

# 삼양식품 (003230)

## 내년 외형 성장 더욱 기대

2024년 11월 15일

✓ 투자판단	매수 (유지)	✓ 목표주가	720,000 원 (유지)
✓ 상승여력	36.1%	✓ 현재주가 (11월 14일)	529,000 원

### 신한생각 높아진 눈높이 충족, 내년 해외 모멘텀 더욱 확대

업종 내 Top Pick 의견 유지. 수출 실적 호조로 상반기 급격한 주가 상승 (210%) 후 조정 국면이나 여전히 업사이드 충분. 구조적인 내수 소비 둔화와 인구 구조 변화로 국내 음식료 시장의 양적 한계가 명확해진 상황에서 동사의 수출 성공 사례는 음식료 기업들에 모범. 내년 5월말 밀양 2공장 완공(생산 Capa +40%) 후 외형 성장 가속화 기대

### 3Q24 Review: 높아진 눈높이 충족

3Q24 매출과 영업이익은 4,390억원(+30.9% YoY), 873억원(+101% YoY) 기록, 컨센서스 부합. 상반기에 이어 수출 판매량 증가, 지역 믹스, 투입원가 개선의 3박자가 고루 맞아떨어져 높아진 시장 기대치 충족

수출 매출 +42.2%, 수출 비중은 75%로 상반기에 이어 양호한 모습 시현. 법인별로는 중국 +43%, 미국 +96%, 일본 +9%. 미국은 지난해부터 코스트코, 월마트 등 주요 유통 채널 입점율을 높이는 추세로, 현재 입점율은 각각 40% 중반, 90% 중반 수준. 내수 매출은 10% 감소

밀양 공장 가동률 상승(2023 61%→1Q24 71.5%→2Q24 77%→3Q24 78%)에 힘입은 매출총이익률 개선(+8.6%p YoY) 고무적. 전분기에 비해 상대적으로 단가가 높은 미국, 유럽 매출 비중이 하락해 지역 믹스는 소폭 악화됐으나, 인건비를 제외한 판관비(운반비, 광고판촉비)는 증가폭 제한적

### Valuation & Risk: 해외 모멘텀 확대 구간의 초입

목표주가 720,000원(목표 주가수익비율 17.5배, 일본 동종업종 평균) 유지. 최근 주가 조정으로 밸류에이션(2025F 주가수익비율 12.8배) 부담 완화. 해외 모멘텀 확대 구간의 초입으로 높은 성장성이 지속되는 점에 주목

12월 결산	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	지배순이익 (십억원)	PER (배)	ROE (%)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	DY (%)
2022	909.0	90.4	79.8	12.0	18.9	2.1	9.6	1.1
2023	1,192.9	147.5	126.3	12.9	24.8	2.9	9.7	1.0
2024F	1,656.2	340.0	254.6	15.7	37.1	4.9	10.8	0.5
2025F	1,955.3	406.2	310.9	12.8	32.6	3.6	8.7	0.5
2026F	2,330.6	486.0	369.8	10.8	28.9	2.7	7.1	0.5

자료: 회사 자료, 신한투자증권

### [음식료]

조상훈 연구위원

✉ sanghoonpure.cho@shinhan.com

김태훈 연구원

✉ taehoon.kim@shinhan.com

#### Revision

실적추정치	유지
Valuation	유지

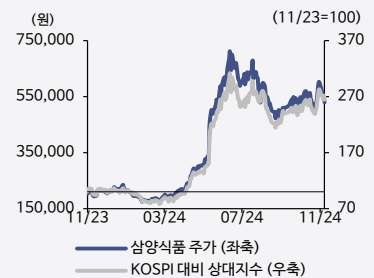
시가총액	3,985.0십억원
발행주식수(유동비율)	7.5백만주(54.0%)
52주 최고가/최저가	712,000 원/170,900 원
일평균 거래액 (60일)	47,261 백만원
외국인 지분율	14.0%

