



| 음식료 |

삼양식품 (003230.KS)

불닭 제국은 해가 지지 않는다

1Q24 Review : 동사의 1Q24 매출액은 3,858 억원(YoY +57%), 영업이익 800억원 (YoY +206%)을 기록했다. 특히 라면 수출 매출액은 2,860억(YoY+85%)을 기록했으며 해외의 높은 ASP를 바탕으로 영업이익의 YoY 성장에 큰 영향을 미친 것으로 보인다. 이러한 기록적인 수치는 앞으로도 수출 확대와 원재료 스프레드 개선을 바탕으로 지속될 전망이다.

해외 외형성장

ASP가 높은 미국에서 오프라인 채널 확대로 27년까지 CAGR + 44%의 고성장을 전망한다. 중국 온라인 채널 정비 및 마케팅 효과로 24년 YOY+23% 성장이 기대된다. 인도네시아 시장은 법인 설립을 통해 M/S 회복 및 매출액 YOY+48% 성장이 가능한 시점이다.

CAPA 이상 무

늘어나는 수요와 확대되는 유통망과 달리 CAPA는 아직 부족하다. 이에 2025년 5월완공 예정인 밀양 2 공장과 더불어 2025년 상반기에 CAPA 5억개를 수용 가능한 추가 공장 설립을 예상한다. 신규 공장을 위한 현금흐름에도 문제가 없는 만큼 점차 올라오는 가동률과 함께 2028년까지 꾸준한 매출 성장이 기대된다.

SNS 최강자 불닭

식음료 사업에 있어 노출도는 매출과 직결되는 요소이며, 구글 검색량과 해외 매출의 상관관계는 0.8로 높게 나타난다. 특히 숏폼에서 사용가능한 레시피의 증가와 관련 영상 및 게시물 증가를 바탕으로 2023년부터 해외 매출의 급성장을 보여주었다. SNS 및 유튜브의 지속적인 영향력 확대가 예상되는 만큼, 동사의 매출에도 긍정적인 영향을 미칠 것으로 기대한다.

Valuation

동사의 해외 시장 확대에 따라 **목표주가 453,000원, 상승여력 32%**을 제시한다. 타 라면 기업들 대비 수출의 수혜를 가장 크게 볼 동사이며, 매출 확대와 관련하여 추가 CAPA확장을 전망한다. 이를 가장 잘 반영하는 DCF 절대가치평가법을 사용하여 목표가를 도출하였다.

Investment Fundamentals

(억원, 원, 배)

FYE Dec	2020A	2021A	2022A	2023A	2024F
매출액	649	6,420	9,090	11,929	13,930
영업이익	95	654	904	1,475	2,200
순이익	680	567	803	1,266	1,780
EPS	8,922	7,480	10,593	16,761	20,488
PER	11.3	12.67	11.99	12.89	11.8
PBR	2.2	1.83	2.09	2.85	3.2
OPM	14.7	10.18	9.94	12.37	16
ROE	21.5	15.38	18.92	24.81	23.6

투자의견

BUY

목표주가(TP)

453,000원

현재주가(5/16)

343,500원

상승여력

32%

Stock Data

KOSPI(5/16)	2,753
KOSDAQ	870.37
시가총액	2조 5,876억원
발행주식수(주)	7,533,015
52주 최고/최저가(원)	353,000/103,100
외국인지분율(%)	12.70%
주요주주(%)	삼양배추컬스 외 8인 45.18%
	국민연금공단 9.99%
주가상승률(%)	1개월 31% 6개월 77% 12개월 207%

Stock Price



Research Team RFS

팀장	36기 홍소현	hongsh00325@naver.com
	36기 이수정	kristal730611@gmail.com
	36기 이윤학	hkyj1025@naver.com
	37기 신혜원	twinyewon@naver.com
	37기 허민준	huhmandoo@naver.com

CONTENTS

I . Intro	1
산업분석	1
기업개요	3
II . Investment Point	4
1. 해외 외형성장	4
1-1). 수요&공급의 꾸준한 성장, 美	4
1-2). 유럽확장	5
1-3). 아시아 시장(중국, 동남아)	6
2. CAPA확장으로 공급 부족 해결할 것	8
2-1). 밀양 2공장 증설로 글로벌 수요 흡수	8
2-2). 공장 신설 전망	9
3. SNS 최강자 불답	10
III . 주가분석	13
IV . Estimate Logic	14
매출 추정	14
비용 추정	19
V . Valuation	20

리포트 작성 목적

본 리포트는 외형 성장이 지속될 음식료 산업에서 가장 주목해야할 기업으로 '삼양식품'을 제시한다. 수출 피크아웃 우려가 나오고 있지만, 본 리서치팀은 1)미국/유럽 시장의 높은 P와 확장될 Q를 바탕으로 27년까지 매출 성장이 지속될 것이라고 판단했다. 또한, 2)글로벌 시장 수요에 기반한 '공장 증설'은 동사가 피크아웃이 아님을 증명해줄 것이며, 3)SNS 확장세에 따른 불닭볶음면(이하 '불닭')의 수요는 건조할 전망이다. 이에 따라, 24년부터 27년까지 동사의 실적 성장은 지속될 예정이며, 이에 대한 성장 모멘텀에 대해 서술하고자 한다.

I . Intro

산업 분석

'23년 평균 원/달러 환율:
1,316원

'24년 현재 원/달러 환율
1,368원

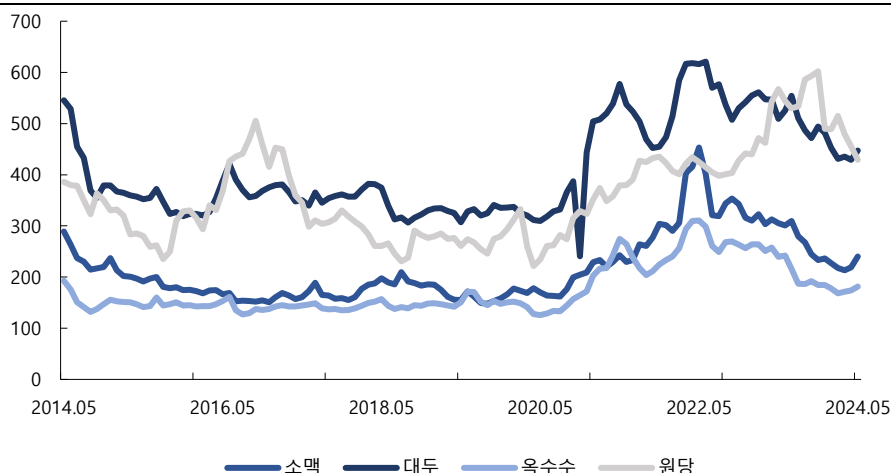
올해 마진 스프레드 확장과 판매량 증가로 음식료 산업 비중 확대를 전망한다. 음식료 업종 프리미엄 확장의 배경은 판가 상승(P), 판매량 증가(Q), 비용 하락(C)에 있다. 필수 소비재 특성상 원재료 가격의 변동성이 기업 매출을 결정하기 때문이다. 비용 원재료 가격의 인상은 기업들에게 판가 상승의 합리적 이유가 되며, 한 번 오른 식료품 단가는 쉽게 하락하지 않는다는 점에서 원재료 가격 하락 시 마진 스프레드 개선이 기대된다.

또한, 음식료 기업의 경우 원재료의 70% 이상을 수입에 의존하고 있기에 1) 환율. 2) 투입원가 반영 시기를 통해 실적을 예상할 수 있다. 24년은 고환율 속에서 원화 투입 원가의 부담이 존재하는 해다. 하지만, 곡물가 하락이 더 큰 폭(평균 -1.51 %, 추정)으로 나타나고 있고, 곡물가에 6개월 후행하는 투입원가 시기로 인해 원가 부담은 제한적일 것으로 판단한다. 따라서 지난해 하반기부터 지속된 원재료 부담 완화는 2Q24부터 본격적으로 반영될 예정이다. 더불어 현재 작황 환경과 건조한 재고율을 감안하였을 때 24년 내 곡물가 상승은 제한적이며 음식료 산업 전반의 원가(C)하락으로 인한 외형 성장이 기대된다.

이에 본 리서치 팀은 현 시점이 고환율과 주요 곡물가 하락세에 힘입어 수출 위주 기업의 판가/원가 마진 스프레드 확대의 시기라고 판단한다. 이와 더불어 총선 이후 정부의 음식료 기업 대상 물가 안정화 정책이 힘을 잃었고, 인건비와 기타 비용들로 인해 가격 인상(P)의 가능성은 존재할 것으로 전망한다.

[그림1] 주요 곡물가 가격 변동 추이

(단위: \$/TON)



출처: FIS(식품산업통계정보), RFS

음식료 산업의 트렌드

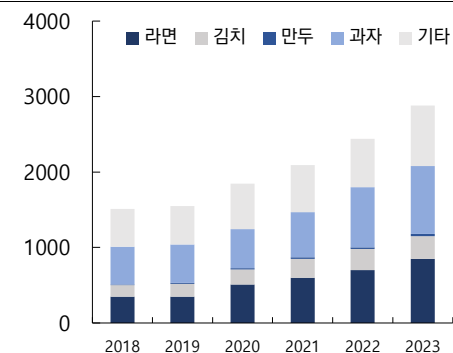
음식료 중 라면사업에 집중

내수보다는 해외

1) 음식료를 이끌어갈 라면 사업

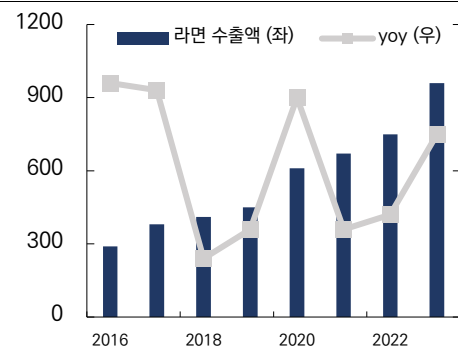
음식료 업종은 필수 소비재적 성격으로 안정적인 수요(Q)를 가지고 있으나, 내수 시장은 인구 성장을 감소의 영향 등으로 중장기적 성장에는 한계가 있다. 따라서 새로운 성장 동력을 위해 견조한 내수, 해외 수출이 지속 되는 사업부 중 가장 큰 규모인 라면 산업에 집중해야 한다. 실제 라면 사업은 23년 **국내 음식료 매출의 19% 이상을 견인하고 있으며**, 1Q24 국내 라면 수출액은 2.7억 달러(+30%, QoQ)를 기록, **18년부터 연평균 +21%의 높은 성장세를 보이고 있다**. 즉, 향후에도 견조한 라면 수요를 보이는 중국/동남아 시장을 바탕으로 미국/유럽 시장까지의 성장이 기대된다.

