b>	<b>245.6</b>	<b>285.4</b>	<b>335.2</b>	<b>326.8</b>	<b>322.7</b>	<b>346.9</b>	<b>352.3</b>	<b>353.6</b>	<b>909.0</b>	<b>1,192.9</b>	<b>1,375.5</b>
(YoY)	21.5%	11.8%	58.5%	36.2%	31.4%	21.6%	5.1%	8.2%	41.6%	31.2%	15.3%
국내	87.6	95.5	95.5	105.0	97.7	100.0	98.2	109.7	303.3	383.6	405.6
(YoY)	26.5%	32.6%	24.0%	23.6%	11.5%	4.7%	2.8%	4.4%	19.7%	26.5%	5.7%
해외	157.9	189.9	239.8	221.8	225.0	246.9	254.1	243.9	605.7	809.3	969.9
(YoY)	18.9%	3.6%	78.2%	43.0%	42.5%	30.0%	6.0%	10.0%	55.9%	33.6%	19.8%
<b>매출총이익</b>	<b>70.4</b>	<b>100.8</b>	<b>117.2</b>	<b>128.4</b>	<b>123.4</b>	<b>135.0</b>	<b>136.0</b>	<b>136.1</b>	<b>251.2</b>	<b>416.7</b>	<b>530.5</b>
(GPM)	28.7%	35.3%	34.9%	39.3%	38.2%	38.9%	38.6%	38.5%	27.6%	34.9%	38.6%
<b>판매비</b>	<b>46.5</b>	<b>56.7</b>	<b>73.7</b>	<b>92.2</b>	<b>85.3</b>	<b>88.5</b>	<b>89.2</b>	<b>89.6</b>	<b>160.8</b>	<b>269.2</b>	<b>352.7</b>
(판매비율)	18.9%	19.9%	22.0%	28.2%	26.4%	25.5%	25.3%	25.3%	17.7%	22.6%	25.6%
<b>영업이익</b>	<b>23.9</b>	<b>44.0</b>	<b>43.4</b>	<b>36.2</b>	<b>38.1</b>	<b>46.5</b>	<b>46.8</b>	<b>46.4</b>	<b>90.4</b>	<b>147.5</b>	<b>177.8</b>
(YoY)	-2.6%	61.2%	124.7%	88.3%	59.7%	5.5%	7.8%	28.4%	38.3%	63.2%	20.6%
(OPM)	9.7%	15.4%	13.0%	11.1%	11.8%	13.4%	13.3%	13.1%	9.9%	12.4%	12.9%
세전이익	26.1	42.5	45.8	41.9	37.9	46.2	46.6	46.2	102.0	156.3	177.0
순이익	22.6	34.8	37.8	31.4	28.7	35.0	35.3	35.0	80.3	126.6	134.1
<b>(지배)순이익</b>	<b>22.3</b>	<b>34.8</b>	<b>37.8</b>	<b>31.3</b>	<b>28.6</b>	<b>34.9</b>	<b>35.2</b>	<b>34.9</b>	<b>79.8</b>	<b>126.3</b>	<b>133.7</b>
(YoY)	17.2%	27.0%	21.6%	1297.1%	28.2%	0.3%	-6.7%	11.5%	41.6%	58.2%	5.9%

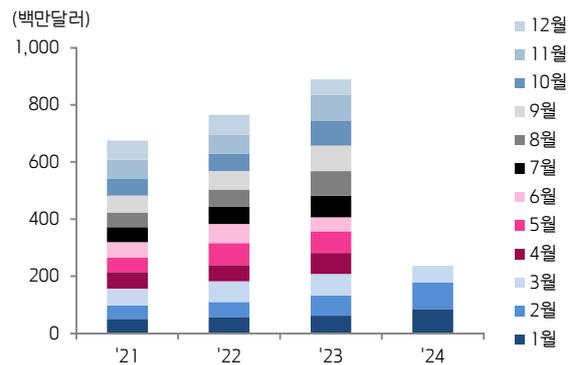
자료: 삼양식품, 키움증권 리서치

한국의 글로벌 라면 수출액 추이 (1)