#### 주요주주 (%)

삼양내츄럴스 외 7인	45.0
국민연금공단	9.4

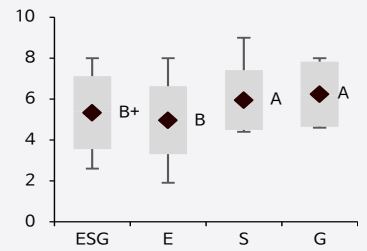
수익률 (%)	1M	3M	12M	YTD
절대	(6.9)	(2.9)	151.9	125.6
상대	1.0	6.1	153.4	149.0

### 주가



### ESG 컨센서스

(점수 및 등급)



삼양식품 실적 추정치 변경 비교표

(십억원, %)	3Q24P			2024F			2025F		
	기존 추정치	잠정치	과리율(%)	변경전	변경후	변경률(%)	변경전	변경후	변경률(%)
매출액	408	439	7.6	1,619	1,656	2.3	1,910	1,955	2.4
영업이익	89	87	(1.5)	330	340	3.2	411	406	(1.2)
순이익	63	59	(6.6)	255	254	(0.1)	303	311	2.6
영업이익률	20.1	19.9		20.4	20.5		20.6	20.8	
순이익률	15.4	13.4		15.7	15.4		15.9	15.9	

자료: 신한투자증권

삼양식품 목표주가 산정 내역

구분	비고
2025 지배주주 순이익 (십억원)	310
발행주식 수 (천 주)	7,533
2025 수정 주당순이익 (원)	41,091
Target PER (배)	17.5
<b>목표주가 (원)</b>	<b>720,000</b>
현재주가 (원)	529,000
Upside (%)	36.1

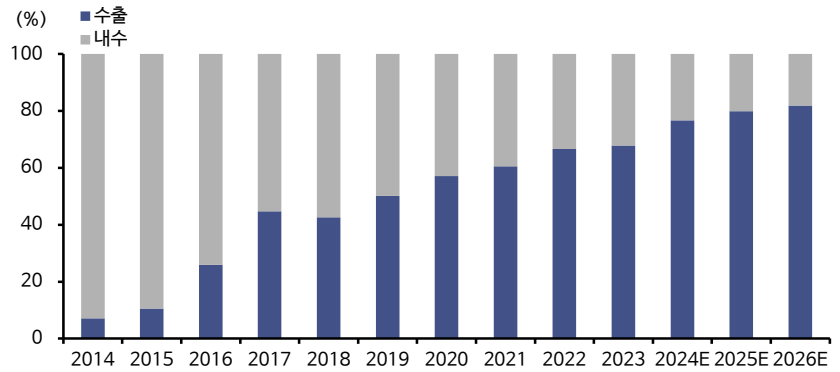
자료: 신한투자증권

삼양식품 분기 및 연간 실적 전망

(십억원)	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24P	4Q24F	2023	2024F	2025F
매출	246	285	335	327	386	424	439	407	1,193	1,656	1,955
수출	158	190	240	222	289	332	341	307	809	1,269	1,562
내수	86	89	84	97	79	78	76	76	356	309	287
기타	2	7	11	8	17	15	22	23	27	78	106
전년대비(%)	21.5	11.8	58.5	36.1	57.1	48.7	30.9	24.6	31.2	38.8	18.1
수출	18.9	3.6	78.3	43.0	83.0	74.9	42.2	38.6	33.6	56.8	23.1
내수	24.1	23.5	9.0	16.8	(7.6)	(12.6)	(9.8)	(21.4)	18.1	(13.1)	(7.3)
기타	N/A	N/A	N/A	345.9	959.7	123.5	94.5	199.2	1462.8	182.8	36.6
매출총이익	70	101	117	128	164	192	191	189	417	736	893
매출총이익 (%)	28.7	35.3	34.9	39.3	42.4	45.3	43.5	46.4	34.9	44.4	45.7
영업이익	24	44	43	36	80	89	87	83	148	340	406
영업이익 증가율 (전년대비, %)	(2.6)	61.2	124.7	88.3	235.8	103.1	101.0	129.8	63.2	130.5	19.5
영업이익률 (%)	9.7	15.4	13.0	11.1	20.8	21.1	19.9	20.4	12.4	20.5	20.8
세전이익	26	43	46	42	84	92	80	77	156	333	409
세전이익률 (%)	10.6	14.9	13.7	12.8	21.8	21.7	18.1	19.0	13.1	20.1	20.9
당기순이익	23	35	38	31	66	70	59	59	127	254	311
당기순이익률 (%)	9.2	12.2	11.3	9.6	17.2	16.6	13.4	14.4	10.6	15.4	15.9