[그림 2] 가공식품 수출액 추이 (단위: 백만 달러)



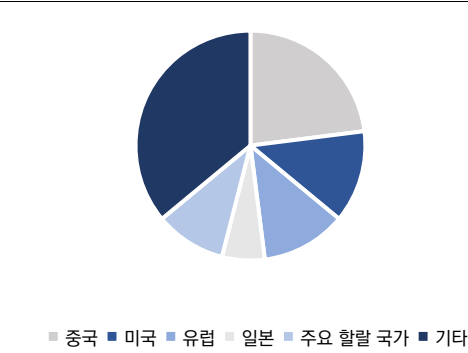
출처: 관세청, RFS

[그림 3] 라면 수출액 추이 (단위: 백만 달러)



출처: K-STAT, RFS

[그림 4] 한국 라면 수출국 비중 (단위: %)



출처: K-STAT, RFS

2) 라면에서 답은 결국 해외

원재료 가격 하락(C↓)과

고환율 해외 수요 증가(Q↑)

결국 원재료 가격 하락(C↓)과 고환율 속 해외 수요 증가(Q↑)의 산업 전반 모멘텀 속 발 빠른 **CAPA 확장**과 **높은 해외 수출 비중**을 차지하고 있는 라면 기업에 주목해야 한다.

[소맥, 팜유 가격 하락]

지난 소맥과 팜유의 본격적 하락 시기는 각각 22년 6월과 23년 5월으로, 당시 라면 3사 평균 단가 추정 시 약 743~839원에서 형성되었다는 점을 감안할 때 최근 원재료 하락세가 더욱 가중되며 평균 판가/원가 마진 스프레드는 약 60% 이상 확장될 것으로 추정된다.

[해외 수요 증가]

P와 C는 라면 사업을 영위하는 기업 전반의 공통된 변수로, 결국 실적을 좌우하는 것은 **고환율 속 해외 판매량(Q)**이 될 것으로 판단한다. 현재 K-Food, 한류의 인기로 국내 라면은 월마트, 코스트코와 같이 각 나라의 메인 스트림 채널에 입점하고 있다. 이를 증명하듯 가장 큰 시장인 미국 향 라면 수출액은 1Q24, 47백만 달러(+112.4%, YoY)를 기록하며 견조한 성장세를 보여주고 있다. 더불어, 채널 다각화로 인해 유럽/중국 등 다양한 나라의 수요 확대가 이루어지고 있다. 결국, 라면 사업 내 차별화를 이끌어 낼 변수는 높아진 전 세계적 수요(Q)를 수용할 수 있는 **CAPA 확장과 높은 해외 수출 비중**이다.

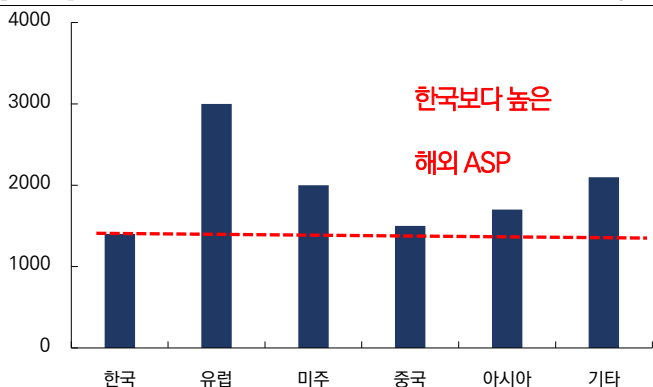
현재 음식료 산업은 원가(C)하락으로 인한 외형 성장이 기대되는 구간이다. 이러한 상황 속, 1)라면 사업에 강점을 가지며 2)해외 매출 비중이 높은 기업에 주목해야 함을 다시 한 번 강조한다.

승자의 조건:

라면 사업을 영위하며 해외 매출 비중이 높은 기업

[그림 5] 각 나라별 소비자 라면 ASP 추정

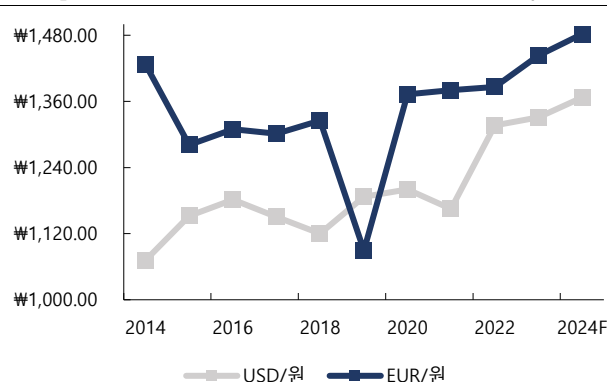
(단위: 원)



출처: 각 나라별 마트 참조, RFS

[그림 6] 미국/유럽 환율 변동 추이

(단위: 원)



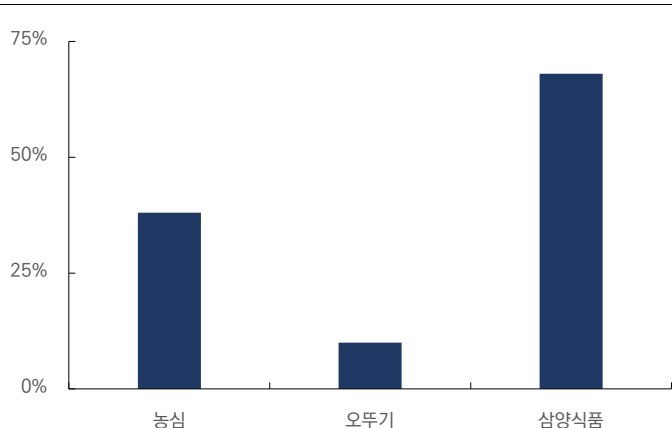
출처: Yahoo Finance, RFS

기업개요

이에 따라, 본 리서치 팀은 **라면산업 내, 해외 사업 비중이 가장 높은 기업인 삼양식품**을 선택하였다. 동사는 면/스낵, 소스 등을 제조·판매하는 기업으로, 매출의 94.1%가 면/스낵에서 발생한다. 지난 23년, 원재료 가격 하락세와 & 해외 매출의 폭발적인 증가로 매출액 11,929억원(YoY + 31.23%), 영업이익 1,475억원(YoY + 63.2%)을 기록하였다.

동사는 미국, 중국, 일본, 인도네시아 네 곳에 해외법인을 설립하였으며 국내 원주, 익산, 밀양에 위치한 총 3개의 생산공장에서 제품을 생산하고 있다. 증가하는 해외 수요에 대응하기 위해, 주기적으로 CAPA 확장을 진행하는 중이다. 수출 효율화를 위해 작년 3월 물류센터들을 정리하여 종속기업 '삼양로지스틱스'로 일원화시키고 이를 통해 해외 수출을 진행 중이다.

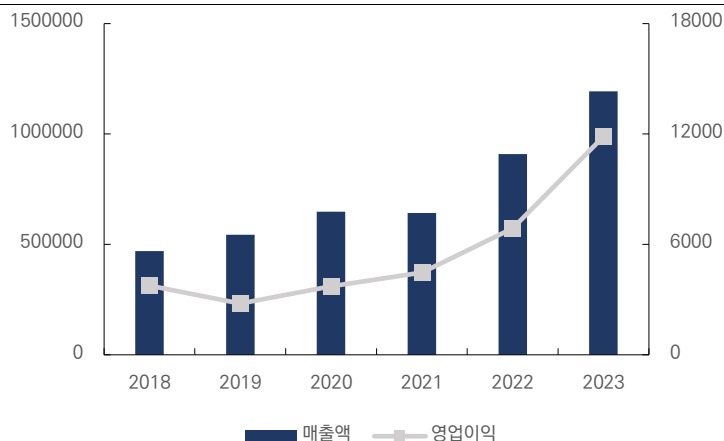
[그림 7] 2023년 해외 사업 비중



출처: 농심, 오뚜기, 삼양식품, RFS

[그림 8] 매출액&영업이익 추이

(단위: 백만원)



출처: 삼양식품, RFS

II. Investment Point

Investment Point 1. 해외 외형성장

16년부터 시작된 불닭의 해외 매출 성장세는 24년에도 지속될 전망이다. 동사를 향한 '수출 피크아웃' 우려가 제시되고 있지만, 본 리서치팀에서는 피크아웃을 논하기에는 아직 이르다고 판단했다. 이에 따라, 투자포인트 1에서는 미국/유럽/중국 시장의 오프라인/온라인 지점(Q) 확대에 의한 매출 성장에 대해 서술하고자 한다.

1-1) 수요&공급의 꾸준한 성장, 美

~27년까지, 미국 시장 매출액
CAGR 44% 고성장

미국 시장 매출액은 22년 685억원(YoY+32%) → 23년 1,441억원(YoY+110%)으로 증가세를 보이는 중이며, 향후에도 큰 폭의 성장이 기대되는 국가다. 본 리서치팀에서는 미국 시장 매출액이 감소하지 않고, **27년까지 CAGR+44%의 고성장** 추세를 보일 것이라 판단했다. 이는 1)국내보다 1.4배 높은 미국의 '불닭' ASP와 2)월마트·코스트코 등 주요 메인스트림(Q) 입점 확대, 3)CAGR +11.8%로 성장할 온라인 매출에 기인한다.

美 서부) 2024년
공급: 코스트코/월마트 +9%
수요: 불닭 +10.2백만개

24년 서부 코스트코, 월마트 지점 확대에 따라 오프라인 매출액은 1,435억원(YoY + 148%)으로 성장할 것이다. 23년 기준, 미국 오프라인 매출액의 80% 이상이 코스트코/월마트에서 발생하고 있기에, 코스트코/월마트 입점률 증가가 동사의 매출 성장으로 이어진다. 현재는 로스앤젤레스(LA) 등의 한인타운과 히스패닉 인구가 많은 미 서부의 일부 지점에 입점해 있으며, 서부 전체 지점으로 입점 확대가 진행 중이다. 코스트코의 입점률은 23년 19% → 24년 28%, 월마트의 입점률은 23년 3% → 24년 12% 증가할 것으로 추정되며, 입점률 확대 영향으로 10.2백만개의 불닭 추가 수요가 발생할 전망이다.

