NH투자증권

삼양식품 (003230.KS)

멈추지 않는 질주

목표주가 165만원으로 상향. 주가 상승보다 빠른 실적 개선 추세가 이어지고 있는 만큼 높은 밸류에이션을 정당화시킬 것

Analyst 주영훈
02)2229-6221, jooyh@nhqv.com

※ESG Index/Event는 3페이지 참조

Buy (유지)

목표주가	**1,650,000원 (상향)**
현재가 (25/06/30)	**1,395,000원**
업종	**음식료품**
KOSPI / KOSDAQ	3,071.7 / 781.5
시가총액(보통주)	10,508.6십억원
발행주식수(보통주)	7.5백만주
52주 최고가('25/06/30)	1,395,000원
최저가('24/09/06)	470,000원
평균거래대금(60일)	65,557백만원
배당수익률(2025E)	0.27%
외국인지분율	19.6%
주요주주	
삼양라운드스퀘어 외 6 인	45.0%
국민연금공단	8.4%

주가상승률	**3개월**	**6개월**	**12개월**
절대수익률 (%)	65.3	82.4	108.5
상대수익률 (%p)	37.6	42.4	89.9

	2024	2025E	2026F	2027F
매출액	1,728	2,290	2,824	3,169
증감률	*44.9*	*32.5*	*23.3*	*12.2*
영업이익	345	564	670	756
증감률	*133.6*	*63.8*	*18.8*	*12.8*
영업이익률	*19.9*	*24.7*	*23.7*	*23.9*
(지배지분)순이익	272	435	510	579
EPS	36,106	57,737	67,718	76,892
증감률	*115.4*	*59.9*	*17.3*	*13.5*
PER	21.2	24.2	20.6	18.1
PBR	7.1	8.6	6.2	4.7
EV/EBITDA	14.7	16.3	13.4	11.4
ROE	39.4	42.6	34.9	29.4
부채비율	92.6	64.6	47.2	34.9
순차입금	-38	-357	-602	-918

단위: 십억원, %, 원, 배
주: EPS, PER, PBR, ROE는 지배지분 기준
자료: NH투자증권 리서치본부 전망

목표주가 165만원으로 상향

삼양식품에 대해 투자의견 Buy를 유지하며 목표주가를 165만원으로 기존 대비 27% 상향. 목표주가는 '26년 지배주주순이익에 PER 24.5배(기존 대비 10% 할증)를 적용해 산출했으며 상향의 근거는 추정치 상향 및 실적 기준연도 변경('25~'26년 평균 → '26년), 높은 성장률을 고려한 밸류에이션 프리미엄 부여

목표주가 산정에 적용한 PER은 업종 평균 대비 2배 가량 높은 수치에 해당하는 만큼 고평가 우려가 제기될 수 있음. 다만, 주력 제품인 불닭볶음면의 글로벌 시장 흥행이 지속되며 수요가 공급을 넘어서고 있는 특수성이 고려되야 함. 실제 주가 상승폭보다 가파른 실적 증가를 통해 높은 밸류에이션을 정당화시키는 중

2분기, 여전히 높은 실적 모멘텀

2분기 연결 기준 매출액과 영업이익은 각각 5,444억원(+28% y-y), 1,325억원(+48% y-y)으로 컨센서스에 부합할 것으로 추정. 라면 수출 통계를 통해 여전히 글로벌 시장에서 불닭볶음면에 대한 높은 수요가 확인되고 있는 만큼 업종 내에서 가장 강한 실적 모멘텀을 이어갈 것으로 전망. 전분기 대비 원/달러 환율이 하락했으며 마케팅 비용이 증가함에 따라 영업이익률은 전분기 대비 1.0%p 가량 하락하겠으나 여전히 24.3%에 달한다는 점에서 우려할 필요는 없다는 판단

하반기 밀양 2공장이 가동되기 시작하는 만큼 실적 모멘텀이 한층 더 강화될 것. 미국 관세 관련 우려가 일부 있으나 객단가가 높지 않아 수요 감소 현상은 크지 않을 것이며 높은 고객 충성도를 고려할 때 가격인상을 통한 대응도 가능할 것

삼양식품 2분기 실적 Preview (K-IFRS 연결) (단위: 십억원, %)