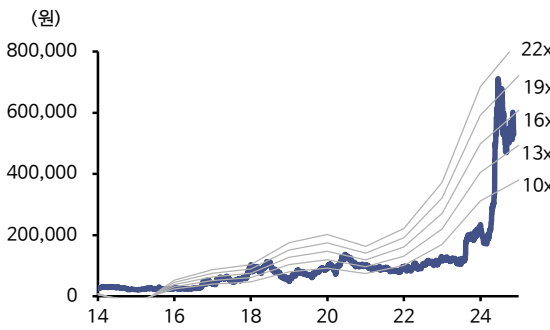
자료: 신한투자증권

## 삼양식품 매출 비중 추이



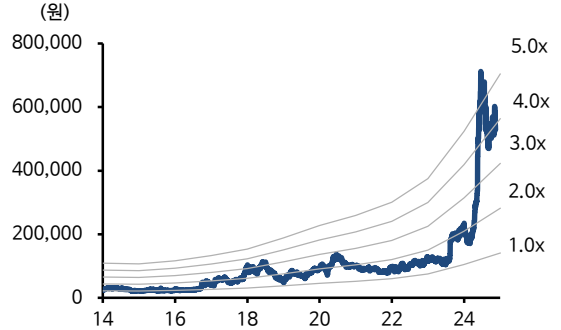
자료: 삼양식품, 신한투자증권

## PER 밴드차트



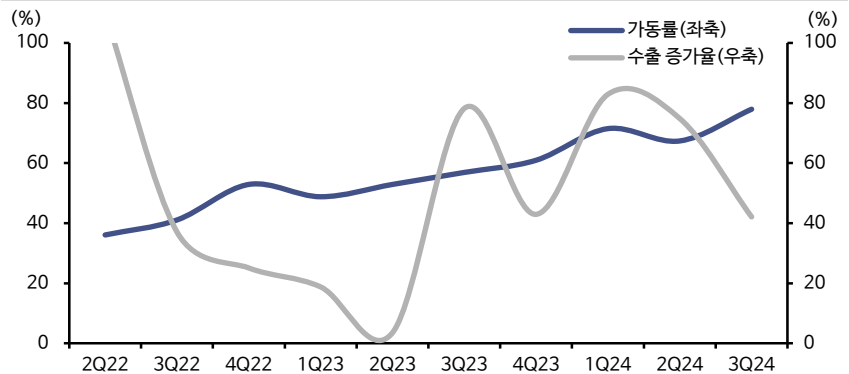
자료: Quantiwise, 신한투자증권

## PBR 밴드차트



자료: Quantiwise, 신한투자증권

## 밀양공장 가동률 vs 전년대비 수출 매출 증가율



자료: 삼양식품, 신한투자증권

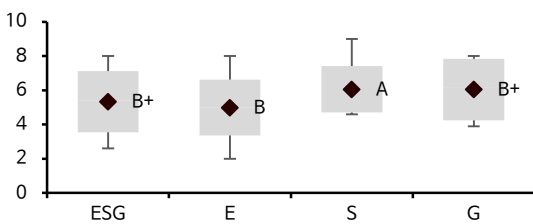
## ESG Insight

## Analyst Comment

- ◆ ESG위원회를 중심으로 탄소저감 문제에 공감하며 친환경적인 시스템 구축
- ◆ 업의 본질이자 핵심인 '식품'의 새로운 패러다임을 열어 소비자의 삶을 건강하고 즐겁게 만들기 위해 노력
- ◆ 새로운 식문화 창조 및 공존공생의 가치 확대를 위해 소비자 건강 및 영양을 고려하는 경영 추구

