

Opinion

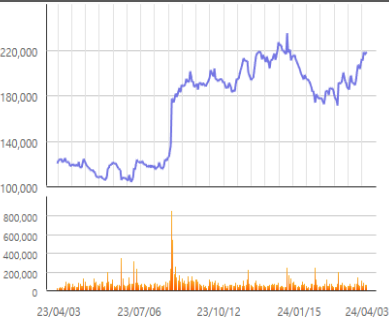
Buy

현재 주가 218,000

목표 주가 281,600

상승 여력 29%

Price trend (1 year)



Stock indicator

시가총액(원) 1.64 조

발행주식수(주) 7,533,015

52 주 최고(원) 239,500

52 주 최저(원) 103,100

주요주주지분율(%) 45.18

23 년 배당수익률(%) 1

Team 4

박종원 김다경

김미진 박민재

오성필 이익주

삼양식품 (003230 KOSPI)

- 면·스낵 제품을 주력으로 하는 한국의 식품산업 기업

- 2023 년 매출 1 조 1,929 억 (YOY +31.2%), 영업이익 1,457 억 (YOY +63.2%)

- 삼양식품의 효자로서 K-Food 를 선도하는 불닭볶음면

- 꾸준한 성장이 기대되는 글로벌 라면 시장

- 2024.04.03 종가 215,800 원, 29% upside, 목표주가 281,600 원 제시

Signal 1: K-Food 를 이끄는 '불닭'의 성장, 이를 받쳐줄 생산 능력

삼양식품의 2월 수출은 +51% YoY로 라면 업계 2월 전체 수출 +28% YoY를 상회하였다. 동사의 2월 추정 원화 환산 수출액은 788억 원으로, 원화 환산 기준 최대 실적을 경신한 것으로 추정되며 이러한 흥행은 지속될 것으로 보인다. 1) 중국 온라인 채널 사업 정비 완료에 따른 회복세 및 알리익스프레스 내 공식 입점 예정, 2) 미국 오프라인 채널에서의 당사 제품 매출의 고성장, 3) 구글 트렌드 및 각종 SNS에서의 꾸준한 관심도 증가 등이 그 이유이다. 또한 동사는 해외 수출 전용 제품을 만드는 밀양 1공장을 지난 2022년 완공하였으며, 2025년에는 미주 시장을 겨냥한 밀양 2공장이 완공 예정이다. 2025년 상반기 공장 완공 시 동사의 CAPA는 24억 개까지 증가할 것으로 예상되며 약 25%의 생산능력 성장이 기대된다. 꾸준히 증가하는 수요와 이를 받쳐줄 생산능력이 동사의 실적 성장을 가속화할 것으로 예상된다.

Signal 2: 쪽~ 쪽~ 늘어날 P-C 스프레드

P-C 스프레드는 ① 원재료 가격 급등(C↑) ② 판가 인상 대응 (P↑) ③ 원재료 가격 안정화 (C↓) 사이클을 거친다. ③ 시점부터 P-C 스프레드가 확장되면서 식품 제조 기업의 마진율이 개선되고 높은 수익성을 보이게 된다. 소맥분은 지정학적 리스크의 영향으로 21/22 시즌에 가격이 대폭 상승하였으나 최근 하향 안정화 추세에 있다. 식품 제조업에서 원재료 가격(C)은 약 4~8개월의 시차를 가지고 영업이익에 반영되기에, 2024년은 P-C 스프레드 확장으로 인한 마진율 개선을 확인할 수 있는 해가 될 것이다.

Signal 3: Peer 대비 강한 영업이익율 & ROE

동사 영업이익률과 ROE는 각각 12.37%, 24.81%이다. 이는 업계 경쟁 기업인 농심(6.22%, 7.26%), 오뚜기(7.28%, 8.55%)에 비해 높은 수치로, 타사 대비 높은 수익 창출 능력 및 자본 효율성의 보유를 의미한다. 이러한 동사의 Peer 대비 뛰어난 수익성은 동사의 Peer 대비 큰 수출 비중에서 나온다. 해외 시장 가격 설정의 상대적 자유성과 환차익 효과가 겹친 것으로 판단된다. 이러한 높은 수익성은 주가 상승의 주요 요인이 된다.

CONTENTS

기업 개요	3
산업 분석	6
기업 주요사항	12
투자 포인트	24
리스크	28
밸류에이션	30
Appendix	34

I. 기업 개요

1) 기업 설명

삼양식품은 1960년 유지공업과 식품도매업을 영위하기 위해 설립된 이래 식품 사업에 전념하며 한국 식품 산업과 식문화의 발전에 앞장서고 있는 기업이다. 원주, 익산, 밀양 등의 공장에서 식품 제조 노하우를 바탕으로 면류, 스낵류, 소스 조미소재, 냉동류 등을 제조하고 있다. 대부분의 매출액이 면·스낵 부문에서 창출되며, 매출은 국내 최초 인스턴트 라면인 삼양라면, 불닭볶음면, 간짜짜, 짜짜로니 그리고 맛있는라면 등의 인기 제품 판매를 기반으로 한다. 동사의 제품은 특약점을 통한 소비자 판매와 슈퍼체인, 편의점, 대형 백화점 등 다각화된 유통채널을 통해 판매되고 있으며 현재는 전 세계 90여 개국으로의 수출을 진행 중이다. 특히 '불닭볶음면'을 시작으로 다양한 맛의 불닭볶음면, 불닭소스 등 불닭브랜드의 해외 인기가 치솟고 있으며, 이를 통해 동사는 전 세계인이 함께 즐길 수 있는 새로운 식문화를 창출하며 K-Food 열풍을 선도하고 있다.

그림 1) 동사 생산 제품

사업 부문	주요 브랜드 및 제품	제품 사진
면	불닭볶음면, 까르보불닭볶음면, 삼양라면, 짜짜로니	
스낵	별뿔빠이, 짱구, 사또밥	
유제품	삼양목장유기농우유1L, 오르낙유기농아이슬란디요거트	
소스/조미소재	불닭소스, 까르보불닭소스, 불닭소스스틱	
냉동	쿠티크 리얼 치킨, 쿠티크 몬스터 군만두, 불닭볶음밥, 삼양프레쉬 만두	

자료) 삼양식품, 바이시그널 4조

동사는 2023년 기준 라면 시장 국내 점유율 11.6%를 기록하며 국내 3위를 기록했다. 브랜드별 점유율에서는 동사의 불닭볶음면이 4위, 삼양라면이 9위를 차지하며 10위권 내 2개의 브랜드를 점유하였다.

그림 2) 국내 브랜드별 라면 매출 순위

(단위 : 백만원)

구분	2023년	전년동기 대비
총매출	2,389,869	▲2.45%
신라면_농심	383,582	▲6.13%
짜파게티_농심	213,136	▲7.72%
진라면_오뚜기	209,210	▼0.28%
불닭볶음면_삼양식품	147,196	▲0.95%
육개장_농심	125,905	▲3.1%
안성탕면_농심	118,306	▲2.63%
너구리_농심	107,010	▼1.35%
왕뚜껑_팔도	72,468	▲3.94%
삼양라면_삼양식품	71,286	▼0.09%
팔도비빔면_팔도	70,580	▲1.37%
Etc	871,190	▲3.26%

자료) FIS 식품산업통계정보

2) 주요 사업 부문

동사의 매출은 제조업을 기준으로 면·스낵, 뉴트리션, 소스 및 조미소재사업, 골판지 사업 및 용역사업으로 구분된다. 주 매출원은 면·스낵에서 나오며 그 비중은 약 94.1%이다. 냉동, 소스·조미소재 사업부가 그 뒤를 잇는다.

2)-1 면·스낵 사업부

면·스낵 사업부는 동사 전체 매출액의 약 94.1%를 차지하고 있으며 한국 최초의 인스턴트 라면인 삼양라면과 한국식 매운맛의 대표가 된 불닭브랜드를 중심으로 제품의 제조 및 판매를 진행하고 있다. 또한 다양해진 소비자 입맛에 맞춘 신제품을 연구·개발하고 있으며 주요 제품의 수출 확대를 통해 국내외 매출의 성장을 이끌고 있다.

2)-2 냉동 사업부

냉동 사업부는 동사 매출액의 약 3.9%를 차지하고 있다. '삼양프레시' 브랜드를 중심으로 만두, 떡갈비, 돈까스, 불닭을 이용한 볶음밥 등의 제품을 생산 및 판매하고 있다. 또한 변화하는 시장 트렌드를 반영한 프리미엄 브랜드 런칭 및 제품 출시도 예정되어 있다.

2)-3 소스, 조미소재 사업부

소스, 조미소재 사업부는 동사 매출액의 약 3.2%를 담당한다. 최근 소스 시장은 꾸준한 성장세를 보이고 있으며, 당사는 액상소스 개발 및 생산 노하우를 기반으로 소스 사업을 추진하고 있다. 특히 국내외에서 메가브랜드로 성장한 '불닭'을 이용한 소스를 제조 및 판매하며 시장 영향력을 지속적으로 키워나가고 있다.

그림 3) 삼양식품 사업 부문별 현황

(2023년 12월 31일 현재)

(단위 : 백만원)

구분	사업부문	주요제품 및 서비스	매출액	비율(%)	주요 거래처
식품의 제조 및 판매 등	면스낵	봉지면, 용기면, 스낵류 등	1,122,533	94.1%	내수) 유통점, 할인편의점 등 해외) 중국, 미주 지역 등
	뉴트리션	백색우유, 원료, 가공우유, 기능성식품 등	3,579	0.3%	
	소스,조미소재	용기소스, 벌크소스, 소재원료 등	38,173	3.2%	
	냉동	만두류, 떡갈비류, 커티류 등	46,524	3.9%	
	기타	부식, 골판지상자 등	11,929	1.0%	-
	매출에누리		(59,646)	-5.0%	-
용역서비스		물류, 후레이크 선별 등	15,508	1.3%	-
축산 및 관광		축산업, 관광사업 등	2,386	0.2%	-
기타		임대 등	11,929	1.0%	-
합계			1,192,915	100.0%	

자료) 삼양식품

3) 분석 선정 이유

- K-Food 열풍을 이끄는 '불닭브랜드'의 끝없는 성장

불닭볶음면에서 시작된 불닭브랜드는 국내외에서 꾸준히 성장해 왔으며, 해외 유통채널에서의 매출 증가 및 여전한 SNS에서의 인기에 힘입어 올해도 견조한 성장이 예상되며, 밀양 신공장 증설이 공급을 뒷받침할 예정이다.

- 마진율 향상을 가져올 P-C 스프레드의 확장

면류의 주원료인 소맥분 가격은 2021년 이후 지정학적 리스크로 크게 상승하였다가 최근 하향 안정세를 보이고 있다. 원재료 가격(C) 하락으로 인한 P-C 스프레드의 확장이 마진율을 향상시킬 것으로 기대된다.

- Peer 대비 높은 ROE

동사 영업이익률과 ROE는 각각 12.37%, 24.81%이다. 이는 업계 경쟁 기업인 농심(6.22%, 7.26%), 오뚜기(7.28%, 8.55%)에 비해 높은 수치로, 타사 대비 뛰어난 수익 창출 능력과 높은 자본 효율성을 의미한다. Peer 대비 강한 수익성은 동사의 투자 매력을 높인다.

II. 산업 분석

1) 산업 개요

식품 제조업 중 면류 산업은 대표적인 필수 소비재 산업으로 타 산업에 비해 낮은 경기 변동성을 가지며 파스타나 국수, 라면 등의 다양한 품목을 판매한다. 동 산업은 불황이거나 식재료비가 오르고 외식 물가가 치솟을 때 상대적으로 매출이 증가하는 경향을 가지고 있는데, 이는 그만큼 면류 제품들이 서민 중심으로 소비된다는 뜻으로도 해석된다. 대부분의 면류 제품은 건조된 상태로 생산되고, 유통기간이 길기 때문에 소비자들이 가정에서 보관하여 먹을 수 있는 저장용 식재료로써 활용도가 높다.

동 산업은 밀가루를 사용하여 제품을 만들기 때문에 밀의 생산과 관련이 깊으며, 농업과 식품가공, 유통까지의 다양한 산업 분야를 포함하고 있다. 또한 혁신적인 기술과 공정을 통해 제품의 품질과 생산성을 지속적으로 향상시키고 있으며, 현재는 안정적으로 성장 가능한 산업 분야 중 하나로 자리 잡고 있다.

한국의 면류 산업 중 가장 잘나가는 것은 단연 라면이다. 특히 최근에는 미국을 포함하여 전 세계적으로 농심의 '신라면', 동사의 '불닭볶음면' 등의 K-매운맛이 입소문을 타며 해외 수출이 크게 증가하고 있다. 최근 4년간 한국 라면 수출 규모는 두 배로 증가하였는데, 연간 수출액은 2015년부터 9년 연속 최대 기록을 갈아치우며 현재는 약 10억 달러에 육박하고 있다.

