

삼양식품 (003230)

CONVICTION BUY라 했습니다



▶ Analyst 한유정 yujung.han@hanwha.com 02-3772-7693

Buy (유지)

목표주가(상향): 1,700,000원

현재 주가(5/15)	991,000원
상승여력	▲71.5%
시가총액	74,652억원
발행주식수	7,533천주
52 주 최고가 / 최저가	999,000 / 335,500원
90 일 일평균 거래대금	485.98억원
외국인 지분율	17.5%

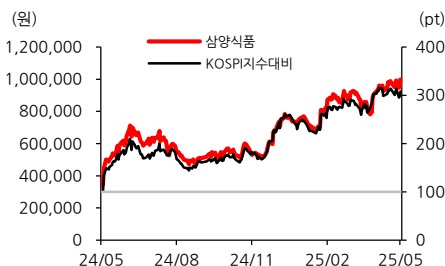
주주 구성	
삼양라운드스퀘어 (외 7 인)	45.0%
국민연금공단 (외 1 인)	8.4%
자사주신탁 (외 1 인)	1.0%

주가수익률(%)	1개월	3개월	6개월	12개월
절대수익률	7.4	13.6	84.5	195.4
상대수익률(KOSPI)	1.6	12.5	76.1	199.4

(단위: 십억 원, 원, %, 배)

재무정보	2023	2024	2025E	2026E
매출액	1,193	1,728	2,435	2,783
영업이익	148	345	598	679
EBITDA	180	391	648	734
지배주주순이익	126	272	467	530
EPS	16,761	36,468	62,639	71,043
순차입금	103	36	-246	-651
PER	12.9	21.0	15.8	13.9
PBR	2.9	7.1	5.9	4.3
EV/EBITDA	9.6	14.8	11.1	9.3
배당수익률	1.0	0.4	0.4	0.5
ROE	24.8	39.4	45.1	35.2

주가 추이



또다시 어닝 서프라이즈입니다. 비교 불가한 성장과 수익성을 보여주고 있습니다. 여전히 CONVICTION BUY입니다.

기대치를 상회한 1분기

2025년 1분기 삼양식품의 연결 매출액은 5,290억원(+37% YoY, +11% QoQ), 영업이익은 1,340억원(+67% YoY, +53% QoQ)으로 컨센서스 매출액 4,982억원, 영업이익 1,045억원을 각각 308억원, 295억원 상회했다. 연결 기준 해외 매출이 +47% YoY, +13% QoQ로 성장을 견인했다. 미국 연결 매출은 +77% YoY, +21% QoQ, 중국은 +31% YoY, +12% QoQ로 5개 국가의 해외 법인의 합산 매출은 +64% YoY, +12% QoQ 성장했다. 해외 법인 중심으로 물량이 배정되며 그 외 지역으로의 수출액은 +55% YoY이나, QoQ Flat으로 추정한다. 고성장에도 불구하고 효율적 비용 집행으로 매출총이익률은 +4%p YoY, +10%p QoQ 개선되었고, 수출 부문의 매출에누리는 3억원에 그쳤다. 환효과는 매출에서 총 +211억원, 비용에서 -101억원으로 영업이익단에서의 환효과는 +110억원으로 추정된다.

아직 시작도 안했어요

2분기 매출액은 5,861억원(+38% YoY, +11% QoQ), 영업이익은 1,458억원(+63% YoY, +9% QoQ)으로 사상 최대 실적 경신이 이어질 전망이다. 일시적인 선전 지연으로 1분기 반영 예정이었던 미국 수출 매출 일부가 2분기에 이연 반영될 것으로 추정된다. 뿐만 아니라 생산 효율 개선 및 라인별 조정으로 생산량도 증가 추세가 이어질 것이다.