	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25E					3Q25F
					예상치	y-y	q-q	기존 추정	컨센서스	
매출액	424.4	439.0	478.9	529.0	544.4	28.3	2.9	509.3	542.3	585.2
영업이익	89.5	87.3	87.7	134.0	132.5	48.1	-1.1	134.2	129.4	144.2
영업이익률	*21.1*	*19.9*	*18.3*	*25.3*	*24.3*			*26.3*	*23.9*	*24.6*
세전이익	92.3	79.5	95.7	135.0	131.2	42.2	-2.8	129.0	128.9	137.6
(지배)순이익	70.5	58.9	76.1	99.1	95.6	35.5	-3.6	93.0	96.1	103.8

자료: 삼양식품, FnGuide, NH투자증권 리서치본부 전망

Summary

삼양식품은 1961년 유지공업과 식품도매업을 영위하기 위하여 설립되었으며, 면류, 스낵류, 유제품, 조미소재류 등을 제조하여 판매하고 있음. 주력 사업부인 면류 사업은 국내 최초의 원조라면 삼양라면과 더불어 불닭볶음면, 볶음짜짜로니, 간짬뽕, 나가사끼짬뽕, 쇠고기면, 맛있는라면, 짱구, 사또밥 등 다양한 식품을 생산 판매. 향후 생산량 증대와 해외 공장 진출 및 생산 현지화를 통해 글로벌 네트워크와 제품생산 역량을 강화하고자 함

Share price drivers/Earnings Momentum

- 동사 제품 불닭볶음면 글로벌 인기 지속
- 밀양신공장 가동을 통한 생산량 증대
- 지속적인 신제품 출시를 통한 매출 다각화

Downside Risk

- 원부자재 가격 상승에 따른 마진 축소
- 미국 내 생산시설 부재로 인한 관세 리스크 존재

Cross valuations

(단위: 배, %)

Company	PER		PBR		ROE	
	2025E	2026F	2025E	2026F	2025E	2026F
Tingyi	14.3	13.1	4.0	3.9	28.2	30.1
Ajinomoto	30.7	27.4	5.3	5.2	16.9	18.9
Nissin Foods	21.7	20.4	N/A	N/A	9.0	9.2
Uni President	17.2	15.7	2.7	2.6	16.0	17.2

자료: FactSet, NH투자증권 리서치본부

Historical valuations

(단위: 배, %)

Valuations	2023	2024	2025E	2026F	2027F
PER	12.9	21.2	24.2	20.6	18.1
PBR	2.9	7.1	8.6	6.2	4.7
PSR	1.4	3.3	4.6	3.7	3.3
ROE	24.8	39.4	42.6	34.9	29.4
ROIC	18.9	39.4	60.8	62.2	58.3

자료: NH투자증권 리서치본부

Historical Key financials

(단위: 십억원, %)

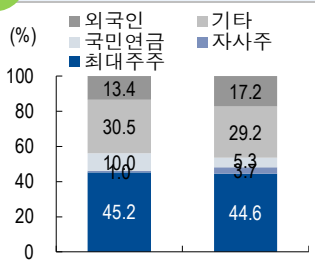
	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
매출액	**359**	**458**	**469**	**544**	**649**	**642**	**909**	**1,193**	**1,728**
영업이익	25	43	55	78	95	65	90	148	345
영업이익률(%)	*7.0*	*9.4*	*11.8*	*14.4*	*14.7*	*10.2*	*9.9*	*12.4*	*19.9*
세전이익	25	36	54	78	91	72	102	156	352
순이익	**19**	**29**	**35**	**60**	**68**	**57**	**80**	**127**	**271**
지배지분순이익	**18**	**29**	**35**	**60**	**67**	**56**	**80**	**126**	**272**
EBITDA	31	50	65	90	109	81	115	180	391
CAPEX	19	46	36	13	66	140	88	45	228
Free Cash Flow	18	-2	2	39	15	-81	-40	123	129
EPS(원)	2,431	3,807	4,623	7,906	8,922	7,480	10,593	16,761	36,106
BPS(원)	23,269	26,560	30,652	37,661	45,470	51,824	60,129	74,979	108,436
DPS(원)	150	250	400	800	800	1,000	1,400	2,100	3,300
순차입금	2	6	-6	-38	-44	73	162	66	-38
ROE(%)	20.9	15.3	16.2	23.1	21.5	15.4	18.9	24.8	39.4
ROIC(%)	47.5	24.1	19.8	26.4	26.9	17.1	14.3	18.9	39.4
배당성향(%)	6.2	6.6	8.7	10.1	9.0	13.4	13.1	12.4	9.0
배당수익률(%)	0.4	0.3	0.8	0.9	0.8	1.1	1.1	1.0	0.4
순차입금 비율(%)	1.3	3.1	-2.4	-13.1	-12.8	18.3	35.6	11.5	-4.5