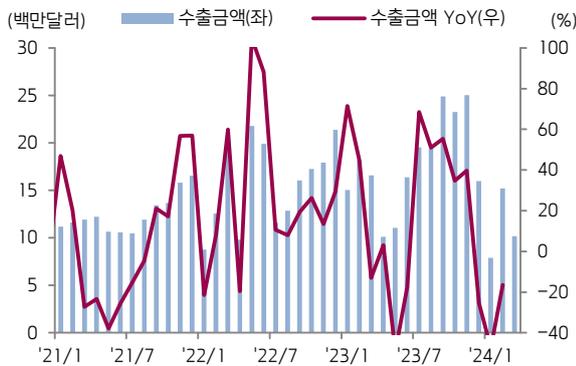
자료: 통계청, 키움증권 리서치(수리일 기준)  
주: 1) '24/3은 '24. 3. 1~20 기준

한국의 글로벌 라면 수출액 추이 (2)



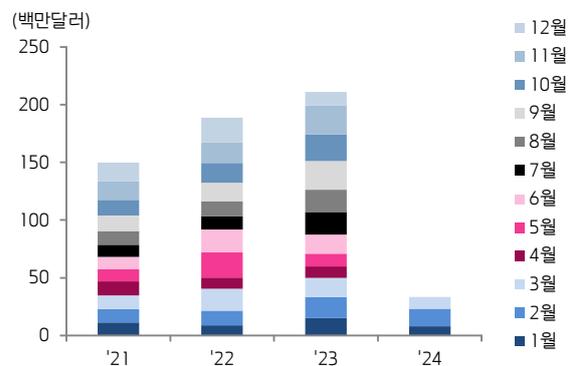
자료: 통계청, 키움증권 리서치(수리일 기준)  
주: 1) '24/3은 '24. 3. 1~20 기준

한국의 중국向 라면 수출액 추이 (1)



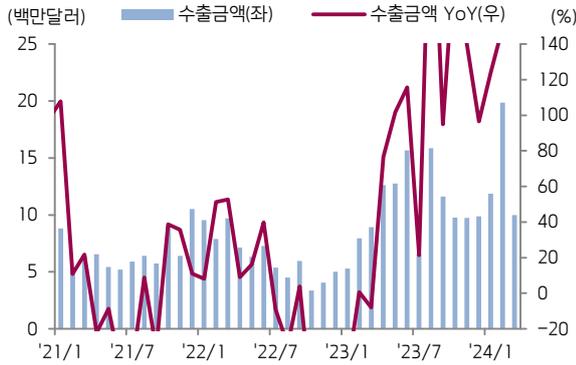
자료: 통계청, 키움증권 리서치(수리일 기준)  
주: 1) '24/3은 '24. 3. 1~20 기준

한국의 중국向 라면 수출액 추이 (2)



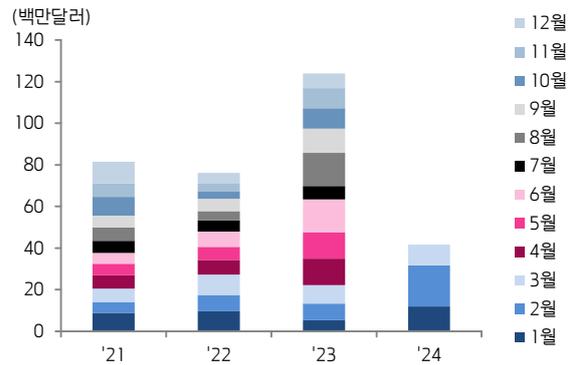
자료: 통계청, 키움증권 리서치(수리일 기준)  
주: 1) '24/3은 '24. 3. 1~20 기준

