



삼양식품 (003230)

음식료 업종 최대의 서프라이즈

▶ Analyst 한유정 yujung.han@hanwha.com 3772-7610 / RA 이다연 dayeon.lee@hanwha.com 3772-7690

Buy (유지)

목표주가(상향): 600,000원

현재 주가(5/16)	343,500 원
상승여력	▲74.7%
시가총액	25,876 억원
발행주식수	7,533 천주
52 주 최고가 / 최저가	343,500 / 103,800 원
90 일 일평균 거래대금	178.73 억원
외국인 지분율	12.7%

주주 구성	
삼양내츄럴스 (외 9 인)	45.2%
국민연금공단 (외 1 인)	10.0%
자사주신탁 (외 1 인)	1.0%

추가수익률(%)	1개월	3개월	6개월	12개월
절대수익률	39.6	86.9	73.8	205.3
상대수익률(KOSPI)	34.1	83.0	63.2	194.3

(단위: 십억 원, 원, %, 배)

재무정보	2022	2023	2024E	2025E
매출액	909	1,193	1,599	1,911
영업이익	90	148	316	382
EBITDA	117	180	351	421
지배주주순이익	80	126	265	316
EPS	10,593	16,929	35,588	42,341
순차입금	172	103	-20	-226
PER	12.0	12.8	9.7	8.1
PBR	2.1	2.9	3.2	2.3
EV/EBITDA	9.7	9.6	7.3	5.6
배당수익률	1.1	1.0	1.3	1.6
ROE	18.9	24.8	38.3	32.5

주가 추이



기대치를 상회한 1분기

2024년 1분기 삼양식품의 연결 매출액은 3,857억원(+57.1% YoY, +18.1% QoQ), 영업이익은 801억원(+235.6% YoY, +121.5% QoQ)으로 종전 추정 영업이익의 361억원, 컨센서스 영업이익의 424억원을 큰 폭으로 상회했다. 사업부별로는 면/스낵, 소스/조미소재, 냉동 매출액이 각각 +52%, +9%, +30% YoY 성장했다. 핵심 사업부 모두 성장했지만 역시 면/스낵이 서프라이즈의 주 요인이다. 면/스낵 매출은 내수 판매가 -13% YoY 하락했지만 수요 감소보다는 공급 감소 영향으로 해석한다. 해외 매출액은 +85% YoY 성장하며 분기 매출액이 2,860억원에 달했다. 1분기가 비수기인 점을 고려하면 엄청난 성장이다. 해외 중에서도 법인이 설립된 미국, 중국 매출액이 760억원(+210% YoY), 927억원(+184% YoY)까지 성장하며 외형 성장과 손익 개선을 이끌었다.

일회성 1도 없는 엄청난 실적 개선

1분기 삼양식품의 연결 기준 매출총이익률은 42.4%(+13.7%p YoY)에 달했다. 1) 일부 원재료 가격 하향 안정화, 2) 원재료, 유통 수직 계열화, 3) 지역 믹스 개선, 4) 밀양 신공장 가동률 상승 영향이 더해진 덕분이다. 초기 안정화 및 세팅 과정이 끝난 미국 법인은 주요 Mainstream 대형 거래처 입점 확대가 이어지고 있고 2022년 2월 영업을 개시했지만 재고 조정 이후 사실상 2024년 들어 본격 영업을 시작하는 중국 법인 판매 확대는 이제 시작이다.

투자의견 BUY 유지, 목표주가 600,000원으로 상향 조정 (+100%)

이익 추정치의 상향 조정으로 목표주가를 상향 조정 했다. Target PER은 14.4배로 글로벌 라면 및 가공식품 기업 평균 PER에 20%를 할인한 수치로 Target PER 산정 방식은 종전 목표주가 산정 시와 동일하다. 역사적 신고가를 이미 경신했지만 가파른 실적 전망치의 상향으로 여전히 저평가 상태다. 음식료 업종 최선호주를 유지한다.