자료: 삼양식품, NH투자증권 리서치본부

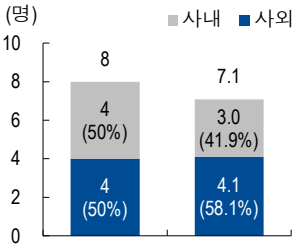
ESG Index & Event

G

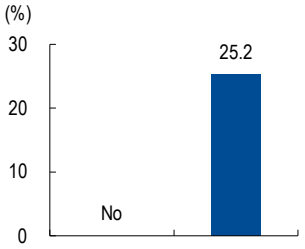
주주 구성



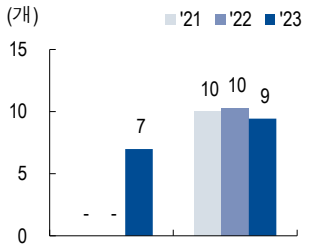
이사회 구성



이사회 의장과 대표이사 분리 여부



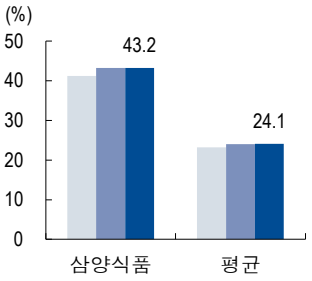
기업지배구조 핵심지표 준수



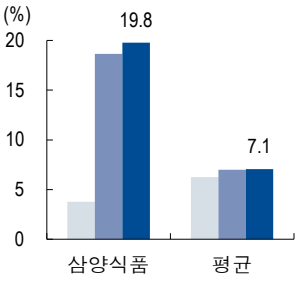
주1: 평균은 2024년 기업지배구조보고서 의무공시 자산총액 2조원 이상 비금융 214개사 대상
주2: 기업지배구조 핵심지표는 기업지배구조보고서에서 공시하는 주주, 이사회, 감사기구 관련 15개 핵심지표의 준수 현황
자료: 삼양식품, 전자공시시스템, NH투자증권 리서치본부

S

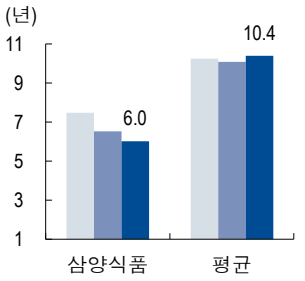
여성 임직원 비율



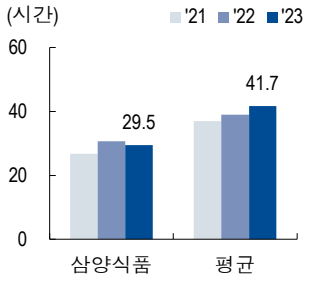
계약직 비율



근속연수



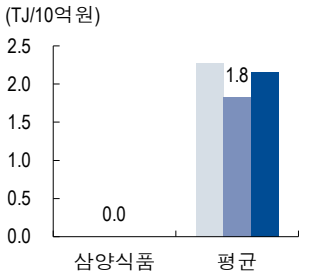
인당 교육시간



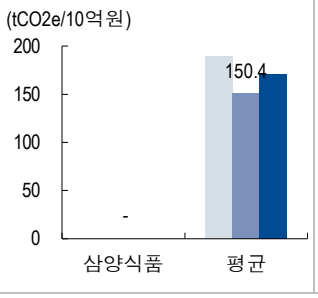
주: 평균은 2024년 기업지배구조보고서 의무공시 자산총액 2조원 이상 비금융 214개사 중 지속가능경영보고서 공시한 192개사 대상
자료: 삼양식품, NH투자증권 리서치본부