### 한국의 미국向 라면 수출액 추이 (1)



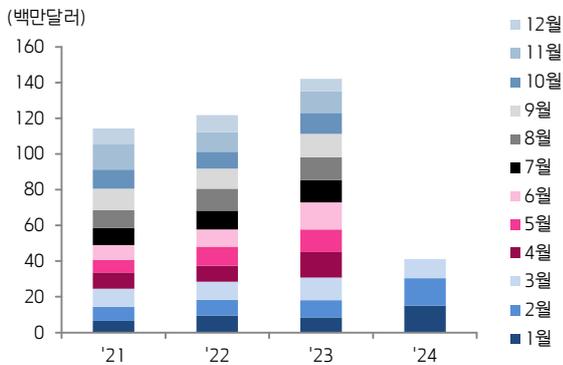
자료: 통계청, 키움증권 리서치(수리일 기준)  
주: 1) '24/3은 '24. 3. 1~20 기준

### 한국의 미국向 라면 수출액 추이 (2)



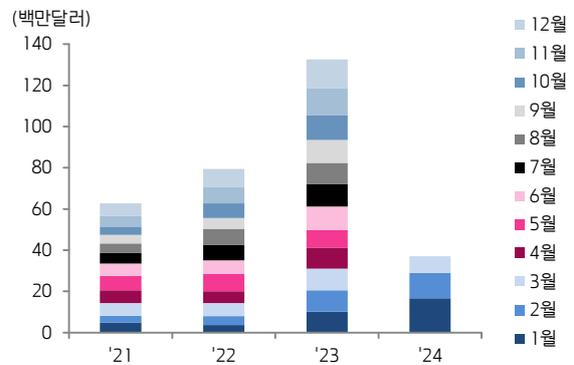
자료: 통계청, 키움증권 리서치(수리일 기준)  
주: 1) '24/3은 '24. 3. 1~20 기준

### 한국의 동남아 Top 5 向 라면 수출액 추이



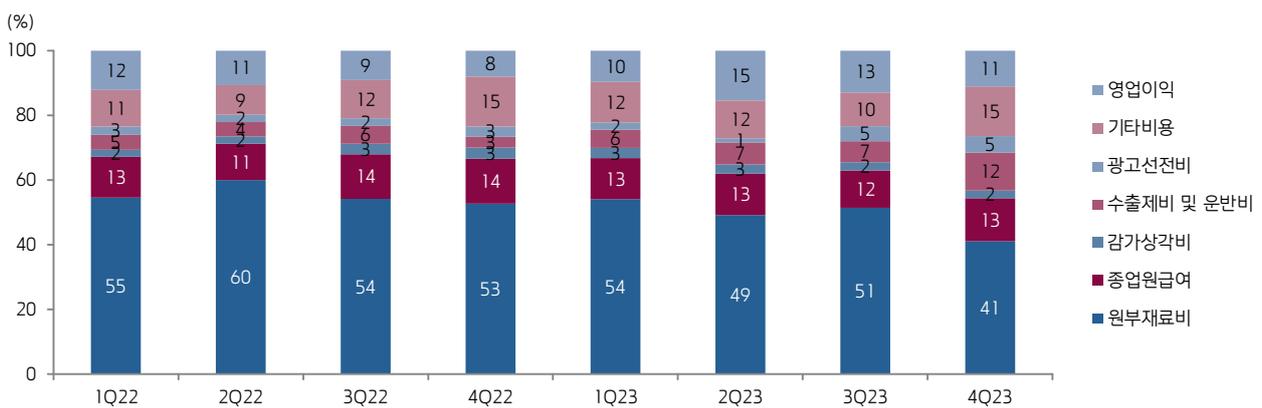
자료: 통계청, 키움증권 리서치(수리일 기준)  
주: 1) '24/3은 '24. 3. 1~20 기준  
2) 동남아 Top 5: 말레이시아, 태국, 필리핀, 베트남, 인도네시아

