

# 삼양식품 (003230)

정한솔

hansol.jung@daishin.com

투자의견

BUY

매수, 유지

6개월

목표주가

500,000

상향

현재주가

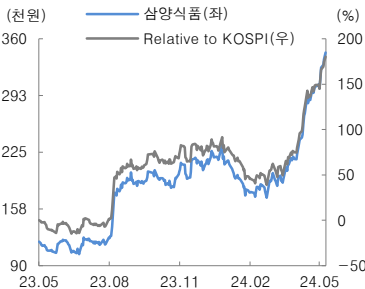
(24.05.16)

343,500

음식료업종

KOSPI	2753
시가총액	2,588십억원
시가총액비중	0.12%
자본금(보통주)	38십억원
52주 최고/최저	343,500원 / 103,800원
120일 평균거래대금	154억원
외국인지분율	12.68%
주요주주	삼양내츄럴스 외 8 인 45.18% 국민연금공단 9.99%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	39.6	86.9	73.8	205.3
상대수익률	32.4	79.8	57.1	175.1



## Results Comment

## 금상첨화

- 해외법인 중심으로 고성장하며 사상 최대 매출과 영업이익 기록
- 높은 해외 매출, 원가 하락, 판관비 효율화 등으로 높은 수익성 유지
- 영업이익 추정치 상향조정에 따라 목표주가 상향

투자의견 BUY, 목표주가 500,000원으로 상향(+56.3%)

내년 밀양2공장 가동 전까지 추가 생산여력이 제한적인 상황 속에서 1분기 전략적으로 증가하는 해외 물량 대응에 성공하며 큰 폭의 외형 성장과 수익성 개선으로 사상 최대 실적 기록

하반기 기저부담이 높아지면서 상반기 대비 매출 성장폭 둔화는 불가피하나 1분기와 같이 고수익 해외 매출 효율화를 통해 매출 성장 가능 할 전망. 주요 곡물가 하락으로 원가 부담 완화와 고마진 해외 매출 확대로 높은 수익성이 유지 될 것으로 예상되어 영업이익 추정치 상향 조정하며 목표주가 상향

### 1Q24 Review: 금상첨화

1Q24 연결 매출액 3,857억원(YoY 57.1%), 영업이익 801억원(YoY 235.8%, OPM 20.8%) 기록. 해외 라면 매출 확대와 원가 부담 완화로 컨센서스 424억원을 대폭 상회하는 서프라이즈 기록

면/스낵 매출에서 내수 YoY -12.9% 감소했으나, 해외 YoY 84.7% 고성장하며 해외 매출 비중 확대(1Q23 64.3% → 1Q24 74.9%). 국가별로는 미국/중국/유럽/동남아 등 전 지역에서 성장세가 이어진 것으로 파악. 특히 미국법인은 까르보불닭볶음면 중심으로 월마트와 코스트코 입점 지역이 확대되며 YoY 222.3% 증가한 749억원, 중국법인은 온오프라인 판매 채널 확대와 춘절 행사 매출 호조로 YoY 186.2% 증가한 934억원을 기록하며 해외 매출 성장을 견인

1) 소맥 등 주요 원부자재 가격 하락 2) 밀양공장 가동을 상승(1Q23 48.8% → 1Q24 71.5%, YoY 14.8%p)에 따른 고정비 부담 완화 3) 추가 생산 여력이 제한적인 상황에서 전략적으로 고마진 해외 물량 집중 4) 달러 강세까지 더해지며 역대 최대 영업이익률 20.8%(YoY 10.9%p) 기록

(단위: 십억원, %)

구분	1Q23	4Q23	직전추정	잠정치	1Q24			2Q24		
					YoY	QoQ	Consensus	당사추정	YoY	QoQ
매출액	246	327	322	386	57.1	18.1	325	382	34.0	-0.9
영업이익	24	36	43	80	235.8	121.5	42	77	75.7	-3.4
순이익	22	31	34	66	197.2	111.9	36	60	71.7	-9.8

자료: 삼양식품, FnGuide, 대신증권 Research Center

### 영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 십억원, 원, %)

	2021A	2022A	2023A	2024F	2025F
매출액	642	909	1,193	1,539	1,692
영업이익	65	90	148	310	318
세전순이익	72	102	156	310	321
총당기순이익	57	80	127	245	254
지배지분순이익	56	80	126	244	253
EPS	7,481	10,699	16,929	32,708	33,904
PER	12.7	11.9	12.8	10.5	10.1
BPS	51,824	60,129	74,979	105,251	136,731
PBR	1.8	2.1	4.6	3.3	2.5
ROE	15.4	18.9	24.8	35.9	27.7

