



# 삼양식품 (003230)

달라진 것 없는 펀더멘탈

▶ Analyst 한유정 yujung.han@hanwha.com 3772-7693 / RA 이다연 dayeon.lee@hanwha.com 3772-7690

**Buy (유지)**

목표주가(유지): 280,000원

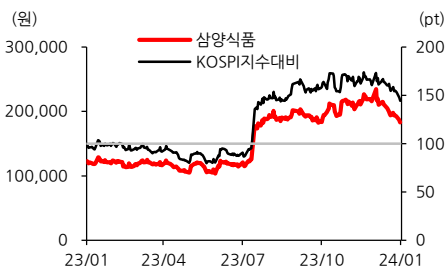
현재 주가(1/31)	183,900 원
상승여력	▲52.3%
시가총액	13,853 억원
발행주식수	7,533 천주
52 주 최고가 / 최저가	234,500 / 103,800 원
90 일 일평균 거래대금	133.58 억원
외국인 지분율	12.3%
주주 구성	
삼양내츄럴스 (외 9 인)	45.2%
국민연금공단 (외 1 인)	12.7%
자사주신탁 (외 1 인)	1.0%

주가수익률(%)	1개월	3개월	6개월	12개월
절대수익률	-14.9	0.3	52.0	49.6
상대수익률(KOSPI)	-8.9	-9.3	57.1	46.7

(단위: 십억 원, 원, %, 배)

재무정보	2022	2023P	2024E	2025E
매출액	909	1,193	1,369	1,623
영업이익	90	147	174	209
EBITDA	115	176	207	245
지배주주순이익	80	125	142	170
EPS	10,593	16,710	19,008	22,790
순차입금	172	164	120	59
PER	12.0	7.4	9.7	8.1
PBR	2.1	1.6	2.0	1.6
EV/EBITDA	9.8	6.3	7.3	5.9
배당수익률	1.1	2.0	1.6	1.8
ROE	18.9	24.4	22.4	22.0

## 주가 추이



## 기대치를 하회한 4분기

2023년 4분기 삼양식품의 연결 매출액은 3,267억원(+36.1% YoY, -2.5% QoQ), 영업이익은 354억원(+84.4% YoY, -18.5% QoQ)으로 종전 추정 영업이익 432억원, 컨센서스 영업이익 412억원을 하회했다.

매출액과 매출총이익은 종전 추정치에 부합하였으나 연결 법인들의 일회성 비용 반영으로 영업이익은 기대치를 하회했다. 1) 2023년 5월 인도네시아 법인 설립 후 초기 법인 세팅 과정에서 거래선 조정에 따라 대손충당금(약 16억원 추정)이 반영 되었으며, 2) 미국에서 기존에 사용 중이던 물류 창고에서 신규 물류 창고로 전환하는 과정에서 일시적으로 임차료(약 20억원 추정)가 증가한 것으로 파악된다.

## 달라진 것 없는 펀더멘탈

2023년 삼양식품의 매출액은 전년 대비 31.2% 성장하며 음식료 업종 커버리지 기업 내 가장 높은 성장률을 기록했다. 수출이 본격화된 2016년 이후 2021년 단 한차례(2020년 팬데믹 초기 내식 수요 급증 여파에 따른 기저 영향)를 제외하고는 매년 두자리 수의 외형 성장세가 이어져 왔다. 이에 따라 피크아웃 우려가 연중 이어질 가능성이 높다. 하지만 생산에 있어서는 2022년 5월 밀양공장 준공 후, 판매에 있어서는 일본-2019년, 중국/미국-2022년, 인도네시아-2023년 법인 설립 및 본격 영업 개시로 안정적 생산 및 유통 체계 하에서 삼양식품의 포트폴리오 확장은 이제 시작이라 판단한다.

## 투자의견 BUY, 목표주가 280,000원 유지

2023년 4분기 실적 하회는 대부분 일회성 비용에 기인해 향후 실적 전망치에 대한 유의미한 조정은 없다. 최근 주가 조정에도 실적 전망치와 Target Multiple의 변동 요인이 부재하므로 투자의견과 목표주가의 변동 역시 없다. 10일 간격으로 업데이트 되는 수출 데이터가 단기 주가 변동성을 확대시키고 있지만 짧은 단위의 실적 보다는 중장기 추세에 집중할 필요가 있다. 음식료 업종 최선호주를 유지한다.