한국의 면류 시장은 소수업체들의 과점, 높은 침투성, 곡물가와 환율의 영향 등 특성을 가진다.

-소수업체의 과점

해당 산업은 수많은 기업들이 경쟁을 벌이고 있으나, 실제적으로는 소수업체들의 독보적인 시장점유율이 뚜렷하게 나타난다. 실제로 국내 라면 시장은 농심과 오뚜기, 삼양식품, 팔도의 4강 체제로 운영되고 있으며, 4개사가 전체 라면 시장의 약 95%를 차지하는 과점의 형태를 보인다. 과점 시장이 오랜 기간에 걸쳐 유지되는 데에는 여러 가지 원인이 존재한다. 첫째, 기존 제품에 익숙한 소비자들은 다른 기업의 신제품으로 소비를 바꾸지 않는 경향이 있다. 라면의 종류는 현재 400개가 넘지만, 국내 라면 시장 점유율 1위에 올라 본 제품은 지난 60년간 동사의 삼양라면, 농심의 안성탕면과 신라면 세 개뿐이다. 둘째, 신생 기업이 과점 시장에 진입하여 사업을 시작하고 기존 기업의 점유율을 빼앗기 위해서는 대규모의 설비 투자와 라면 생산 및 판매와 관련된 규모의 경제 실현을 위한 막대한 자금이 요구된다. 이를 위한 큰 규모의 자금을 보유하고 있으며, 이를 신사업에 과감히 투자할 수 있는 신생 기업은 많지 않다. 또한 최근에는 국내외의 폭 넓고 탄탄한 유통망을 확보하는 영업능력과 노하우가 중요시되기에 산업이 성숙기에 접어들어 따라 기존 업체들의 심화된 경쟁에 신규 기업 진입이 쉽지 않은 상황이다.

-높은 해외 침투성

K-팝, K-드라마, K-뷰티 등으로 시작된 한류 열풍이 이제는 K-푸드로 확산되며 한국의 라면은 글로벌 시장에서 높은 침투율을 보이고 있다. 한국 국제 문화교류 진흥원이 발표한 2023년 해외 한류 실태 조사에 따르면, 한국 문화 콘텐츠 인기도 부문에서 '음식'이 49.1%를 기록하며 음악과 영화, 드라마의 수치를 훌쩍 뛰어넘은 모습을 보였다. 이러한 인기를 증명하듯 한국 라면 수출액은 2023년 처음으로 1조 원을 넘는 모습을 보여주었으며, 특히 2020년을 기점으로 라면의 해외 판매량이 폭발적으로 증가하였다. 이는 영화 기생충의 엄청난 흥행을 통한 '짜파구리'의 인기와 팬데믹 이후 집에서 먹을 수 있는 간편식에 대한 수요 증가 등이 그 이유이며, 이제는 세계인의 식습관에 한국 라면이 자리 잡고 있다.

최근에는 BTS의 정국을 포함한 한국의 K-팝 아티스트들이 다양한 영상 매체에서 한국의 라면을 소개하며 라면의 글로벌 흥행이 이어지고 있다. 또한 여러 해외 SNS에서 한국 라면을 이용한 K-매운맛 챌린지가 유행하고 있으며, 현재 한국 라면은 전 세계 어느 도시를 가든 대형 마켓을 통해 구할 수 있는 한국의 대표 음식으로 자리 잡게 되었다.

- 곡물가와 환율의 영향

식품제조업계에서 원재료의 가격은 직접적인 부담으로 다가온다. 특히 면류 제품을 다루는 기업들은 주요 곡물인 옥수수, 소맥, 대두, 원당을 비롯한 대부분의 원재료를 해외에서 수입해오고 그 의존율이 70% 정도로 높은 편에 속한다. 국제 곡물가는 지정학적 갈등, 기후 여건, 에너지 가격 및 해상운임 등 다양한 외부적 요인에 영향을 받는다. 또한 원재료 수입 거래가 달러로 이루어지기에 환율의 영향도 무시할 수 없는데, 환율이 오를 경우 원재료 가격의 상승으로 수익성이 악화될 수도 있다. 국내 대부분의 식품제조업체는 심화되는 가격 경쟁 속에서 국제 곡물가와 환율의 영향을 받는다. 결국 해당 산업에서의 매출과 실적의 차이는 판매량으로 결정된다.

최근 유엔 식량농업기구(FAO)에 따르면 2월 세계식량가격지수가 전월 대비 0.7% 하락하였으며 곡물지수는 5%나 하락한 것으로 나타났다. 이러한 국제 정세 속 한국에서는 물가 안정을 목적으로 한 정부의 가격 인하 압박이 가해졌으며, CJ 제일제당과 삼양제분, 대한제분 등 국내 밀가루 생산 기업들이 4월 밀가루 가격을 인하하기로 결정하였다. 이러한 원재료 가격의 변동이 면류 산업에 어떤 영향을 끼칠지 주목할 필요가 있다.

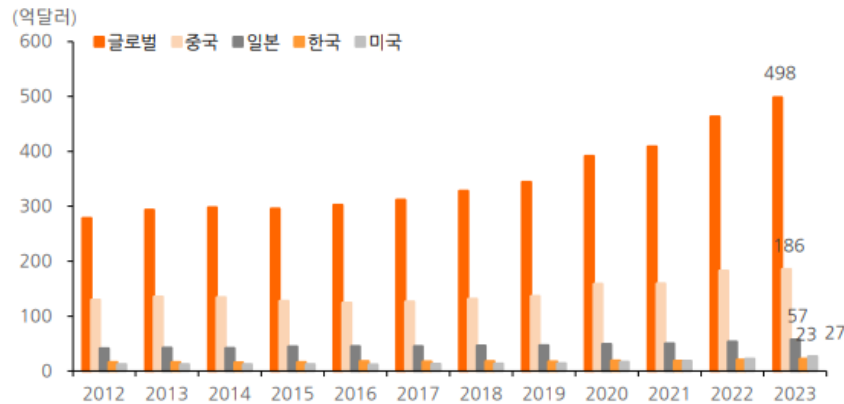
2) 산업 전망

2)-1 글로벌 시장의 규모

세계라면협회(WINA)가 발표한 연도별 세계 라면 소비량에 따르면 전 세계 사람들의 인스턴트 라면 소비량이 지속적으로 증가하고 있음을 확인할 수 있다. 2018년 1036억 2000만 인분이었던 소비량은 2022년에는 1212억 인분에 달하며 5년 동안 총 16.9%의 상승률을 보여주었다. 이러한 전 세계적인 라면 소비량의 증가에 힘입어 글로벌 라면 시장은 2017년 이후 지속적으로 성장해

오고 있으며 2023년에는 약 498억 달러를 기록하였다. Euromonitor의 연구에 따르면 세계 라면 시장의 규모는 2026년까지 연평균 성장률 약 4.3%(CAGR)로 성장할 것으로 전망된다.

그림 1) 글로벌 및 주요 국가 라면 시장 규모



자료) Euromonitor, 한화투자증권 리서치 센터

2)-2 국내 시장 규모

라면 시장은 해외에서는 펄펄 날고 있지만, 국내에서는 성장이 정체되어 있다. 통계청 국가통계포털(KOSIS)에 따르면 2022년 국내 유탕면(봉지 및 용기) 판매액은 총 2조 2,740억 원으로, 2018년의 판매액인 1조 9,670억 원보다 15.6%가량 성장한 모습을 보인다. 다만 같은 기간 즉석판매류의 판매액은 2018년 3조 7,080억 원에서 2022년 5조 8,530억 원으로, 과자 및 빵과 떡류의 판매액은 2018년 6조 2,120억 원에서 2022년 7조 9,970억 원으로 오르며 각각 57.8%, 28.7%의 성장률을 보여주었던 점과 비교하면 확연히 더딘 성장세를 나타내고 있음을 확인할 수 있다. 국내에서 라면 소비가 둔화한 것은 라면이 다이어트나 건강에 좋지 않다는 부정적 인식이 소비자들 사이에서 확대된 영향이 컸다고 판단된다. 한국은 대표적인 저출산 국가로, 인구의 감소로 인해 절대적인 소비가 날이 갈수록 줄어든다는 점은 모든 국내 식품 제조사들에게 내수 시장의 한계로 작용한다.

2)-3 미국 시장

한국 라면은 현재 100여 개 국가에 수출되고 있다. 수출액 기준으로 중국이 2억 1,545만 달러로 가장 많고, 1억 2,659만 달러의 미국, 6,067만 달러의 네덜란드, 5,797만 달러의 일본이 그 뒤를 잇는다. 말레이시아(4,470만 달러)나 호주(3,567만 달러)에서의 매출액도 적지 않다. 이렇듯 K-라면은 전 세계에서 골고루 인기를 누리고 있는데, 그중에서도 미국 시장에 집중할 필요가 있다.

지난 2023년 미국 라면 시장의 전체 규모는 26억 8,960만 달러(한화 약 3조 6,296억 원)로, 2019년 14억 1,460만 달러(한화 약 1조 9,090억 원)에 비해 2배 가까이 성장한 모습을 보여준다. 미국의 라면 시장이 이렇게까지 성장할 수 있었던 것은 코로나19가 지대한 영향을 미쳤기 때문이다. 팬데믹 기간 동안 식당이 문을 닫고, 단체 급식 또한 중단되며 집에서 식사하는

가정이 크게 늘었다. 이로 인해 조리가 간편한 음식의 선호도가 증가했으며, 이후 팬데믹이 종료되었음에도 조리의 간편함에 매료된 소비자들에 의해 라면을 포함한 간편식의 수요가 계속해서 성장하고 있다.

가성비 측면에서의 매력도와 미국 외식 물가의 상승 또한 라면 시장 성장에 적지 않은 영향을 준 것으로 평가된다. 미국의 대형마트에서 판매하는 라면 한 봉지의 가격은 1달러 내외로, 뉴욕 등 대도시의 외식 비용보다 매우 저렴하다. 미국의 부담되는 외식 비용으로 저렴한 라면의 매력도가 높아지고 있다. 또한 팬데믹 이후 나타난 팁 요율의 가파른 상승도 라면 소비에 영향을 끼쳤다. 이른바 팁플레이션으로 인해 외식 비용은 더욱 상승하게 되었으며, 소비자들은 외식보다는 집에서 식사하는 것을 선택하고 있다. 이러한 소비자들의 외식 문화에 대한 부담으로 라면 소비의 증가세는 지속될 것으로 판단된다.

일각에서는 라면 수출이 정점을 찍고 점차 감소할 것이라며 냉소적인 반응을 보여주고 있으나, 2월 라면 수출액은 미국의 시장 규모가 확대됨에 따라 보란 듯이 사상 최대를 기록하는 모습을 보여주었다. 지난 3월21일 관세청 무역통계에 따르면 2월 라면 수출액은 전년 동월 대비 31.5% 증가한 9,300만 달러(한화 약 1,255억 9,650만 원)를 기록하였다. 이는 지난해 11월의 종전 기록인 9,100만 달러(한화 약 1,228억 9,550만 원)를 뛰어넘는 것으로 월간 기준 사상 최대의 수치이다. 특히 100여 개의 수출국 중 수출액이 가장 높았던 나라는 미국으로, 2월 한 달간 미국으로의 수출액은 1,984만 달러로 중국(1,520만 달러)과 네덜란드(604만 달러), 일본(552만 달러)를 넘어 1위를 기록하였다.

3) 경쟁 현황

3)-1 국내 경쟁 현황

국내 라면 시장은 농심과 오뚜기, 삼양식품, 팔도 총 4개 기업이 과점 형태로 경쟁하고 있다.

작년 한 해 경쟁 4사 중 가장 큰 매출을 올린 기업은 총 3조 5,023억 원의 매출액을 기록한 오뚜기이며, 그 뒤로 농심은 3조 4,173억 원, 동사는 1조 1,929억 원의 매출액을 기록했다. 전년 대비 성장률은 동사가 총 31.23%를 기록하며 가장 큰 성장세를 보여주었고, 오뚜기 10.02%, 농심 9.21%의 성장을 보여주었다.

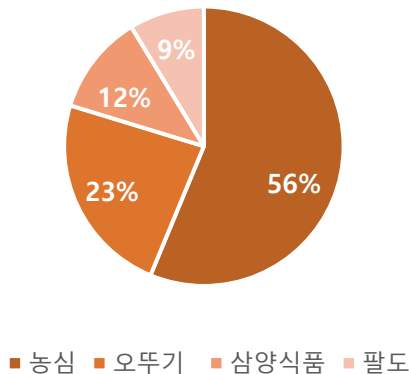
영업이익 측면에서도 2,638억 원의 영업이익을 기록한 오뚜기가 1위를 차지하였으며, 농심 2,290억 원, 동사가 1,468억 원으로 그 뒤를 이었다.