주: EPS와 BPS, ROE는 지배지분 기준으로 산출

자료: 삼양식품, 대신증권 Research Center

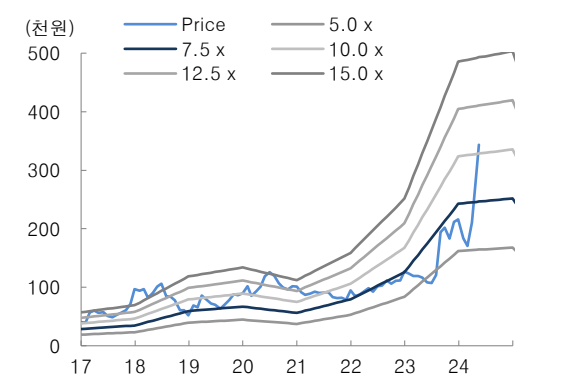
연간 실적 추정 변경

(단위: 십억원, 원, %, %p)

	수정전		수정후		변동률	
	2024F	2025F	2024F	2025F	2024F	2025F
매출액	1,396	1,552	1,539	1,692	10.3	9.0
판매비와 관리비	322	356	344	378	6.9	6.1
영업이익	193	219	310	318	60.6	45.5
영업이익률	13.8	14.1	20.1	18.8	6.3	4.7
영업외손익	0	3	0	3	0.0	0.0
세전순이익	193	222	310	321	60.6	44.9
지배지분순이익	153	176	244	253	59.6	43.5
순이익률	11.0	11.4	15.9	15.0	4.9	3.6
EPS(지배지분순이익)	20,488	23,622	32,708	33,904	59.6	43.5

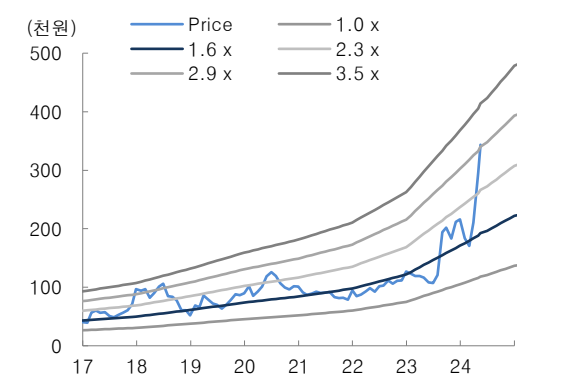
자료: 삼양식품, 대신증권 Research Center

그림 1. 삼양식품 PER Band Chart



자료: Valuewise, 대신증권 Research Center

그림 2. 삼양식품 PBR Band Chart



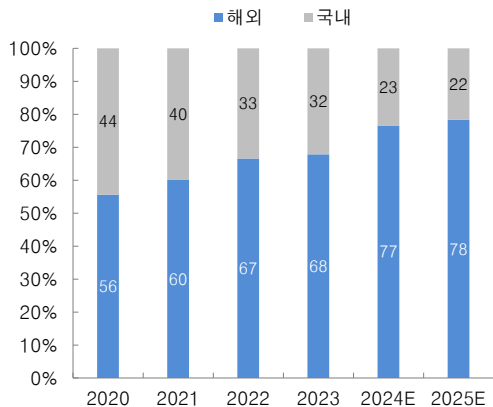
자료: Valuewise, 대신증권 Research Center

표 1. 삼양식품 분기/연간 실적 추정 (단위: 십억원, %)