美 동부) 2025년~
공급: 코스트코+12% / 월마트 +15%
수요: 불닭 +11.4백만개

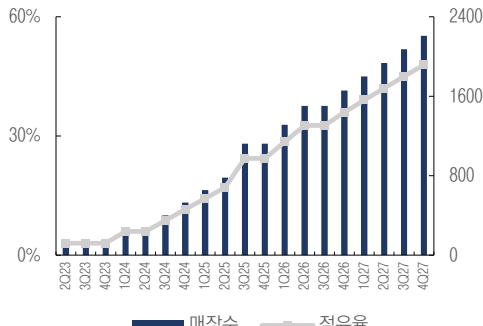
25년부터 중·동부로의 입점이 본격화되며 2,089억원(YoY + 81%)의 오프라인 매출이 발생이 기대된다. 본 리서치팀은 2Q25부터 중·동부 진출이 가능할 것으로 추정하였는데, 이는 과거 코스트코/월마트 입점 계획 발표 후 1년 3개월이 지난 시점부터 입점이 개시된 것에 기인하여, 입점 계획을 밝힌 1Q24 기준으로 추정한 것이다. 특히 중·동부에 대부분의 매장이 모여있는 '월마트'로의 입점 확대에 매출 성장은 가속화될 전망이다. 월마트의 입점률은 24년 12% → 25년 24%, 코스트코의 입점률은 24년 28% → 25년 43%로 증가할 것으로 예상되고, 이에 따라 25년 11.4백만개의 불닭 추가 수요가 발생할 것이다. 메인스트림(Q) 진출에 따른 미국 시장의 성장 여력은 충분하다고 판단되며, 입점 확대가 지속될 27년까지 매출 성장은 지속될 전망이다.

[그림 9] 동사 코스트코 점유율/매장 수 예상 (단위: %,개)



출처: ScrapeHero, RFS

[그림 10] 동사 월마트 점유율/매장 수 예상 (단위: %,개)



출처: ScrapeHero, RFS

[그림 11] 미국 월마트 분포 지도



출처: ScrapeHero, RFS

1-2) Q 성장을 보여줄 유럽

높은 P와 Q 성장 여력을 가진 유럽 시장에서는, **24E 1,524억원(YoY + 18%) → 25E 1,989억원(YoY+30%)의 매출이 발생할 전망이다**. 유럽의 불닭 ASP는 2.25유로로, 한국의 2배 이상이기 때문에 비교적 적은 판매량으로도 높은 매출 달성이 가능하다. 또한, 각국의 오프라인 메인 판매점 입점으로 인한 매출 성장을 기대할 수 있다.

네덜란드 오프라인 판매점 입점에 따라 24E 네덜란드 매출액 908억원(YoY + 13%) 달성이 예상된다. 네덜란드는 동사 유럽 매출의 약 60%를 차지하는 주요 시장이므로, 네덜란드 시장의 성장성에 주목해야 한다. 현재 네덜란드 1, 2위 오프라인 판매점 'Albert Heijn'과 'Jumbo'의 일부 점포에 입점한 상태다. Albert Heijn의 입점률 23년 43% → 24년 50%로 상승이 예상되며, Jumbo의 입점률도 23년 17% → 24년 28%로 성장할 전망이다. 이에 따라, **24년 8.5백만개의 불닭 추가 수요 발생**이 기대된다. 또한, 25년 예상되는 'Lidl' 입점은 네덜란드 라면 시장에서의 입지 강화로 이어질 것이다.

[표 1] 이점율 증가에 따른 판매량 증가

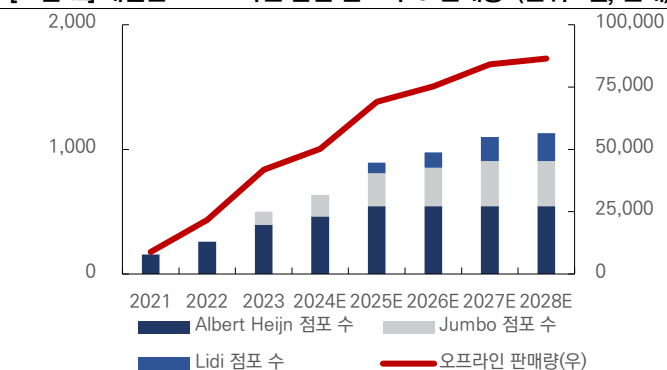
(단위: 천 개, 점)

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	단위
오프라인 총 판매량	8,840	21,754	41,900	50,182	69,124	75,208	84,130	86,430	(천개)
Albert Heijn 판매량	4,840	17,722	29,930	33,537	39,574	39,574	39,574	39,574	(천개)
입점 점포 수E	157	258	396	461	544	544	544	544	(점)
입점률(%)	17%	28%	43%	50%	59%	59%	59%	59%	(%)
Jumbo 판매량	-	-	7,906	12,548	19,270	22,407	26,440	26,440	(천개)
입점 점포 수E	-	-	105	172	265	308	363	363	(점)
입점률(%)	-	-	17%	28%	43%	50%	59%	59%	(%)
Lidl 판매량	-	-	-	-	6,151	9,065	13,920	16,187	(천개)
입점 점포 수E	-	-	-	-	85	125	191	223	(점)
입점률(%)	-	-	-	-	17%	28%	43%	50%	(%)
기타 점포 판매량	4,000	4,032	4,064	4,097	4,130	4,163	4,196	4,229	(천개)
점포 당 판매량	74	69	75	73	73	73	73	73	(천개)

출처: 자체추정, RFS

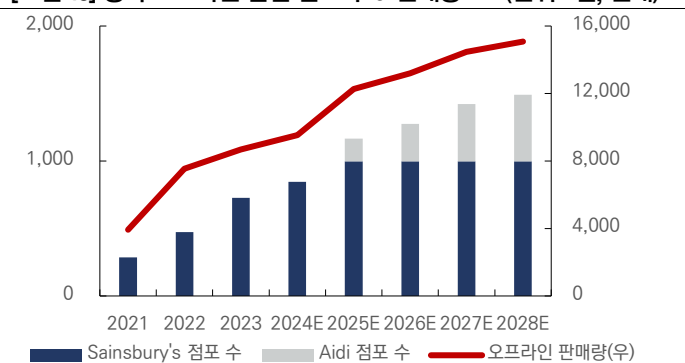
24년 영국 시장의 매출액은 200억원(YoY + 23%)으로 증가할 전망이다. 영국은 유럽 매출의 약 15%를 차지하고 있으며, 주요 판매점 입점 증가에 따른 성장 여력이 존재하는 국가다. 동사는 18년 점유율 3위 판매점인 'TESCO' 입점을 시작으로 21년 점유율 1위 'Sainsbury's' 입점에 성공하였다. 'Sainsbury's' 입점률은 23년 43%에서 24년 50%까지 성장할 것으로 추정되는데, 이에 따라, 24년에는 **2백만개의 불닭 추가 수요 발생**이 예상된다. 25년에는 'Aidi'로의 신규 입점이 예정되어 있어 27년까지의 매출 성장을 기대할 수 있다.

[그림 12] 네덜란드 오프라인 입점 점포 수 & 판매량 (단위: 점, 천개)



출처: 농식품수출정보, 자체추정, RFS

[그림 13] 영국 오프라인 입점 점포 수 & 판매량 (단위: 점, 천개)



출처: 농식품수출정보, 자체추정, RFS

1-3) 아시아 시장(중국, 동남아)

중국/아시아 시장은 동사의 수출 1위 지역으로, 23년 수출액 기준 YoY+13%의 안정적인 성장세를 보이는 시장이다. 중국/아시아 시장은 1)한국보다 1.2배 높은 불닭 ASP를 형성하고 있다는 점과 2)높은 인구 및 GDP 성장세로 Q 확보가 용이하다는 점에서 이점을 가진다.

[중국의 온라인 효과]

온라인 채널 구조 전환

>> 마케팅 강화

24년 온라인 채널을 기반으로 **중국 시장 매출액 2738억원(YoY+23%) 달성**이 기대된다. 이는 1)온라인 채널 정비 2)기저효과 3)적극적인 마케팅 4)라이브 커머스 성장에 기인한다. 기존 중국 온라인 채널 판매는 삼양식품 - 중간유통사(유베이) - 온라인 채널 - 소비자의 4단계로 이루어졌다. 그러나 중간유통사를 활용할 경우, 보수적인 마케팅 비용 지출로 매출 성장에는 불리한 요소가 있다. **공격적 마케팅을 통한 매출 성장**을 위해, 동사는 2Q23 온라인 채널 정비를 통해 직접 유통 방식으로 구조를 전환했다.

광군제로 입증된 마케팅 효과

>>역대 최대 매출 130억

실제 유통구조 전환 이후, 적극적 마케팅을 통해 23년 11월 11일 '광군제'에서 130억(YoY+39%)의 매출을 달성했다. 2Q23의 경우 '6·18 온라인 쇼핑축제'라는 모멘텀이 존재했던 시점이지만, 온라인 채널 정비로 온라인 향 출고는 감소했다. 그럼에도 23년 중국 매출액은 YoY+72%로 높은 성장률을 보였는데, 이는 온라인 채널 정비 이후 공격적 마케팅을 통한 온·오프라인 매출 성장 전략이 유효함을 보여준다.

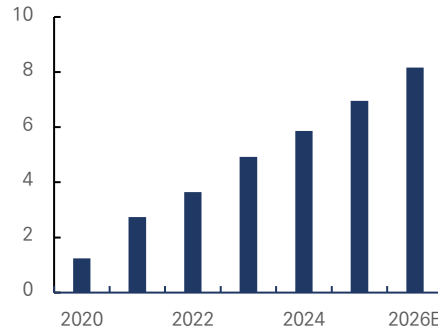
마케팅과 더불어 도우인(틱톡), 콰이쇼우, 타오바오와 같은 **라이브 커머스 시장 성장**은 동사 온라인 채널 매출 확대를 더 가속화할 전망이다. '불닭 챌린지'와 같은 콘텐츠를 기반으로 중국 시장 내 입지를 확대한 동사는 CAGR +18% 성장이 기대되는 라이브 커머스의 수혜를 그대로 받을 가능성이 높다.