[표1] 삼양식품 분기 및 연간 실적 추정

(단위: 십억 원, %)

	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23P	1Q24E	2Q24E	3Q24E	4Q24E	2023P	2024E	2025E
<b>매출액</b>	<b>246</b>	<b>285</b>	<b>335</b>	<b>327</b>	<b>290</b>	<b>340</b>	<b>373</b>	<b>365</b>	<b>1,193</b>	<b>1,369</b>	<b>1,623</b>
내수	88	95	95	86	99	102	107	90	364	398	443
면/스낵	79	81	79	58	85	85	83	61	297	314	326
일반식품	19	22	19	36	22	26	23	38	96	110	131
기타	2	7	11	5	5	7	17	5	25	34	52
매출에누리	-11	-14	-14	-14	-13	-16	-16	-15	-54	-60	-67
해외	158	190	240	241	191	238	266	275	829	971	1,180
면/스낵	155	187	235	236	187	233	259	269	812	948	1,152
일반식품	4	4	6	6	5	6	8	8	20	27	33
매출에누리	-1	-1	-1	-1	-1	-1	-1	-1	-4	-4	-4
<b>YoY(%)</b>	<b>21.5</b>	<b>11.8</b>	<b>58.5</b>	<b>36.1</b>	<b>18.2</b>	<b>19.1</b>	<b>11.4</b>	<b>11.7</b>	<b>31.2</b>	<b>14.7</b>	<b>18.6</b>
내수	26.5	32.6	23.9	0.8	12.8	7.1	12.2	4.5	20.1	9.2	11.5
면/스낵	16.5	25.9	16.3	10.5	7.6	5.5	4.9	4.3	17.6	5.7	3.9
일반식품	79.2	31.7	3.9	-12.5	18.5	17.3	19.6	5.6	10.5	13.6	20.0
기타	442.0	2,094.6	3,747.7	500.0	200.0	1.0	50.0	1.0	1,310.0	36.7	54.5
해외	18.9	3.6	78.3	55.5	21.1	25.2	11.1	14.3	36.8	17.2	21.5
면/스낵	16.1	2.1	74.6	55.0	20.8	24.9	10.6	13.9	34.7	16.8	21.4
일반식품	47.7	18.3	77.9	29.5	31.1	37.7	29.5	28.6	41.9	31.2	22.6
<b>매출액 비중 (%)</b>											
내수	35.7	33.4	28.5	26.2	34.1	30.1	28.7	24.5	30.5	29.1	27.3
면/스낵	32.1	28.4	23.6	17.8	29.2	25.1	22.3	16.6	24.9	22.9	20.1
일반식품	7.6	7.8	5.7	11.1	7.6	7.7	6.1	10.5	8.1	8.0	8.1
기타	0.7	2.3	3.4	1.6	1.7	1.9	4.6	1.4	2.1	2.5	3.2
해외	64.3	66.6	71.5	73.8	65.9	69.9	71.3	75.5	69.5	70.9	72.7
면/스낵	63.1	65.4	70.0	72.2	64.5	68.6	69.5	73.6	68.1	69.3	70.9
일반식품	1.7	1.4	1.8	1.9	1.8	1.6	2.1	2.2	1.7	1.9	2.0
<b>영업이익</b>	<b>24</b>	<b>44</b>	<b>43</b>	<b>35</b>	<b>30</b>	<b>50</b>	<b>48</b>	<b>45</b>	<b>147</b>	<b>174</b>	<b>209</b>
<b>YoY(%)</b>	<b>-2.6</b>	<b>61.1</b>	<b>124.7</b>	<b>84.4</b>	<b>27.0</b>	<b>14.2</b>	<b>11.2</b>	<b>27.4</b>	<b>62.4</b>	<b>18.6</b>	<b>20.2</b>
<b>영업이익률(%)</b>	<b>9.7</b>	<b>15.4</b>	<b>13.0</b>	<b>10.8</b>	<b>10.5</b>	<b>14.8</b>	<b>12.9</b>	<b>12.4</b>	<b>12.3</b>	<b>12.7</b>	<b>12.9</b>
<b>원/달러 환율</b>	<b>1,276</b>	<b>1,315</b>	<b>1,313</b>	<b>1,322</b>	<b>1,300</b>	<b>1,270</b>	<b>1,250</b>	<b>1,235</b>	<b>1,307</b>	<b>1,264</b>	<b>1,190</b>
<b>YoY(%)</b>	<b>5.8</b>	<b>4.3</b>	<b>-2.1</b>	<b>-2.7</b>	<b>1.9</b>	<b>-3.5</b>	<b>-4.8</b>	<b>-6.5</b>	<b>1.2</b>	<b>-3.3</b>	<b>-5.8</b>

주1: 2023년 4분기 상세 실적은 한화투자증권 추정치로 사업보고서 공시 후 확정치 반영 예정

주2: 2024년 원/달러 환율은 블룸버그 컨센서스

자료: 삼양식품, 한화투자증권 리서치센터

## [ 재무제표 ]

## 손익계산서

(단위: 십억 원)