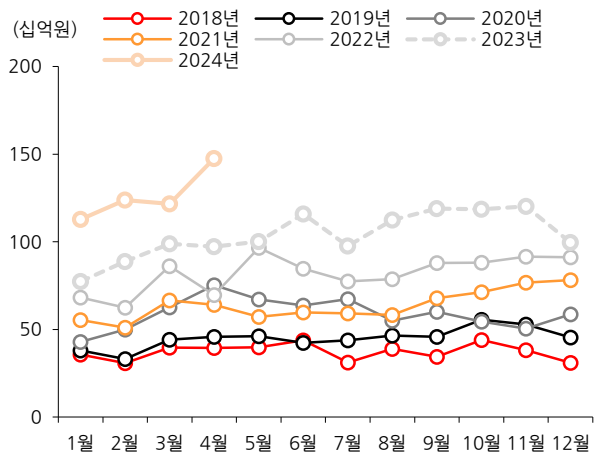
[표1] 삼양식품 분기 및 연간 실적 추정

(단위: 십억원)

	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24E	3Q24E	4Q24E	2023	2024E	2025E
매출액	246	285	335	327	386	386	407	421	1,193	1,599	1,911
내수	88	95	95	105	97	93	98	102	384	390	434
면/스낵	79	81	79	90	69	76	75	86	329	307	305
일반식품	19	22	19	23	19	24	20	24	83	87	92
기타	2	7	11	8	17	7	17	8	27	49	92
매출에누리	-11	-14	-14	-16	-9	-14	-14	-16	-56	-53	-54
해외	158	190	240	222	289	294	309	318	809	1,210	1,477
면/스낵	155	187	235	217	286	289	302	313	793	1,190	1,451
일반식품	4	4	6	5	5	6	8	7	20	25	31
매출에누리	-1	-1	-1	-1	-2	-1	-1	-1	-4	-5	-6
YoY(%)	21.5	11.8	58.5	36.1	57.1	35.4	21.4	28.7	31.2	34.1	19.5
내수	26.5	32.6	23.9	23.6	10.4	-3.0	3.0	-2.8	26.5	1.6	11.4
면/스낵	16.5	25.9	16.3	71.4	-12.9	-5.5	-4.9	-4.3	30.3	-6.8	-0.7
일반식품	79.2	31.7	3.9	-44.9	4.0	7.3	5.6	3.6	-5.0	5.1	5.0
기타	442.0	2,094.6	3,747.7	807.0	964.8	1.0	50.0	1.0	1,460.7	78.6	88.5
해외	18.9	3.6	78.3	43.0	83.0	54.6	28.7	43.6	33.6	49.5	22.1
면/스낵	16.1	2.1	74.6	42.8	84.7	54.9	28.6	43.9	31.6	49.9	22.0
일반식품	47.7	18.3	77.9	14.1	25.6	37.7	29.5	28.6	36.8	30.1	22.5
매출액 비중(%)											
내수	35.7	33.4	28.5	32.1	25.1	24.0	24.2	24.3	32.2	24.4	22.7
면/스낵	32.1	28.4	23.6	27.6	17.8	19.8	18.5	20.5	27.6	19.2	15.9
일반식품	7.6	7.8	5.7	7.0	5.0	6.2	5.0	5.6	7.0	5.5	4.8
기타	0.7	2.3	3.4	2.4	4.5	1.7	4.2	1.9	2.3	3.1	4.8
해외	64.3	66.6	71.5	67.9	74.9	76.0	75.8	75.7	67.8	75.6	77.3
면/스낵	63.1	65.4	70.0	66.5	74.1	74.8	74.1	74.4	66.5	74.4	76.0
일반식품	1.7	1.4	1.8	1.7	1.3	1.4	1.9	1.6	1.6	1.6	1.6
영업이익	24	44	43	36	80	77	78	81	148	316	382
YoY(%)	-2.6	61.1	124.7	88.3	235.6	75.2	78.8	124.0	63.2	114.2	20.8
영업이익률(%)	9.7	15.4	13.0	11.1	20.8	20.0	19.1	19.3	12.4	19.8	20.0
원/달러 환율	1,279	1,314	1,317	1,318	1,332	1,370	1,350	1,330	1,307	1,346	1,313
YoY(%)	6.0	4.2	-2.2	-2.2	4.1	4.2	2.5	0.9	1.3	2.9	-2.4