[그림 14] 삼양식품 중국 온라인 채널 판매구조



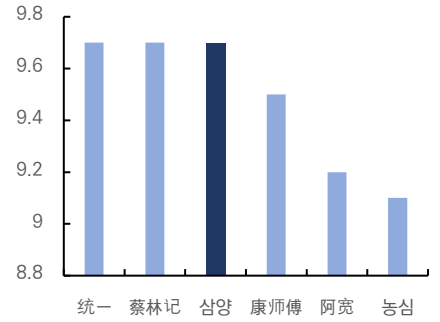
출처: 자체제작, RFS

[그림 15] 중국 라이브 커머스 시장규모 (단위:10조 위안)



출처: STATISTA, RFS

[그림 16] 중국 라면 브랜드 지수 (삼양식품: 3위)



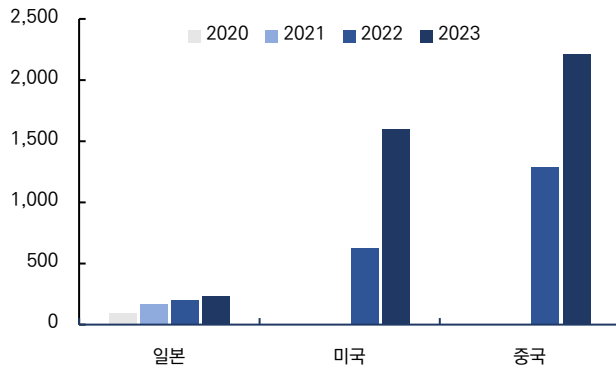
출처: 987 Brand Network, RFS

[인도네시아의 법인 효과]

카피캣 출시로 점유율 감소
→ 법인의 적극적 영업으로
M/S 회복 예상

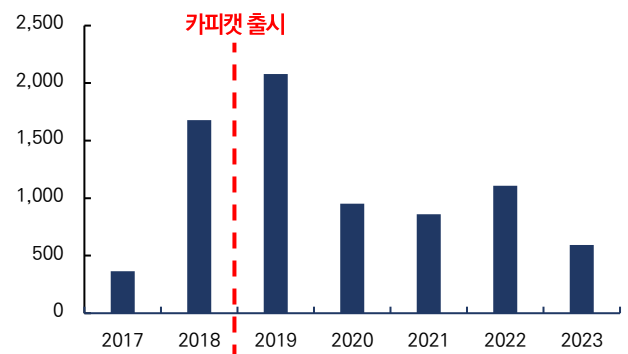
24년 인도네시아 법인 영업 시작으로 **인도네시아 매출액은 224억원(YoY+48%)** 성장할 것이다. 인도네시아에서 불닭은 돈보적 입지를 바탕으로 20년까지 성장해왔다. 그러나, 불닭의 카피캣 제품 'Mie seddap Korean spicy chicken' 출시 이후, 동사의 M/S는 19년 0.72% → 23년 0.2%대로 감소하였다. 동사는 빼앗긴 M/S 회복을 위해 법인营业을 통한 적극적 마케팅을 시작하였고, **25년에는 M/S 회복이 가능할 것으로 보인다**. 이는 1)과거 미국·중국 법인 설립 후, 채널 확장 및 적극적 마케팅으로 각 +154%, +72%의 성장을 달성했다는 점, 2)24년 삼양식품의 對인도네시아향 수출액은 4년 내 최대규모(MOM+296%, YOY+95%)를 달성했다는 점에 기인한다. 수치로 가시화되는 법인 효과를 바탕으로, 동사의 매출 또한 지속적 성장이 기대된다.

[그림 17] 미국, 중국, 일본 법인 설립 이후 매출액 추이 (단위: 억 원)



출처: 삼양식품, RFS

[그림 18] 인도네시아 수출액 (단위: 만 달러)



출처: K-STAT, RFS

[말레이시아 & 태국 : 입점률 확대]

말레이시아 매출액은 24E 682억원(YoY+11%) → 25E 752억원(YoY+10%)로 성장할 전망이다. 이는 1)'7-Eleven' 입점률 성장(23년 43% → 24년 50% → 25년 59%)에 따른 판매량 증가, 2)25년으로 예상되는 'Lotus' 신규 입점 덕이다. 동사는 적극적으로 아시아 국가 공략을 진행하고 있으며, 이에 따라 27년까지 아시아 시장은 성장할 전망이다.

Investment Point 2. CAPA 확장으로 공급부족 해결

투자포인트 1에서 서술했듯, 불닭의 글로벌 수요 증가에 따른 외형 성장은 27년까지 계속될 것이다. 그렇다면 이제는 글로벌 수요에 맞춰 생산량을 늘릴 차례다. 본 리서치팀은 밀양 2공장 완공과 추가 공장 증설을 통해 매년 발생하는 추가 수요를 모두 매출로 흡수할 수 있을 것이라 전망한다.

2-1) 밀양 2공장 증설로 글로벌 수요 흡수

1H25 해외를 겨냥한 밀양 2공장 증설 원료로 25E 약 1.8억개(YoY+13.8%)의 라면 추가 수출이 가능할 전망이다. 이는 1)밀양 1공장 가동률 77.2% · 밀양 2공장 가동률 52.9%(1공장 신설 완료 당시 가동률)를 가정한 수치이며, 2)25년 5월 완공 이후 7개월분을 반영한 값이다. 해당 증설은 25년 미국 점포 입점 확대에 기대되는 1.03억개의 수요 · 유럽 신규 점포 입점에 따른 0.2억개의 수요 · 중국 마케팅 효과로 기대되는 0.3억개의 수요에 선대응한 것이다.

본 리서치팀에서 추정한 미국 · 유럽 시장의 판매량은 23년부터 26년까지 CAGR + 35%로 증가한다. 이에 따라 1공장 가동률은 23년 60.9% → 26년 77.4%로, 2공장의 가동률 25년 52% → 26년 60%로 성장하며, 17.3억개의 라면을 생산해낼 것이다. 실제 발생할 수요를 바탕으로 진행된 밀양 2공장 증설은, **26년까지 삼양식품의 외형 성장을 가능하게 해줄 것이다.**

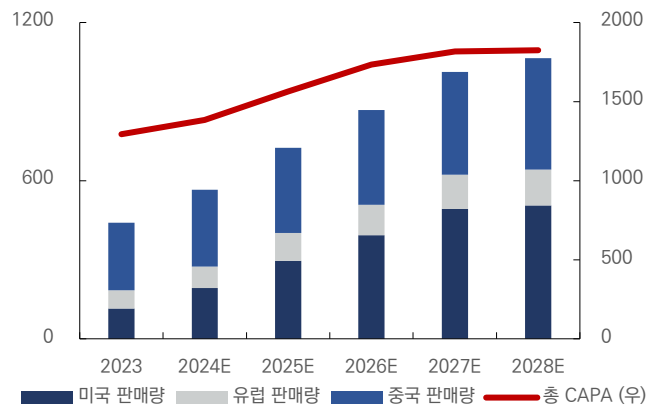
[표 2] 증설에 따른 생산량 증가

(단위: 억개)

[그림 19] 미국 · 유럽 · 중국 판매량, 총 CAPA

(단위: 만개)

면	1 공장 증설 전	1 공장 증설 후, 2 공장 증설 전	2 공장 증설 후				
CAPA 기준	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E	2027E
원주+익산	12	12	12	12	12	12	12
가동률	75.8%	77.2%	77.4%	77.4%	77.4%	77.4%	77.4%
밀양 1 공장	-	6	6	6	6	6	6
가동률	-	52.9%	60.9%	75.8%	77.2%	77.4%	77.4%
밀양 2 공장	-	-	-	-	5.6	5.6	5.6
가동률	-	-	-	-	52.9%	60.9%	75.8%
총 CAPA	12	18	18	18	23.6	23.6	23.6
생산량	9.1	11.1	12.9	13.8	15.6	17.3	18.2



출처: 삼양식품, RFS 추정

*원주+익산은 공장별 가동평균값

출처: 삼양식품, RFS 추정

2-2) 공장 신설 전망

24년부터 28년까지 동사의 전체 매출액은 CAGR 약 +13%로 증가할 전망이다. 밀양 2공장 증설을 진행하였음에도, 27년부터는 글로벌 수요가 공급을 넘어서며 약 6,400만개 이상의 공급 부족이 발생할 전망이다. 이에 동사는 추가 공장 건설로 공급 쇼티지에 대응할 것이다.

[표 3] CAPA 증설 안할 경우 부족한 공급량 추정치

(단위: 백만 개)

	2023	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E
전년 대비 추가 공급량 (CAPA)	182.3	89.6	180.9	169.3	80.0	0
3 국 수요 전년 대비 증가분 합	106.7	125.5	159.5	143.1	143.9	52.7
미국 추가 수요	60.5	76.9	103.2	97.3	100.3	13.3
유럽 추가 수요	30.6	12.5	24.8	9.9	13.5	6.5
중국 추가 수요	15.6	36.1	31.5	35.9	30.1	32.9
부족한 공급량	-75.6	35.9	-21.4	-26.1	63.9	52.7

출처: 자체추정, RFS

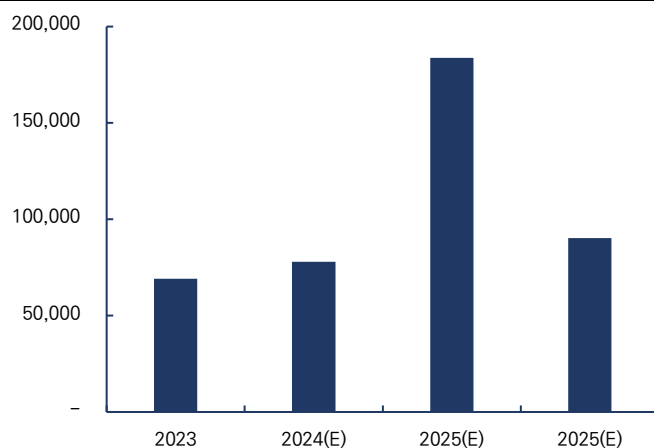
27년 발생한 공급 쇼티지 해소를 위해서는 최소 1H27에는 완공이 되어야 한다. 이에 따라, **본 리서치팀에서는 1H25 5억개 규모의 추가 CAPA 증설이 시작될 것으로** 전망한다. 이는 1)지난 CAPA 증설 당시 공장 건설 기간이 16개월 내외였다는 점, 2)완공 이후 첫 해 가동률 52% 가정 시, 6,400만개의 공급 쇼티지를 소화할 수 있어야 한다는 점을 고려한 것이다. 증설에 필요한 비용은 2,000억원인데, 이는 밀양 1공장 전체 투자비용 X (신규공장 CAPA/1공장 CAPA)로 계산한 값이다. 25E 동사의 FCF는 약 1,800억원으로 추정되기에 글로벌 수요 증가 따른 추가 공장 증설도 가능할 것이다. 이처럼, 1H27 신규 공장 완공에 따른 공급 쇼티지 우려는 해소될 전망이다.