	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24E	3Q24E	4Q24E	2022	2023	2024E
매출액	246	285	335	327	386	382	402	369	909	1,193	1,539
국내	88	95	95	105	79	89	94	93	303	384	356
면/스낵	79	81	79	90	69	73	73	72	253	329	286
일반식품/기타	20	29	31	31	19	28	32	32	89	110	112
매출애누리	-11	-14	-14	-16	-9	-11	-12	-11	-38	-56	-43
해외	158	190	240	222	289	293	309	275	606	809	1,166
면/스낵	155	187	235	217	286	289	305	272	603	793	1,152
일반식품	4	4	6	5	5	5	5	6	14	20	22
매출애누리	-1	-1	-1	-1	-2	-2	-2	-2	-11	-4	-7
YoY	21.5	11.8	58.5	36.1	57.1	34.0	20.0	12.8	41.5	31.2	29.0
국내	26.5	32.6	24.0	23.5	-9.3	-6.4	-2.0	-11.2	18.4	26.4	-7.3
면/스낵	16.5	25.9	16.3	71.4	-12.9	-10.0	-8.0	-20.0	5.1	30.3	-13.0
일반식품/기타	89.9	67.1	63.8	-27.7	-4.2	-3.0	5.0	5.0	104.6	23.9	1.2
해외	18.8	3.6	78.2	43.1	83.0	54.3	28.7	24.2	적지	적지	적지
면/스낵	16.1	2.1	74.6	42.8	84.7	55.0	30.0	25.0	56.2	31.6	45.2
일반식품/기타	46.1	19.9	77.9	13.7	25.6	30.0	-10.0	5.0	33.5	36.8	9.8
매출액 비중											
국내	35.7	33.5	28.5	32.1	20.6	23.4	23.3	25.3	33.4	32.2	23.4
해외	64.3	66.5	71.5	67.9	74.9	76.6	76.7	74.7	66.6	67.8	76.6
영업이익	24	44	43	36	80	77	80	72	90	148	310
YoY	-2.6	61.2	124.7	88.3	235.8	75.7	84.7	98.9	38.3	63.2	109.9
영업이익률	9.7	15.4	13.0	11.1	20.8	20.2	19.9	19.5	9.9	12.4	20.1

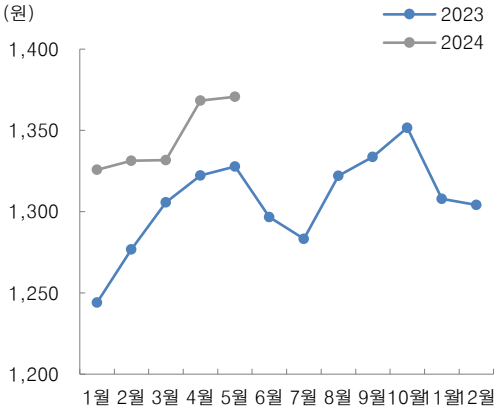
자료: 삼양식품, 대신증권 Research Center

그림 3. 삼양식품 매출 비중 추이



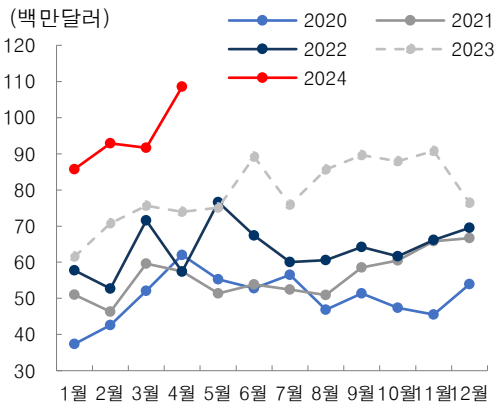
자료: 삼양식품, 대신증권 Research Center

그림 4. 월 평균 원/달러 환율



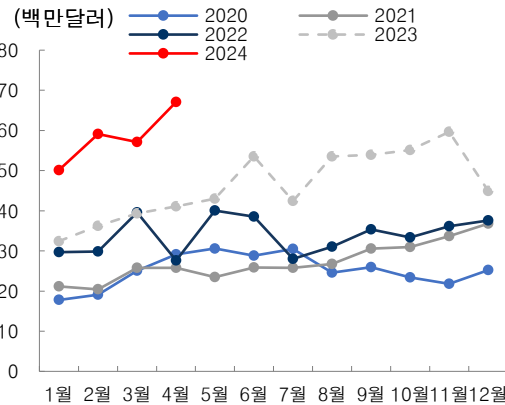
자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

그림 5. 한국 라면 수출 추정 금액 추이



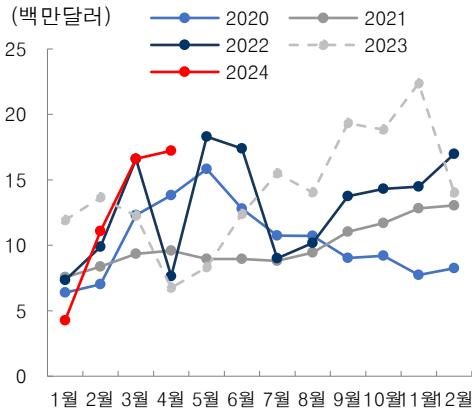
자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