투자의견 BUY 유지, 목표주가 1,700,000원으로 상향 조정(+42%)

이익 추정치와 Target Multiple의 상향, 목표주가 산정 기준 시점 변경('25→12M Fwd)에 따라 목표주가를 상향한다. 밀양 2공장 가동 시 물량은 +35% 증가되며, 믹스 변화에 따라 매출 증가는 그 이상일 것이다. 현재 밀양 2공장은 시생산 중이다. 미국 크로저, 캐나다멕시코 코스트코, 프랑스·이탈리아 Mainstream 등으로의 신규 입점 효과는 증설과 맞물려 성장을 가속화시킬 것이다. 밀양 2공장 가동 효과는 본가동 이후 점차 반영할 예정이며, 하반기 환효과는 전혀 없을 것으로 보수적으로 가정했다. 그럼에도 불구하고 3분기, 4분기 영업이익은 +72%, +91% YoY로 추정된다.

[표1] 삼양식품 분기 및 연간 실적 추정

(단위: 십억원)

	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25E	3Q25E	4Q25E	2023	2024	2025E	2026E
매출액	386	424	439	479	529	586	610	710	1,193	1,728	2,435	2,783
내수	97	92	98	105	105	94	103	110	384	392	412	442
면/스낵	69	68	70	74	70	68	72	76	329	280	286	295
일반식품	19	19	17	21	21	20	18	22	83	77	81	84
기타	17	15	22	23	27	16	25	25	27	77	93	112
매출에누리	-9	-9	-11	-13	-13	-10	-11	-14	-56	-42	-48	-50
해외	289	332	341	374	424	492	507	600	809	1,336	2,023	2,342
면/스낵	286	322	333	366	410	479	497	590	793	1,306	1,977	2,271
일반식품	5	9	8	8	14	11	10	10	20	30	45	69
매출에누리	-2	2	0	0	0	1	-1	0	-4	-1	0	0
YoY	57.1	48.7	30.9	46.6	37.1	38.1	39.0	48.3	31.2	44.9	40.9	14.3
내수	10.4	-3.3	2.8	-0.1	8.5	2.4	4.8	4.8	26.5	2.2	5.2	7.1
면/스낵	-12.9	-16.4	-11.6	-18.1	2.4	0.0	3.0	3.0	30.3	-14.9	2.1	3.0
일반식품	4.0	-12.7	-12.6	-7.4	5.5	5.0	5.0	5.0	-5.0	-7.5	5.1	4.1
기타	964.8	123.2	94.5	195.4	58.8	10.0	10.0	10.0	1460.7	181.7	20.9	20.3
해외	83.0	74.9	42.2	68.6	46.7	48.0	48.8	60.6	33.6	65.1	51.4	15.8
면/스낵	84.7	72.5	41.9	68.3	43.5	48.9	49.4	61.4	31.6	64.7	51.3	14.9
일반식품	25.6	116.9	36.2	52.3	169.5	20.0	23.0	25.0	36.8	55.1	47.4	54.4
매출액 비중												
내수	25.1	21.7	22.3	21.9	19.9	16.1	16.9	15.5	32.2	22.7	16.9	15.9
면/스낵	17.8	15.9	16.0	15.4	13.3	11.5	11.8	10.7	27.6	16.2	11.7	10.6
일반식품	5.0	4.6	3.8	4.4	3.9	3.5	2.9	3.1	7.0	4.4	3.3	3.0
기타	4.5	3.4	5.1	4.8	5.2	2.7	4.0	3.6	2.3	4.5	3.8	4.0
해외	74.9	78.3	77.7	78.1	80.1	83.9	83.1	84.5	67.8	77.3	83.1	84.1
면/스낵	74.1	75.8	75.8	76.4	77.6	81.8	81.5	83.1	66.5	75.6	81.2	81.6
일반식품	1.3	2.1	1.9	1.7	2.6	1.8	1.7	1.4	1.6	1.8	1.8	2.5
영업이익	80	89	87	88	134	146	150	168	148	345	598	679
YoY (%)	235.6	103.2	101.0	142.3	67.2	63.0	71.8	91.4	63.2	133.6	73.4	13.7
영업이익률 (%)	20.8	21.1	19.9	18.3	25.3	24.9	24.6	23.6	12.4	19.9	24.5	24.4