[표 4] 공장 건설 비교

	밀양 1 공장	밀양 2 공장	신규공장
착공 (예정)	19 년 12 월	23 년 8 월	25 년 상반기
완공 (예정)	22 년 5 월	25 년 5 월	27 년 상반기
CAPA(억개)	6	5.6	5
연별 가동률	52% → 60% → 70%		
투자 비용(억원)	2,381	1,643(잠정)	1,984

[그림 20] FCF 추이

(단위: 백만원)



출처: 정보 종합, 삼양식품, 자체추정, RFS

출처: 삼양식품, 자체추정, RFS

Investment Point 3. SNS 최강자 불닭

숯폼 트렌드에 부합하는 불닭의 수요는 지속될 것이다. 유튜브의 발전과 코로나가 맞물리면서 다양한 종류의 콘텐츠들이 제작되었으며, 특히 23년 숯츠 사용량 YoY+100% 성장을 통해, 숯폼 콘텐츠의 중요성이 부각되고 있음을 알 수 있다. 숯폼은 짧고 자극적일수록 조회수가 증가한다는 특징을 갖기에, 맵고 자극적인 ‘불닭’ 먹방은 숯츠 제작자들의 주 콘텐츠로 자리잡았다. 콘텐츠의 ‘창의성’ 또한 조회수를 결정짓는 요소인데, 불닭의 경우 국물이 없다는 특징 덕에 창의적인 레시피들이 소개될 수 있었다.

레시피 & 해시태그

: 불닭볶음면 >>> 신라면

: 각각 2배 이상

실제로 신라면 관련 인기 레시피는 약 4가지인데 반해 불닭의 경우 10가지 이상이며, 불닭 소스를 이용한 요리까지 포함하면 더 많은 음식을 만들 수 있다. 또한 두 제품 관련 해시태그를 바탕으로 분석해 봤을 때도 유튜브에서는 약 4배의 차이, 인스타그램에서는 약 2배만큼 불닭볶음면의 노출이 더욱 많다.

[표 5] 유튜브 쇼츠 해시태그별 영상 개수 (단위: 만개)

신라면		불닭볶음면	
#신라면	0.64	#불닭볶음면	2.4
#shinramen	0.23	#buldak	1.2

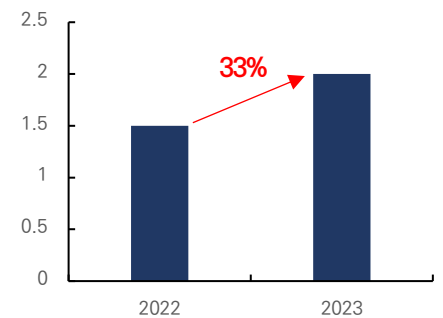
4 배 이상 차이

[표 6] 인스타그램 해시태그별 게시물 개수 (단위: 만개)

신라면		불닭볶음면	
#신라면	19.5	#불닭볶음면	12.1
#shinramen	1.9	#buldak	8.7
#농심	29.5	#삼양	6.9
#nongsim	9.5	#samyang	103

2 배 이상 차이

[그림 25] 유튜브 숯츠 액티브 유저 (단위: 10억 명)



출처: 유튜브 정보종합, RFS
*2024년 5월 16일 기준

출처: 인스타그램 정보 종합, RFS
*2024년 5월 16일 기준

출처: 987 Brand Network, RFS

노출과 매출: 상관관계 0.8

노출 ↑ → 매출 ↑

결국 불닭은 자극적인 맛과 다양한 조합이 가능하다는 특성을 바탕으로 **영상 제작 → 시청 → 조회수 증가 → 영상 제작의 선순환**이 이루어진 것으로 파악된다. 불닭 해시태그가 추가된 영상 및 게시물의 증가와 동시에 작년 하반기부터 갑작스럽게 북미의 불닭 매출이 상승하게 된 것은 이에 대한 반증이다. 뿐만 아니라 2023년 구글 키워드 검색량이 YoY +183%, 미국 매출 YoY +240%이며, 둘의 상관관계가 약 0.8로 높게 나타난다. 숯폼에 최적화된 불닭은 유튜브 및 SNS의 확산이 줄어들지 않는 이상 수요에서도 피크아웃은 없을 것이다.

[그림 26] 'buldak' 키워드 검색 추이

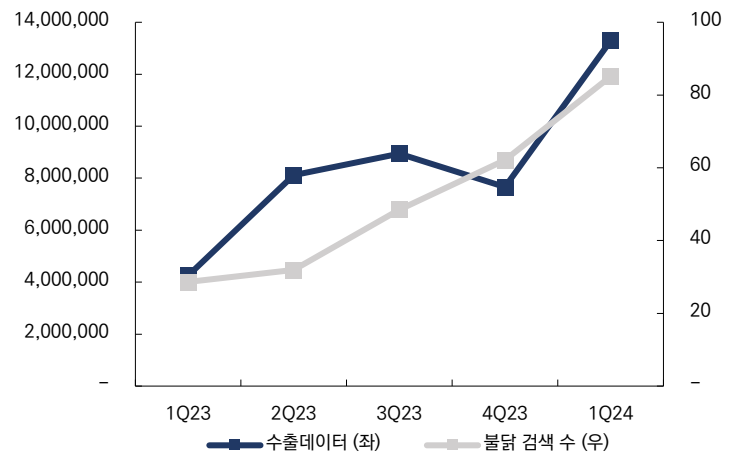
(최대:100)



출처: Google Trend, RFS

[그림 27] 분기별 미국 매출액 & 'buldak' 키워드 검색 추이

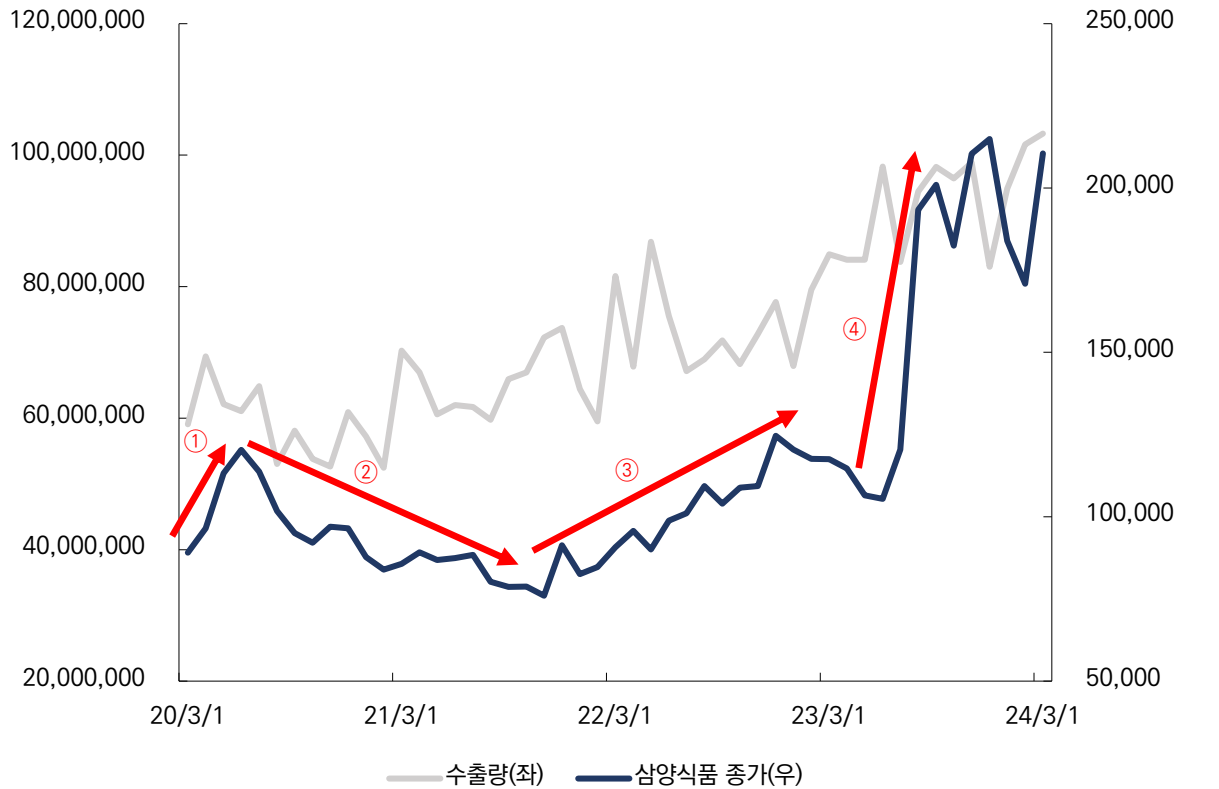
(단위: \$, 번)



출처: 삼양식품, Google Trend, RFS
*검색량은 동기간 평균치로 계산

Ⅲ. 주가분석

[그림 28] 삼양식품 증가 - 라면 수출



출처 : Yahoo Finance, K-STAT, RFS

앞선 산업분석에서도 확인했듯 동사의 이익 성장에서 가장 중요한 요소를 차지하는 부분은 해외 수출이다. 실제로 국내 라면 수출량의 50%를 차지하는 동사의 주가와 라면 수출량은 0.739의 의미 있는 상관계수를 보인다. 또한 동사의 CAPA증가는 장기적 관점에서 수출량 증가를 의미하며, 이로 인해 공장 증설 발표 시에 주가 상승을 확인할 수 있다.

- ① 해외 수출 고성장을 바탕으로 어닝서프라이즈를 기록, 저점 대비 75%이상 주가가 상승하며 3개월 간 주가 상승세를 보였다.
- ② 수출량 큰 폭의 성장없이, 곡물, 팜유 등 원자재 가격 부담이 증가했다. 이로 인해 영업이익이 지속적으로 악화되며, 고점대비 약 40%까지 주가 하락세를 보였다.
- ③ 중국 및 미국 법인 설립을 바탕으로 해외시장 공격적인 영업을 통해 높은 해외 매출 증가세를 보였다. 또한 밀양 1공장 완공으로 인해 캐파 확보까지 완료되며 약 1년간 주가 상승세를 유지했다.
- ④ 23년 8월 밀양 2공장 증설 발표 이후, 해외 수출에 대한 긍정적 전망을 바탕으로 4일간 약 30%의 빠른 주가 상승세를 보였다.