이를 국내 라면 시장으로만 한정 짓게 되면 금액 기준 시장 점유율은 농심이 56%로 과반을 차지해 1위의 위치에 있다. 오뚜기가 23%로 2위, 동사는 12%로 3위를 차지하였으며, 약 9%의 점유율로 팔도가 그 뒤를 잇는다. 라면 브랜드별 점유율에서는 농심이 5개(신라면, 짜파게티, 육개장, 안성탕면, 너구리), 오뚜기가 1개(진라면), 동사가 2개(불닭볶음면, 삼양라면), 팔도가 2개(왕뚜껑, 팔도비빔면)를 차지하였다.

2023년 기준 동사의 PER은 13.94배, 농심은 13.16배, 오뚜기는 13.28배로 대부분 비슷한 수치를 보여주었으며 식료품제조업계의 평균인 9.28배보다 모두 높은 수치를 기록하였다.

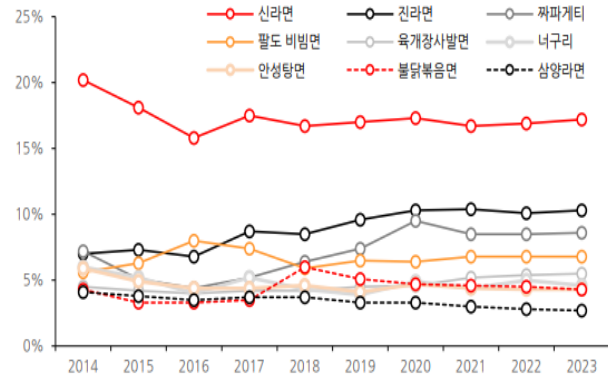
동년도 기준 동사의 ROE는 24.81%, 농심의 ROE는 7.26%, 오뚜기의 ROE는 8.55%를 기록하였고, 전년도와 대비하여 동사는 +5.89%p, 농심은 +2.09%p, 오뚜기가 -7.98%p의 변화율을 기록하며 3개 사 중 동사가 가장 큰 성장을 보여주었다.

그림 2) 2023 년 국내 라면 시장 점유율



자료) 한화투자증권 리서치센터, 바이시그널 4조

그림 3) 금액 기준 브랜드별 점유율



자료) 한화투자증권 리서치센터

3)-2 국외 경쟁 상황

미국 시장에서 가장 큰 점유율을 차지하고 있는 기업은 일본의 도요 수산(47.7%)이며 다음으로는 국내 기업 농심(25.2%), 닛신식품(17.6%)이 그 뒤를 잇는다.

도요 수산은 라면 브랜드 '마루찬'을 만들며 저렴한 가격대의 라면 제품을 중심으로 미국과 멕시코에 진출해 있는 기업이다. 미국 서부 캘리포니아에 2개의 공장과 동부 버지니아 공장, 중남부 텍사스 공장을 소유하고 있으며, 이에 기반한 생산력을 기반으로 미국과 멕시코에서 라면 점유율 1위의 자리를 차지하고 있다. 도요 수산은 이에 만족하지 않고 수요 증가에 대응하기 위해 2025년까지 캘리포니아 공장에 200억 엔을 투자하여 생산 능력을 현재 대비 20% 확대할 계획이다. 2023년 도요 수산의 매출액은 총 4358억 엔으로 전년 대비 20.55%의 증가율을 보였으며, 2023년 영업이익은 총 403억 엔으로 전년 대비 35.69%의 증가율을 기록했다.

닛신식품은 닛신식품홀딩스의 자회사로, 주로 라면과 컵라면을 제조 및 판매하고 있다. 대표 제품으로는 1958년 출시된 '세계 최초의 인스턴트 라멘' 치킨라면과 1971년 출시된 '세계 최초의 컵라면' 타이틀을 가지고 있는 컵누들(Cup Noodle)이 있다. 닛신식품은 다양성을 추구하는 소비자의 취향 변화에 맞추어 다양한 신제품을 출시하며 사업을 이어나가고 있다. 닛신식품홀딩스의 2023년 매출액은 총 6692억 엔으로 전년 대비 17.46%의 증가율을 보이며, 2023년 영업이익은 총 556억 엔으로 전년 대비 19.31%의 증가율을 기록했다.

3)-3 삼양식품의 강점

동사의 가장 큰 강점은 대표 제품인 불닭볶음면을 중심으로 한 매출액과 영업이익의 큰 성장이다. 동사는 2023년 한 해 매출액과 영업이익 각각 1조 1,929억 원과 1,468억 원을 기록하였으며, 매출액 1조 원과 영업이익 1,000억 원을 넘긴 최초의 해였다.

2012년 출시된 불닭볶음면은 매운맛을 즐기는 특정 소비자 사이에서 관심을 받던 비주류 제품에서 현재는 명실상부 'K-푸드 한류스타'로 거듭났다. '영국 남자' 유튜브 채널로 잘 알려진 조쉬가 2014년 불닭볶음면 먹기에 도전하는 영상을 채널에 올린 것을 시작으로 전 세계에 '매운 라면 챌린지' 열풍이 불어닥쳤다. 동제품은 현재 전 세계 90여 개의 나라에서 매년 10억 개 이상씩 팔려나가며 K-라면을 대표하는 제품으로 거듭났다.

동사가 불닭볶음면을 출시하고 높고만 있었다면, '반짝 인기'를 누리다가 역사의 뒤안길로 사라졌을 것이다. 동 제품이 2012년부터 현재까지 꾸준한 인기를 누려오고 있는 이유로는 차별화된 마케팅전략을 들 수 있다. 동사는 동제품을 음식을 넘어 소비자가 가지고 놀 수 있는 '놀거리'로 만들었다. 뽀빠 TV 광고는 최대한 피하고 젊은 세대를 중심으로 한 오프라인 프로모션에 집중하였는데, 2017년 당시 수출 최대 시장이었던 중국과 인도네시아 등의 지역에서 진행했던 '불닭 고 투 스쿨(Go to school)'과 '불닭 스쿨 로드 쇼(School Road Show)' 프로모션이 대표적이다. 동사는 각 지역의 고등학교와 대학교를 방문하여 불닭 부스를 설치하고 '불닭볶음면 빨리 먹기 대회'를 개최하는 등 다양한 이벤트를 진행하며 K-매운맛을 홍보하고 인지도를 쌓아 나갔다.

음식의 콘텐츠화라는 동사의 마케팅 전략은 꾸준히 이어지고 있다. 동사는 지난해 9월, 삼양라운드스퀘어의 비전 선포식에서 콘텐츠 커머스 계열사인 '삼양애니'를 통해 정서적, 문화적 차원에서보다 더 즐거운 식문화를 전파하며 음식의 개념을 재정의하고 인식을 확장시키는 이터테인먼트(EATertainment) 사업을 실현해 갈 계획을 밝혔다. 정우종 삼양애니 대표는 불닭 브랜드를 통해 음식을 중심으로 한 놀이터와 같은 문화 플랫폼을 개설하고 K-매운맛을 직접 소개하는 DTC(Direct to Customer) 푸드커머스 플랫폼을 구축할 계획을 밝혔다.

트렌드를 재빨리 포착하는 능력 또한 동사의 성공 요인으로 뽑힌다. 동사는 소비자가 자신만의 방식으로 오리지널 음식을 재창조하는 '모디슈머(Modisumer(Modifier+Consumer))' 트렌드를 발 빠르게 수용한 바 있다. 불닭볶음면을 더욱 맛있게 먹기 위해 많은 소비자들이 자신만의 레시피를 SNS에 공유하기 시작했으며, 그 과정에서 우유나 스트링 치즈, 참치, 계란 등 다양한 조합법이 인기를 끌었다. 동사는 이러한 트렌드를 적극적으로 받아들였으며, 그 결과 '까르보불닭볶음면', '치즈불닭볶음면' 등 인기 신제품이 탄생하게 되었다. 특히 2017년 말 탄생한 '까르보불닭볶음면'은 매운 것을 잘 먹지 못하는 소비자들에게 진입 장벽을 낮추어 주었으며, 3개월간 약 3,600만 개가 팔리며 높은 인지도를 가지게 되었으며 현재는 오리지널 불닭볶음면과 함께 불닭 브랜드를 대표하는 제품 중 하나가 되었다.

Ⅲ. 기업 주요 사항

1) 사업

1)-1 사업분야

삼양식품의 사업 분야는 식품의 제조 및 판매(면류, 스낵류, 뉴트리션, 소스, 조미소재, 냉동), 용역 서비스 등으로 구분할 수 있으며, 가공식품 분야 전반에서 사업을 영위하고 있다.

주력 사업부는 전체 매출 대비 94.1%를 차지하는 면·스낵 사업부로, 이외 제품군으로는 뉴트리션이 0.3%, 소스 및 조미소재 3.2%, 냉동식품이 3.9%를 기록하고 있다.

동사는 한국 라면 브랜드 10위 권 내에 위치한 불닭볶음면, 삼양라면을 중심으로 한 다양한 제품들을 소비자 판매와 슈퍼체인, 편의점, 대형 백화점, 유통본부 등을 통한 소비자 판매 등 다각화된 유통채널을 통해 판매하고 있다.

창립 당시인 1961년부터 식품 분야에서만 사업을 영위하였으며, 종속회사의 수직계열화가 잘 이루어진 것이 특징이다. 종속회사에서 라면의 주원료인 전용5호, 강력1급 등 맥분과 제품에 쓰이는 포장상자를 삼양제분(주), (주)삼양스퀘어팩으로부터 각각 매입하고 있다. 스프의 주원료인 야채류는 동사의 최대주주기업인 삼양라운드스퀘어(주)로부터 매입하였으나, 2022년 5월 시즈닝/후레이크 사업 부문을 영업양수함에 따라 자체 생산하고 있다.

1)-2 제품분야

동사의 면사업부에서는 '국내 최초 원조라면' 삼양라면과 '화끈한 매운맛' 불닭볶음면을 대표브랜드로 하여 지속적인 판매, 관리로 시장 점유율을 확대해 나가고 있다. 또한 불닭을 브랜드화하여 소스 및 조미소재 사업부에서는 '불닭소스'를 출시하며 성공적으로 소스 시장에 자리 잡았고, 소스 시장으로의 점유율 또한 확대해 가고 있다. 스낵사업부에서는 높은 인지도를 가진 동사의 장수 제품인 짬뽕, 사또밥, 별뿔빼이 등을 보유하고 있다.

뉴트리션 사업부에서는 2022년 유제품 생산을 직접 제조에서 OEM으로 생산 방식을 변경하였으며 제주우유 또한 매각하였다. 이에 전년 동기 대비 운영 품목 수가 감소했으나, 2023년 3월에 프리미엄 유가공 브랜드 'Ornic(오르닉)'을 런칭하는 등, 식물성 브랜드 및 기능성 식품 시장에서의 영향력을 점진적으로 확장할 계획이다. 냉동사업부에서는 탄탄한 국내외 유통망을 통해 '쿠티크' 브랜드를 비롯한 냉동식품 사업을 적극 확대하고 있다. 빠르게 변화하는 시장 트렌드와 소비 니즈를 반영한 신규 프리미엄 냉동식품 브랜드 런칭을 앞두고 있으며 대체육 제품 연구개발과 투자를 통해 대체육 냉동 제품 출시를 준비하고 있다.

1)-3 기타 활동

동사는 식품연구소를 통해 면, 스프, 스낵, 조미소재, 냉동식품의 신제품 개발 및 OEM, 소싱제품 등의 개발과 개선을 위한 신원료 개발, 생산배합비 연구 등을 관장하고 있다. 또한, 신제품 디자인 표기사항 및 포장대 표준규격 설정, 공정표준 설정, 제품 사후관리 등을 수행한다.

연구개발은 다변화된 식품업계 수요 충족에 필수적인 요소로, 삼양식품은 연구개발비용 총액을 지속적으로 늘리고 있는 추세이다. 이에 따라 등록된 상표권도 매해 증가하여 2023년 171건을 달성하였다. 향후에는 식물성 패티, 프로틴 음료 등 헬스케어 및 단백질 소재 제품 개발을 위한 연구와 관련 분야 전문 인재 확보를 위해 연구개발을 확대할 계획이다.

