

2024/05/20

삼양식품 (Not Rated)

권우정 책임연구원
20240006@iprovest.com

1Q는 삼양의 독무대였다(ft. 글로벌 Peer 실적 분석)

1Q24 Re: 미친 서프라이즈!

1분기 연결 매출액 및 영업이익은 각각 3,857억원(YoY 57.1%), 801억원(YoY 235.8%, OPM 20.8%) 시현. 시장기대치(417억원)을 92% 상회해 1분기 음식료 업종 내 최대 어닝 서프라이즈 기록. 해외 매출 비중이 1Q23 64.3% → 1Q24 74.9%으로 큰 폭 높아지며, 매출 및 이익 모두 호실적 시현. 특히, OPM은 1Q23 9.7% → 1Q24 20.8% 대폭 개선됨. 특히, 해외 라면 Peer 업체의 아쉬운 실적 성장세를 감안한다면, 동사의 1분기 실적은 더욱 돋보인다고 판단. ① 해외 매출액은 2,890억원(YoY 83.0%) 시현. 지역별로 중국 934억원(YoY 186%), 미국 750억원(YoY 223%), 일본 59억원(YoY -5%), 인도네시아 31억원 시현. 특히, 미국에서 에스닉/메인스트림 채널 입점을 확대해 가파른 성장 중. 에스닉 채널 매출 QoQ 35%, 메인스트림 QoQ 44% 성장한 것으로 추산. 메인스트림 입점은 작년 3분기부터 확대되는 중임. 향후 월마트, 코스트코 입점률 증가가 지속 기대됨. ② OPM이 YoY +11.1%p 개선되었는데, 이는 매출원가 YoY -13.7%, 판관비 YoY +2.7%p 기여. QoQ로는 +9.7%p 개선되었는데, 매출원가 QoQ -3.1%p, 판관비 QoQ -6.6%p 하락 기인. 해외 매출이 상대적으로 마진율이 높아 이익 개선을 주도한 것으로 파악. 투입 원가는 4Q23부터 하락해 1Q24에도 YoY, QoQ 하락한 것으로 파악. 경쟁사 대비 제분 자회사(삼양사) 보유로 투입 원가 레깅 타임이 상대적으로 짧았던 것으로 판단. 1분기 주요 원재료는 소맥분 YoY -12%, 유지류 YoY -19% 하락했음. 또한, 광고선전비가 QoQ 63억원 감소하면서 QoQ 이익 개선을 주도함.

이외에도 유럽/동남아 채널 수출도 고성장 시현 파악. 현재 밀양 공장 Full CAPA 상황에도, 국내 물량을 전략적 감축 후 고ASP인 해외 물량으로 선회했음. 다만, 2분기에도 QoQ 국내 물량 전략적 감축은 무리가 있으나, 현재 수준은 유지할 수 있을 것으로 판단. 동사는 2025년 밀양 제2공장 증설로 CAPA 30% 증가가 예정되어있음.

“OPM 20.8%”, 그게 원데. “OPM 20.8%”, 그거 어떻게 하는건데.

1Q24 OPM 은 20.8%p(YoY +11.1%p)으로 음식료 업종 평균 OPM 5% 수준 감안시 놀라운 실적 기록. 이는 매출원가 YoY -13.7%, 판관비 YoY +2.7%p 기여. 고정비/변동비 기준으로는, 고정비 -4.8%p, 변동비 YoY -6.3%p 하락 추산. 비용 감소 중에서는 원재료비가 YoY -12%p 하락한 것이 가장 주효했음. ① 상대적 고 ASP 인 해외 매출 비중의 확대 효과, ② 투입 원가 하락이 주효했던 것으로 판단. 삼양식품은 향후에도 20%대 마진을 지속할 수 있을 것인가? 당사는 향후에도 10% 후반대~20%대 수준 마진을 유지할 수 있을 것으로 판단. 현재 북미 1 위 사업자 도요수산의 1 분기 OPM 은 22.5% 수준으로 추산. 도요수산은 중장기 해외 라면 타깃을 15% 수준으로 바라본다고 밝힌 바 있음. 당사는 도요수산 대비 수익성 경쟁력이 높다고 판단함. 그 이유는 ① 도요수산 대비 프리미엄 가격 포지셔닝을 유지하고 있고, ② 경쟁사 대비 강력한 SNS 바이럴 효과 수혜로, 과도한 마케팅 비용 지출이 제한적일 것이라고 판단하기 때문. 도요수산과 닛신은 현재 공격적인 프로모션 진행으로 판관비 부담이 존재하고 있는 것으로 파악.