E

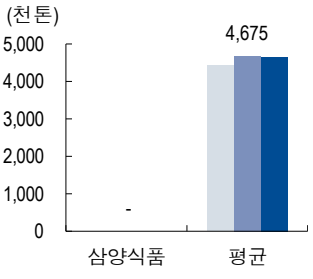
에너지 사용량



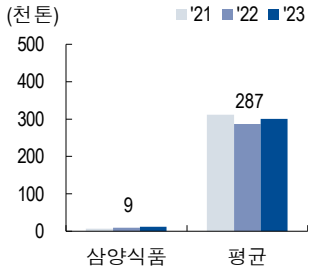
온실가스 배출량



용수 재활용량



폐기물 재활용량



주: 평균은 2024년 기업지배구조보고서 의무공시 자산총액 2조원 이상 비금융 214개사 중 지속가능경영보고서 공시한 192개사 대상
자료: 삼양식품, NH투자증권 리서치본부

ESG Event

E	2022.06	- 밀양 신공장에 태양광 에너지를 사용하는 친환경 설비 도입
S	2021.04	- 기업신용평가사 이크레더블과 협력사들의 ESG 경영 도입을 지원하는 업무협약 체결
	2025.02	- 장학금 지원대상 50여명 증가, 장학금 규모 또한 50%이상 증가
G	2020.10	- 전원 외부인사로 구성된 사내 감사위원회 설치를 통한 경영 투명성 강화
	2021.03	- ESG 위원회 신설을 통해 대표이사와 이사회 의장 분리

자료: 삼양식품, NH투자증권 리서치본부

Valuation

목표주가 165만원 제시

목표주가 165만원으로 상향

삼양식품에 대해 투자의견 Buy를 유지하며 목표주가를 165만원으로 기존 대비 27% 상향한다. 목표주가는 '26년 지배주주순이익에 PER 24.5배(기존 대비 10% 상향)를 적용해 산출했다. 상향의 주된 사유는 1)추정치 상향, 2)실적 기준연도 변경('25~'26년 평균 → '26년) 및 3)높은 성장률을 고려한 밸류에이션 프리미엄 부여다.

목표주가 산정에 적용한 PER은 업종 평균 대비 2배 가량 높은 수치에 해당하는 만큼 고평가 우려가 제기될 수 있다. 다만, 불닭볶음면의 글로벌 시장 흥행이 지속되며 수요가 공급을 넘어서고 있는 특수성이 고려되야 한다는 판단이다. 실제 주가 상승폭보다 가파른 실적 증가를 통해 높은 밸류에이션을 정당화시키는 모습이 나타나고 있다.

표1. 삼양식품 상대가치 밸류에이션 (단위: 십억원, 배, 원)

항 목	기업가치 (십억원)	주당가치 (원)	비 고
기업가치	**12,498**	**1,659,092**	**삼양식품 목표주가 1,650,000 원 제시**
지배주주순이익	510.1	67,718	'26 년 기준
Target PER Multiple	X 24.5	X 24.5	닛신, 도요수산 5 개년도 평균 대비 10% 할증
발행주식수(주)	7,533,015	7,533,015	

자료: NH투자증권 리서치본부 전망

표2. 삼양식품 실적 전망 (IFRS 연결) (단위: 십억원, 원, 배, %)

		2024	2025E	2026F	2026F
매출액	- 수정 후	1,728	2,290	2,824	3,169
	- 수정 전	-	2,195	2,668	3,007
	- 변동률	-	4.3	5.9	5.4
영업이익	- 수정 후	345	564	670	756
	- 수정 전	-	564	621	679
	- 변동률	-	0.1	7.9	11.4
영업이익률(수정 후)		19.9	24.7	23.7	23.9
EBITDA		391	624	739	841
(지배지분)순이익		272	435	510	579
EPS	- 수정 후	36,106	57,737	67,718	76,892
	- 수정 전	-	55,582	61,783	68,356
	- 변동률	-	3.9	9.6	12.5
PER		21.2	24.2	20.6	18.1
PBR		7.1	8.6	6.2	4.7
EV/EBITDA		14.7	16.3	13.4	11.4
ROE		39.4	42.6	34.9	29.4