자료: 한화투자증권 리서치센터

[재무제표]

손익계산서

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2022	2023	2024	2025E	2026E
매출액	909	1,193	1,728	2,435	2,783
매출총이익	251	417	723	1,134	1,306
영업이익	90	148	345	598	679
EBITDA	117	180	391	648	734
순이자손익	-3	-7	-5	-2	-1
외화관련손익	0	2	27	7	11
지분법손익	2	11	0	5	3
세전계속사업손익	102	156	352	607	687
당기순이익	80	127	271	467	529
지배주주순이익	80	126	272	467	530
증가율(%)					
매출액	188.9	31.2	44.9	40.9	14.3
영업이익	830.3	63.2	133.6	73.4	13.7
EBITDA	641.3	53.6	117.4	66.0	13.3
순이익	1,873.0	57.7	114.3	72.0	13.4
이익률(%)					
매출총이익률	27.6	34.9	41.9	46.6	46.9
영업이익률	9.9	12.4	19.9	24.5	24.4
EBITDA 이익률	12.9	15.1	22.6	26.6	26.4
세전이익률	11.2	13.1	20.3	24.9	24.7
순이익률	8.8	10.6	15.7	19.2	19.0

현금흐름표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2022	2023	2024	2025E	2026E
영업현금흐름	48	168	358	438	575
당기순이익	80	127	467	467	529
자산상각비	27	32	46	51	55
운전자본증감	-63	-8	-7	-72	-8
매출채권 감소(증가)	-25	0	-16	-43	-17
재고자산 감소(증가)	-64	-39	5	-57	-19
매입채무 증가(감소)	15	21	-7	25	26
투자현금흐름	-100	-24	-214	-132	-139
유형자산처분(취득)	-87	-45	-228	-122	-125
무형자산 감소(증가)	8	-3	-5	-11	-11
투자자산 감소(증가)	10	14	8	-1	-1
재무현금흐름	37	-20	-35	-68	-43
차입금의 증가(감소)	68	4	-3	-43	-11
자본의 증가(감소)	-20	-12	-16	-25	-32
배당금의 지급	-14	-12	-16	-25	-32
총현금흐름	107	204	606	510	583
(-)운전자본증감(감소)	53	-41	-58	72	8
(-)설비투자	88	45	228	122	125
(+)자산매각	9	-3	-5	-11	-11
Free Cash Flow	-24	196	431	305	439
(-)기타투자	41	38	54	-1	2
잉여현금	-66	159	377	306	437
NOPLAT	71	119	266	459	523
(+) Dep	27	32	46	51	55
(-)운전자본투자	53	-41	-58	72	8
(-)Capex	88	45	228	122	125
OpFCF	-43	147	141	316	445

주: IFRS 연결 기준

재무상태표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2022	2023	2024	2025E	2026E
유동자산	354	497	682	1,023	1,455
현금성자산	111	241	350	589	983
매출채권	86	81	138	181	199
재고자산	110	142	148	205	224
비유동자산	571	673	911	998	1,083
투자자산	42	73	105	110	114
유형자산	475	543	748	819	889
무형자산	54	55	58	69	80
자산총계	925	1,170	1,594	2,020	2,538
유동부채	225	402	492	493	496
매입채무	141	175	246	271	297
유동성이자부채	52	176	132	103	76
비유동부채	245	192	274	261	278
비유동이자부채	231	169	254	240	256
부채총계	470	594	767	754	774
자본금	38	38	38	38	38
자본잉여금	11	11	11	11	11
이익잉여금	409	522	770	1,212	1,710
자본조정	-5	-6	-2	-6	-6
자기주식	-7	-7	-7	-7	-7
자본총계	455	577	828	1,266	1,764

주요지표

(단위: 원, 배)