그림 1) 연구개발비용 추이 및 상표권 증가수

	2023	2022	2021
연구개발비용 계	5,825	2,571	2,071
연구개발비 / 매출액 비율(%)	0.48	0.28	0.32
상표권 증가수	171	98	41

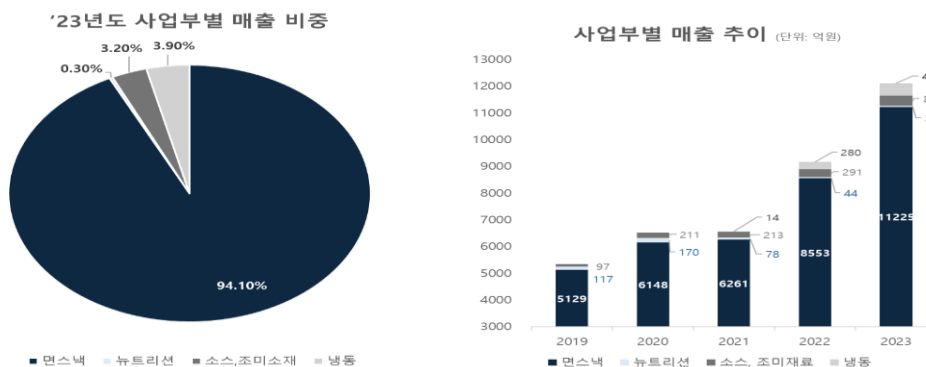
자료) 삼양식품, 바이시그널 4조

2) 매출실적

2)-1 사업부별, 지역별 매출 현황

사업 부문별 매출 비중은 면·스낵류에서 90% 이상으로 나타나고 있으며, 매해 양적 성장을 이루고 있다. 해당 사업 부문에서는 주요 제품의 안정적 매출과 꾸준한 신제품 출시로 2023년도에는 연간 1조 1,225억 원을 기록하며 전년 동기 대비 31.24% 증가한 수치를 보였다. 소스, 조미재료 및 냉동 사업부도 매출이 증가하는 추세로 2023년에는 각각 3.2%, 3.9%를 차지하였다. 뉴트리션 사업부는 부진하여 2023년도에 0.3%의 매출 비중을 기록했다. 이는 22년부터 시작된 사업부 재편을 주요인으로 해석할 수 있다. 동사는 체질개선의 일환으로 제주우유를 매각하고 유가공 식품을 OEM 생산으로 전환하는 등 실적이 좋지 않은 뉴트리션 사업부 일부를 정리하였다. 동시에 신규 인원 배치, 삼양냉동과의 B2C 채널 양수 계약을 통해 주력 사업인 면사업과 냉동식품을 강화하여, 이러한 전략이 실적에 반영된 것으로 평가할 수 있다.

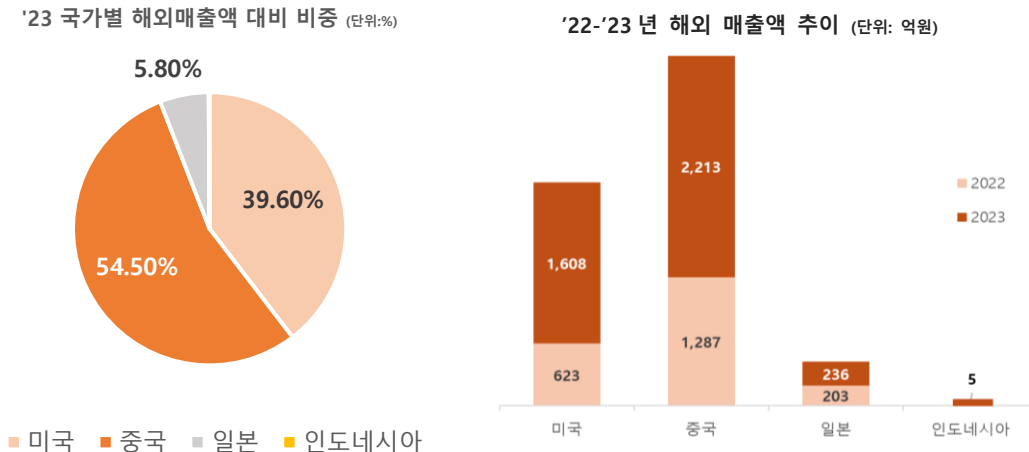
그림 2) 2023년 사업부별 매출 비중 및 추이



자료) 삼양식품, 바이시그널 4조

동사의 수출시장 2023년 연간 누적 매출은 전년 동기 대비 31.65% 증가한 7,934억 원을 기록했다. 주요 지역에서 모두 양적 성장을 이루었으며, 비율상으로는 최근 설립한 미국, 중국 시장에서 고성장을 지속하고 있다. 중국 시장에서는 2022년 2월 영업을 개시했으며, 동사의 제품을 중국에서 매입해 전 지역에 판매하는 구조이다. 2023년 누계매출은 12억 위안(한화 약 2,234억 원)으로, 주요 제품인 불닭볶음면이 안정적인 매출을 달성하고 있다. 최근 온라인 유통채널 정비 및 간식 수출 확대 등으로 지역 커버리지 확장을 노리고 있다. 미국법인은 2021년 8월 설립되어 초기 안정화 및 세팅에 주력해 왔으며, 이에 따라 매출액 기준 전년 대비 158%의 성장을 이루었다. 2023년 5월 설립한 인니 법인 또한 본격적인 영업을 시작해 하반기에 향후 동남아 지역 사업을 강화하고, 할랄 시장의 허브로 활용할 전망이다.

그림 3) 국가별 해외매출액 비중 및 추이



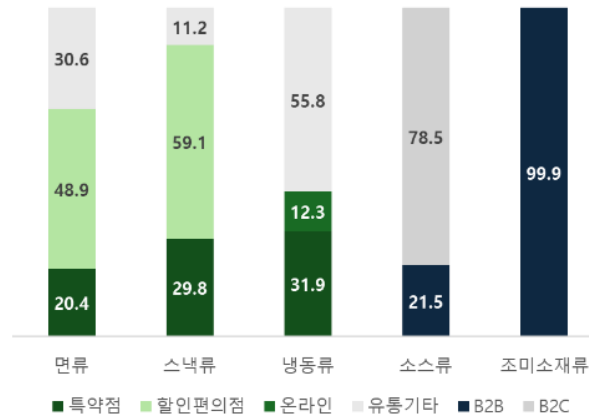
자료) 삼양식품, 바이시그널 4조

2)-2 매출 경로

동사의 주요 매출처는 국내와 해외로 구분할 수 있다. 우선 내수시장에서의 제품 유통은 특약점(대형마트 등), 슈퍼체인, 편의점, 대형 백화점, 유통본부 등을 통한 소비자 판매 등 다각화된 채널을 통해 판매되고 있다. 면·스낵류에서는 할인편의점의 비율이 높아 각각 48.9%, 59.1%를 차지하고 있으며, 소스류는 B2C사업, 조미소재류는 B2B 사업임을 확인할 수 있다.

해외수출은 4개국에 위치한 6개의 해외법인을 통해서 완제품을 판매하는 매출구조로 운영하고 있다. 각 법인에서는 자체 영업 및 마케팅 조직을 갖추고, 동사로부터 라면, 소스 등 국내 생산 완제품을 수입하여 현지 도소매상에 판매한다. 이에 따라 해외 공장은 보유하고 있지 않으며, 국내 공장에서도 모든 제품 생산을 소화한다.

그림 4) 국내 사업부별 유통경로 비중

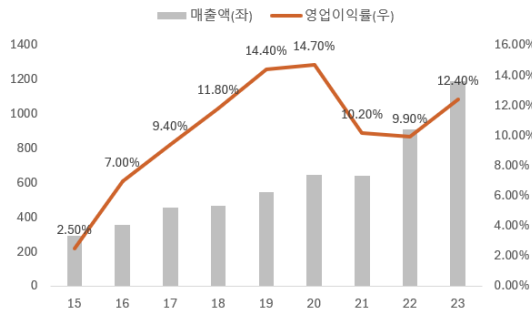


자료) 삼양식품, 바이시그널 4조

2)-3 최근 5개년 매출액, 영업이익

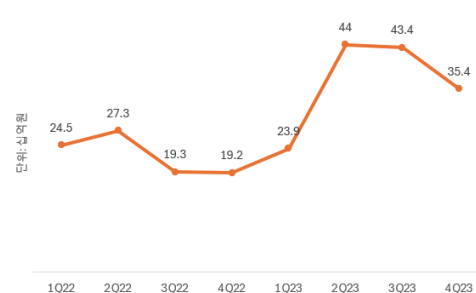
2023년 동사의 매출액과 영업이익은 각각 1조 1,929억 원, 1,475억 원으로 전년 대비 각각 31.2%, 63.2% 성장했다. 2023년은 러-우 전쟁 등 여파로 인하여 곡물가가 급등하였고 국내외 경기침체 이슈로 경영환경의 불확실성이 이어졌음에도 동사는 가격 인상 효과 및 해외 법인의 적극적인 현지 영업 등으로 이룬 수출 물량 증가에 따라 호실적을 달성할 수 있었다.

그림 5) 동사 연결 실적 추이(단위: 십억 원/%)



자료) 삼양식품, 바이시그널 4조

그림 6) 동사 영업이익 추이(단위: 십억 원)



자료) 삼양식품, 바이시그널 4조

- 21-22년, 역기저와 원가 부담 가중

해당 기간에는 라면 업계 전반의 영업이익률이 하락하며 동사도 영업이익의 부진이 있었다. 2021년의 경우 2020년 팬데믹 초기 내식 수요 급증 여파에 따른 전년 베이스 부담, 역기저에 따라 외형 성장률이 부진했다. 2022년은 러-우 전쟁 영향으로 주 원재료인 소맥의 가격 상승이 이어져 기대치를 하회하는 영업이익률을 보였다. 국내는 원가 부담을 판가 인상 및 원재료 재고분 사용으로 방어했으나 수출 비중이 높은 라면 업계 특성상 해외 수익성 악화는 불가피하였다.

- 23년 Q2, 어닝 서프라이즈

2023년 2분기 연결 영업이익은 440억 원으로 시장 컨센서스 328억 원 대비 34% 상회하며 어닝 서프라이즈를 시현했다. 불닭 시리즈의 견고한 수요가 이어졌고 판가 인상(라면 가격 평균 9.7% 인상) 및 환율 상승 효과(2Q23 평균 원/달러 환율 1,315원, +4.3% YoY)를 누렸다. 법인별 현지화 기준 매출액 성장률은 미국 +71%, 중국 +15%로 2022년 2월부터 본격적인营业을 시작한 미국, 중국 판매법인이 시장에 안착하면서 수익성 개선으로 이어졌다.

- 23년 Q4, 도약을 위한 준비

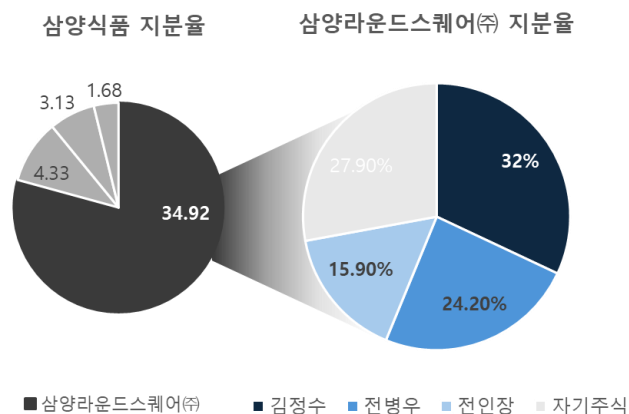
2023년도 4분기 연결 매출액은 컨센서스에 부합한 3,267억 원이었으나, 영업이익은 354억 원으로 컨센서스 대비 12% 낮았는데, 원인은 해외법인 안정화를 위한 일시비용으로 해석할 수 있다. 관련하여 2023년 5월 설립된 인도네시아 법인 초기 세팅에서 거래선 조정에 따라 대손충당금(약 16억 원 추정)이 반영되었고, 미국법인의 물류 창고 신규 전환 과정에서 임차료(약 20억 원 추정)가 일시 증가했다. 또한 원재료 가격의 하락이 본격적으로 반영되기 이전으로 P-C 스프레드의 개선을 기다리는 분기로 판단된다.

3) 지배구조 및 최근 이슈

3)-1 주주 현황 및 지분율

동사의 최대 주주는 지주사인 삼양라운드스퀘어(주)로 34.92%의 지분을 보유하고 있다. 때문에 삼양라운드스퀘어(주)에서 높은 지분을 보유하면 삼양식품을 지배할 수 있는 구조이다. 실질적인 지배권을 가진 삼양라운드스퀘어(주)의 최대 주주는 김정수 부회장으로 32%를 보유하고 있으며, 지분율 24.2%를 보유한 전병우 상무가 2대 주주이다. 아버지인 전인장 전 회장은 15.9%를 보유하고 있다.

그림 7) 삼양식품, 삼양라운드스퀘어(주) 주주 구성내역



자료) 삼양라운드스퀘어(주), 삼양식품, 바이시그널 4조

3)-2 기업 지배구조

- 불닭볶음면 선보인 김정수 부회장, 신뢰는 아직

김정수 부회장은 불닭볶음면을 개발하여 선보인 인물로, 공장 증설 및 신제품 개발 등의 노력을 통해 불닭의 매출 1조 원 달성과 메가 브랜드로의 확장 비전을 세우고 있다. 다만 2018년 남편인 전인장 전 회장과 49억 원을 횡령한 혐의로 불구속기소 된 바 있다. 이에 전 전 회장은 회장직에서 물러나 회장직이 공석으로 유지되고 있다. 전 전 회장은 빨라야 2027년에 회장직에 복귀할 수 있다.