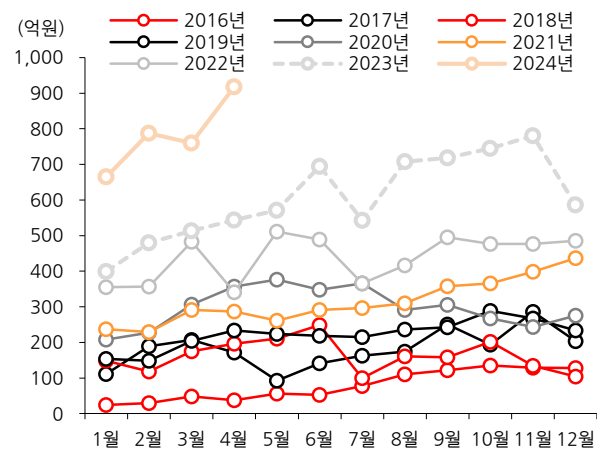
자료: 삼양식품, 한화투자증권 리서치센터 추정

[그림1] 한국 라면 월별 수출금액



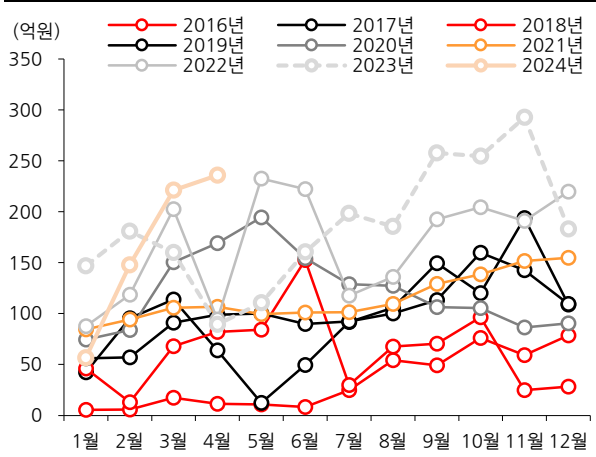
자료: 관세청, 한화투자증권 리서치센터

[그림2] 삼양식품 월별 수출금액 추정



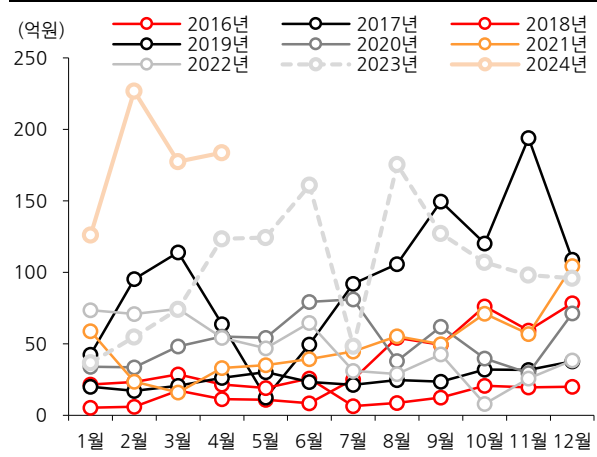
자료: 관세청, 한화투자증권 리서치센터

[그림3] 삼양식품 월별 중국 수출금액 추이



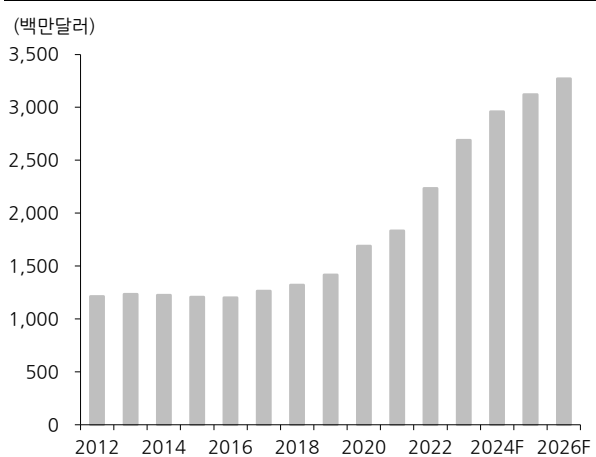
자료: 관세청, 한화투자증권 리서치센터

[그림4] 삼양식품 월별 미국 수출금액 추이



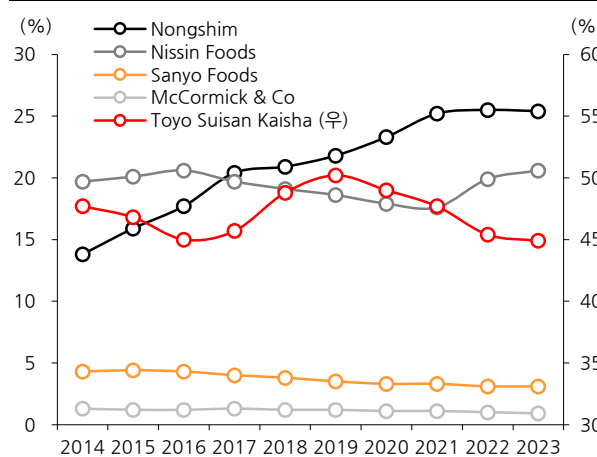
자료: 관세청, 한화투자증권 리서치센터

[그림5] 미국 라면 시장규모



자료: Euromonitor, 한화투자증권 리서치센터

[그림6] 미국 라면 브랜드별 시장점유율



자료: Euromonitor, 한화투자증권 리서치센터

[재무제표]

12월 결산	2021	2022	2023	2024E	2025E
매출액	642	909	1,193	1,599	1,911
매출총이익	171	251	417	672	800
영업이익	65	90	148	316	382
EBITDA	81	117	180	351	421
순이자손익	1	-3	-7	-7	-7
외화관련손익	6	0	2	9	5
지분법손익	0	2	6	0	0
세전계속사업손익	72	102	156	331	393
당기순이익	57	80	127	265	316
지배주주순이익	56	80	126	265	316
증가율(%)					
매출액	-1.0	41.6	31.2	34.1	19.5
영업이익	-31.4	38.3	63.2	114.2	20.8
EBITDA	-25.8	45.1	53.6	95.3	19.8
순이익	-16.6	41.7	57.7	109.6	19.0
이익률(%)					
매출총이익률	26.6	27.6	34.9	42.0	41.9
영업이익률	10.2	9.9	12.4	19.8	20.0
EBITDA 이익률	12.6	12.9	15.1	21.9	22.0
세전이익률	11.2	11.2	13.1	20.7	20.5
순이익률	8.8	8.8	10.6	16.6	16.5

12월 결산	2021	2022	2023	2024E	2025E
영업현금흐름	58	48	168	247	331
당기순이익	57	80	69	265	316
자산상각비	15	27	32	35	39