주: EPS, PER, PBR, ROE는 지배지분 기준
자료: NH투자증권 리서치본부 전망

2분기, 여전히 높은 실적 모멘텀

하반기부터 더욱 강화될 실적 모멘텀

2분기 연결 기준 매출액과 영업이익은 각각 5,444억원(+28% y-y), 1,325억원(+48% y-y)으로 컨센서스에 부합할 것으로 추정한다. 라면 수출 통계를 통해 여전히 글로벌 시장에서 불닭볶음면에 대한 높은 수요가 확인되고 있는 만큼 업종 내에서 가장 강한 실적 모멘텀을 이어갈 것으로 전망이다. 전분기 대비 원/달러 환율이 하락했으며 마케팅 비용이 증가함에 따라 영업이익률은 전분기 대비 1.0%p 가량 하락하겠으나 여전히 24.3%에 달한다는 점에서 우려할 필요는 없다는 판단이다.

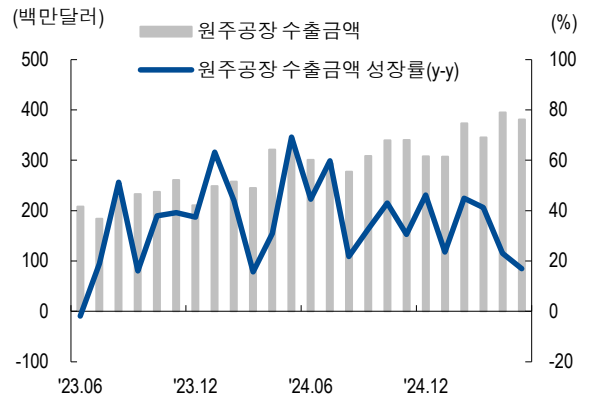
하반기 밀양 2공장이 가동되기 시작하는 만큼 실적 모멘텀이 한층 더 강화될 것이다. 미국 관세 관련 우려가 일부 있으나 객단가가 높지 않아 수요 감소 현상은 크지 않을 것이며 높은 고객 충성도를 고려할 때 가격인상을 통한 대응도 가능할 것이라 판단한다.

표3. 삼양식품 분기별 요약손익계산서 (IFRS 연결) (단위: 십억원, %)

구 분	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25E	3Q25F	4Q25F	2024	2025E
매출액	**385.7**	**424.4**	**439.0**	**478.9**	**529.0**	**544.4**	**585.2**	**631.2**	**1,728.0**	**2,289.8**
해외	289.0	332.1	340.9	373.9	424.0	446.6	481.3	523.1	1,335.9	1,874.9
국내 및 기타	96.8	92.3	98.1	105.0	105.0	97.8	104.0	108.1	392.1	415.0
y-y	*57%*	*49%*	*31%*	*47%*	*37%*	*28%*	*33%*	*32%*	*45%*	*33%*
해외	*83%*	*75%*	*42%*	*69%*	*47%*	*34%*	*41%*	*40%*	*65%*	*40%*
국내 및 기타	*10%*	*-3%*	*3%*	*0%*	*9%*	*6%*	*6%*	*3%*	*2%*	*6%*
매출총이익	163.5	192.4	191.1	176.1	244.9	261.3	279.7	299.8	723.2	1,085.8
매출총이익률	42%	45%	44%	37%	46%	48%	48%	48%	42%	47%
판관비	83.4	102.9	103.8	88.4	110.9	128.8	135.5	146.2	378.6	521.4
판관비율	22%	24%	24%	18%	21%	24%	23%	23%	22%	23%
영업이익	**80.1**	**89.5**	**87.3**	**87.7**	**134.0**	**132.5**	**144.2**	**153.7**	**344.6**	**564.4**
증감률(y-y)	*236%*	*103%*	*101%*	*142%*	*67%*	*48%*	*65%*	*75%*	*134%*	*64%*
영업이익률	21%	21%	20%	18%	25%	24%	25%	24%	20%	25%