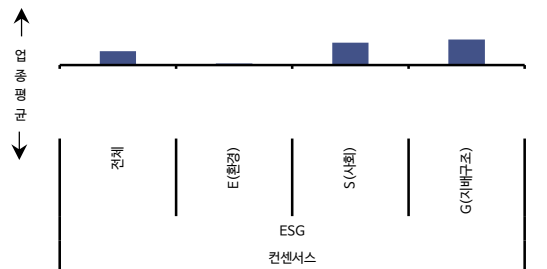
## 신한 ESG 컨센서스 분포

(점수 및 등급)



자료: 신한투자증권

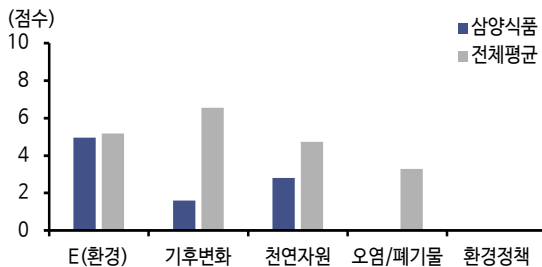
## ESG 컨센서스 업종 대비 점수 차



자료: 신한투자증권

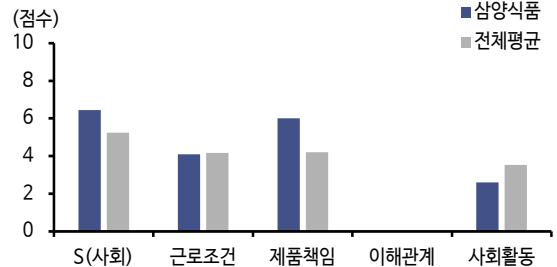
## Key Chart

## 환경 세부 점수 및 전체평균



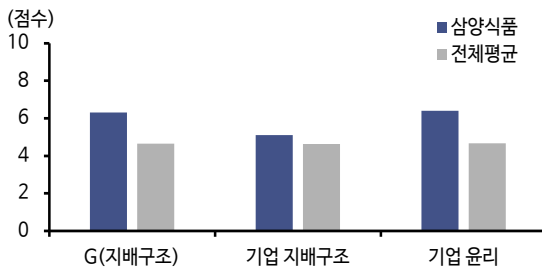
자료: MSCI, 신한투자증권 / 주: 세부항목은 MSCI 기준

## 사회 세부 점수 및 전체평균



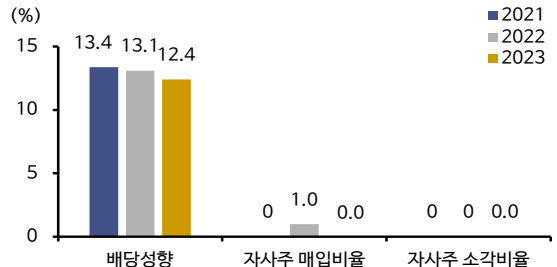
자료: MSCI, 신한투자증권 / 주: 세부항목은 MSCI 기준

## 지배구조 세부 점수 및 전체평균



자료: MSCI, 신한투자증권 / 주: 세부항목은 MSCI 기준

## 주주환원: 배당성향



자료: Quantiwise, 신한투자증권

## 재무상태표

12월 결산 (십억원)	2022	2023	2024F	2025F	2026F
<b>자산총계</b>	<b>924.9</b>	<b>1,170.3</b>	<b>1,423.7</b>	<b>1,754.5</b>	<b>2,145.5</b>
유동자산	353.9	497.3	521.2	653.9	818.9
현금및현금성자산	96.9	218.7	200.1	301.0	425.4
매출채권	83.6	79.8	92.1	100.7	111.9
재고자산	110.3	142.2	163.0	181.8	206.4
비유동자산	571.0	673.0	902.5	1,100.6	1,326.6
유형자산	475.3	543.0	647.3	707.2	778.6
무형자산	53.6	55.5	56.4	58.3	58.7
투자자산	13.9	10.6	4.0	4.1	4.2
기타금융투자자산	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>부채총계</b>	<b>470.2</b>	<b>593.5</b>	<b>604.5</b>	<b>640.0</b>	<b>677.0</b>
유동부채	225.3	402.0	404.5	431.3	458.9
단기차입금	46.8	75.5	79.3	83.3	87.5
매입채무	86.5	106.5	127.3	144.1	165.5
유동성장기부채	0.8	91.3	91.3	91.3	91.3
비유동부채	244.8	191.5	199.9	208.8	218.1
사채	74.9	0.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금(경기금융부채 포함)	155.8	168.6	177.0	185.8	195.1
기타금융투자부채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>자본총계</b>	<b>454.8</b>	<b>576.8</b>	<b>819.2</b>	<b>1,114.5</b>	<b>1,468.5</b>
자본금	37.7	37.7	37.7	37.7	37.7
자본잉여금	11.5	11.4	11.4	11.4	11.4
기타자본	(6.8)	(6.8)	(6.8)	(6.8)	(6.8)
기타포괄이익누계액	1.4	0.3	0.3	0.3	0.3