[도표 1] 삼양식품 비용 구조 분석 1Q23 Vs. 1Q24 (단위: %)

		1Q23	1Q24	YoY%p
매출액		100%	100%	
매출원가	TTL	71.3%	57.6%	-13.7%
고정비	TTL	14.0%	10.7%	-3.3%
	인건비	7.9%	6.5%	-1.3%
	감가상각비	2.2%	2.0%	-0.2%
	유틸리티비	3.9%	2.1%	-1.8%
	기타	0.0%	0.1%	0.1%
변동비	TTL	57.4%	46.9%	-10.5%
	원재료+재고자산	53.9%	41.8%	-12.1%
	운반비	0.1%	1.3%	1.3%
	도급비 등	2.3%	2.5%	0.2%
	기타	1.1%	1.3%	0.2%
판관비	TTL	18.9%	21.6%	2.7%
고정비	TTL	8.9%	7.4%	-1.5%
	인건비	7.0%	6.2%	-0.9%
	감가상각비	1.0%	0.7%	-0.3%
	기타	0.9%	0.6%	-0.3%
변동비	TTL	10.0%	14.2%	4.2%
	광고비	2.3%	2.7%	0.4%
	지급수수료	1.2%	1.3%	0.1%
	운반비	5.5%	8.0%	2.5%
	기타	1.0%	2.2%	1.2%
OPM%		9.7%	20.8%	11.1%

자료: 교보증권 리서치센터

주: 분기보고서를 재가공한 것으로, 실제 수치와 일부 상이할 수 있음

[도표 2] 삼양식품 1Q24 Re

(단위: 십억원, %)

구분	1Q24	1Q23	YoY%	Consen	Diff%	4Q23	QoQ%
매출액	385.7	245.6	57.1	322.8	19.5	326.8	18.1
영업이익	80.1	23.9	235.8	41.7	92.0	36.2	121.5
세전이익	84.2	26.1	222.7	47.1	78.7	42.0	100.7
(지배)순이익	66.5	22.3	197.9	35.6	86.8	31.3	112.4
OPM%	20.8	9.7		12.9		11.1	
NPM%	17.2	9.1		11.0		9.6	

자료: 교보증권 리서치센터

[도표 3] 삼양식품 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원, %)

	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24F	3Q24F	4Q24F	22	23	24F
매출액	245.6	285.4	335.2	326.7	385.7	397.9	397.0	409.0	909.0	1,192.9	1,589.6
1. 국내	87.6	95.5	95.5	105.0	96.8	103.1	100.3	110.3	303.3	383.6	410.5
2. 해외	157.9	189.9	239.8	221.8	289.0	294.7	296.7	298.7	605.7	809.4	1,179.2
YoY	21.6%	11.9%	58.1%	36.1%	57.1%	39.4%	18.4%	25.2%	41.6%	31.2%	33.3%
1. 국내(별도)	26.5%	32.6%	23.9%	23.6%	10.5%	8.0%	5.0%	5.0%	19.7%	26.5%	7.0%
2. 북미	18.9%	3.6%	78.3%	43.0%	83.0%	55.2%	23.7%	34.7%	55.9%	33.6%	45.7%
영업이익	23.9	44.1	43.4	36.2	80.1	77.2	76.6	79.8	90.4	147.5	313.7
YoY	-4.6%	63.2%	128.6%	90.4%	235.8%	75.2%	76.4%	120.5%	38.3%	63.2%	112.6%
OPM	9.7%	15.4%	13.0%	11.1%	20.8%	19.4%	19.3%	19.5%	9.9%	12.4%	19.7%

자료: 교보증권 리서치센터

1Q는 삼양의 독무대였다(ft. 글로벌 Peer 실적 분석)

북미 지역 글로벌 Peer 도요수산(북미 1위), 농심(2위), 닛신의(3위) 1분기 실적 동향을 살펴보면, 삼양 식품의 1분기 해외매출 YoY 83%, 미국 YoY 223% 증가는 매우 고무적인 수치임. 글로벌 라면 시장에서 삼양식품의 독무대였다고 해도 과언이 아님. 1분기 도요수산 해외라면(미국/멕시코) 매출은 달러 기준 YoY 3%, 농심은 달러기준 YoY -10%, 닛신은 YoY 1%(고정환율 기준)으로 아쉬운 실적을 시현했음.