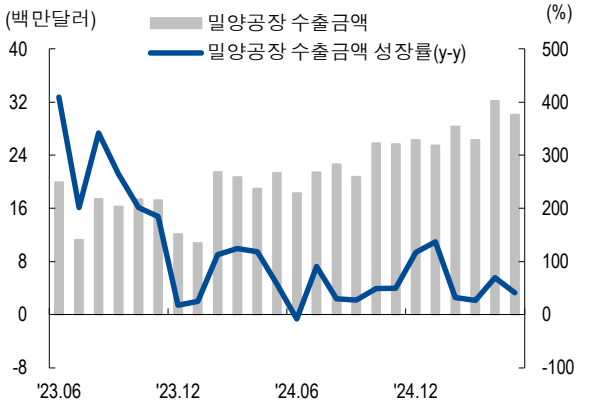
자료: NH투자증권 리서치본부 전망

그림1. 원주지역 라면 수출 추이



자료: 한국무역통계정보포털, NH투자증권 리서치본부

그림2. 밀양지역 라면 수출 추이



자료: 한국무역통계정보포털, NH투자증권 리서치본부

Statement of comprehensive income

(십억원)	2024/12A	2025/12E	2026/12F	2027/12F
매출액	**1,728**	**2,290**	**2,824**	**3,169**
증감률 (%)	44.9	32.5	23.3	12.2
매출원가	**1,005**	**1,204**	**1,500**	**1,687**
매출총이익	**723**	**1,086**	**1,324**	**1,482**
Gross 마진 (%)	41.9	47.4	46.9	46.8
판매비와 일반관리비	379	521	654	726
영업이익	**345**	**564**	**670**	**756**
증감률 (%)	133.6	63.8	18.8	12.8
OP 마진 (%)	19.9	24.7	23.7	23.9
EBITDA	**391**	**624**	**739**	**841**
영업외손익	**7**	**1**	**1**	**6**
금융수익(비용)	-19	-10	-9	-4
기타영업외손익	25	12	10	10
종속, 관계기업관련손익	0	0	0	0
세전계속사업이익	**352**	**566**	**671**	**762**
법인세비용	**80**	**131**	**161**	**183**
계속사업이익	271	435	510	579
당기순이익	**271**	**435**	**510**	**579**
증감률 (%)	114.3	60.3	17.3	13.5
Net 마진 (%)	15.7	19.0	18.1	18.3
지배주주지분 순이익	272	435	510	579
비지배주주지분 순이익	-1	0	0	0
기타포괄이익	-1	0	0	0
총포괄이익	271	435	510	579

Valuations/profitability/stability

	2024/12A	2025/12E	2026/12F	2027/12F
PER(X)	21.2	24.2	20.6	18.1
PBR(X)	7.1	8.6	6.2	4.7
PCR(X)	14.0	16.8	14.3	12.5
PSR(X)	3.3	4.6	3.7	3.3
EV/EBITDA(X)	14.7	16.3	13.4	11.4
EV/EBIT(X)	16.6	18.0	14.8	12.7
EPS(W)	36,106	57,737	67,718	76,892
BPS(W)	108,436	162,411	225,673	297,615
SPS(W)	229,392	303,975	374,922	420,687
자기자본이익률(ROE, %)	39.4	42.6	34.9	29.4
총자산이익률(ROA, %)	19.6	24.0	22.4	20.8
투하자본이익률 (ROIC, %)	39.4	60.8	62.2	58.3
배당수익률(%)	0.4	0.3	0.3	0.4
배당성향(%)	9.0	6.5	6.6	6.4
총현금배당금(십억원)	25	28	34	37
보통주 주당배당금(W)	3,300	3,800	4,500	5,000
순부채(현금)/자기자본(%)	-4.5	-28.9	-35.2	-40.8
총부채/자기자본(%)	92.6	64.6	47.2	34.9
이자발생부채	386	373	345	291
유동비율(%)	138.5	192.3	237.2	297.2
총발행주식수(mn)	8	8	8	8
액면가(W)	5,000	5,000	5,000	5,000
주가(W)	765,000	1,395,000	1,395,000	1,395,000
시가총액(십억원)	5,763	10,509	10,509	10,509

