

Company Analysis

삼양식품 003230

Aug 16 2024

2Q24 Re: 독보적 이익률, 기대되는 25, 26년

BUY

신규

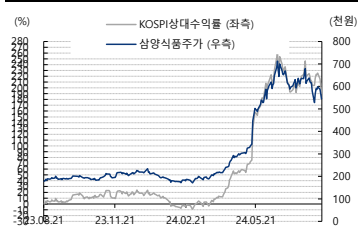
TP 710,000 원

신규

Company Data

현재가(08/14)	545,000 원
액면가(원)	5,000 원
52 주 최고가(보통주)	712,000 원
52 주 최저가(보통주)	170,900 원
KOSPI (08/14)	2,644.50p
KOSDAQ (08/14)	776.83p
자본금	377 억원
시가총액	41,055 억원
발행주식수(보통주)	753 만주
발행주식수(우선주)	0 만주
평균거래량(60 일)	141 만주
평균거래대금(60 일)	845 억원
외국인지분(보통주)	11.78%
주요주주	
삼양내츄럴스 외 7 인	44.98%
국민연금공단	9.43%

Price & Relative Performance



주가수익률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	-8.1	216.9	208.1
상대주가	-0.7	214.0	199.5

2Q24 Re: 독보적 이익률

2분기 연결 매출액 및 영업이익은 각각 4,244억원(YoY 48.7%), 895억원(YoY 103.1%, OPM 21.1%)으로 시장기대치(814억원) 10% 상회. 해외 매출 비중이 2Q23 66.5% → 1Q24 74.9%→2Q24 78.3%으로 QoQ 증가함. OPM도 1분기 대비 QoQ 증가한 점 고무적. ① 해외 매출액은 3,321억원(YoY 74.9%, QoQ 14.9%) 시현. Full Capa 우려에도 QoQ 성장 시현. 지역별로 중국 950억원(YoY 153%), 미국 977억원(YoY 135%), 유럽 556억원(YoY 87%), 일본 63억원(YoY 7%), 인도네시아 41억원 시현. 2분기 美 메인스트림 입점률은 월마트 90% 초반, 코스트코 50% 후반 기록(1분기 각각 80%, 55%). 현재 미국에서 수요 대비 공급이 부족한 상황으로 핵심 SKU에 집중 증입. ② OPM이 21.1%(YoY +5.7%p, QoQ +0.3%p) 시현하며, 당사 OPM 예상 10% 후반~20% 초반 중 상단에 해당하는 호실적. 우호적인 환율 효과/투입 원가 QoQ 소폭 하락/QoQ 해외 매출 확대에 기인함. 2분기 주요 원재료는 소맥분 YoY -15%, 감자전분 YoY -28%, 유 지 YoY 5% 기록. 그 외 판매비는 미국 지역 커버리지 확대 및 물량 증가에 따른 운반비 QoQ 100억원 증가. 광고선전비는 SNS 마케팅 강화로 QoQ 30억원 증가.

25년 5월 밀양 제2공장 CAPA 확대, 기대되는 25, 26년

25년 5월 밀양 제2공장 완공시 CAPA는 17.6억식 → 24.3억식으로 38% 증가 예정. 현재 해외 매출은 수요 대비 공급이 부족한 상황으로, 밀양1공장 가동률보다 빠르게 올라갈 것으로 전망. CAPA 증설로 해외 매출은 25년 YoY 23%, 26년 29% 증가 전망.

투자의견 BUY, 목표주가 710,000원 제시

삼양식품에 대해 투자의견 BUY, 목표주가 710,000원 제시. 목표주가는 25년 EPS 44,575원에 Target P/E 16배를 적용함. Target P/E는 글로벌 라면 업체 평균(도요수산, 닛신). 25년, 26년에 기대되는 매출 확대 보폭 감안시 조정시마다 매수 전략이 유효하다고 판단함.