### 한국의 유럽 Top 5 向 라면 수출액 추이



자료: 통계청, 키움증권 리서치(수리일 기준)  
주: 1) '24/3은 '24. 3. 1~20 기준  
2) 유럽 Top 5: 네덜란드, 영국, 독일, 스웨덴, 프랑스

### 삼양식품 연결기준 매출액 대비 비율 추이



자료: 삼양식품, 키움증권 리서치  
주: 1) 4Q23은 비용 계정 변경에 따라, 원부재료비 항목 일부가 수출제비 및 운반비 항목으로 변경되었음

포괄손익계산서

(단위 :십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2021A	2022A	2023P	2024F	2025F
<b>매출액</b>	642.0	909.0	1,192.9	1,375.5	1,538.3
매출원가	471.4	657.8	776.2	845.0	945.8
매출총이익	170.6	251.2	416.7	530.5	592.5
판매비	105.3	160.8	269.2	352.7	395.6
<b>영업이익</b>	65.4	90.4	147.5	177.8	197.0
<b>EBITDA</b>	80.6	115.3	178.2	209.7	238.1
영업외손익	6.8	11.6	8.8	-0.9	0.0
이자수익	0.9	2.1	3.9	3.0	3.9
이자비용	0.4	4.8	10.8	9.4	9.4
외환관련이익	7.9	16.3	15.0	15.0	15.0
외환관련손실	2.3	16.6	15.0	15.0	15.0
종속 및 관계기업손익	-0.5	2.4	0.0	0.0	0.0
기타	1.2	12.2	15.7	5.5	5.5
<b>법인세차감전이익</b>	72.1	102.0	156.3	177.0	197.0
법인세비용	15.5	21.7	29.7	42.8	47.7
계속사업손익	56.7	80.3	126.6	134.1	149.3
<b>당기순이익</b>	56.7	80.3	126.6	134.1	149.3
<b>지배주주순이익</b>	56.3	79.8	126.3	133.7	148.9
<b>증감율 및 수익성 (%)</b>					
매출액 증감율	-1.0	41.6	31.2	15.3	11.8
영업이익 증감율	-31.4	38.2	63.2	20.5	10.8
EBITDA 증감율	-25.8	43.1	54.6	17.7	13.5
지배주주순이익 증감율	-16.2	41.7	58.3	5.9	11.4
EPS 증감율	-16.2	41.6	58.3	5.9	11.4
매출총이익율(%)	26.6	27.6	34.9	38.6	38.5
영업이익률(%)	10.2	9.9	12.4	12.9	12.8
EBITDA Margin(%)	12.6	12.7	14.9	15.2	15.5
지배주주순이익률(%)	8.8	8.8	10.6	9.7	9.7