그림 6. 삼양식품 추정 라면 수출 금액 추이



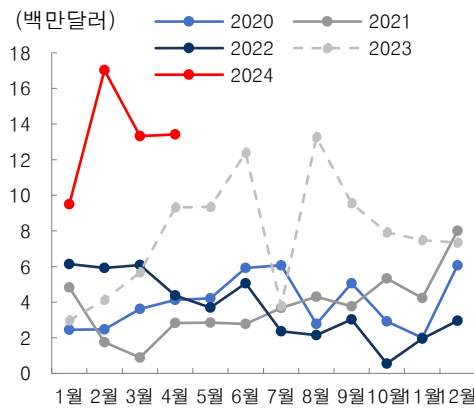
자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

그림 7. 삼양식품 추정 중국향 라면 수출 금액 추이



자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

그림 8. 삼양식품 추정 미국향 라면 수출 금액 추이



자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

재무제표

포괄손익계산서	(단위: 십억원)				
	2021A	2022A	2023A	2024F	2025F
매출액	642	909	1,193	1,539	1,692
매출원가	471	658	776	885	996
매출총이익	171	251	417	654	696
판매비와관리비	105	161	269	344	378
영업이익	65	90	148	310	318
영업이익률	10.2	9.9	12.4	20.1	18.8
EBITDA	81	115	180	349	360
영업외손익	7	12	9	0	3
관계기업손익	0	2	6	6	6
금융수익	1	3	6	3	3
외환관련이익	8	16	27	29	32
금융비용	0	-5	-12	-14	-14
외환관련손실	0	0	0	0	0
기타	7	12	10	6	9
법인세비용차감전순손익	72	102	156	310	321
법인세비용	-15	-22	-30	-65	-68
계속사업순손익	57	80	127	245	254
중단사업순손익	0	0	0	0	0
당기순이익	57	80	127	245	254
당기순이익률	8.8	8.8	10.6	15.9	15.0
비지배지분순이익	0	0	0	1	1
지배지분순이익	56	80	126	244	253
매도가능금융자산평가	0	0	0	0	0
기타포괄이익	0	0	0	0	0
포괄순이익	54	85	124	242	251
비지배지분포괄이익	0	0	0	1	1
지배지분포괄이익	54	85	124	242	250

Valuation 지표	(단위: 원, 배, %)				
	2021A	2022A	2023A	2024F	2025F
EPS	7,481	10,699	16,929	32,708	33,904
PER	12.7	11.9	12.8	10.5	10.1
BPS	51,824	60,129	74,979	105,251	136,731
PBR	1.8	2.1	4.6	3.3	2.5
EBITDAPS	10,704	15,302	23,851	46,271	47,837
EV/EBITDA	9.5	9.6	15.0	7.5	6.7
SPS	85,229	120,674	158,358	204,292	224,655
PSR	1.1	1.1	2.2	1.7	1.5
CFPS	10,209	14,246	23,125	49,078	50,684
DPS	1,000	1,400	2,100	2,100	2,100

재무비율	(단위: 원, 배, %)				
	2021A	2022A	2023A	2024F	2025F
성장성					
매출액 증가율	-1.0	41.6	31.2	29.0	10.0
영업이익 증가율	-31.4	38.3	63.2	109.9	2.7
순이익 증가율	-16.6	41.7	57.7	93.2	3.7
수익성					
ROIC	13.1	13.1	18.0	32.1	29.3
ROA	10.0	10.8	14.1	23.3	19.9
ROE	15.4	18.9	24.8	35.9	27.7
안정성					
부채비율	90.3	103.4	102.9	83.2	63.3
순차입금비율	11.1	32.8	17.8	0.4	-18.8
이자보상배율	182.2	18.9	12.1	21.9	23.3