Forecast earnings & Valuation

	2022.12	2023.12	2024.12E	2025.12E	2026.12E
매출액(십억원)	909	1,193	1,716	2,031	2,497
YoY(%)	41.6	31.2	43.8	18.4	22.9
영업이익(십억원)	90	148	346	414	506
OP 마진(%)	9.9	12.4	20.2	20.4	20.3
순이익(십억원)	80	127	282	336	408
EPS(원)	10,593	16,761	37,473	44,575	54,197
YoY(%)	41.6	58.2	123.6	19.0	21.6
PER(배)	12.0	12.9	14.5	12.2	10.1
PCR(배)	9.0	9.4	9.8	8.3	6.9
PBR(배)	2.1	2.9	4.9	3.6	2.7
EV/EBITDA(배)	9.6	9.6	10.5	8.3	6.4
ROE(%)	18.9	24.8	40.4	33.9	30.3



음식료/화장품 권우정

3771-9082

20240006@iprovest.com

해외 매출, CAPA 증설로 날아갈 준비 중

25년 5월 밀양 제2공장 완공 시 CAPA는 17.6억식 → 24.3억식으로 38% 증가 예정. 현재 해외 매출은 수요 대비 공급이 부족한 상황임. 이에 따라, 밀양 제2공장 가동률은 기존 밀양1 공장 가동률보다 빠르게 올라갈 것으로 전망.

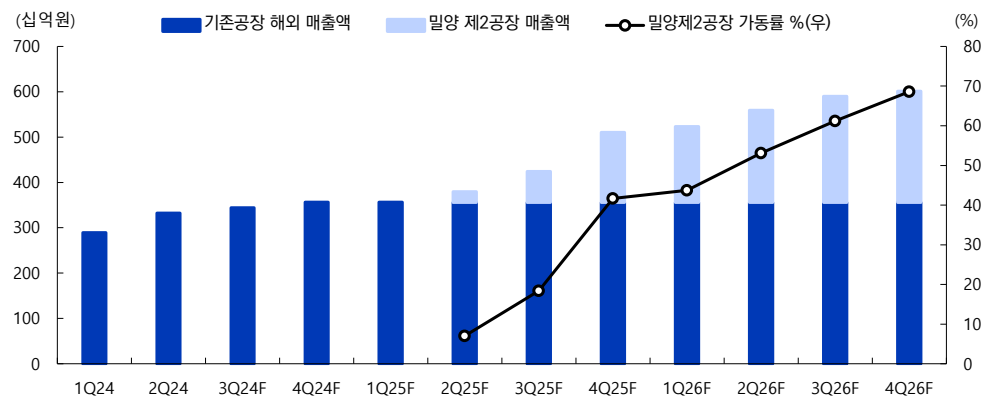
삼양식품의 밀양 공장 CAPA 금액은 기준에 따라 상이한 상황임. 가동이 1교대인지, 2교대인지, 혹은 주말 특근이 포함되는 지 등에 따라 생산 CAPA가 변동함. 또한, 해외 ASP는 상대적으로 높기 때문에 회사측에서 소통하는 생산액 기준 CAPA와 매출액 기준 CAPA는 상이함.

따라서, 밀양 제2공장 CAPA 증가 효과를 추정하기 위해, 기존 밀양 제1공장 CAPA를 다음과 같이 가정함. 1) 밀양 제1공장 CAPA(라인 4개)는 생산실적 기준 현재 약 4,000억원 후반대 (2분기 Dart 기준 생산액을 Full Capa라고 가정), 2)밀양 제1공장 매출액 기준 CAPA는 약 7,000억원 후반대 가정(1Q22, 2Q24 해외 매출액 증분 등을 감안해 추정). 즉, 러프하게 생산액 CAPA 대비 매출액 기준 CAPA는 1.6배 수준이었음. 다만, 환율 효과 및 기존 원주/익산 물량 등을 감안해 보수적으로 생산액 대비 매출액 CAPA 1.4배 적용. 국내 ASP 대비 해외 ASP는 1.4~1.6배 높은 수준이기 때문에 무리한 가정은 아니라고 판단.