현금흐름표

(단위 :십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2021A	2022A	2023P	2024F	2025F
<b>영업활동 현금흐름</b>	58.4	47.8	171.2	113.6	134.7
당기순이익	0.0	0.0	126.6	134.1	149.3
비현금항목의 가감	20.2	27.0	47.2	48.4	57.6
유형자산감가상각비	14.9	23.2	27.4	28.2	37.2
무형자산감가상각비	0.4	1.7	3.4	3.7	4.0
지분법평가손익	-0.5	-2.4	0.0	0.0	0.0
기타	5.4	4.5	16.4	16.5	16.4
영업활동자산부채증감	-12.7	-63.5	34.0	-19.7	-19.1
매출채권및기타채권의감소	-10.2	-24.6	4.4	-13.6	-12.1
재고자산의감소	-10.3	-64.0	-31.7	-21.7	-19.4
매입채무및기타채무의증가	23.7	14.7	16.0	16.4	14.6
기타	-15.9	10.4	45.3	-0.8	-2.2
기타현금흐름	50.9	84.3	-36.6	-49.2	-53.1
<b>투자활동 현금흐름</b>	-173.1	-99.8	-85.3	-145.0	-95.0
유형자산의 취득	-139.7	-88.2	-95.0	-140.0	-90.0
유형자산의 처분	0.4	1.2	0.0	0.0	0.0
무형자산의 순취득	-1.7	7.9	-5.0	-5.0	-5.0
투자자산의감소(증가)	-2.5	7.8	0.0	0.0	0.0
단기금융자산의감소(증가)	-39.0	14.2	14.7	0.0	0.0
기타	9.4	-42.7	0.0	0.0	0.0
<b>재무활동 현금흐름</b>	125.2	37.1	20.9	-59.9	-16.4
차입금의 증가(감소)	132.2	69.7	31.4	-44.2	0.0
자본금, 자본잉여금의 증가(감소)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자기주식처분(취득)	0.0	-6.8	0.0	0.0	0.0
배당금지급	-6.0	-13.5	-10.5	-15.7	-16.4
기타	-1.0	-12.3	0.0	0.0	0.0
기타현금흐름	0.0	-2.6	24.0	32.7	35.1
<b>현금 및 현금성자산의 순증가</b>	10.5	-17.6	130.9	-58.5	58.4
기초현금 및 현금성자산	104.0	114.5	96.9	227.8	169.2
기말현금 및 현금성자산	114.5	96.9	227.8	169.2	227.6

자료: 키움증권 리서치

재무상태표

(단위 :십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2021A	2022A	2023P	2024F	2025F
<b>유동자산</b>	278.9	353.9	497.3	474.1	564.0
현금 및 현금성자산	114.5	96.9	227.8	169.2	227.6
단기금융자산	51.0	36.8	22.1	22.1	22.1
매출채권 및 기타채권	57.5	93.5	89.0	102.7	114.8
재고자산	44.8	110.3	142.0	163.8	183.1
기타유동자산	11.1	16.4	16.4	16.3	16.4
<b>비유동자산</b>	474.2	571.0	673.0	786.1	840.0
투자자산	21.7	13.9	13.9	13.9	13.9
유형자산	421.1	475.3	543.0	654.8	707.6
무형자산	6.1	53.6	55.2	56.5	57.6
기타비유동자산	25.3	28.2	60.9	60.9	60.9
<b>자산총계</b>	753.1	924.9	1,170.3	1,260.2	1,404.0
<b>유동부채</b>	182.4	225.3	402.0	374.2	388.9
매입채무 및 기타채무	116.7	141.3	157.3	173.7	188.3
단기금융부채	52.8	52.3	172.6	128.4	128.4
기타유동부채	12.9	31.7	72.1	72.1	72.2
<b>비유동부채</b>	175.0	244.8	191.5	191.5	191.5
장기금융부채	156.6	230.7	168.8	168.8	168.8
기타비유동부채	18.4	14.1	22.7	22.7	22.7
<b>부채총계</b>	357.4	470.2	593.5	565.7	580.4
<b>지배지분</b>	390.4	453.0	564.8	682.1	810.9
자본금	37.7	37.7	37.7	37.7	37.7
자본잉여금	12.2	11.5	11.5	11.5	11.5
기타자본	0.0	-6.8	-6.8	-6.8	-6.8
기타포괄손익누계액	2.0	1.4	2.6	2.6	2.6
이익잉여금	338.5	409.2	519.8	637.2	766.0
비지배지분	5.3	1.8	12.0	12.4	12.8
<b>자본총계</b>	395.7	454.8	576.8	694.5	823.7

투자지표

(단위 :원, %, 배)