이러한 기업 이미지 실추 이후, 2021년 김 부회장은 대표이사를 맡지 않고 ESG 경영에만 집중하겠다고 대대적으로 ESG 경영을 선포하였다. 하지만 2022년 부회장으로 승진하며 실효성 없는 약속임이 드러났다. 불닭볶음면의 성공 신화로 능력은 검증되었으나, 경영 투명성에는 의문이 제기되는 이유이다.

- '삼양 3세' 위주의 지배구조 개편

전병우 상무는 동사의 오너 3세로, 동사는 전 상무 위주의 지배구조 개편을 진행하며, 기업 승계 절차가 이루어지고 있다. 삼양라운즈스퀘어는 2022년 5월에 전 상무가 지분 100%를 보유한 개인회사 아이스엑스를 흡수합병하였고, 이에 따라 그의 지주사 지분율이 24.2%로 확대되어 2대 주주로 올라섰다.

또한 전 상무는 현재 삼양라운즈스퀘어 전략총괄 및 동사 신사업본부장을 겸직 중이다. 그의 운영 기조는 불닭 외의 먹거리를 개발하고, 다음 세대의 삼양을 이끌어갈 신사업을 개발하는 것이다. 이에 따라 삼양식품에서는 최근 불닭볶음면에 치우친 사업을 다각화하고자 매운 국물라면 '맵탱' 추진에 주력하고 있다. 이는 전 상무가 전 과정에 참여해 선보인 제품으로, '맵탱'의 성과가 그의 성적표로 작용할 것으로 보인다. 또한 바이오, 헬스케어 분야에서 신사업 계획을 밝히며 노화연구센터 및 디지털헬스연구센터 신설 계획을 발표하는 등 파격적인 행보를 보이고 있다.

3)-3 최근 이슈

- 김정수 부회장 사내이사 재선임

지난 3월 28일 주주총회에서 김정수 부회장이 사내이사로 재선임되었다. 국민연금기금 수탁자책임 전문위원회는 '기업가치 훼손 이력'을 이유로 김 부회장의 사내이사 선임안을 반대했으나 원안대로 의결됐다.

- 가격 인하 압박

정부에서 물가안정을 이유로 식품업계에 가격 인하 압박을 가하고 있다. 최근 국제 곡물가 인하를 내세워 밀가루, 식용유 자체 가격 및 이를 부재료로 사용하는 라면, 과자 업체에도 인하를 요구하고 있다. 이에 오뚜기와 CJ제일제당은 소비자 판매용 밀가루 제품 가격을 인하하기로 밝혔으나 라면 사업의 선두인 동사와 농심은 밀 가격 외 경비 상승을 원인으로 들어 인하는 없을 것이라고 발표했다. 정부에서는 지속적으로 식품업계를 소집하는 간담회를

이어가고 생필품 부가세의 한시적 인하 공약을 내놓고 있으나, 세수 및 기업이익 하락은 책임지지 않는 표심 물이라는 비판이 있어 이목이 집중되고 있다.

4) 재무분석

4)-1 최근 재무 실적

매출은 제조업을 기준으로 면, 스낵, 뉴트리션, 소스 및 조미료, 냉동식품, 골판지 및 용역사업으로 구분된다. 연간 누적 매출액은 전년 대비 31.23% 증가한 1조 1,929억 원을 기록하였는데, 이는 해외 매출 확대에 따른 영향으로 분석된다. 특히 주력으로 하는 면 스낵 사업부의 경우 꾸준한 신제품의 출시와 삼양라면, 불닭볶음면, 간짬뽕 등 주요 제품들의 안정적인 매출로, 전년 대비 31% 성장하며 총매출액의 94.1%의 비중을 차지했다. 전기 영업양수도(시즈닝/후레이크 제조 및 판매사업, 냉동식품 가공 및 판매업 관련 B2C 채널)에 따른 신규 영업활동 확대 또한 주요 증가 요인이었다.

그림 8) 삼양식품 최근 재무 실적

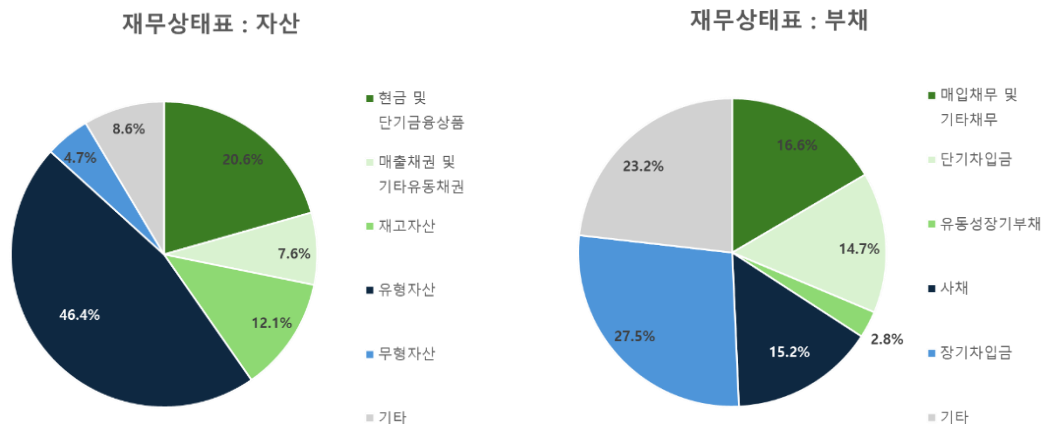
(단위: 억 원)

	2023	2022	2021
매출액	11,929	9,090	6,420
영업이익	1,475	904	654
당기순이익	1,266	803	490

자료) 삼양식품, 바이시그널 4조

4)-2 재무상태표

그림 9) 동사 재무상태



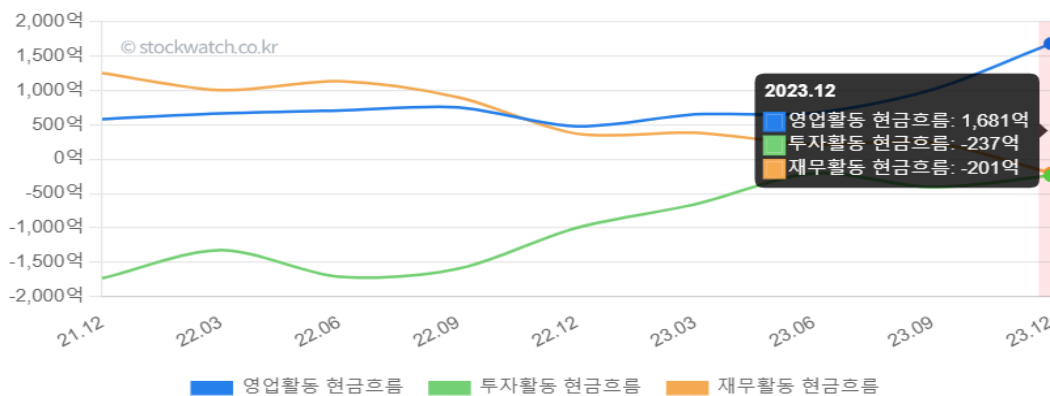
자료) 삼양식품, 바이시그널 4조

자산총계는 전년 대비 2,453억 원 증가한 1조 1,703억 원이다. 그중 공장과 관련된 유형자산이 전체 자산의 46.4%로 가장 큰 비중을 차지한다. 전체 유형자산 5,429억 원 중 토지와 건물이 3천억 원, 기계장치가 1,590억 원 상당인데, 이는 전년 대비 12.4% 상승한 수치이다. 주요 증가는 영업활동 확대에 따른 유동자산 증가와 기계장치 전환 및 보완이다.

제품 매출과 관련한 자산 비중은 매출채권 및 기타유동채권이 7.6%, 상품 원재료 등 재고자산은 12.1%로, 약 20%의 비율이다. 재고자산은 1,421억 원으로 2021년 대비 3배가량 높아졌으며, 재고자산회전율은 2021년 16.2%에서 23년 9.3%로 하락하였다. 증가한 재고자산 비중에서 직접 제조 제품 이외의 상품 비중이 높아, 뉴트리션 사업부를 비롯한 사업 부문에서 OEM 증가에 따른 재고수준이 높아진 것으로 판단된다.

부채총계는 전년 대비 1,233억 원(26.2%) 증가한 5,935억 원이다. 부채의 주요 증가 원인은 상해법인 영업망 확대를 위한 운영자금 차입 및 로지스틱스 신규 해외법인의 사용권 자산 증가에 따른 리스부채의 증가이다.

그림 10) 동사 현금흐름표



자료) 스톡워치

동사의 2023년 잉여현금흐름은 1,217억 원으로, 전년 -522억 원 대비 크게 개선된 것을 확인할 수 있다. 영업활동현금흐름은 매출 증가에 따라 477억 원에서 1,680억 원으로 상승하였다. 투자활동, 재무활동에서는 밀양 1공장 증설로 인해 영향을 받았다. 투자활동현금흐름은 전년 대비 760억 원가량 개선되었는데, 지난해 공장 설립이 완료되어 현금 지출이 불필요해진 것이 주 요인이었다. 또한 공장 설립을 위한 차입 등으로 당기 이자비용 증가 및 차입금 분할 상환의 도래 등으로 인하여 재무활동현금흐름은 571억 원 감소하였다.

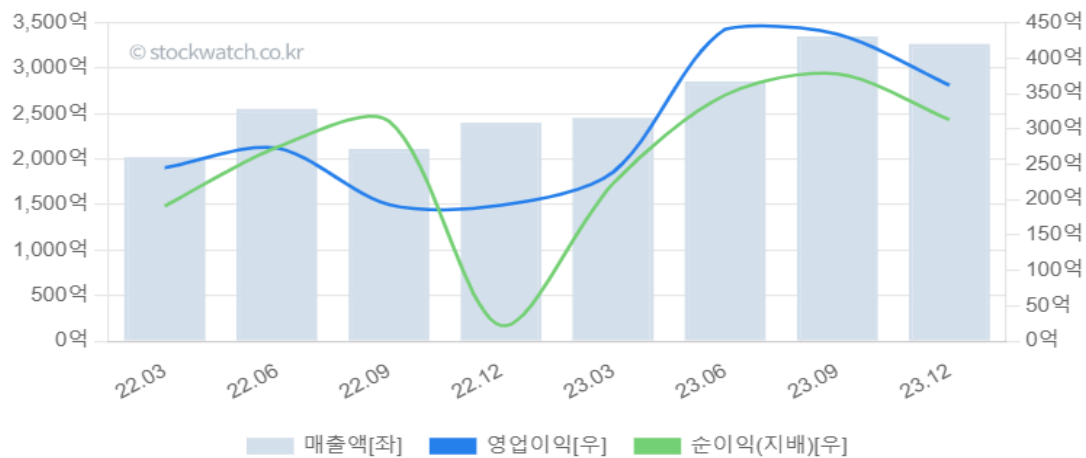
그림 11) 동사 손익계산서

(단위: 백만 원)

과 목	2023	2022	증감액	증감율
매출액	1,192,915	909,037	283,878	31.20%
매출원가	776,183	657,814	118,369	18.00%
매출총이익	416,732	251,223	165,509	65.90%
판매비와관리비	269,218	160,847	108,371	67.40%
영업이익	147,514	90,376	57,138	63.20%
세전이익	156,325	101,956	54,369	53.30%
법인세비용	29,734	21,685	8,049	37.10%
당기순이익	126,591	80,271	46,320	57.70%

자료) 삼양식품, 바이시그널 4조

그림 12) 동사 실적 차트



자료) 스톡워치

2023년 기준 매출액은 1조 1,929억 원을 달성하였고, 매출원가는 7,761억 원을 차지해 매출총이익은 4,167억 원을 기록했다. 매출액은 수출 물량 증가 및 가격 인상의 효과로 전년 대비 31.2% 상승하였다. 당기순이익은 57.7% 증가한 1,265억 원이었으며, 현금배당도 이에 따라 증가하였다. 2023년도의 주당현금배당은 2022년 1,400원에서 2023년에는 2,100원으로 상승하였다.