자료: 삼양식품, 대신증권 Research Center

재무상태표	(단위: 십억원)				
	2021A	2022A	2023A	2024F	2025F
유동자산	279	354	497	714	930
현금및현금성자산	114	97	219	358	523
매출채권 및 기타채권	58	86	81	104	114
재고자산	45	110	142	183	202
기타유동자산	62	61	55	69	92
비유동자산	474	571	673	769	787
유형자산	421	475	543	644	682
관계기업투자금	4	6	3	3	3
기타비유동자산	49	90	127	122	102
자산총계	753	925	1,170	1,483	1,718
유동부채	182	225	402	417	412
매입채무 및 기타채무	117	141	175	206	220
차입금	49	47	76	76	76
유동성채무	1	1	91	75	61
기타유동부채	15	36	60	60	56
비유동부채	175	245	192	257	253
차입금	154	225	141	211	211
전환증권	0	0	0	0	0
기타비유동부채	21	19	51	46	43
부채총계	357	470	594	674	666
자배지분	390	453	565	793	1,030
자본금	38	38	38	38	38
자본잉여금	12	11	11	11	11
이익잉여금	339	409	522	750	988
기타지분변동	2	-5	-6	-7	-7
비자배지분	5	2	12	17	22
자본총계	396	455	577	810	1,052
순차입금	44	149	103	4	-197

현금흐름표	(단위: 십억원)				
	2021A	2022A	2023A	2024F	2025F
영업활동 현금흐름	58	48	168	270	298
당기순이익	0	0	0	245	254
비현금항목의 가감	20	27	48	125	128
감가상각비	15	25	32	39	42
외환손익	-1	7	1	-5	-7
지분법평가손익	0	0	0	0	0
기타	6	-5	14	91	93
자산부채의 증감	-13	-63	-8	-23	-5
기타현금흐름	51	84	128	-77	-79
투자활동 현금흐름	-173	-100	-24	-143	-92
투자자산	-36	11	22	0	0
유형자산	-139	-87	-45	-140	-80
기타	2	-24	-1	-4	-12
재무활동 현금흐름	125	37	-20	21	-46
단기차입금	0	0	0	0	0
사채	75	0	0	70	0
장기차입금	57	70	8	0	0
유상증자	0	0	0	0	0
현금배당	-6	-14	-12	-16	-16
기타	-1	-19	-17	-33	-30
현금의 증감	10	-18	122	139	165
기초 현금	104	114	97	219	358
기말 현금	114	97	219	358	523
NOPLAT	51	71	119	245	251
FCF	-75	16	103	143	213

[Compliance Notice]

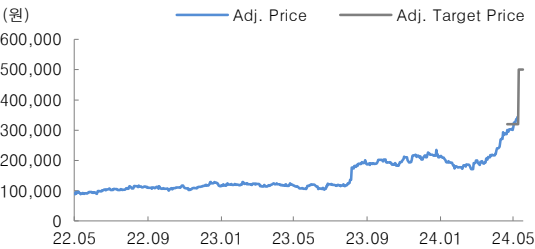
금융투자업규정 4-20조 1항5호사목에 따라 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없으며, 당사의 금융투자분석사는 자료작성일 현재 본 자료에 관련하여 재산적 이해관계가 없습니다. 당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며 당사의 금융투자분석사는 본 자료의 작성과 관련하여 외부 부당한 압력이나 간섭을 받지 않고 본인의 의견을 정확하게 반영하였습니다.

(담당자:정한솔)

본 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 Research Center의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 본 자료를 이용하시는 분은 동 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다.

[투자의견 및 목표주가 변경 내용]

삼양식품(003230) 투자의견 및 목표주가 변경 내용



제시일자	24.05.18	24.05.06	24.04.29
투자의견	Buy	Buy	Buy
목표주가	500,000	320,000	320,000
과리율(평균%)		(1.53)	(6.15)
과리율(최대/최소%)		7.34	(5.31)

제시일자	
투자의견	
목표주가	
과리율(평균%)	
과리율(최대/최소%)	

제시일자	
투자의견	
목표주가	
과리율(평균%)	
과리율(최대/최소%)	

제시일자	
투자의견	
목표주가	
과리율(평균%)	
과리율(최대/최소%)	

투자의견 비율공시 및 투자등급관련사항(기준일자:20240514)

구분	Buy(매수)	Marketperform(중립)	Underperform(매도)
비율	94.4%	5.6%	0.0%

- 산업 투자의견
- Overweigh(비중확대)  
: 향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 초과 상승 예상
  - Neutral(중립)  
: 향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률과 유사한 수준 예상
  - Underweigh(비중축소)  
: 향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 하회 예상

- 기업 투자의견
- Buy(매수)  
: 향후 6개월간 시장수익률 대비 10%p 이상 주가 상승 예상
  - Marketperform(시장수익률)  
: 향후 6개월간 시장수익률 대비 -10%p~10%p 주가 변동 예상
  - Underperform(시장수익률 하회)  
: 향후 6개월간 시장수익률 대비 10%p 이상 주가 하락 예상