12 월 결산	2022	2023	2024	2025E	2026E
주당지표					
EPS	10,593	16,761	36,468	62,639	71,043
BPS	60,129	74,979	108,436	166,611	232,690
DPS	1,400	2,100	3,300	4,300	5,300
CFPS	14,246	27,072	80,448	67,721	77,410
ROA(%)	9.5	12.1	19.7	25.9	23.2
ROE(%)	18.9	24.8	39.4	45.1	35.2
ROIC(%)	13.2	18.6	35.0	49.5	49.6
Multiples(x, %)					
PER	12.0	12.9	21.0	15.8	13.9
PBR	2.1	2.9	7.1	5.9	4.3
PSR	1.1	1.4	3.3	3.1	2.7
PCR	8.9	8.0	9.5	14.6	12.8
EV/EBITDA	9.7	9.6	14.8	11.1	9.3
배당수익률	1.1	1.0	0.4	0.4	0.5
안정성(%)					
부채비율	103.4	102.9	92.6	59.5	43.9
Net debt/Equity	37.8	17.8	4.3	-19.4	-36.9
Net debt/EBITDA	147.1	57.1	9.2	-38.0	-88.7
유동비율	157.1	123.7	138.5	207.4	293.2
이자보상배율(배)	18.9	12.1	23.9	58.0	66.6
자산구조(%)					
투하자본	80.1	68.0	65.1	59.0	50.0
현금+투자자산	19.9	32.0	34.9	41.0	50.0
자본구조(%)					
차입금	38.4	37.4	31.8	21.3	15.8
자기자본	61.6	62.6	68.2	78.7	84.2

[Compliance Notice]

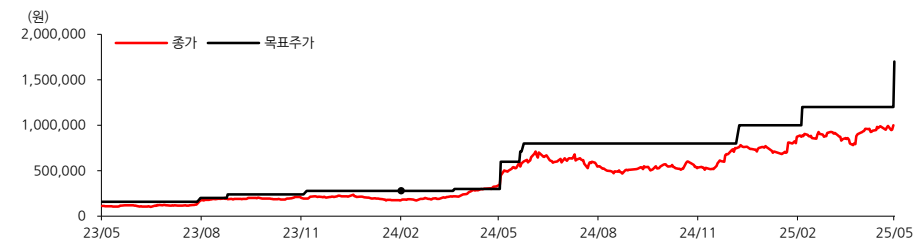
(공표일: 2025년 05월 16일)

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)

저희 회사는 공표일 현재 이 자료에서 다른 종목을 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	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	2024.05.31	2024.06.04	2024.06.07	2024.06.28
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	300,000	600,000	600,000	710,000	800,000	800,000
일 시	2024.11.01	2024.11.04	2024.11.15	2024.11.29	2024.12.09	2024.12.23
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	800,000	800,000	800,000	800,000	800,000	1,000,000
일 시	2024.12.27	2025.01.24	2025.02.06	2025.02.19	2025.02.28	2025.03.28
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	1,000,000	1,000,000	1,000,000	1,200,000	1,200,000	1,200,000
일 시	2025.04.02	2025.04.21	2025.04.25	2025.05.16		
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy		
목표가격	1,200,000	1,200,000	1,200,000	1,700,000		

[목표주가 변동 내역별 괴리율]

일자	투자의견	목표주가(원)	괴리율(%)	
			평균주가 대비	최고(최저)주가 대비
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	-7.05	14.50
2024.05.17	Buy	600,000	-14.28	-2.17
2024.06.04	Buy	710,000	-20.70	-18.17
2024.06.07	Buy	800,000	-27.79	-6.25
2024.12.23	Buy	1,000,000	-23.82	-11.40
2025.02.19	Buy	1,200,000	-24.77	-16.75
2025.05.16	Buy	1,700,000		

[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 추정치에 따르며, 목표주가 산정이나 투자 의견 변경 주기는 종목별로 다릅니다.

[산업 투자의견]

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: 2025년 03월 31일)

투자등급	매수	중립	매도	합계
금융투자상품의 비중	90.9%	9.1%	0.0%	100.0%