4)-3 재무제표 항목분석

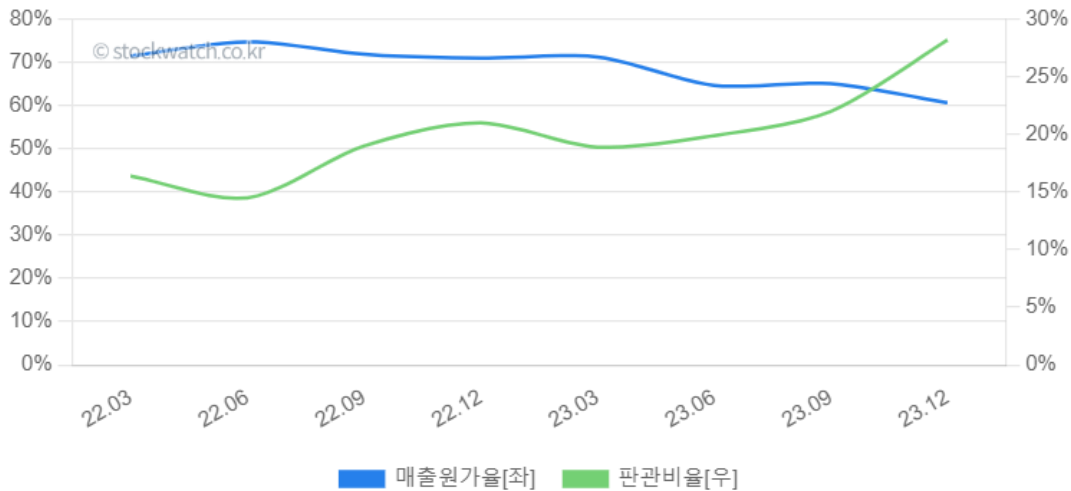
그림 13) 동사 수익성 지표

지표	2023	2022	증감
영업이익률	12.40%	9.90%	2.50%p
순이익률	10.60%	8.80%	1.80%p
ROE	24.80%	18.90%	5.90%p

자료) 삼양식품, 바이시그널 4 조

매출의 급성장과 원가율 하락으로 영업이익이 증가하며 수익성 지표가 개선되었다. 원가율은 전년 대비 7.2% 개선되었는데, 매출원가에서 원재료 가격 상승 및 신공장 고정비용이 확대되었으나, 해외수출 규모 확대 및 환율상승 등으로 수혜를 얻었다.

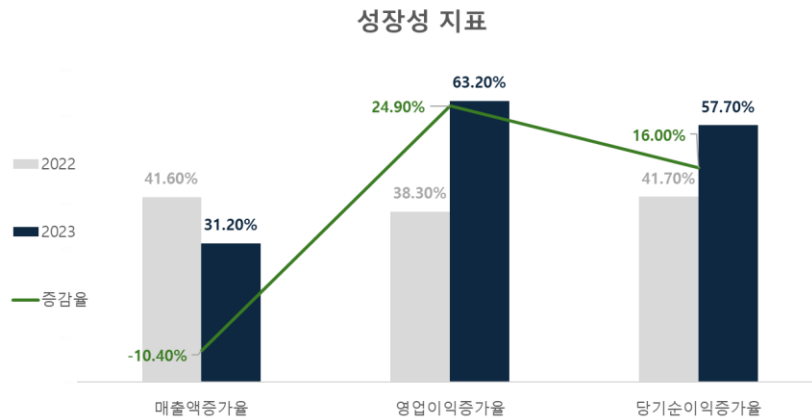
그림 14) 동사 매출원가율, 판관비율(분기)



자료) 스톡워치

이에 매출총이익이 65.9% 증가하여 큰 폭으로 상승한 판관비의 영향을 줄일 수 있었다. 판관비는 판매량의 증가와 적극적인 마케팅 활동으로 전년 대비 67.4% 상승하였으나, 절대치로는 매출총이익 증가 폭에 비해 낮았다. 결과적으로 영업이익도 63.2% 상승하였으며, 영업이익률, 순이익률 등 수익성 지표가 개선되었다.

그림 15) 성장성 지표



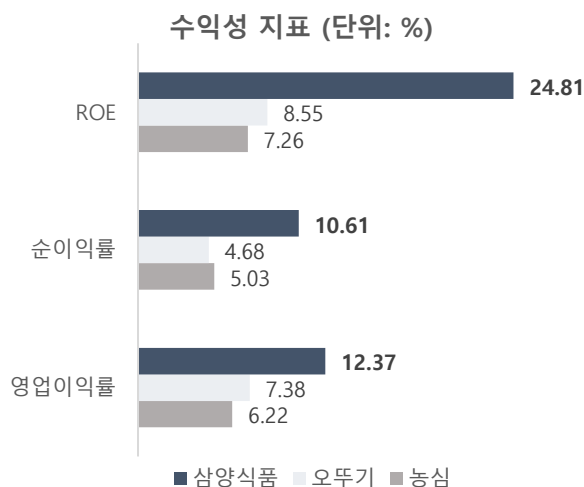
자료) 삼양식품, 바이시그널 4조

원가율 개선 및 판가 인상으로 2023년도 영업이익 및 당기순이익 증가율은 각각 전년 대비 24.8%, 16.0% 상승하였다. 동기 매출액 자체는 상승하였으나, 매출액 증가율은 전년 대비 하락한 수치를 보였다.

4)-4 동종업계 실적 비교

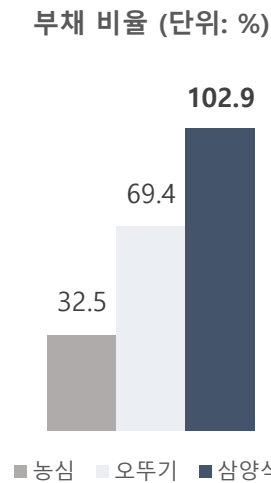
동사의 주력 사업 부문인 면류 분야에서 사업을 영위하고 있는 기업 중, 농심과 오뚜기는 각각 라면시장 점유율 1, 2위를 달리고 있다. 오뚜기는 시가총액이 1조 6,000억 원대로, 동사와 비슷한 규모이다.

그림 16) 수익성 지표



자료) 각 사 사업보고서, 바이시그널 4조

그림 17) 부채비율



자료) 각 사 사업보고서, 바이시그널 4조

농심과 오뚜기의 매출액은 3조 4,000억 원대로, 동사 매출의 약 3배 규모이나, 영업이익은 2배 미만이었다. 이는 수출비중에 따른 원가율 차이에 의한 것으로, 동사의 매출원가율이 65%인 것에 비해 농심과 오뚜기의 매출원가율은 각각 73.5%, 82.4%로 상대적으로 높게 나타났다.

영업이익률은 해외 매출과 함께 증가하는데, 해외시장에서는 한국에 비해 높은 가격 책정이 가능하기 때문이다. 때문에 해외 매출 비중이 26%에 불과했던 2016년 영업이익률은 7%로 현재 절반 수준이었지만 수출 비중이 올해 약 70%까지 증가하면서 영업이익률도 12%까지 상승하였다. 이 같은 요인에 따라 수출 비중이 10% 내외인 농심과 오뚜기는 수익성 지표에서 동사에 비해 부진한 성적을 보이며, 영업이익률, 순이익률, ROE에서 모두 뒤처지고 있다.

한편, 동사는 경쟁사에 비해 다소 높은 부채비율을 보이고 있다. 농심과 오뚜기가 각각 32.5%, 69.5%의 부채비율을 보이는 것에 비해 삼양식품은 100% 내외를 유지하고 있다. 동종 업계들이 몸집을 축소하는 것과 비교해, 동사는 국내외 마케팅 확대 및 채널 정비 등 투자를 늘리고 있는 것이 그 원인으로 보인다.

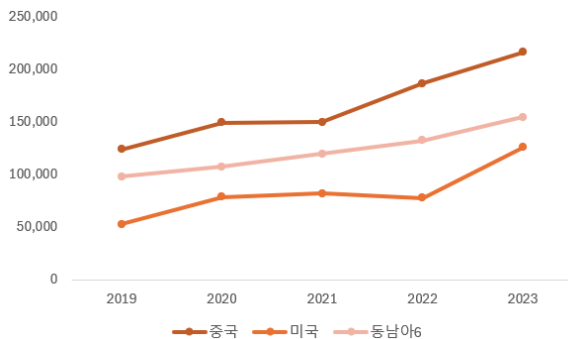
IV. 투자 포인트

1) K-Food를 이끄는 '불닭'의 해외 실적, 지금부터가 시작!

불닭볶음면은 특유의 매운맛으로 2012년 출시 직후 국내에서의 성공을 이루었으며, 2015년경 해외 SNS에서 매운맛에 도전하는 챌린지 유행 시작, K-POP, K-드라마·영화 등의 해외 침투율 증가에 힘입어 동사 해외 수출액의 지속적인 성장을 이끌고 있다.

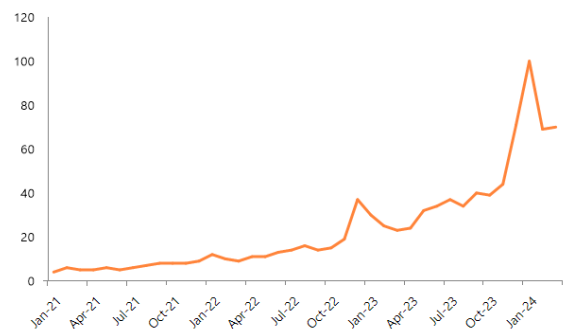
라면 업계의 2월 전체 수출은 +28% YoY, 삼양식품은 +51% YoY로 업계 수준을 상회하였다. 동사의 2월 추정 수출액은 5,919만 달러(+31.5% YoY, +8.4% MoM)로, 전체 라면 수출액 중 64%의 점유율을 차지했다. 2월 원/달러 환율 1,332원을 적용하여 환산할 시 동사의 2월 추정 라면 수출액은 788억 원으로, 원화 환산 기준 최대 실적을 경신한 것으로 추정된다. 일례로 글로벌 검색 관심도를 나타내는 구글 트렌드의 'buldak' 키워드는 2024년 1월 14일~20일 최고치인 100Pt를 기록하며 가파른 상승세를 보이고 있다. 이제 불닭은 한국 매운맛의 대표 주자가 되었으며, 해외 소비자들의 입맛을 완전히 사로잡았다. '불닭'의 글로벌 시장 흥행은 이제 시작이다.

그림 1) 지역별 라면 수출액 추이(단위: 천 달러)



자료) 관세청, 바이시그널 4조

그림2) 구글 트렌드 전 세계 'buldak' 관심도



자료) Google trend, 바이시그널 4조

1)-1 대형유통망 확보로 소비자와 가까워지다: 미국

동사는 코스트코와 월마트 내 판매 성과를 통해, 미국 메인스트림 채널에서의 확장 가능성을 보여주고 있다. 월마트에서의 매출액은 연간 12백만달러 이상을 기록하고 있으며, 코스트코는 2023년 6월 매출이 발생하기 시작, 분기를 지나며 고성장을 이루고 있다. 또한 YouTube, TikTok 등에서 최근 카디비를 비롯한 해외 유명 연예인과 인플루언서들이 '불닭 챌린지'에 동참하면서 마케팅 효과도 발생하고 있다. 뿐만 아니라 다양한 K-POP 아티스트들도 SNS 라이브, 해외 채널 인터뷰에서 불닭 제품을 소개하는 모습을 보이고 있다. 동사는 방탄소년단의 미국 콘서트에 메인 스폰서로 참여하기도 하였으며, 해당 콘서트에서 불닭 팝업을 여는 등 해외 시장을 사로잡기 위한 홍보 활동에 적극적인 모습을 보이고 있다.

1)-2 수출 정상화 임박: 중국

동사는 지난해 중국 온라인 채널 사업 준비를 마치고 월별 중국 수출이 회복세를 보이고 있어 Re-Stocking 효과를 기대하고 있다. 또한 6.18 쇼핑 행사 선수요에 힘 입어 매출액 상승을 노린다. 이에 더해 동사는 4월 중으로 알리익스프레스 내 한국 식품 판매 카테고리인 K메뉴에 공식 입점할 예정이다. 이는 불닭볶음면 등 주요 상품의 중국 소비자와의 접점을 늘릴 수 있는 기회로 작용할 것이다.

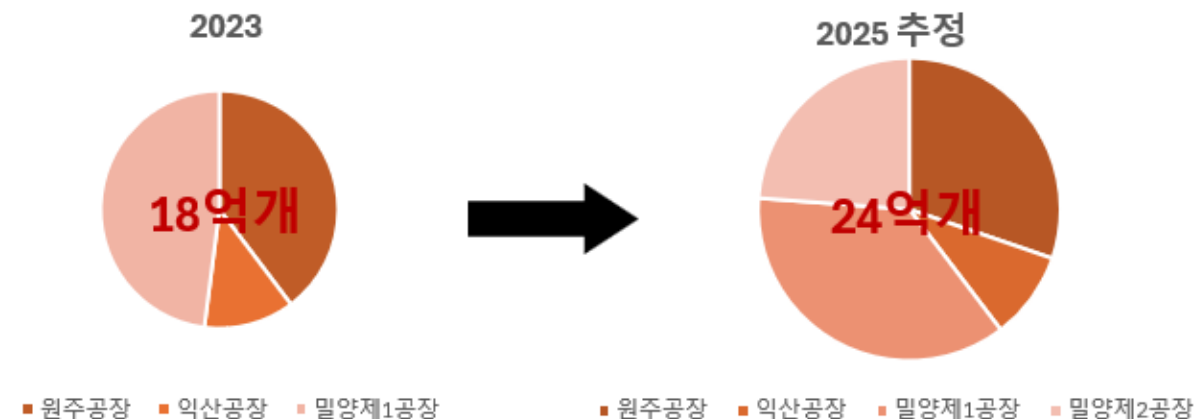
1)-3 밀양 2공장 증설로 생산능력 UP

동사는 빠르게 늘어나는 불닭볶음면 해외 수요에 대응하기 위해 2020년 10월 밀양 신공장 착공을 시작하였고, 2022년 밀양 1공장을 완공하였다. 밀양1공장 신설을 통해 연간 약 6억 개의 라면 추가 생산이 가능해졌다.