이익잉여금	409.2	522.2	764.6	1,059.9	1,414.0
<b>지배주주지분</b>	<b>453.0</b>	<b>564.8</b>	<b>807.2</b>	<b>1,102.5</b>	<b>1,456.5</b>
비지배주주지분	1.8	12.0	12.0	12.0	12.0
*충차입금	283.0	344.1	356.3	369.1	382.6
*순차입금(순현금)	149.3	102.6	120.4	15.6	(119.8)

## 현금흐름표

12월 결산 (십억원)	2022	2023	2024F	2025F	2026F
<b>영업활동으로인한현금흐름</b>	<b>47.8</b>	<b>168.1</b>	<b>187.3</b>	<b>254.9</b>	<b>295.3</b>
당기순이익	80.3	126.6	254.4	311.1	369.9
유형자산상각비	24.9	32.2	39.7	54.4	59.4
무형자산상각비	0.0	0.0	3.1	3.0	4.1
외화환산손실(이익)	7.2	1.1	2.5	3.6	2.4
자산처분손실(이익)	(12.2)	0.3	(4.0)	(5.4)	(3.0)
지분법, 종속, 관계기업손실(이익)	(2.4)	(5.5)	0.0	0.0	0.0
운전자본변동	(63.5)	(7.8)	(21.2)	(14.6)	(18.8)
(법인세납부)	(17.7)	(28.0)	(86.4)	(95.7)	(116.5)
기타	31.2	49.2	(0.8)	(1.5)	(2.2)
<b>투자활동으로인한현금흐름</b>	<b>(99.8)</b>	<b>(23.7)</b>	<b>(150.6)</b>	<b>(122.9)</b>	<b>(137.0)</b>
유형자산의증가(CAPEX)	(88.2)	(45.0)	(148.9)	(120.3)	(135.9)
유형자산의감소	1.2	0.2	0.0	0.0	0.0
무형자산의감소(증가)	7.9	(3.5)	(1.0)	(1.8)	(0.4)
투자자산의감소(증가)	4.4	22.1	(0.7)	(0.7)	(0.7)
기타	(25.1)	2.5	0.0	(0.1)	0.0
<b>FCF</b>	<b>(56.5)</b>	<b>123.5</b>	<b>114.0</b>	<b>237.3</b>	<b>280.2</b>
<b>재무활동으로인한현금흐름</b>	<b>37.1</b>	<b>(20.1)</b>	<b>(25.5)</b>	<b>(31.1)</b>	<b>(33.8)</b>
차입금의증가(감소)	69.7	8.4	10.8	11.4	11.9
자기주식의처분(취득)	6.8	0.0	0.0	0.0	0.0
배당금	(13.5)	(11.9)	(15.8)	(15.8)	(15.8)
기타	(25.9)	(16.6)	(20.5)	(26.7)	(29.9)
기타현금흐름	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
연결법위반등으로인한현금의증가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
환율변동효과	(2.6)	(2.5)	(29.7)	0.0	0.0
<b>현금의증가(감소)</b>	<b>(17.6)</b>	<b>121.8</b>	<b>(18.6)</b>	<b>100.9</b>	<b>124.4</b>
기초현금	114.5	96.9	218.7	200.1	301.0
기말현금	96.9	218.7	200.1	301.0	425.4