즉, 밀양 제2공장은 라인 6개 증설 효과는 생산실적 기준 약 6,000억원 후반, 매출액 기준 약 9,000억원 증분 효과가 있을 것으로 가정함. 이에 따라, 교보증권은 삼양식품의 해외 매출액은 25년 YoY 23%, 26년 YoY 29% 증가할 것으로 추정함.

[도표 1] 밀양 제2 공장 CAPA 증설 효과

25년 해외 YoY 23%,
26년 YoY 29% 전망



자료: 교보증권 리서치센터

[도표 2] 삼양식품 2Q24 Re

(단위: 십억원, %)

구분	2Q24	2Q23	YoY%	Consen	Diff%	1Q24	QoQ%
매출액	424.4	285.4	48.7	393.9	7.8	385.8	10.0
영업이익	89.5	44.1	103.1	81.4	10.0	80.1	11.7
세전이익	92.3	42.5	117.0	77.6	18.9	84.2	9.6
(지배)순이익	70.5	34.9	102.4	63.9	10.4	66.5	6.1
OPM%	21.1	15.4		20.7		20.8	
NPM%	16.6	12.2		16.2		17.2	

자료: 교보증권 리서치센터

[도표 3] 삼양식품 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원, %)

	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24F	4Q24F	23	24F	25F	26F
매출액	245.6	285.4	335.2	326.7	385.7	424.4	442.2	463.5	1,192.9	1,715.9	2,031.4	2,497.4
1. 국내	87.6	95.5	95.5	105.0	96.8	92.3	98.3	107.1	383.6	394.5	402.4	410.5
2. 해외	157.9	189.9	239.8	221.7	289.0	332.1	343.9	356.4	809.3	1,321.4	1,620.6	2,084.3
YoY	21.6%	11.9%	58.1%	36.1%	57.1%	48.7%	31.9%	41.9%	31.2%	43.8%	18.4%	22.9%
1. 국내	26.8%	8.0%	3.0%	2.0%	10.4%	-3.3%	3.0%	2.0%	26.5%	2.9%	2.0%	2.0%
2. 해외	18.9%	3.6%	78.3%	43.0%	83.0%	74.9%	43.4%	60.7%	33.6%	63.3%	22.6%	28.6%
영업이익	23.9	44.1	43.4	36.2	80.1	89.5	84.8	91.3	147.5	345.7	413.6	506.2
YoY	-4.6%	63.2%	128.6%	90.4%	235.8%	103.1%	95.3%	152.5%	63.2%	134.4%	19.6%	22.4%
OPM	9.7%	15.4%	13.0%	11.1%	20.8%	21.1%	19.2%	19.7%	12.4%	20.1%	20.4%	20.3%
세전이익	26.1	42.5	45.8	42.0	84.2	92.3	88.3	100.0	156.3	364.8	433.6	527.2
YoY	-1.6%	22.0%	9.5%	흑전	222.7%	117.0%	93.0%	138.4%	53.3%	133.3%	18.9%	21.6%
지배순이익	22.3	34.8	37.8	31.3	66.5	70.5	68.5	76.9	126.6	282.3	335.8	408.2
YoY	17.2%	27.0%	21.6%	129.1%	197.9%	102.4%	81.5%	145.6%	57.7%	123.0%	18.9%	21.6%
NPM	9.1%	12.2%	11.3%	9.6%	17.2%	16.6%	15.5%	16.6%	10.6%	16.5%	16.5%	16.3%

자료: 교보증권 리서치센터

[도표 4] 삼양식품 글로벌 Peer 실적 및 Valuation 테이블

기업	연도	매출액	영업이익	순이익	OPM	NPM	P/E	P/B	EV/EBITDA	ROE
		(bil local)	(bil local)	(bil local)	%	%	(X)	(X)	(X)	%
Toyo Suisan (JPY)	2023	489.0	66.7	55.7	14	11	14.8	1.9	8.7	14.0
	2024F	512.0	74.2	61.4	15	12	14.9	1.9	8.6	12.9
	2025F	528.7	76.2	62.7	14	12	14.4	1.8	8.2	12.3
Nissin (JPY)	2023	732.9	60.3	54.2	8	7	20.4	2.3	13.6	11.8
	2024F	777.0	82.8	59.9	11	8	19.1	2.3	10.2	11.9
	2025F	805.8	86.7	62.5	11	8	18.2	2.2	9.7	12.3