여기서 끝나지 않고 동사는 1공장 증설 1년 만인 2023년 8월 밀양 2공장 증설을 발표했다. 밀양2공장은 밀양1공장 바로 옆 부지에 연면적 3만 4,576㎡에 지하 1층~지상 3층 규모로 지어지며, 더욱 진화한 스마트팩토리 시스템과 글로벌 탐티어 수준의 식품안전 시스템을 구축할 예정이다. 기존 밀양 1공장과의 차이점은 5개 라인 모두 미주 시장을 겨냥한 불닭볶음면 전용 생산라인으로 운영한다는 점이다.

24년 현재 동사의 연간 라면 생산능력은 18억개 수준이며 밀양 2공장의 최대 생산능력은 5억 6,000개 수준으로 예상된다. 이로써 2025년 상반기 완공 시 동사의 CAPA는 24억 개까지 증가하여 생산능력이 약 25% 성장할 것으로 기대된다. 매출액 기준으로는 15.5%, 영업이익은 11.0%로 기여 가능할 것으로 보인다.

그림 3) 밀양2공장 증설 전후 생산능력 비교

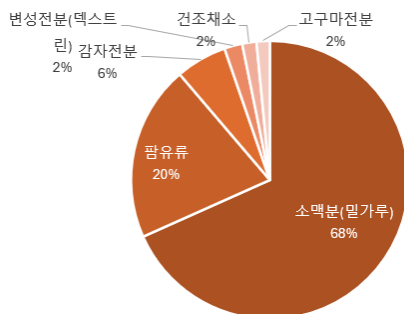


자료) 삼양식품, 바이시그널 4조

2) 쪽~ 쪽~ 늘어날 P-C 스프레드

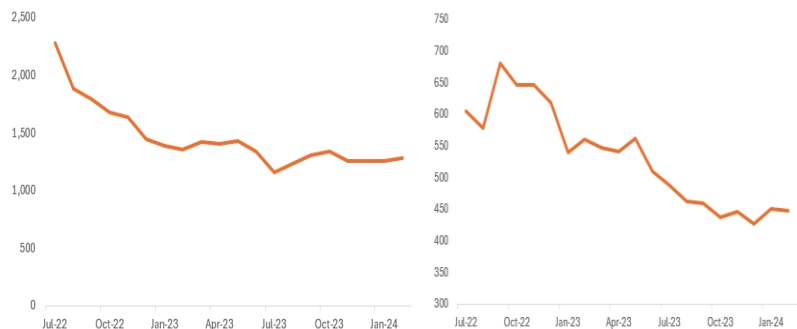
P-C 스프레드는 ① 원재료 가격 급등(C↑) ② 판가 인상 대응 (P↑) ③ 원재료 가격 안정화 (C↓) 사이클을 거친다. ③ 시점부터 P-C 스프레드가 확장되면서 식품 제조업 기업의 마진율이 개선되고 높은 수익성을 보이게 된다.

그림 4) 면류 원재료 구성비



자료) KREI, 바이시그널 4조

그림 5) 팜유, 소맥 수입 가격 추이(2022.03-2024. 02)



자료) 관세청, 바이시그널 4조

면류의 원재료는 소맥분 68%, 팜유류 20%, 감자전분 6%, 기타 6%이며 최근 팜유, 곡물 가격은 소폭 상승했으나 하락추세에 있다. 소맥분은 러·우 전쟁의 지정학적 리스크 영향으로 공급이 불안정해지면서 21/22 시즌에 가격이 대폭 상승하였다. 그러나 최근 러시아는 역사적 소맥 생산량을 기록하며 23/24 시즌 수출량 5,100만 톤을 기록하였다. 우크라이나 또한 대체 경로를 통해 수출을 진행하여, 24년 1월 기준 곡물 수출량이 전쟁 이전 수준까지 회복되었다. 이에 소맥 가격은 안정화 추세에 접어들었다. 식품 제조업에서 원재료 가격(C)은 재고분에 따라 4~8개월 정도의 시차를 가지고 영업이익에 반영되기 때문에 2024년은 P-C 스프레드 확장으로 인한 마진율 개선을 눈으로 확인할 수 있는 해가 될 것이다.

3) Peer 대비 강한 ROE

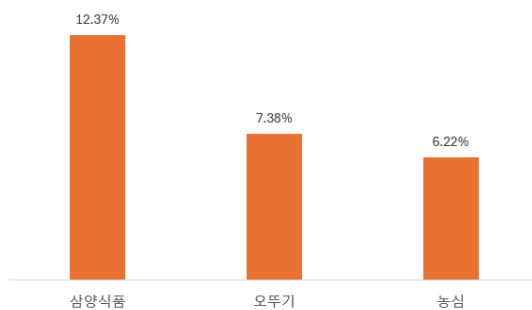
동사는 Peer 대비 높은 영업이익률과 자본효율성을 보인다. 동사의 영업이익률은 12.37%로 오뚜기 7.28%, 농심 6.22%에 비해 높은 수치이며 2023년 기준 ROE 또한 동사 24.81%, 오뚜기 8.55%, 농심 7.26%로 업계 수준을 상회한다. 동년도 기준 동사의 PER은 13.94배, 농심은 13.16배, 오뚜기는 13.28배로 비슷한 수치를 보인다.

동사가 높은 영업이익을 낼 수 있었던 것은 Peer 대비 수출 비중이 높기 때문이다. 특히 해외 수출분의 경우 국내 대비 높은 가격 설정이 가능하여 마진이 10% 이상 높다는 점 그리고 환차익 효과를 누렸다는 점이 동사에게 긍정적으로 작용했다. 식품업계는 크게 매출단과 원재료단 양방의 환율 영향을 받는데, 특히 동사의 경우 수출 물량 92%가 국내 공장에서 생산하여 직수출하는 구조로 높은 환율은 동사의 수출 부문 매출에 크게 기여한다. 이로 인해

업계가 고환율로 인한 원재료 구매 단가 상승으로 부진을 겪은 것과 달리 동사는 높은 환율이 직수출분에 반영되어 원재료 구매 단가 상승 부담을 상쇄하며 환차익 효과를 보았다.

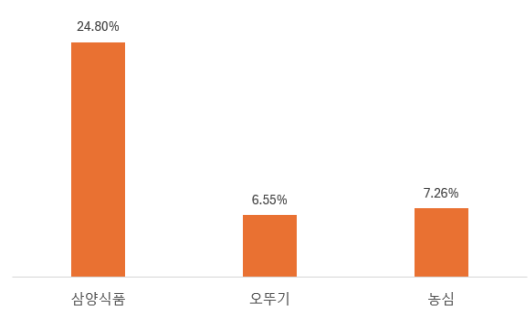
이처럼 동사는 순이익을 증가시켜 Peer 대비 높은 ROE 수준을 유지하고 있다. 기업의 이익 증가는 주가를 끌어올리기 위해 필요하기에, 높은 ROE를 갖춘 동사의 투자 가치는 매력적이다.

그림 6) 라면 업계 영업이익률 비교



자료) 각 사 사업보고서, 바이시그널 4조

그림 7) 라면 업계 ROE 비교



자료) 각 사 사업보고서, 바이시그널 4조

4) 안정적인 원재료 공급망으로 얻은 든든함

동사는 2017년부터 삼양제분을 종속기업으로 하여 자체 제분공장을 통해 소맥분을 공급받아 생산원가를 절감하고 있다. 주요 경쟁기업 각 사의 사업보고서를 살펴보면 국내 라면시장 점유율 1위의 농심은 58.4%의 대한제분을 비롯하여 CJ제일제당, 사조동아원 등으로부터 소맥분을 납품받고 있다. 또한 업계 2위인 오뚜기는 35.52%의 지분을 보유한 대선제분을 관계기업으로 인식하지만 배당금 외 거래가 전무하다. 반면 동사의 경우 지분 100% 보유한 자회사를 통해 면류의 주 원재료인 소맥분을 공급받아 경쟁사에 비해 원재료 공급망 안정화를 꾀했다는 차별점을 지닌다. 지정학적 갈등, 기후 변화 등 소맥분의 공급이 불안정한 상황에서 경쟁기업 대비 안정화된 공급망은 실적의 무기가 될 수 있다.

V. 리스크

1) 어깨가 무거운 삼양의 가장, 불닭

동사는 불닭볶음면의 출시와 함께 국내 매출 및 해외 수출이 증가하며 빠른 외형적 성장을 보여왔다. 그중에서도 해외에서의 불닭볶음면 유행으로 시작된 해외 매출액 증가가 주요했다. 불닭볶음면은 동사 전체 매출의 65%, 해외 매출의 80%를 차지한다. 불닭의 인기는 '이제 시작이다'라는 평가를 내리지만, 언제까지나 불닭에만 의존할 순 없는바, 안정적인 성장을 위해선 포트폴리오 다각화가 필요하다. 리스크 회피와 향후 꾸준한 기업의 성장을 위해서 후속 인기 제품 개발을 통한 주력 제품 다변화는 필수이다. 동사의 경영진 또한 이를 인식하고 '푸드케어'와 '이터테인먼트'를 비전으로 내놓으면서 라면에 대한 높은 의존도를 해결해 보겠다는 의지를 보이고 있다. '불닭'의 어깨에 놓인 무거운 짐을 덜기 위한 성과가 필요한 시점이다.

2) 다이어트 대신 벌크업을 택한 삼양, 결과는?

내수 경기 침체와 원재료비 부담 상승으로 인해, 23년 일부 음식료 업체들이 수익성을 방어하는 방향으로 경영 전략을 선회하였다. 업계 1위 농심은 중국 사업에서의 공격적인 점유율 확대가 아닌 비용 절감에 주력하였다. 또한 가공식품 제조 기업인 CJ 제일제당의 경우 비효율 해외 사업을 축소하고 저수익 쿠팡 채널을 철수하였으며 출혈성 마케팅을 축소하였다. 반면 동사는 라면 신제품 및 간편식 브랜드 관련 마케팅을 확대했으며 중국 채널 재정비 등으로 매출액 대비 판관비 상승률이 업계 경쟁사인 농심, 오뚜기에 비해 높은 것을 확인할 수 있다.

이는 동사가 한 단계 더 성장하기 위한 도약 과정으로의 '이유 있는 벌크업'이었다. 그러나 이 벌크업이 그에 걸맞은 결과물을 보여줄지 지속적인 추적이 필요하다.

그림 1) 라면 3사 매출액 대비 판관비 비율



자료) 각 사 사업보고서, 바이시그널 4조

그림 2) 서진이네 불닭 마케팅



자료) tvN

3) 정부의 판가 인하 압력, 견딜 수 있을 것인가?

동사를 비롯한 라면 업계는 2022년 말 원재료 가격, 인건비, 유통비, 물류비 등의 상승으로 제품의 판매 가격을 9.7~11.3% 인상하였다. 이후 다시금 원재료 가격이 하락하자 정부는 하락한 비용에 맞춰 가격을 인하해야 한다는 입장을 보이며 판가 인하 압력을 가하였다. 이에 동사는 2023년 7월 불닭볶음면을 제외한 12개 제품 가격을 평균 4.7% 인하하였다.

김동찬 대표이사는 3월 28일 정기주주총회에서 추가적인 라면 가격 인하 계획이 없냐는 질문에 '인상하지 않기 위해 노력하겠다'고 답하였다. 하지만 기업의 자발적 가격 인하가 실시되지 않을 시 정부는 물가안정을 위해 부가세 인하 등의 방법으로 라면 가격을 비롯한 가공식품의 가격을 안정화시킬 가능성도 존재한다. 때문에 당장은 판가 하락 위험은 피할 수 있더라도 정부의 판가 인하 압력은 동사를 비롯한 라면 업계가 계속 짊어지게 될 리스크이다.

VI. 밸류에이션

1) 매출액 추정

(단위: 백만 원)

구분	2019	2020	2021	2022	2023	2024(E)	2025(E)	2026(E)
수출	272,770	370,349	388,584	605,744	809,340	1,060,235	1,388,908	1,819,470
내수	269,451	276,733	252,507	301,537	356,138	38,1067	407,742	436,284
물류·용역	841	889	405	1,151	15,508	19,178	23,906	30,015
기타	519	535	535	607	11,929	14,752	18,389	23,088
매출액	543,581	648,506	642,031	909,039	1,192,915	1,475,233	1,838,946	2,308,858

수출, 내수, 물류·용역으로 나누어 매출액을 추정하였다. 수출과 내수 비중에서 면·스낵류가 94%로 대부분을 차지하여 사업 부분을 따로 나누어 계산하지는 않았다. 수출 성장률(CAGR=31%)과 내수 부분 성장률(CAGR=7%)은 2019년부터 2023년까지 각 부분의 CAGR을 구하여 미래 3개년 매출액을 추정했다. 물류·용역과 기타부분에서 2023년에 13배가량의 상승을 보였는데, 이는 2022년부터 수출 외주하던 삼양식품의 수출 유통을 자회사인 삼양로지스틱스가 맡게 되었기 때문이다. 앞으로 2023년과 같은 상승률을 보이진 못할 것으로 예상되나, 삼양식품의 매출액 상승만큼 해당 부분도 상승할 것으로 예상했다. 그래서 2023년도 (물류+용역)/(수출+내수) 비율을 이용해 미래 추정치를 구했다.