Statement of financial position

(십억원)	2024/12A	2025/12E	2026/12F	2027/12F
현금및현금성자산	335	624	831	1,086
매출채권	137	157	181	208
유동자산	**682**	**1,057**	**1,365**	**1,750**
유형자산	748	808	975	1,096
투자자산	16	23	33	48
비유동자산	**913**	**976**	**1,153**	**1,288**
자산총계	**1,595**	**2,033**	**2,518**	**3,038**
단기성부채	132	145	135	117
매입채무	145	181	208	229
유동부채	**492**	**550**	**576**	**589**
장기성부채	254	228	210	174
장기충당부채	0	1	1	1
비유동부채	**274**	**248**	**231**	**196**
부채총계	**767**	**798**	**807**	**785**
자본금	38	38	38	38
자본잉여금	11	11	11	11
이익잉여금	770	1,177	1,653	2,195
비지배주주지분	11	11	11	11
자본총계	**828**	**1,235**	**1,711**	**2,253**

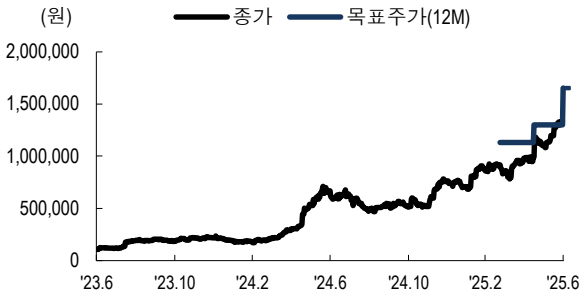
Cash flow statement

(십억원)	2024/12A	2025/12E	2026/12F	2027/12F
영업활동 현금흐름	**358**	**457**	**515**	**567**
당기순이익	271	435	510	579
+ 유/무형자산상각비	46	60	68	84
+ 종속, 관계기업관련손익	0	0	0	0
+ 외화환산손실(이익)	-13	0	0	0
Gross Cash Flow	410	625	735	837
- 운전자본의증가(감소)	-7	-37	-59	-87
투자활동 현금흐름	**-214**	**-116**	**-238**	**-214**
+ 유형자산 감소	0	0	0	0
- 유형자산 증가(CAPEX)	-228	-120	-235	-205
+ 투자자산의매각(취득)	-5	-7	-10	-15
Free Cash Flow	129	337	280	362
Net Cash Flow	144	342	276	353
재무활동현금흐름	**-35**	**-52**	**-69**	**-98**
자기자본 증가	0	0	0	0
부채증감	-35	-52	-69	-98
현금의증가	116	289	207	254
기말현금 및 현금성자산	335	624	831	1,086
기말 순부채(순현금)	-38	-357	-602	-918

투자의견 및 목표주가 변경내역

제시일자	투자의견	목표가	괴리율 (%)	
			평균	최저/최고
2025.07.01	Buy	1,650,000원(12개월)	-	-
2025.05.16	Buy	1,300,000원(12개월)	-8.0%	2.6%
2025.03.25	Buy	1,130,000원(12개월)	-19.7%	-11.6%

삼양식품 (003230.KS)



종목 투자등급(Stock Ratings) 및 투자등급 분포 고지

1. 투자등급(Ratings): 목표주가 제시일 현재가 기준으로 향후 12개월간 종목의 목표수익률에 따라
   - Buy: 15% 초과
   - Hold: -15% ~ 15%
   - Sell: -15% 미만

2. 당사의 한국 내 상장기업에 대한 투자의견 분포는 다음과 같습니다. (2025년 6월 30일 기준)
   - 투자의견 분포

Buy	Hold	Sell
87.3%	12.7%	0.0%

- 당사의 개별 기업에 대한 투자의견 분포는 매 분기말 기준으로 공표하고 있으니 참조하시기 바랍니다.

Compliance Notice

- 당사는 자료 작성일 현재 '농심, 롯데웰푸드, 빙그레, 삼양식품, 아모레퍼시픽, 에이피알, 지누스, 풀무원'의 발행주식 등을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료를 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배우자는 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.

고지 사항

본 조사분석자료에 수록된 내용은 당사 리서치본부의 금융투자분석사가 신뢰할 만한 자료 및 정보를 바탕으로 최선을 다해 분석한 결과이나 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 투자자의 투자판단을 위해 작성된 것이며 어떠한 경우에도 주식 등 금융투자상품 투자의 결과에 대한 법적 책임소재를 판단하기 위한 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료는 당사의 저작물로서 모든 지적 재산권은 당사에 귀속되며 당사의 동의 없이 복제, 배포, 전송, 변형, 대여할 수 없습니다.