자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터

[도표 5] 삼양식품 Valuation table

구분	내용	비고
25년 EPS(원)	44,575	
Target P/E (x)	16	글로벌 라면 Peer 2025년 예상 평균 P/E
적정주가(원)	713,200	
목표주가(원)	710,000	
현재주가(원)	545,000	2024.08.14 기준
상승여력	30.28%	

자료: 교보증권 리서치센터

[삼양식품 003230]

포괄손익계산서

단위: 십억원

12 결산(십억원)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
매출액	909	1,193	1,716	2,031	2,497
매출원가	658	776	995	1,178	1,448
매출총이익	251	417	721	853	1,049
매출총이익률 (%)	27.6	34.9	42.0	42.0	42.0
판매비와관리비	161	269	375	440	543
영업이익	90	148	346	414	506
영업이익률 (%)	9.9	12.4	20.1	20.4	20.3
EBITDA	115	180	391	472	577
EBITDA Margin (%)	12.7	15.1	22.8	23.2	23.1
영업외손익	12	9	19	20	21
관계기업손익	2	6	6	6	6
금융수익	3	6	7	11	17
금융비용	-5	-12	-11	-11	-11
기타	12	10	17	14	9
법인세비용차감전순이익	102	156	365	434	527
법인세비용	22	30	82	98	119
계속사업순이익	80	127	282	336	408
중단사업순이익	0	0	0	0	0
당기순이익	80	127	282	336	408
당기순이익률 (%)	8.8	10.6	16.5	16.5	16.3
비지배자분순이익	0	0	0	0	0
지배자분순이익	80	126	282	336	408
지배순이익률 (%)	8.8	10.6	16.5	16.5	16.3
매도가능금융자산평가	0	0	0	0	0
기타포괄이익	5	-2	-2	-2	-2
포괄순이익	85	124	280	333	406
비지배자분포괄이익	0	0	1	1	1
지배자분포괄이익	85	124	279	333	405

주: K-IFRS 회계기준 개정으로 기존의 기타영업수익/비용 항목은 제외됨

현금흐름표

단위: 십억원

12 결산(십억원)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
영업활동 현금흐름	48	168	321	397	487
당기순이익	0	0	282	336	408
비현금항목의 가감	27	48	138	162	190
감가상각비	25	32	45	58	71
외환손익	7	1	-3	-3	-3
자본법평가손익	-2	0	-6	-6	-6
기타	-3	15	101	112	127
자산부채의 증감	-63	-8	-13	-4	2
기타현금흐름	84	128	-86	-97	-113
투자활동 현금흐름	-100	-24	-171	-180	-190
투자자산	4	22	0	0	0
유형자산	-88	-45	-180	-189	-198
기타	-16	-1	9	9	9
재무활동 현금흐름	37	-20	-74	-32	-32
단기차입금	0	0	0	0	0
사채	0	0	0	0	0
장기차입금	70	8	0	0	0
자본의 증가(감소)	0	0	0	0	0
현금배당	-14	-12	-16	-16	-16
기타	-19	-17	-59	-17	-17
현금의 증감	-18	122	72	181	264
기초 현금	114	97	219	290	472
기말 현금	97	219	290	472	736
NOPLAT	71	119	268	320	392
FCF	-56	99	120	186	266