IV. Estimate Logic

매출 추정

삼양식품(003230.KS)								
Estimate of Sales								
(Units in Million KRW)								
Revenue Projection								
(단위: 십억)	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E
내수	252.5	301.5	354.1	381.2	402.6	427.3	456.0	489.8
해외	388.5	605.7	809.3	978.7	1193.6	1412.5	1601.2	1691.5
물류	0.4	1.1	15.5	18.7	22.9	27.1	30.7	32.4
기타	0.5	0.6	11.9	4.3	5.6	7.3	5.7	6.2
연결 매출액	641.9	908.9	1190.8	1383.0	1624.7	1874.1	2093.6	2219.9
단위 조정	641,900	908,900	1,190,800	1,383,026	1,624,712	1,874,057	2,093,631	2,219,860

내수

단위: 백만원	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028
면스넥	240,344	252,641	329,115	342,609	356,656	371,279	386,501	402,348
유제품	10,176	3,365	-	-	-	-	-	-
제품								
소스,조미소재	12,966	17,153	22,028	28,712	37,423	48,779	63,579	82,870
냉동	-	44	4	-	-	-	-	-
기타	8,390	20,230	9,657	12,759	12,759	12,759	12,759	12,759
유제품/기능성	6,418	3,778	3,435	2,513	1,838	1,345	984	720
상품								
냉동	-	26,799	44,277	47,394	50,052	53,120	56,690	60,888
기타	1,854	15,975	3,601	7,143	7,143	7,143	7,143	7,143
에누리 전 합계	280,148	339,985	412,117	441,130	465,872	494,424	527,657	566,728
매출에누리	-27,641	-38,448	-55,976	-59,917	-63,277	-67,155	-71,669	-76,976
합계	252,507	301,537	356,141	381,213	402,595	427,269	455,987	489,752

한국 라면시장은 이미 성숙시장으로 라면 가격 인상을 제외하고는 특별한 성장세를 보이지 않는다. 이에 **면스넥** 매출은 한국라면시장 성장률(4.1%)를 통해 추정했다. **유제품**은 제품과 상품에서 모두 감소추세를 보이고 있으므로 과거 3 개년 추세(CAGR - 26%)를 반영했다. 삼양식품은 최근 **냉동식품** 시장에 진출했다. 이에 점차 매출이 상승할 것으로 예상되나, 브랜드가치를 제외하고는 경쟁제품대비 삼양식품이 큰 경쟁력을 보이고 있지 않다. 이에 냉동을 제외한 연도별 식품 매출성장분을 통해 냉동식품 매출을 추정했다. **소스, 조미소재**에 속하는 불닭소스는 포트폴리오 확대와 적극적인 마케팅으로 과거와 유사한 성장 추세를 보일 것으로 예상했다. **기타**는 특별한 추세가 보이지 않아 과거 3 개년 평균을 사용했다. **매출에누리**는 23 년도 매출액 대비 에누리 비중(13.5%)을 통해 산출했다.

해외

[미국]

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E
미국 오프라인 매출액	10.4	11.0	57.6	143.5	261.1	370.0	481.0	481.8
오프라인 매출 비중(%)	20%	16%	40%	60%	71%	75%	78%	76%
미국 온라인 매출액	41.1	57.6	86.5	96.7	108.1	120.8	135.1	151.0
온라인 매출 비중(%)	80%	84%	60%	40%	29%	25%	22%	24%

오프라인 시장의 경우, 동사 오프라인 시장의 80% 이상을 차지하는 1)코스트코, 월마트에서의 동사 점유율 & 입점 매장수를 추정하여 2)한 점포 당 판매량을 곱한 후, 전체 판매량을 구한 Q에 미국 ASP(1,376원) 곱하여 매출액 추정하였다.

1)점유율 & 매장 수 추정

1Q22 코스트코/월마트 온라인 입점 관련 첫 발표가 뜬 이후 1년 6개월만인 2Q23에 입점 성공한 것을 바탕으로, 1Q24 발표한 미국 중동부 입점 관련 기사 기준 6Q가 지난 2Q25부터 본격적으로 중동부 입점할 것으로 추정하였다. 점유율 추정에는 월마트 2023/04, 코스트코 2023/07 첫 입점을 기점으로, 미국의 서부 & 서부 내에서도 지점 많은 순 부터 → 2Q25 동부 & 동부 내에서도 지점 많은 순부터 차차 입점하며 점유율 확대할 것이라 가정하였다.

미국 주별 코스트코 지점 수 (24.05.06 기준)

미국전체지점수	610	미국전체대비비중	위치
캘리포니아	137	22%	서부
텍사스	39	6%	중부
워싱턴	33	5%	서부
플로리다	33	5%	동부
일리노이	23	4%	중동부
뉴저지	21	3%	동부
애리조나	20	3%	서부
뉴욕	19	3%	동부
버지니아	17	3%	동부
조지아	17	3%	동부

출처: ScrapeHero, RFS

미국 주별 월마트 지점 수 (24.04.29 기준)

미국전체지점수	4615	미국전체대비비중	위치
텍사스	508	11%	중부
플로리다	340	7%	동부
캘리포니아	274	6%	서부
노스캐롤라이나	192	4%	동부
조지아	190	4%	동부
일리노이	152	3%	중동부
오하이오	143	3%	중동부
미주리	137	3%	중동부
테네시주	136	3%	중동부
펜실베이니아	135	3%	중동부

출처: ScrapeHero, RFS

2)한 점포 당 판매량 추정: 해외 판매량 추정 논리와 동일함.

온라인 시장의 경우, 전체 매출에서 오프라인 매출 제외한 값에 세계 에스닉 푸드 (간편식 시장) 2021~2026년 CAGR 11.8% (출처: Modor Intelligence) 을 적용하여 구하였다.

[유럽]

유럽 시장의 경우 Bottom-Up 방식을 사용하였으며, 1)네덜란드, 2)영국, 3)기타로 나눠 판매량을 추정했다.

ASP 추정 : 유럽의 불닭 소비자 ASP 3,000원에 30%의 할인을 주어 도매상 ASP를 2,100원으로 가정했다. 30% 할인의 경우, 한국 불닭 소비자 ASP보다 불닭볶음면 출고가 30% 저렴하다는 것을 반영한 값이다.

유럽 Q 추정 : 유럽 매출액에 에누리(인터넷/마트 할인으로 인한 매출 감소분) 12%를 가산해 총 매출액을 추정하였다. 그 후 도매상 ASP로 나누어 유럽 시장 판매량을 추정했다. 12%는 국내 에누리 3개년 평균치이다.

국가 별 Q 추정 : 수출데이터 상의 국가별 수출 비중을 토대로 네덜란드, 영국, 기타 시장으로 유럽 Q를 분배하였다.

유럽 Q 추정

	2021	2022	2023	단위
유럽 총액	39.8	71.6	128.9	(십억원)
에누리	4.8	8.6	15.5	(십억원)
에누리 포함	44.5	80.2	144.4	(십억원)
판매량	21	38	69	(백만개)

출처: 삼양식품, RFS

세부 국가별 Q 추정

(단위: 백만 개)

	2021	2022	2023
네덜란드	9.0	22.2	42.7
영국	3.9	7.5	8.7
기타	8.3	8.5	17.4

출처: 삼양식품, RFS

1. 네덜란드

오프라인

기타 점포 판매량 : 'Sainsbury's' 입점 이전 수출량과 입점 이후 수출량 비율 58%를 사용해 분배하였다. 기타 점포 판매량은 네덜란드 오프라인 판매점의 CAGR 0.6%를 적용해 주었다.

1개 점포당 판매량 : 21년, 22년 점포 당 판매량은 (오프라인 점포 판매량 - 기타 점포 판매량)을 한 후, Albert Heijn 입점 점포 수로 나누어 구했다.(21년 74천개, 22년 69천개) 23년 점포 당 판매량은 (오프라인 점포 판매량 - 기타 점포 판매량)을 한 후, Albert Heijn과 Jumbo 입점 점포 수의 합으로 나누어 구했다.(23년 75천개). 21,22,23년의 점포 당 판매량 평균은 74천개이며, 이를 미래 점포 당 판매량으로 가정하였다.

입점 점포 수 : 21년 8월에 시작된 'Albert Heijn', 입점, 23년 시작된 'Jumbo' 입점, 25년 시작될 'Lidi'의 입점을 증가 추이는 미국 코스트코 입점을 성장세를 사용하였다. 세 판매점 모두 지점이 1,000개 이하이므로, 지점이 4,000개를 넘어서는 월마트보다 610개의 지점을 가진 코스트코의 입점률을 사용하는 것이 적합하다고 판단했다. 코스트코 입점률 성장세(17% → 28% → 43% → 50% → 59%)를 바탕으로 (입점률* 전체 지점수)를 해, 입점 점포 수를 추정하였다.

Albert Heijn, Jumbo, Lidi 오프라인 판매량 : 점포 당 판매량에 입점 점포 수를 곱해 오프라인 판매량을 추정하였다.

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	단위
오프라인 총 판매량	8,840	21,754	41,900	50,182	69,124	75,208	84,130	86,430	(천개)
Albert Heijn 판매량	4,840	17,722	29,930	33,537	39,574	39,574	39,574	39,574	(천개)
입점 점포 수E	157	258	396	461	544	544	544	544	(점)
입점률(%)	17%	28%	43%	50%	59%	59%	59%	59%	(%)
Jumbo 판매량	-	-	7,906	12,548	19,270	22,407	26,440	26,440	(천개)
입점 점포 수E	-	-	105	172	265	308	363	363	(점)
입점률(%)	-	-	17%	28%	43%	50%	59%	59%	(%)
Lidl 판매량	-	-	-	-	6,151	9,065	13,920	16,187	(천개)
입점 점포 수E	-	-	-	-	85	125	191	223	(점)
입점률(%)	-	-	-	-	17%	28%	43%	50%	(%)
기타 점포 판매량	4,000	4,032	4,064	4,097	4,130	4,163	4,196	4,229	(천개)
점포 당 판매량	74	69	75	73	73	73	73	73	(천개)

온라인

한국수출정보에서 발표한 네덜란드 오프라인 시장 비중, 온라인 시장 비중을 사용해 온라인 판매량을 추정하였다.

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E
네덜란드 총 판매량	9.0	22.2	42.7	51.2	70.6	76.9	86.1	88.6
오프라인 판매량	8.8	21.8	41.9	50.2	69.1	75.2	84.1	86.4
오프라인 시장 비중	98.2%	98.2%	98.2%	98.1%	98.0%	97.8%	97.7%	97.5%
온라인 판매량	0.2	0.4	0.8	1.0	1.4	1.7	2.0	2.2
온라인 비중	1.8%	1.8%	1.8%	1.9%	2.0%	2.2%	2.3%	2.5%

2. 영국

오프라인

기타 점포 판매량 : 'Sainsbury's' 입점 이전 수출량과 입점 이후 수출량 비율 58%를 사용해 분배하였다. 기타 점포 판매량은 영국 오프라인 판매점의 CAGR 0.6%를 적용해 주었다.

1개 점포당 판매량: 21년, 22년 23년 점포 당 판매량은 (오프라인 점포 판매량 - 기타 점포 판매량)을 한 후, Sainsbury's 입점 점포 수로 나누어 구했다.(21년 6천개, 22년 11천개, 23년 9천개) 21,22,23년의 점포 당 판매량 평균은 9천개이며, 이를 미래 점포 당 판매량으로 가정하였다.