12월 결산	2021	2022	2023P	2024E	2025E
매출액	642	909	1,193	1,369	1,623
매출총이익	171	251	395	444	524
영업이익	65	90	147	174	209
EBITDA	81	115	176	207	245
순이자손익	1	-3	-3	-2	-2
외화관련손익	6	0	3	4	4
지분법손익	0	2	0	0	0
세전계속사업손익	72	102	156	176	211
당기순이익	57	80	125	142	170
지배주주순이익	56	80	125	142	170
증가율(%)					
매출액	-1.0	41.6	31.2	14.7	18.6
영업이익	-31.4	38.3	62.4	18.6	20.2
EBITDA	-25.8	43.0	52.3	17.7	18.7
순이익	-16.6	41.7	55.6	13.5	19.9
이익률(%)					
매출총이익률	26.6	27.6	33.1	32.4	32.3
영업이익률	10.2	9.9	12.3	12.7	12.9
EBITDA 이익률	12.6	12.7	14.7	15.1	15.1
세전이익률	11.2	11.2	13.1	12.9	13.0
순이익률	8.8	8.8	10.5	10.4	10.5

## 현금흐름표

(단위: 십억 원)

12월 결산	2021	2022	2023P	2024E	2025E
영업현금흐름	58	48	120	163	182
당기순이익	57	80	125	142	170
자산상각비	15	25	29	33	36
운전자본증감	-13	-63	-34	-12	-24
매출채권 감소(증가)	-10	-25	-16	-13	-27
재고자산 감소(증가)	-10	-64	-31	-17	-35
매입채무 증가(감소)	24	15	14	18	39
투자현금흐름	-173	-100	-102	-109	-104
유형자산처분(취득)	-139	-87	-93	-100	-95
무형자산 감소(증가)	-2	8	-8	-8	-8
투자자산 감소(증가)	-42	10	-1	-1	-1
재무현금흐름	125	37	-20	-19	-27
차입금의 증가(감소)	131	68	-10	-8	-8
자본의 증가(감소)	-6	-20	-10	-10	-19
배당금의 지급	-6	-14	-10	-10	-19
총현금흐름	77	107	154	175	207
(-)운전자본증가(감소)	49	53	34	12	24
(-)설비투자	140	88	93	100	95
(+)자산매각	-1	9	-8	-8	-8
Free Cash Flow	-113	-24	20	56	80
(-)기타투자	-46	41	1	1	1
잉여현금	-67	-66	19	55	79
NOPLAT	51	71	118	140	168
(+) Dep	15	25	29	33	36
(-)운전자본투자	49	53	34	12	24
(-)Capex	140	88	93	100	95
OpFCF	-122	-45	20	62	86

주: IFRS 연결 기준

## 재무상태표

(단위: 십억 원)

12월 결산	2021	2022	2023P	2024E	2025E
유동자산	279	354	401	469	585
현금성자산	132	111	109	145	198
매출채권	58	93	110	123	150
재고자산	45	110	142	158	194
비유동자산	474	571	644	720	787
투자자산	47	42	43	45	46
유형자산	421	475	541	610	670
무형자산	6	54	60	65	71
자산총계	753	925	1,045	1,188	1,373
유동부채	182	225	238	256	294
매입채무	117	141	155	173	212
유동성이자부채	53	52	50	48	46
비유동부채	175	245	238	232	227
비유동이자부채	157	231	223	217	211
부채총계	357	470	476	488	521
자본금	38	38	38	38	38
자본잉여금	12	11	11	11	11
이익잉여금	339	409	523	655	806
자본조정	2	-5	-5	-5	-5
자기주식	0	-7	-7	-7	-7
자본총계	396	455	569	700	852

## 주요지표

(단위: 원, 배)

12월 결산	2021	2022	2023P	2024E	2025E
주당지표					
EPS	7,480	10,593	16,710	19,008	22,790
BPS	51,824	60,129	75,285	92,718	112,807
DPS	1,000	1,400	2,500	2,900	3,400
CFPS	10,209	14,246	20,441	23,234	27,457
ROA(%)	8.6	9.5	12.7	12.7	13.3
ROE(%)	15.4	18.9	24.4	22.4	22.0
ROIC(%)	13.5	13.2	17.6	18.3	19.7
Multiples(x, %)					
PER	12.7	12.0	7.4	9.7	8.1
PBR	1.8	2.1	1.6	2.0	1.6
PSR	1.1	1.1	0.8	1.0	0.9
PCR	9.3	8.9	6.1	7.9	6.7
EV/EBITDA	9.8	9.8	6.3	7.3	5.9
배당수익률	1.1	1.1	2.0	1.6	1.8
안정성(%)					
부채비율	90.3	103.4	83.7	69.7	61.2
Net debt/Equity	19.6	37.8	28.8	17.1	7.0
Net debt/EBITDA	96.0	149.3	93.4	57.9	24.2
유동비율	152.9	157.1	168.2	183.0	198.9
이자보상배율(배)	182.2	18.9	31.3	38.3	47.4
자산구조(%)					
투하자본	72.2	80.1	82.5	81.0	78.7
현금+투자자산	27.8	19.9	17.5	19.0	21.3
자본구조(%)					
차입금	34.6	38.4	32.4	27.5	23.2
자기자본	65.4	61.6	67.6	72.5	76.8