1) 도요수산

1Q24CY 도요수산 해외라면 매출액 및 영업이익은 각각 377백만달러(YoY 3.3%), 85백만달러(YoY 41.7%, OPM 22.5%) 시현. 원화기준 매출액 및 영업이익은 각각 5,100억원, 1,150억원 수준. 엔화 기준 매출 및 영업이익은 각각 YoY 36%, 84% 증가했지만, 이는 환율 효과 (YoY 23%) 기인. 미국에서는 22년 10월 판가 인상 이후 가격 인상 효과는 소멸된 것으로 파악. 멕시코/중남미에서 24년 4월부터 판가 인상한 것으로 파악. 도요수산 OPM은 22.5%으로 호실적 기록. 영업이익 25백만달러 개선 요인은, 매출 증가 +5백만달러, 원재료 하락 +25백만달러, 제조경비 -4백만달러, 판관비 -1백만달러. 원재료비 하락 효과가 QoQ 개선(QoQ +8백만달러) 된 점이 고무적.

사측은 FY25(24.4월~25년3월) 해외라면 가이드선으로 매출액 YoY 6% 영업이익 11% 증가 제시. 미국 프리미엄 전략 및 멕시코/중남미 지역에서 판가 인상(24년 4월) 감안시, 볼륨 기준 성장률은 매우 보수적인 수치라고 판단. 영업이익에는 밀가루/팜유 안정, 멕시코 용기면 전환에 따른 비용, 포장재 비용 상승 반영. 생산체제 증가에 따른 인건비 상승 반영. 판관비는 물류비와 프로모션 비용 증가를 반영한 것으로 파악됨.

[도표 4] 도요수산 해외라면 실적 추이

Calender Year	1Q23	2Q23	3Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q24			
Fiscal Year	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	FY22	FY23	FY24
매출액(\$mil)	304	307	360	365	327	382	376	377	933	1,336	1,462
YoY	39.4%	34.1%	46.9%	51.5%	7.6%	24.4%	4.4%	3.3%	9.9%	43.2%	9.4%
영업이익(\$mil)	47	29	60	60	63	79	79	85	82	196	306
YoY	80.8%	81.3%	130.8%	328.6%	34.0%	172.4%	31.7%	41.7%	-43.4%	139.0%	56.1%
OPM	15.5%	9.4%	16.7%	16.4%	19.3%	20.7%	21.0%	22.5%	8.8%	14.7%	20.9%
로컬기준											
매출액(¥ bil)	41.6	47.0	40.4	49.5	47.5	58.6	47.9	67.3	114	178	221
YoY	72.0%	81.4%	36.8%	42.8%	14.2%	24.8%	18.5%	36.0%	21.5%	56.1%	24.0%
영업이익(¥ bil)	6.4	4.6	7.1	8.1	9.2	12.0	10.2	14.9	10.1	26.1	46.3
YoY	119.3%	154.1%	126.7%	262.7%	44.0%	163.0%	44.3%	84.2%	-37.5%	159.6%	77.4%
OPM	15.4%	9.7%	17.5%	16.4%	19.4%	20.5%	21.3%	22.2%	8.8%	14.6%	20.9%

주: 3월 결산(FY24는 23년 4월-24년 3월 의미)
 자료: 도요수산, 교보증권 리서치센터

2) 닛신

1Q24CY 닛신 미주라면(미국/멕시코/브라질) 매출액 및 영업이익은 각각 411억엔(YoY 16.6%), 34억엔(YoY 17.1%, OPM 8.3%) 시현. 원화기준 매출액 및 영업이익 각각 약 3,600억원, 296억원 수준임. 참고로, 미주 내 이익 기여도 비중은 미국 60%, 브라질 30%, 멕시코 10% 수준임. 지역별 매출액은 미국 YoY +0%, 멕시코 +14%, 브라질 -2% 시현. 볼륨 기준 성장률은 미국 YoY +high-single, 멕시코 +low-double digit, 브라질 -low-double digit을 시현. 미국 볼륨이 전분기 +low-single 성장에서 성장 전환한 점이 고무적임. 닛신도 역시 미국에서 2022년 8월 판가 평균 36% 인상 이후 가격인상 효과는 제거되었음. 다만, 프리미엄 제품 확대 및 지역 커버리지 확대 지속했음. 멕시코에서는 공격적인 판촉활동을 진행하고 있는 것으로 파악. 브라질은 자연재해 기인한 공장 정전으로 생산 중단 영향이 반영됨.