12월 결산, IFRS 연결	2021A	2022A	2023P	2024F	2025F
<b>주당지표(원)</b>					
EPS	7,480	10,593	16,763	17,753	19,770
BPS	51,824	60,129	74,973	90,548	107,644
CFPS	10,209	14,246	23,071	24,226	27,469
DPS	1,000	1,400	2,100	2,200	2,700
<b>주가배수(배)</b>					
PER	12.7	12.0	12.3	11.6	10.4
PER(최고)	13.8	12.5	13.9		
PER(최저)	10.3	7.6	6.2		
PBR	1.83	2.11	2.75	2.28	1.92
PBR(최고)	2.00	2.20	3.11		
PBR(최저)	1.49	1.34	1.38		
PSR	1.11	1.05	1.30	1.13	1.01
PCFR	9.3	8.9	9.0	8.5	7.5
EV/EBITDA	9.5	9.6	9.3	8.0	6.8
<b>주요비율(%)</b>					
배당성향(% ,보통주,현금)	13.3	13.0	12.4	12.2	13.5
배당수익률(% ,보통주,현금)	1.1	1.1	1.0	1.1	1.3
ROA	8.7	9.6	12.1	11.0	11.2
ROE	15.4	18.9	24.8	21.5	20.0
ROIC	14.1	13.1	20.2	18.4	17.9
매출채권회전율	12.5	12.0	13.1	14.4	14.1
재고자산회전율	16.2	11.7	9.5	9.0	8.9
부채비율	90.3	103.4	102.9	81.5	70.5
순차입금비율	11.1	32.8	15.9	15.2	5.8
이자보상배율	182.2	18.9	13.7	18.9	21.0
<b>총차입금</b>	209.5	283.0	341.4	297.2	297.2
순차입금	44.0	149.3	91.6	105.9	47.5
NOPLAT	80.6	115.3	178.2	209.7	238.1
FCF	-87.6	-50.7	92.8	2.0	76.3

Compliance Notice

- 당사는 3월 25일 현재 '삼양식품' 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사는 자료 작성일 현재 동 자료상에 언급된 기업들의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.

고지사항

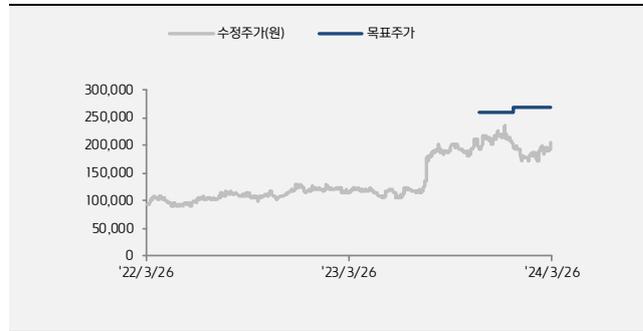
- 본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없고, 통지 없이 의견이 변경될 수 있습니다.
- 본 조사분석자료는 유가증권 투자를 위한 정보제공을 목적으로 당사 고객에게 배포되는 참고자료로서, 유가증권의 종류, 종목, 매매의 구분과 방법 등에 관한 의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않으며 법적 분쟁에서 증거로 사용 될 수 없습니다.
- 본 조사 분석자료를 무단으로 인용, 복제, 전시, 배포, 전송, 편집, 번역, 출판하는 등의 방법으로 저작권을 침해하는 경우에는 관련법에 의하여 민·형사상 책임을 지게 됩니다.

투자의견변동내역(2개년)

종목명	일자	투자의견	목표주가	목표 가격 대상 사명	과리율(%)	
					평균 주가대비	최고 주가대비
삼양식품 (003230)	2023-11-16	Buy(Initiate)	260,000원	6개월	-18.41	-9.81
	2024-01-18	Buy(Maintain)	270,000원	6개월	-31.63	-25.93
	2024-03-11	Buy(Maintain)	270,000원	6개월	-30.96	-23.52
	2024-03-26	Buy(Maintain)	270,000원	6개월		

\*주가는 수정주가를 기준으로 과리율을 산출하였음.