운전자본증감	-13	-63	-8	-57	-25
매출채권 감소(증가)	-10	-25	0	-31	-27
재고자산 감소(증가)	-10	-64	-39	-23	-40
매입채무 증가(감소)	24	15	21	-3	41
투자현금흐름	-173	-100	-24	-115	-110
유형자산처분(취득)	-139	-87	-45	-100	-95
무형자산 감소(증가)	-2	8	-3	-12	-12
투자자산 감소(증가)	-42	10	14	-1	-1
재무현금흐름	125	37	-20	-22	-27
차입금의 증가(감소)	131	68	4	-12	-11
자본의 증가(감소)	-6	-20	-10	-10	-16
배당금의 지급	-6	-14	-10	-10	-16
총현금흐름	77	107	117	304	355
(-)운전자본증가(감소)	49	53	-41	57	25
(-)설비투자	140	88	45	100	95
(+)자산매각	-1	9	-3	-12	-12
Free Cash Flow	-113	-24	109	135	224
(-)기타투자	-46	41	38	3	3
잉여현금	-67	-66	71	133	222
NOPLAT	51	71	119	253	307
(+) Dep	15	27	32	35	39
(-)운전자본투자	49	53	-41	57	25
(-)Capex	140	88	45	100	95
OpFCF	-122	-43	147	132	226

주: IFRS 연결 기준

12월 결산	2021	2022	2023	2024E	2025E
유동자산	279	354	497	664	927
현금성자산	132	111	241	352	547
매출채권	58	86	81	113	140
재고자산	45	110	142	165	205
비유동자산	474	571	672	751	821
투자자산	47	42	73	76	79
유형자산	421	475	543	610	668
무형자산	6	54	55	65	75
자산총계	753	925	1,169	1,414	1,748
유동부채	182	225	402	394	431
매입채무	117	141	175	172	213
유동성이자부채	53	52	176	169	162
비유동부채	175	245	192	188	184
비유동이자부채	157	231	169	164	159
부채총계	357	470	594	581	615
자본금	38	38	38	38	38
자본잉여금	12	11	11	11	11
이익잉여금	339	409	522	777	1,077
자본조정	2	-5	-6	-5	-5
자기주식	0	-7	-7	-7	-7
자본총계	396	455	577	833	1,133