자료: 삼양식품, 교보증권 리서치센터

재무상태표

단위: 십억원

12 결산(십억원)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
유동자산	354	497	614	823	1,104
현금및현금성자산	97	219	290	472	736
매출채권 및 기타채권	86	81	97	106	112
재고자산	110	142	171	188	197
기타유동자산	61	55	56	57	59
비유동자산	571	673	808	938	1,066
유형자산	475	543	678	808	936
관계기업투자금	6	3	3	3	3
기타금융자산	8	7	7	7	7
기타비유동자산	82	119	119	119	119
자산총계	925	1,170	1,422	1,761	2,169
유동부채	225	402	381	394	401
매입채무 및 기타채무	141	175	197	209	216
차입금	47	76	76	76	76
유동성채무	1	91	49	49	49
기타유동부채	36	60	60	60	60
비유동부채	245	192	192	192	192
차입금	151	141	141	141	141
사채	75	0	0	0	0
기타비유동부채	19	51	51	51	51
부채총계	470	594	573	586	593
지배자분	453	565	831	1,152	1,544
자본금	38	38	38	38	38
자본잉여금	11	11	11	11	11
이익잉여금	409	522	789	1,109	1,502
기타자본변동	-7	-7	-7	-7	-7
비지배자분	2	12	18	24	33
자본총계	455	577	849	1,176	1,577
총차입금	278	335	293	293	293

주요 투자지표

단위: 원, 배, %

12 결산(십억원)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
EPS	10,593	16,761	37,473	44,575	54,197
PER	12.0	12.9	14.5	12.2	10.1
BPS	60,129	74,979	110,373	152,869	204,988
PBR	2.1	2.9	4.9	3.6	2.7
EBITDAPS	15,302	23,851	51,921	62,644	76,603
EV/EBITDA	9.6	9.6	10.5	8.3	6.4
SPS	120,674	158,358	227,786	269,664	331,525
PSR	1.1	1.4	2.4	2.0	1.6
CFPS	-7,381	13,117	15,950	24,692	35,311
DPS	1,400	2,100	2,100	2,100	2,100

재무비율

단위: 원, 배, %

12 결산(십억원)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
성장성					
매출액 증가율	41.6	31.2	43.8	18.4	22.9
영업이익 증가율	38.3	63.2	134.4	19.6	22.4
순이익 증가율	41.7	57.7	123.0	19.0	21.6
수익성					
ROIC	14.4	19.8	37.9	37.4	39.3
ROA	9.5	12.1	21.8	21.1	20.8
ROE	18.9	24.8	40.4	33.9	30.3
안정성					
부채비율	103.4	102.9	67.5	49.8	37.6
순차입금비용	30.1	28.7	20.6	16.7	13.5
이자보상배율	18.9	12.1	32.4	38.7	47.4

삼양식품 최근 2년간 목표주가 변동추이



최근 2년간 목표주가 및 괴리율 추이

일자	투자의견	목표주가	괴리율 평균	최고/최저	일자	투자의견	목표주가	괴리율 평균	최고/최저
2024.08.16	매수	710,000							

자료: 교보증권 리서치센터

■ Compliance Notice ■

이 자료에 게재된 내용들은 작성자의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

이 조사자료는 당사 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보증하는 것이 아닙니다. 따라서 이 조사자료는 투자참고자료로만 활용하시기 바라며, 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 또한 이 조사자료의 지적재산권은 당사에 있으므로 당사의 허락 없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.

- 동 자료는 제공시점 현재 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 전일기준 당사에서 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 추천종목은 전일기준 조사분석 담당자 및 그 배우자 등 관련자가 보유하고 있지 않습니다.

■ 투자의견 비율공시 및 투자등급관련사항 ■ 기준일자_2024.06.30

구분	Buy(매수)	Trading Buy(매수)	Hold(보유)	Sell(매도)
비율		3.2	0.6	0.0

[업종 투자의견]

Overweight(비중확대): 업종 펀더멘털의 개선과 함께 업종주가의 상승 기대
Neutral(중립): 업종 펀더멘털상의 유의미한 변화가 예상되지 않음
Underweight(비중축소): 업종 펀더멘털의 악화와 함께 업종주가의 하락 기대

[기업 투자기간 및 투자등급] 향후 6개월 기준, 2015.6.1(Strong Buy 등급 삭제)

Buy(매수): KOSPI 대비 기대수익률 10%이상
Hold(보유): KOSPI 대비 기대수익률 -10~-10%

Trading Buy: KOSPI 대비 10%이상 초과수익 예상되나 불확실성 높은 경우
Sell(매도): KOSPI 대비 기대수익률 -10% 이하