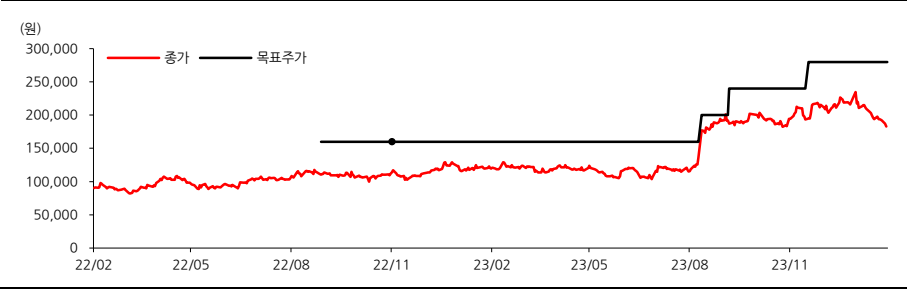
[ Compliance Notice ]

(공표일: 2024년 2월 1일)

이 자료는 조사분석 담당자가 객관적 사실에 근거해 작성하였으며, 타인의 부당한 압력이나 간섭없이 본인의 의견을 정확하게 반영했습니다. 본인은 이 자료에서 다룬 종목과 관련해 공표일 현재 관련 법규상 알려야 할 재산적 이해관계가 없습니다. 본인은 이 자료를 기관투자자 또는 제 3자에게 사전에 제공한 사실이 없습니다. (한유정, 이다연)  
저희 회사는 공표일 현재 이 자료에서 다룬 종목의 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.

이 자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위해 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로서 저작권이 당사에 있으며 불법 복제 및 배포를 금합니다. 이 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료나 정보출처로부터 얻은 것이지만, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 이 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과와 관련된 법적 책임소제에 대한 증빙으로 사용될 수 없습니다.

[삼양식품 주가와 목표주가 추이]



[ 투자 의견 변동 내역 ]

일시	2022.08.30	2022.08.30	2022.10.14	2022.11.15	2023.03.13	2023.04.27
투자 의견	담당자 변경	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표 가격	한유정	160,000	160,000	160,000	160,000	160,000
일시	2023.05.17	2023.08.14	2023.09.08	2023.11.20	2023.11.29	2023.12.28
투자 의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표 가격	160,000	200,000	240,000	280,000	280,000	280,000
일시	2024.01.26	2024.02.01				
투자 의견	Buy	Buy				
목표 가격	280,000	280,000				

[ 목표주가 변동 내역별 괴리율 ]

\*괴리율 산정: 수정주가 적용

일자	투자 의견	목표주가(원)	괴리율(%)	
			평균주가 대비	최고(최저)주가 대비
2022.08.30	Buy	160,000	-27.65	-14.94
2023.08.14	Buy	200,000	-6.83	0.50
2023.09.08	Buy	240,000	-19.23	-11.46
2023.11.20	Buy	280,000		

### [ 종목 투자등급 ]

당사는 개별 종목에 대해 향후 1 년간 +15% 이상의 절대수익률이 기대되는 종목에 대해 Buy(매수) 의견을 제시합니다. 또한 절대수익률 -15~+15%가 예상되는 종목에 대해 Hold(보유) 의견을, -15% 이하가 예상되는 종목에 대해 Sell(매도) 의견을 제시합니다. 밸류에이션 방법 등 절대수익률 산정은 개별 종목을 커버하는 애널리스트의 추정치에 따르며, 목표주가 산정이나 투자 의견 변경 주기는 종목별로 다릅니다.

### [ 산업 투자 의견 ]

당사는 산업에 대해 향후 1 년간 해당 업종의 수익률이 과거 수익률에 비해 양호한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Positive(긍정적) 의견을 제시하고 있습니다. 또한 향후 1 년간 수익률이 과거 수익률과 유사한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Neutral(중립적) 의견을, 과거 수익률보다 부진한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Negative(부정적) 의견을 제시하고 있습니다. 산업별 수익률 전망은 해당 산업 내 분석대상 종목들에 대한 담당 애널리스트의 분석과 판단에 따릅니다.

### [ 당사 조사분석자료의 투자등급 부여 비중 ]

(기준일: 2023 년 12 월 31 일)

투자등급	매수	중립	매도	합계
금융투자상품의 비중	95.2%	4.8%	0.0%	100.0%