자료: 회사 자료, 신한투자증권

## 포괄손익계산서

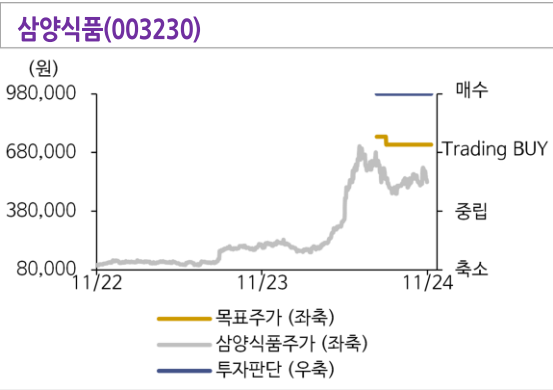
12월 결산 (십억원)	2022	2023	2024F	2025F	2026F
<b>매출액</b>	<b>909.0</b>	<b>1,192.9</b>	<b>1,656.2</b>	<b>1,955.3</b>	<b>2,330.6</b>
증감률 (%)	41.6	31.2	38.8	18.1	19.2
<b>매출원가</b>	<b>657.8</b>	<b>776.2</b>	<b>920.4</b>	<b>1,062.0</b>	<b>1,252.6</b>
<b>매출총이익</b>	<b>251.2</b>	<b>416.7</b>	<b>735.8</b>	<b>893.3</b>	<b>1,078.1</b>
매출총이익률 (%)	27.6	34.9	44.4	45.7	46.3
<b>판매관리비</b>	<b>160.8</b>	<b>269.2</b>	<b>395.7</b>	<b>487.0</b>	<b>592.1</b>
<b>영업이익</b>	<b>90.4</b>	<b>147.5</b>	<b>340.0</b>	<b>406.2</b>	<b>486.0</b>
증감률 (%)	38.3	63.2	130.5	19.5	19.6
영업이익률 (%)	9.9	12.4	20.5	20.8	20.9
영업외손익	11.6	8.8	(6.7)	3.0	0.7
금융손익	(2.4)	(6.5)	(0.5)	(2.8)	(2.7)
기타영업외손익	11.6	9.8	(7.7)	3.2	1.3
중속 및 관계기업관련손익	2.4	5.5	1.5	2.6	2.2
<b>세전계속사업이익</b>	<b>102.0</b>	<b>156.3</b>	<b>333.3</b>	<b>409.3</b>	<b>486.7</b>
법인세비용	21.7	29.7	79.0	98.2	116.8
계속사업이익	80.3	126.6	254.4	311.1	369.9
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>당기순이익</b>	<b>80.3</b>	<b>126.6</b>	<b>254.4</b>	<b>311.1</b>	<b>369.9</b>
증감률 (%)	41.7	57.7	100.9	22.3	18.9
순이익률 (%)	8.8	10.6	15.4	15.9	15.9
(지배주주)당기순이익	79.8	126.3	254.6	310.9	369.8
(비지배주주)당기순이익	0.5	0.3	(0.2)	0.2	0.1
총포괄이익	85.1	124.2	255.9	311.1	369.9
(지배주주)총포괄이익	84.7	123.9	256.4	312.1	371.4
(비지배주주)총포괄이익	0.5	0.3	(0.6)	(1.0)	(1.5)
<b>EBITDA</b>	<b>115.3</b>	<b>179.7</b>	<b>382.9</b>	<b>463.7</b>	<b>549.4</b>
증감률 (%)	43.0	55.9	113.1	21.1	18.5
EBITDA 이익률 (%)	12.7	15.1	23.1	23.7	23.6