12월 결산	2021	2022	2023	2024E	2025E
주당지표					
EPS	7,480	10,593	16,929	35,588	42,341
BPS	51,824	60,129	74,979	108,972	148,814
DPS	1,000	1,400	2,100	4,400	5,500
CFPS	10,209	14,246	15,503	40,300	47,187
ROA(%)	8.6	9.5	12.1	20.5	20.0
ROE(%)	15.4	18.9	24.8	38.3	32.5
ROIC(%)	13.5	13.2	18.6	34.4	36.1
Multiples(x, %)					
PER	12.7	12.0	12.8	9.7	8.1
PBR	1.8	2.1	2.9	3.2	2.3
PSR	1.1	1.1	1.4	1.6	1.4
PCR	9.3	8.9	13.9	8.5	7.3
EV/EBITDA	9.8	9.7	9.6	7.3	5.6
배당수익률	1.1	1.1	1.0	1.3	1.6
안정성(%)					
부채비율	90.3	103.4	102.9	69.8	54.3
Net debt/Equity	19.6	37.8	17.8	-2.4	-19.9
Net debt/EBITDA	96.0	147.1	57.1	-5.6	-53.7
유동비율	152.9	157.1	123.7	168.6	215.2
이자보상배율(배)	182.2	18.9	12.1	28.2	35.3
자산구조(%)					
투하자본	72.2	80.1	68.0	65.2	58.9
현금+투자자산	27.8	19.9	32.0	34.8	41.1
자본구조(%)					
차입금	34.6	38.4	37.4	28.5	22.1
자기자본	65.4	61.6	62.6	71.5	77.9

[Compliance Notice]

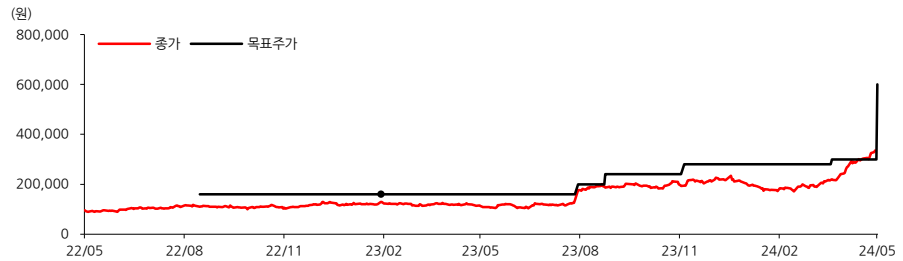
(공표일: 2024년 05월 17일)

이 자료는 조사분석 담당자가 객관적 사실에 근거해 작성하였으며, 타인의 부당한 압력이나 간섭없이 본인의 의견을 정확하게 반영했습니다. 본인은 이 자료에서 다른 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 다른 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 책임소지에 대한 증빙으로 사용될 수 없습니다.

[삼양식품 주가와 목표주가 추이]



[투자의견 변동 내역]

일 시	2022.08.30	2022.08.30	2022.10.14	2022.11.15	2023.03.13	2023.04.27
투자의견	담당자변경	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	한유정	160,000	160,000	160,000	160,000	160,000
일 시	2023.05.17	2023.08.14	2023.09.08	2023.11.20	2023.11.29	2023.12.28
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	160,000	200,000	240,000	280,000	280,000	280,000
일 시	2024.01.26	2024.02.01	2024.02.29	2024.03.29	2024.04.04	2024.04.19
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	280,000	280,000	280,000	280,000	300,000	300,000
일 시	2024.04.26	2024.05.17				
투자의견	Buy	Buy				
목표가격	300,000	600,000				

[목표주가 변동 내역별 괴리율]

*괴리율 산정: 수경주가 적용

일자	투자의견	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	-28.49	-16.25
2024.04.04	Buy	300,000	-7.88	11.83
2024.05.17	Buy	600,000		

[종목 투자등급]

당사는 개별 종목에 대해 향후 1년간 +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 추정에 따르며, 목표주가 산정이나 투자이견 변경 주기는 종목별로 다릅니다.

[산업 투자이견]

당사는 산업에 대해 향후 1년간 해당 업종의 수익률이 과거 수익률에 비해 양호한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Positive(긍정적) 의견을 제시하고 있습니다. 또한 향후 1년간 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: 2024년 03월 31일)

투자등급	매수	중립	매도	합계
금융투자상품의 비중	95.2%	4.1%	0.7%	100.0%