입점 점포 수 : 21년 시작된 'Sainsbury's', 입점, 25년 시작될 'Aldi' 입점 증가 추이는 미국 코스트코 입점률 성장세를 사용하였다. 두 판매점 모두 지점이 1,800개 이하이므로, 지점이 4,000개를 넘어서는 월마트보다 610개의 지점을 가진 코스트코의 입점률을 사용하는 것이 적합하다고 판단했다. 코스트코 입점률 성장세 (17% → 28% → 43% → 50% → 59%)를 바탕으로 (입점률*전체 지점수)를 해, 입점 점포 수를 추정하였다.

Sainsbury's, Aldi 오프라인 판매량 : 점포 당 판매량에 입점 점포 수를 곱해 오프라인 판매량을 추정하였다.

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	단위
오프라인 판매량	3,926	7,535	8,676	9,526	12,265	13,203	14,476	15,078	(천개)
Sainsbury's 판매량	1,649	5,244	6,371	7,208	8,505	8,505	8,505	8,505	(천개)
입점 점포 수E	287	473	727	846	998	998	998	998	(점)
입점률(%)	17%	28%	43%	50%	59%	59%	59%	59%	(%)
Aldi 판매량	-	-	-	-	1,427	2,351	3,611	4,199	(천개)
입점 점포 수E	-	-	-	-	167	276	424	493	(점)
입점률(%)	-	-	-	-	17%	28%	43%	50%	(%)
기타 점포 판매량	2,277	2,291	2,305	2,319	2,332	2,346	2,361	2,375	(천개)
점포당 판매량	6	11	9	9	9	9	9	9	(천개)

온라인

한국수출정보에서 발표한 영국 오프라인 시장 비중, 온라인 시장 비중을 사용해 온라인 판매량을 추정하였다.

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E
영국 총 판매량	3.9	7.5	8.7	10.7	13.8	14.8	16.3	17.0
오프라인 판매량	3.0	5.6	7.8	9.5	12.3	13.2	14.5	15.1
오프라인 시장 비중	76.6%	74.5%	89.3%	89.3%	89.2%	89.1%	89.1%	88.9%
온라인 판매량	0.9	1.9	0.9	1.1	1.5	1.6	1.8	1.9
온라인 비중	23.4%	25.5%	10.7%	10.7%	10.8%	10.9%	10.9%	11.1%

3. 기타 국가

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	CAGR
기타국가 총 판매량	8.3	8.5	17.4	19	22	24	27	30	11.8%

세계 에스닉 푸드 (간편식 시장) 2021~2026년 CAGR 11.8% (출처 : Modor Intelligence) 을 적용하여 구하였다.

[중국]

단위: 십억원					23(2Q 온라인 증가추정 포함)	24E	25E	26E	27E	28E
55%	온라인	기존온라인	61.50%	매출액	83.85	88.73	93.90	99.36	105.15	111.27
				CAGR		5.8%	5.8%	5.8%	5.8%	5.8%
		뉴온라인	38.50%	매출액	52.49	61.89	72.97	86.03	95.75	106.57
				CAGR		18%	18%	18%	11.3%	11.3%
45%	오프라인			매출액	111.56	123.24	136.53	151.69	164.37	178.23
합계					247.91	273.86	303.40	337.08	365.27	396.07

중국 매출의 55%는 온라인, 45%는 오프라인으로 구성된다. 23 년 광군제 매출을 토대로 삼양의 기존 온라인채널(징동, 알리바바 등) 매출비중은 61.5%, 뉴온라인 채널(더우인, 콰이쇼우 등) 매출비중은 38.5%를 차지하는 것으로 추정했다. 24~28년까지 추정의 기반이 되는 23년도 중국 매출은 2Q23 온라인 향 매출이 거의 발생하지 않았다. 합리적 추정을 위해 오프라인 매출을 토대로 2Q 온라인 매출이 발생했을 경우의 매출액(+265 억원)을 가정하고 추정했다.

마케팅을 바탕으로 20년도는 YOY+19.5% 기존온라인향 매출이 성장했다. 그러나 코로나로 기존 온라인채널 성장이 둔화되어, 할인(70%)한 CAGR+5.82% 반영해 기존 온라인채널 향 매출을 추정했다. 뉴온라인 채널은 24~26년 중국 라이브커머스 시장 CAGR+18%, 26~28년 중국 라이브 커머스 시장 CAGR + 11.3%를 활용해 추정했다, 대형마트, 편의점 채널 확대로 온라인 : 오프라인 비율 유사하게 유지될 것으로 가정해 오프라인향 매출 추정했다.

[인도네시아]

단위: 십억원	23	24E	25E	26E	27E	28E
인도네시아 라면 시장규모	4,515.0	4,765.9	4,969.4	5,242.72	5,531.07	5,835.28
M/S 추정치	0.20%	0.47%	0.72%	0.72%	0.72%	0.72%
매출액	9.0	22.4	35.8	37.7	39.8	42.0

인도네시아 법인 설립 이후 적극적인 시장 침투로 25 년도까지 과거 M/S 0.72%를 재탈환할 것으로 추정했다. 이후 인도네시아 라면 시장 성장률(5.5%) 수준으로 flat 하게 성장할 것으로 추정했다.

[기타 국가]

기타 국가의 경우, Bottom-Up 방식을 사용하였으며, 1)호주, 2)기타 중동 국가로 나눠 판매량을 추정했다.

ASP 추정: 호주, UAE, 사우디의 불닭 소비자 ASP 2,100원에 30%의 할인을 주어 도매상 ASP를 1,470원으로 가정했다.

유럽 Q 추정: 기타 매출액에 에누리(인터넷/마트 할인으로 인한 매출 감소분) 12%를 가산해 에누리 포함 매출액을 추정하였다.

국가 별 Q 추정: 수출데이터 상의 국가별 수출 비중을 토대로 호주, 기타 국가로 Q를 분배하였다.

유럽 Q 추정

세부 국가별 Q 추정

(단위: 백만 개)

	2021	2022	2023	단위
기타 국가 총액	39.1	69.4	101.5	(십억원)
에누리	4.7	8.3	12.2	(십억원)
에누리 포함	43.7	77.7	113.6	(십억원)
판매량	29.761026	0.0528791	0.0773003	(백만개)

	2021	2022	2023
호주 총 판매량	7.1	12.8	29.7
기타국가 총 판매량	22.7	40.1	47.6

출처: 삼양식품, RFS

출처: 삼양식품, RFS

1.호주

오프라인

기타 점포 판매량: 'Woolworths' 입점 이전 수출량과 입점 이후 수출량 비율 60%를 사용해 분배하였다. 기타 점포 판매량은 호주 오프라인 판매점의 CAGR 0.37%를 적용해 주었다.

1개 점포당 판매량: 21년, 점포 당 판매량은 (오프라인 점포 판매량 - 기타 점포 판매량)을 한 후, Woolworths 입점 점포 수로 나누어 구했다.(21년 6천개) 23년 점포 당 판매량은 (오프라인 점포 판매량 - 기타 점포 판매량)을 한 후, Woolworths 과 Coles 입점 점포 수의 합으로 나누어 구했다.(22년 7천개, 23년 14천개). 21,22,23년의 점포 당 판매량은 증가 추세를 보이기에 23년 14천개 FLAT을 가정하였다.

입점 점포 수: 19년 시작된 'Woolworths' 입점, 22년 시작된 'Coles' 입점률 증가 추이는 미국 코스트코 입점률 성장세를 사용하였다. 세 판매점 모두 지점이 1,100개 이하이므로, 지점이 4,000개를 넘어서는 월마트보다 610개의 지점을 가진 코스트코의 입점률을 사용하는 것이 적합하다고 판단했다. 코스트코 입점률 성장세(17% → 28% → 43% → 50% → 59%)를 바탕으로 (입점률*전체 지점수)를 해, 입점 점포 수를 추정하였다.

Woolworths, Coles 오프라인 판매량 : 점포 당 판매량에 입점 점포 수를 곱해 오프라인 판매량을 추정하였다.

온라인

한국수출정보에서 발표한 호주 오프라인 시장 비중, 온라인 시장 비중을 사용해 온라인 판매량을 추정하였다.

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E
호주 총 판매량	7	13	30	33.1	34.7	36.5	37.3	38.1
오프라인 판매량	7	13	29	32.43747	33.93837	35.69832	36.43237	37.19358
오프라인 시장 비중	98.1%	98.0%	98.0%	97.9%	97.8%	97.7%	97.6%	97.5%
온라인 판매량	0.1	0.2	0.6	0.7	0.8	0.8	0.9	0.9
온라인 비중	1.9%	2.0%	2.0%	2.1%	2.2%	2.3%	2.4%	2.5%

2. 기타국가

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	CAGR
기타국가 판매량	22.7	40.1	47.6	51	54	58	61	65	6.5%

사우디, UAE 등 중동 국가이기에 세계 할랄 식음료 시장 성장률 6.5%를 적용해 추정하였다.

기타 매출액 추정

호주, 기타 국가에서 발생한 총 판매량에 도매상 ASP를 곱해 기타 국가에서 에누리 포함 매출액을 추정하였다. 매출액에 12% 에누리를 적용해 주었기에 (에누리포함매출액/1.12)를 하여 실 매출액을 구했다.