사측은 FY25(24.4월~25년3월) 미주 가이던스로 매출액 YoY 10.1%, 영업이익 YoY +5.4% 제시. 볼륨 기준 성장률 미국 YoY +mid-single(일반 제품 +low-single, 프리미엄 +10%대), 멕시코 +10%대, 브라질 +10%대 성장을 제시. 닛신도 미국에서 10%대 마진을 목표로 하고 있는 것으로 파악.

[도표 5] 닛신 미주(미국/멕시코/브라질) 실적 추이

Calend Year	1Q23	2Q23	3Q23	1Q24	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24			
Fiscal Year	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	FY22	FY23	FY24
매출액(¥ bil)	29.9	36.1	38.7	35.3	34.4	42.3	42.5	41.2	87.3	140.0	160.3
YoY	47.9%	62.7%	80.8%	50.2%	15.2%	17.0%	9.7%	16.6%	23.2%	60.4%	14.5%
영업이익(¥ bil)	1.3	3.1	5.3	2.9	6.3	7.0	4.9	3.4	2.9	12.5	21.5
YoY	7.2%	214.7%	1079.6%	729.3%	398.4%	127.5%	-7.4%	17.1%	-27.2%	324.3%	72.3%
OPM	4.2%	8.5%	13.6%	8.2%	18.2%	16.5%	11.5%	8.3%	3.4%	8.9%	13.4%
고정환율											
매출액(¥ bil)	29.9	36.1	38.7	35.3	32.1	38.8	39.4	35.7	87.3	140.0	145.9
YoY	47.9%	62.7%	80.8%	50.2%	7.2%	7.3%	1.7%	1.2%		60.4%	4.2%
영업이익(¥ bil)	1.3	3.1	5.3	2.9	5.9	6.5	4.5	2.8	2.9	12.5	19.7
YoY	7.2%	214.7%	1079.6%	729.3%	366.2%	112.2%	-13.9%	-3.3%		324.3%	57.8%
OPM	4.2%	8.5%	13.6%	8.2%	18.3%	16.8%	11.5%	7.9%	3.4%	8.9%	13.5%

주:3월 결산(FY24는 23년 4월-24년 3월 의미)
자료: 교보증권 리서치센터

3) 농심

1분기 북미 매출 및 영업이익은 각각 1,612억원(YoY -6.2%), 158억원(YoY -16.6%) 시현. 매출이 원화기준 YoY -6.2%, 달러기준 YoY -10% 감소하며 예상 대비 부진한 실적 기록. 볼륨 기준으로는 성장했으나, ASP 하락. 작년 제2 공장 가동 기저 부담으로 작용했던 것으로 파악. 월마트 외 메인스트림 채널 전반적으로 매출 감소. 신라면, 생생우동 매출 증가에도, 돈코츠/육개장 매출이 부진했던 것으로 파악. 올해 하반기 제2공장 라인 증설 이후 신제품 출시 및 미국 남부 시장 확대 목표 중. 4월에는 미국 물량 + 전환한 것으로 파악됨.

[도표 6] 농심 북미 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원, %)

	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24F	3Q24F	4Q24F	22	23	24F
매출액	171.7	155.8	154.0	153.6	161.2	151.2	161.7	164.4	576.0	635.2	638.4
YoY	40.1%	12.8%	-1.5%	-3.4%	-6.2%	-3.0%	5.0%	7.0%	38.3%	10.3%	0.5%
영업이익	18.9	17.0	13.6	13.2	15.8	14.7	14.6	14.1	27.5	62.7	59.1
YoY	527.5%	445.3%	52.4%	6.4%	-16.6%	-13.7%	6.7%	7.0%	-16.2%	128.3%	-5.8%
OPM	11.0%	10.9%	8.9%	8.6%	9.8%	9.7%	9.0%	8.6%	4.8%	9.9%	9.3%

자료: 교보증권 리서치센터

삼양식품 최근 2년간 주가 추이



■ 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.

■ 투자 의견 비율공시 및 투자등급관련사항 ■ 기준일자_2024.03.29

구분	Buy(매수)	Trading Buy(매수)	Hold(보유)	Sell(매도)
비율	95.6	2.9	1.5	0.0

[업종 투자 의견]

Overweight(비중확대): 업종 펀더멘털의 개선과 함께 업종주가의 상승 기대
Underweight(비중축소): 업종 펀더멘털의 악화와 함께 업종주가의 하락 기대

Neutral(중립): 업종 펀더멘털상의 유의미한 변화가 예상되지 않음

[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