2) 매출원가, 판매비 추정

(단위: 백만 원)

구분	2019	2020	2021	2022	2023	2024(E)	2025(E)	2026(E)
매출원가	386,438	457,034	471,392	657,814	776,182	1,039,797	1,293,920	1,624,038
매출원가율	71.09%	70.47%	73.42%	72.36%	65.07%	70.48%	70.36%	70.34%
판매관리비	74,296	90,934	99,936	133,260	177,968	238,776	305,592	399,452

원재료 가격 하락으로 매출원가율이 2023년 하락했지만, 다시 70%대로 상승할 가능성이 있다고 판단해 5개년 이동평균법으로 미래 3개년 매출원가율 추정치를 구했고, 해당 비율로 매출액을 계산했다.

2023년 마케팅활동 확대에 의한 광고선전비 등 영업비용 증가와 해외 매출 증가에 따른 수출제비 증가, 임금인상 및 임직원 증가에 따른 인건비 증가로 판매비와 관리비가 상승했다. 따라서 판매비와 관리비를 세 부분으로 나누어 분석했다. 우선 퇴직급여, 복리후생비, 광고선전비, 기타 비용은 매년 상승하는 추세이므로 2019년부터 2023년까지의 연평균 증가율을 구해 계산했다. 여비교통비, 지급수수료, 사무비, 잡비, 세금과 공과, 운반비, 수출제비는 매출액과 관련됐다고 판단해 2019년부터 2023년까지의 매출액 CAGR(22%)을 기반으로 계산했다. 이 그룹에 급여와 상여금을 포함했는데, 이유는 매출액 상승이 인건비 투자 증가와 급여 인상, 상여금 증가로 이어진다고 판단했기 때문이다. 위의 두 그룹에 들어가지 않는 유·무형 감가상각비, 대손상각비, 차량유지비는 5개년 이동평균법으로 미래 3개년 추정치를 구했다.

3) 순운전자본

(단위: 백만 원)

구분	2021	2022	2023	2024(E)	2025(E)	2026(E)
매출채권	53,199	83,610	79,845	116,831	143,519	171,532
재고자산	44,776	110,338	142,175	142,913	204,693	250,084
매입채무	68,980	86,461	106,540	85,742	107,064	134,126
매출채권 회전율	12.1	10.9	14.9	12.6	12.8	13.5
재고자산 회전율	14.3	8.2	8.4	10.3	9.0	9.2
매입채무 회전율	17.3	17.1	17.3	17.2	17.2	17.2
순운전자본	28,995	107,487	115,480	174,002	241,148	287,490
순운전자본투자	-2373	78,492	7,993	58,522	67,146	46,341

2021년부터 2023년까지의 매출채권회전율, 재고자산회전율, 매입채무회전율을 구하여 3개년 이동평균법으로 미래 3개년 매출채권, 재고자산, 매입채무를 구했다. 이 자료를 이용해 미래 3개년 순운전자본 투자액을 도출했다.

4) CAPEX

(단위: 백만 원)

구분	2019	2020	2021	2022	2023	2024(E)	2025(E)	2026(E)
유형자산순취득	13,345	65,394	139,312	85,663	44,840	69,711	80,984	84,102
무형자산순취득	514	664	3,470	-7,895	1,716	-306	-470	-697
CAPEX	13,859	66,058	142,782	77,768	46,556	69,405	80,514	83,405

CAPEX는 유형자산순취득과 무형자산순취득의 합으로 구했다. 지속적인 매출 증가로 유형자산, 무형자산 투자도 이전과 같을 것으로 판단해 5개년 이동평균법으로 미래 3개년 CAPEX를 계산했다.

5) 감가상각비

(단위: 백만 원)

구분	2019	2020	2021	2022	2023	2024(E)	2025(E)	2026(E)
감가상각비	9.3	10.3	11.5	18.1	22.3	27.7	34.3	42.5

감가상각비는 매년 증가하는 추세로, 2019년부터 2023년까지 연평균 증가율(24%)을 구해 미래 3개년도 감가상각비를 추정했다.

6) WACC

이자율	4.68%
세율	21%
타인자본조달비용	3.70%
<i>rf</i>	3.29%
<i>rm</i>	14.60%
<i>Beta</i>	0.1175
자기자본조달비용	4.62%
부채비율	102.90%
WACC	4.15%

<i>peer beta</i>	
삼양식품	-0.3
오뚜기	0.56
농심	0.21
평균	0.1175

- 타인자본조달비용

타인자본조달비용을 구하기 위해 3월 25일 기준 신용등급 A(삼양식품 신용등급) 이자율 4.68%, 200억~3,000억 구간 법인세율 21%를 사용했다.

- 자기자본조달비용

Rf는 국고채 3년물율, rm은 코스피200 1년 수익률, 베타는 삼양식품, 오뚜기, 농심의 52주 베타 평균치를 사용했다.

- WACC

타인자본조달비용과 자기자본조달비용을 가중평균하여 WACC를 도출했다.

7) 적정 주가 도출

(단위: 백만 원)

구분	2023	2024(E)	2025(E)	2026(E)
매출액	1,192,915	1,475,233	1,838,946	2,308,858
매출원가	776,182	1,039,797	1,293,920	1,624,038
판관비	177,968	227,140	296,354	392,225
영업이익	238,765	208,297	248,673	292,595
법인세비용	50,141	43,742	52,221	61,445
세후순영업이익	188,624	164,554	196,452	231,150
감가상각비	22.30	27.65	34.29	42.52
순운전자본	7,993	58,522	67,146	46,341
CAPEX	46,556	69,405	80,514	83,405
FCFF	134,098	36,655	48,826	101,447

Terminal Value	2,443,372
현금흐름현가	2,332,655
NOA	234,651
Net debt	400,941
자본가치	2,166,365
지배주주자본비율	0.9792
지배주주귀속자본가치	2,121,305
발행주식수/100 만	7.533015
Share Price	₩281,601

Terminal value 계산 시 보수적 측정을 위해 성장률은 고려하지 않았고, WACC 를 이용해 현금흐름의 현가를 도출했다. 장기금융자산, 현금자산, 투자부동산을 합하여 NOA 를 계산했다. Net debt 는 이자부부채 항목인 기타유동금융부채, 기타비유동금융부채, 장기차입금, 유동차입금, 유동성장기부채를 합하여 계산했다. 그리고 연결재무제표, 연결포괄손익계산서를 기반으로 모든 수치를 구했기 때문에, 자본가치에 지배주주자본비율을 곱하여 지배주주귀속자본가치를 도출했다. 이를 발행주식수로 나누어 목표주가를 산출하였다.

삼양식품에 대해 목표주가는 281,600원(Upside 29%), 투자의견 BUY를 제시한다.

Appendix. IR 질의응답

Q1. 불닭브랜드가 전체 매출액과 수출 매출액에서 차지하는 비중은 얼마인가?

A1. 명확한 숫자를 제시할 수는 없지만, 80% 이상 차지하고 있다.

Q2. 해외에서 불닭시리즈 제외한 다른 라면이나 제품들의 성장세는 현재 어떻고, 향후 전망은?

A2. 성장세는 계속 이루어지는 중이다. 하지만 불닭 외 제품의 매출 점유율이 떨어지고 있는 것은 불닭 브랜드에 대한 수요가 대폭 증가하다 보니 나타나는 현상이다. 현재 동사도 이런 부분에 대해 인지하고 불닭라면 외 소스, 건면, 탕글같이 다른 품목들을 확장하려 노력 중이다.

Q3. 소스 사업부의 매출액이 증가하고 있는데, 홈페이지에 소스 제품 목록 보면 불닭 관련 소스 밖에 안 보인다. 소스 시리즈 외에 다른 소스 제품은 없는지, 소스 일반 마트 판매 말고도, 대량으로 납품하거나 하는 부분도 존재하는가?

A3. 과거에 간장 생산도 일부 진행했지만, 현재 대부분의 소스 사업부는 불닭 소스 중심으로 운영이 되고 있다. 불닭 소스가 첫 출시됐을 때는 대형이라기보다는 벌크형으로 프랜차이즈 쪽에도 유통이 되곤 했는데, 현재는 프랜차이즈보다는 B2C 쪽으로 많이 판매하고 있다.

Q4. 중국, 일본, 미국에 이어 작년 5월 인도네시아에 해외법인을 내며 글로벌 사업에 힘쓰고 있고 해외 매출 비중도 늘어나고 있다. 작년 11월 김정수 부회장이 출장 중 폴란드에 들러 유럽 거점공장 후보지를 둘러보았다는 인터뷰를 보게 되었는데 유럽이나 다른 국가에 법인 추가 개설 계획은 없는가?

A4. 해외 법인 설립은 열려 있는 상황이다.

Q5. 해외 생산공장 개설 계획이 있나?

A5. 현재 밀양 2공장 CAPEX가 진행되고 있는 상황인데 여기서 더 큰 규모의 설비투자를 진행하기에는 재무적으로 많은 부담이 일어날 것이라 생각해 당장 계획하는 부분은 없다. 다만 중장기적으로 해외 CAPEX 증설에 대한 고려는 열려있다.

Q6. 현재 스마트팩토리로서 품질 및 KPI분석, 공정검사효율 자동산출, 점검일지 자동작성과 제조이력 추적, 작업지시 관리의 기능과 실시간 통합 모니터링 체계가 밀양 1공장에 구축되어 있다고 들었다. 밀양 2공장은 밀양 1공장보다 더 진화한 스마트팩토리 시스템이 구축될 것이라고 발표했는데, 어떤 식으로의 변화가 있는가?

A6. 기본적인 두 공장의 컨셉이 다르다. 밀양 1공장 같은 경우는 고정 생산 라인으로 설비되어 분당 상량이 매우 빠른 공장이다. 반면 2공장은 고정 생산 설비보다는 정밀 생산을 진행할 예정으로, 성분 이슈나 알레르기, 그리고 다양한 국가의 식품 통관 기준 같은 것들을 좀 더 명확하게 충족시킬 수 있는 공장으로 계획이 설립되어 있다. 다만, 현재 2공장이 증설되는 상황에서 스마트팩토리 시스템에 대해서 자세히 논하는 것은 조금 시기상조인 것 같다.

Q7. 밀양 2공장이 완공되면 연 24억 개의 CAPA를 갖게 되는데, 이 공급을 소화할 만한 수요가 충분히 존재하는가? 수요가 존재한다면 어디서 발생할 것이라 예상하는가?

A7. 수요는 전방위적으로 존재한다고 본다. 현재 동사가 중국에서 커버하고 있는 지역도 전체 중국 지역을 다 커버하고 있는 상황은 아니고, 미국도 메인 스트림에 입점한 게 2023년인 만큼 수요는 계속적으로 증가할 수 있다고 본다. 2023년 3분기에 중국 물량 생산을 우선적으로 처리하다 보니 다른 곳에 물량을 넣지 못한 경우도 있었던 만큼 수요는 앞으로도 충분할 것이라 본다. 추가적으로 최근 유럽에서도 수요가 늘어나는 중이다,

Q8. 원재료 가격 상승과 판가 인상이 실적에 반영되는 시기는 보통 어느 정도 인지. 판가가 변동될 경우 유통채널에서 가지고 있는 재고는 기존 가격으로 판매되는가?

A8. 원매를 제외한 원재료는 거의 바로바로 반영된다. 다만 동사가 원재료를 선물시장에서 바로 구입하는 것이 아니기에 단순 선물가격 변동과는 차이가 있다. 선물시장의 가격 변동이 동사가 원재료를 구매하는 업체에 적용되지 않는다면 가격 변동이 없다. 판가 변동 후 제품이 생산되더라도 직접적인 가격 변동 사항은 없다. 다만, 거래상들에게 제공하는 가격 프로모션과 인센티브를 조절하며 간접적으로 개당 판가에 영향을 미친다.

Q9. 해외 시장에서는 낮은 마케팅 비용과, 높은 가격 설정이 가능해 마진율이 높다. 해외 시장라면 가격 책정액은 얼마인가?

A9. 동사는 대부분 B2B로 거래상에게 물량을 내보내므로 소비자가격은 각각 상이하지만, 전체 평균으로 봤을 때 대략 10% 이상 높다.