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E
실매출액	39	69	101	110	116	123	129	136
에누리 포함 매출액	44	78	114	123	130	138	145	152
에누리	5	8	12	13	14	15	16	16

비용추정

Cost Projection											
단위: 백만원	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028
매출액	469,356	543,581	648,507	642,030	909,037	1,192,915	1,383,026	1,624,712	1,874,057	2,093,631	2,219,860
매출원가	343,786	386,439	457,034	471,392	657,814	776,183	885,137	1,039,815	1,219,375	1,362,243	1,444,375
매출액 대비 매출원가 비중	73.2%	71.1%	70.5%	73.4%	72.4%	65.1%	64.0%	64.0%	65.1%	65.1%	65.1%
매출총이익	125,570	157,142	191,473	170,638	251,223	416,732	497,889	584,896	654,682	731,388	775,484
판매비와 관리비	70,393	78,857	96,135	105,274	160,847	269,218	278,049	273,807	316,819	346,891	361,290
인건비	33,408	36,630	42,814	45,697	60,660	82,778	94,182	111,452	129,494	147,994	151,162
유무형자산상각비	1,619	3,183	2,890	3,719	6,589	9,112	8,573	10,071	11,617	12,978	13,760
광고선전비	5,742	6,242	7,961	15,455	24,244	41,145	39,293	48,510	57,945	55,838	59,204
매출액 대비 광고선전비 비중	1.2%	1.1%	1.2%	2.4%	2.7%	3.4%	2.8%	3.0%	3.1%	2.7%	2.7%
판매비	18,989	22,845	31,594	27,406	42,976	90,025	107,415	69,788	78,785	86,709	91,264
물류비용	14,367	15,647	17,305	17,443	25,626	83,024	96,255	58,628	67,625	75,548	80,103
매출액 대비 물류비용 비중	3.1%	2.9%	2.7%	2.7%	2.8%	7.0%	7.0%	3.6%	3.6%	3.6%	3.6%
수출비용	4,334	5,623	8,044	11,405	19,620	3,797	9,698	9,698	9,698	9,698	9,698
대손상각비	287	1,576	6,245	1,441	2,270	3,204	1,463	1,463	1,463	1,463	1,463
관리비	6,882	7,168	7,146	8,532	19,500	34,295	18,810	22,501	25,730	28,574	30,208
기타	3,753	2,788	3,729	4,465	6,877	11,863	9,777	11,485	13,248	14,800	15,692
영업이익(손실)	55,177	78,285	95,338	65,363	90,376	147,514	219,840	311,089	337,863	384,497	414,194
금융손익	- 406	831	385	581	- 2,422	- 6,469	- 1,419	- 6,469	- 6,469	- 6,469	- 6,469
기타손익	- 2,137	- 1,182	- 3,770	6,647	11,558	9,764	4,603	9,764	9,764	9,764	9,764
총속기업, 공동지배기업및관계기업관련손익	1,217	331	- 1,252	- 464	2,444	5,517	1,315	1,315	1,315	1,315	1,315
(+)법인세비용처감전계속사업이익	53,851	78,265	90,701	72,127	101,956	156,325	224,340	315,589	342,362	388,996	418,694
(-)법인세비용	18,547	18,236	22,727	15,470	21,685	29,734	46,167	64,945	70,455	80,052	86,163
당기순이익	35,305	60,029	67,974	56,658	80,271	126,591	178,173	250,643	271,907	308,944	332,531

[원재료]

소맥, 팜유는 현재 지정학적 리스크 해소에 따른 하락세를 보이고 있다. 이는 2025 년까지 지속될 것으로 예상하며 이후 소폭 상승할 것으로 예상하여 2023 년과 유사한 65.1%로 보수정 추정을 진행하였다.

[판매비]

수출 확장에 따라 1)고급 인력 확충으로 인한 인건비 상승 2)2025 년부터 본격적인 중국과 인도네시아의 광고 확대 3)물류 비용의 증가가 예상된다. 인건비 중 가장 큰 비중을 차지하고 있는 급여의 경우, 수출 확대에 따라 고급 인력, 경력직들을 많이 뽑고 있다. 다만 미국과 유럽 제외 시장의 정제로 인해 27 년부터는 비중이 일정할 것으로 추정하였다. 따라서 25 년~27 년까지는 국내 인건비 인상률을 참고, 0.05% 프리미엄 적용하여 보수적으로 추정하였다.

광고선전비는 음식료 산업 특성 상, 노출도가 중요한 만큼 글로벌 확장에 따라 비용 확대를 전망했다. 따라서, 밀양 1 공장 완공 이후 안정화 시기인 22 년 감안 이후는 체감할 것으로 추정하였다.

물류 비용의 경우에는 실제 밀양 1 공장 증설 이후 물류비용이 63% 감소하였던 점을 참고, 23 년은 내륙 물동비로 일시적이라 판단하였다. 더불어, 24 년의 경우 밀양 2 공장이 증설 완료되지 않았기에 23 년과 동일한 비중인 7%를 적용하였고, 공장 완공 시점인 25 년 이후는 지난 4 개년 이동평균을 진행하였다.

[기타]

기타는 일정한 추세를 보이지 않아 매출액 대비 비중의 3 개년 평균을 사용하여 추정하였

V. Valuation

동사의 가치평가 방식으로 DCF Valuation을 채택하였다.

동사는 상대평가방식의 경우 앞으로의 성장성을 제대로 반영하지 못할 것이라고 판단했다.

PEER 그룹에 해당하는 농심은 이미 해외시장에 진출해 있으며 동사와 같이 단기간에 폭발적인 성장세를 보인 것이 아니라 점차 파이를 확대해 나갔기 때문에 동사의 상황과 다르다. 또한 오투기의 경우 아직 해외에서 유의미한 실적을 거두고 있지 못하며 해외로의 본격적인 진출이 예고되지 않았다. PEER 그룹 대비 높은 밸류를 받고 있기 때문에, 동사의 해외 수출 확장성에 대한 기대감을 명확하게 반영하지 못할 것이라고 보았다.

또한 해외확장에 대한 중요성 증가와 본격적인 진출이 동사에게는 처음이기 때문에 Historical 방식은 적합하지 않았다.

반면 DCF의 경우 동사의 해외 진출에 따른 장기적 매출 확대와 그 과정에서 발생하는 CAPA 확장 관련 비용, 현금흐름 등을 구체적으로 반영할 수 있기 때문에 절대가치평가법을 사용하였다.

이에 성장여력 32%, 목표가 453,000원을 제시한다.

삼양식품 DCF Valuation	
WACC	7%
Terminal growth rate(g)	0.5%
Σ PV of FCF	653,444
PV of TV	2,740,388
영업가치:	3,393,832
비영업자산 가치:	14,838
관계기업투자	5,516
투자부동산	9,322
순차입금	240,597
EV:	3,168,073
(+) 현금및현금성자산	241,462
주주가치:	3,409,536
(÷) 총발행주식수	7,533,015 주
적정주가:	452,612 원
Target Price:	453,000 원
Current Price:	343,500 원
상승(하락)여력:	31.9%
투자의견	BUY

예상 포괄손익계산서 (요약)(십억원)	2021	2022	2023	2024E
매출액	642	909	1193	1383
매출원가	471	657	776	885
매출총이익	170	251	416	498
판매비와관리비	105	160	269	278
조정영업이익	65	90	147	220
영업이익	65	90	147	220
비영업손익	7	12	9	5
금융손익	1	3	6	3
관계기업등 투자손익	0	2	5	1
세전계속사업손익	72	101	156	224
계속사업법인세비용	15	21	29	46
계속사업이익	56	80	126	163
중단사업이익	N/A	N/A	N/A	N/A
당기순이익	56	80	126	178
지배주주	56	80	126	178
비지배주주	0	0	0	0
총포괄이익	54	85	124	161
지배주주	54	85	123	161
비지배주주	0	0	0	0
EBITDA	70	97	157	220
FCF	-81	-73	69	78
EBITDA 마진율 (%)	10	10	13	16
영업이익률 (%)	10	10	12	16
지배주주귀속 순이익률 (%)	11	9	9	13

예상 현금흐름표 (요약) (십억원)	2021	2022	2023	2024E
영업활동으로 인한 현금흐름	58	47	168	285
당기순이익	56	80	126	178
비현금수익비용가감	20	27	48	74
유형자산감가상각비	15	25	32	49
무형자산상각비	0	0	0	0
기타	6	2	12	5
영업활동으로인한자산및부채의변동	-13	-63	-8	-31
매출채권 및 기타채권의 감소(증가)	-10	-24	0	-9
재고자산 감소(증가)	-10	-64	-39	-23
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	24	15	21	20
법인세납부	-21	-17	-28	-21
투자활동으로 인한 현금흐름	-173	-99	-23	-136
유형자산처분(취득)	4	12	2	26
무형자산감소(증가)	0	14	9	15
장단기금융자산의 감소(증가)	0	0	0	0
기타투자활동	2	-24	-1	0
재무활동으로 인한 현금흐름	125	37	-20	21
장단기금융부채의 증가(감소)	65	79	58	63
자본의 증가(감소)	11	-18	122	60
배당금의 지급	-6	-14	-12	-11
기타재무활동	-1	-19	-17	-33
현금의 증가	10	-18	122	60
기초현금	104	114	97	219
기말현금	114	97	219	278

예상 재무상태표 (요약)(십억원)	2021	2022	2023	2024E
유동자산	278	353	497	637
현금 및 현금성자산	114	96	218	275
매출채권 및 기타채권	57	85	81	89
재고자산	44	110	142	183
기타유동자산	10	18	27	34
비유동자산	474	571	672	862
관계기업투자등	4	6	3	4
유형자산	421	475	542	696
무형자산	6	55	55	71
자산총계	753	924	1,170	1,500
유동부채	182	225	402	514
매입채무 및 기타채무	116	141	175	215
단기금융부채	49	47	76	97
기타유동부채	1	10	22	22
비유동부채	174	244	191	203
장기금융부채	154	225	141	173
기타비유동부채	21	19	51	30
부채총계	357	470	593	717
지배주주지분	390	452	564	670
자본금	37	37	37	37
자본잉여금	12	11	11	12
이익잉여금	338	409	522	649
비지배주주지분	5	1	11	4
자본총계	395	454	576	675

예상 주당가치 및 Vauation (원.배,%)	2021	2022	2023	2024E
P/E (x)	12.7	11.9	12.8	11.8
P/CF (x)	9.3	8.9	9.0	8.5
P/B (x)	1.8	2.1	3.8	3.1
EV/EBITDA (x)	9.5	9.6	12.7	9.8
EPS (원)	7,481	10,699	16,929	20,488
CFPS (원)	10,209	14,246	23,125	33,571
BPS (원)	51,824	60,129	74,979	93,153
DPS (원)	1,000	1,400	2,100	2,100
배당성향 (%)	13.3	13.0	12.4	12.2
배당수익률 (%)	1.1	1.1	1.0	0.9
매출액증가율 (%)	-1	41.6	31.2	16
EBITDA증가율 (%)	-29.6	40.3	61.5	47.1
조정영업이익증가율 (%)	-31.4	38.3	63.2	50
EPS증가율 (%)	-16.6	41.7	57.7	21
매출채권 회전율 (회)	36.1	30.5	26.8	31.1
재고자산 회전율 (회)	30.7	43.0	59.4	36.8
매입채무 회전율 (회)	45.1	43.1	45.4	44.5
ROA (%)	10.0	10.8	14.1	12.3
ROE (%)	15.4	18.9	24.8	23.6
ROIC (%)	13.1	13.1	18.0	19.9
부채비율 (%)	90.3	103.4	102.9	43.8
유동비율 (%)	152.9	157.1	123.7	123.9
순차입금/자기자본 (%)	11.1	32.8	17.8	11.5
조정영업이익/금융비용 (x)	-	-	-	-