목표주가추이(2개년)



투자의견 및 적용기준

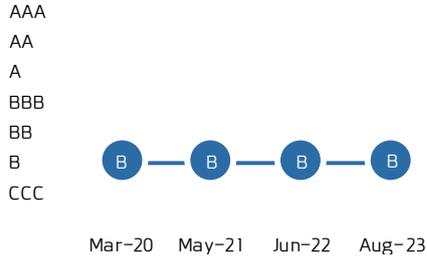
기업	적용기준(6개월)
Buy(매수)	시장대비 +20% 이상 주가 상승 예상
Outperform(시장수익률 상회)	시장대비 +10~+20% 주가 상승 예상
Marketperform(시장수익률)	시장대비 +10~-10% 주가 변동 예상
Underperform(시장수익률 하회)	시장대비 -10~-20% 주가 하락 예상
Sell(매도)	시장대비 -20% 이하 주가 하락 예상

업종	적용기준(6개월)
Overweight (비중확대)	시장대비 +10% 이상 초과수익 예상
Neutral (중립)	시장대비 +10~-10% 변동 예상
Underweight (비중축소)	시장대비 -10% 이상 초과하락 예상

투자등급 비율 통계 (2023/01/01~2023/12/31)

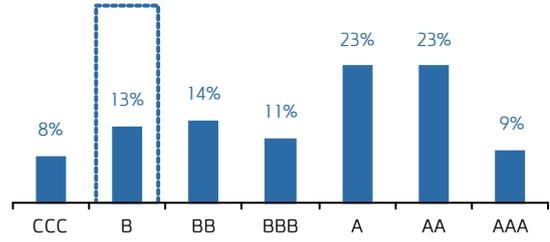
매수	중립	매도
96.65%	3.35%	0.00%

MSCI ESG 종합 등급



자료: MSCI, 키움증권 리서치

MSCI 동종 업체 등급 분포



자료: MSCI, 키움증권 리서치  
Universe: MSCI ACWI 지수 내 식료품 기업 79개 참조

구분	Sep-18	Nov-19	Dec-20	Mar-22	Mar-23
원자재 조달				5.2	
제품 탄소 발자국				2.0	
<b>사회</b>				4.7	
제품 안전과 품질				6.3	
보건과 영양섭취				2.9	
<b>지배구조</b>				3.9	
기업 지배구조				4.7	
기업 활동				5.0	

산업평균	비중	변동
4.5		
3.5	40.0%	
3.1	13.0%	
1.4	10.0%	
4.3	10.0%	
2.6	7.0%	
5	27.0%	
5.7	14.0%	
4.6	13.0%	
5.1	33.0%	▼0.3
5.7		▼0.3
6.1		

자료: MSCI, 전자공시시스템, 키움증권 리서치

ESG 최근 이슈

일자	내용
	특이사항 없음

자료: 키움증권 리서치

MSCI 피어그룹 벤치마크

산업 Peer 주요 5개사(음식료)	포장재 폐기물	원자재 조달	제품 탄소 발자국	물부족	보건과 영양섭취	제품 안전과 품질	기업 지배구조	기업 활동	등급	추세
콜마 BNH	●●●	●●	●●●●●	●●●●●	●●●●●	●●●●●	●	●●		
오리온 홀딩스	●	●	●●●	●●●	●●●	●	●●●	●	BB	◀▶
삼양식품	●	●●●●	●●	●	●	●●●	●●	●	BB	◀▶
빙그레	●	●	●	●	●●	●●●	●	●●	B	◀▶
롯데웰푸드	●●●	●	●●	●●	●●●	●●	●	●●●	B	◀▶
오뚜기	●	●●	●●	●●	●●	●●●	●	●	CCC	◀▶

4분위 등급 : 4분위 최저 ● 4분위 최고 ●●●●●  
등급 추세 : 유지 ◀▶ 상향 ▲ 2등급 이상 상향 ▲▲ 하향 ▼ 2등급 이상 하향 ▼▼  
자료: MSCI, 키움증권 리서치