## 주요 투자지표

12월 결산	2022	2023	2024F	2025F	2026F
EPS (당기순이익, 원)	10,656	16,805	33,766	41,293	49,104
EPS (지배순이익, 원)	10,593	16,761	33,792	41,266	49,089
BPS (자본총계, 원)	60,369	76,568	108,750	147,943	194,947
BPS (지배지분, 원)	60,129	74,979	107,162	146,354	193,358
DPS (원)	1,400	2,100	2,600	2,600	2,600
PER (당기순이익, 배)	11.9	12.9	15.7	12.8	10.8
PER (지배순이익, 배)	12.0	12.9	15.7	12.8	10.8
PBR (자본총계, 배)	2.1	2.8	4.9	3.6	2.7
PBR (지배지분, 배)	2.1	2.9	4.9	3.6	2.7
EV/EBITDA (배)	9.6	9.7	10.8	8.7	7.1
배당성향 (%)	13.1	12.4	7.6	6.2	5.2
배당수익률 (%)	1.1	1.0	0.5	0.5	0.5
<b>수익성</b>					
EBITDA 이익률 (%)	12.7	15.1	23.1	23.7	23.6
영업이익률 (%)	9.9	12.4	20.5	20.8	20.9
순이익률 (%)	8.8	10.6	15.4	15.9	15.9
ROA (%)	9.6	12.1	19.6	19.6	19.0
ROE (지배순이익, %)	18.9	24.8	37.1	32.6	28.9
ROIC (%)	13.5	19.5	36.8	38.0	41.4
<b>안정성</b>					
부채비율 (%)	103.4	102.9	73.8	57.4	46.1
순차입금비율 (%)	32.8	17.8	14.7	1.4	(8.2)
현금비율 (%)	43.0	54.4	49.5	69.8	92.7
이자보상배율 (배)	18.9	12.1	58.8	53.5	57.0
<b>활동성</b>					
순운전자본회전율 (회)	51.1	28.7	31.3	25.4	26.0
재고자산회수기간 (일)	31.1	38.6	33.6	32.2	30.4
매출채권회수기간 (일)	27.5	25.0	18.9	18.0	16.6

자료: 회사 자료, 신한투자증권

투자 의견 및 목표주가 추이



일자	투자 의견	목표 주가 (원)	과리율 (%)	
			평균	최고/최저
2024년 07월 26일	매수	760,000	(22.7)	(16.1)
2024년 08월 16일	매수	720,000	-	-

주: 목표주가 과리율 산출 기간은 6개월 기준

## Compliance Notice

- ◆ 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다. (작성자: 조상훈, 김태훈)
- ◆ 자료 제공일 현재 당사는 지난 1년간 상기 회사의 최초 증권시장 상장시 대표 주관사로 참여한 적이 없습니다.
- ◆ 자료 공표일 현재 당사는 상기 회사의 주식 등을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- ◆ 자료제공일 현재 조사분석 담당자는 상기 회사가 발행한 주식 및 주식관련사채에 대하여 규정상 고지하여야 할 재산적 이해관계가 없으며, 추천의견을 제시함에 있어 어떠한 금전적 보상과도 연계되어 있지 않습니다.
- ◆ 당 자료는 상기 회사 및 상기 회사의 유가증권에 대한 조사분석담당자의 의견을 정확히 반영하고 있으나 이는 자료제공일 현재 시점에서의 의견 및 추정치로서 실적치와 오차가 발생할 수 있으며, 투자를 유도할 목적이 아니라 투자자의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 하고 있습니다. 따라서 종목의 선택이나 투자의 최종결정은 투자자 자신의 판단으로 하시기 바랍니다.
- ◆ 본 조사분석자료는 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로 어떠한 경우에도 당사의 허락 없이 복사, 대여, 재배포 될 수 없습니다.

## 투자등급 (2017년 4월 1일부터 적용)

종목	매수 : 향후 6개월 수익률이 +10% 이상 Trading BUY : 향후 6개월 수익률이 -10% ~ +10% 중립 : 향후 6개월 수익률이 -10% ~ -20% 축소 : 향후 6개월 수익률이 -20% 이하	섹터	비중확대 : 업종내 커버리지 업체들의 투자의견이 시가총액 기준으로 매수 비중이 높을 경우 중립 : 업종내 커버리지 업체들의 투자의견이 시가총액 기준으로 중립적일 경우 축소 : 업종내 커버리지 업체들의 투자의견이 시가총액 기준으로 Reduce가 우세한 경우

## 신한투자증권 유니버스 투자등급 비율 (2024년 11월 13일 기준)

매수 (매수)	91.57%	Trading BUY (중립)	6.51%	중립 (중립)	1.92%	축소 (매도)	0.00%
---------	--------	------------------	-------	---------	-------	---------	-------