

삼양식품 (003230)

정한솔

hansol.jung@daishin.com

투자의견

BUY

매수, 유지

6개월 목표주가

750,000

유지

현재주가

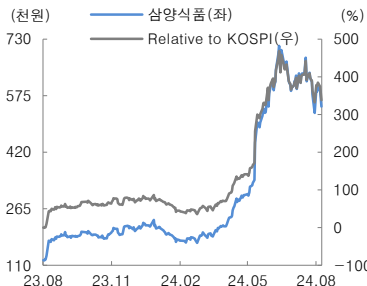
545,000

(24.08.14)

음식료업종

KOSPI	2644.5
시가총액	4,105십억원
시가총액비중	0.19%
자본금(보통주)	38십억원
52주 최고/최저	712,000원 / 170,900원
120일 평균거래대금	625억원
외국인지분율	13.68%
주요주주	삼양내츄럴스 외 7 인 44.98% 국민연금공단 9.43%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-8.1	62.4	216.9	208.1
상대수익률	-0.7	67.7	214.0	199.5



불닭 is on fire!

- 2Q24 미국과 중국의 견조한 매출로 컨센서스 상회
- 하반기 판관비 증가로 QoQ 수익성 개선 제한적이나 상반기 수준 예상
- 25년 증설 이후 유럽 등으로 지역 확대로 성장 지속 전망

투자의견 BUY, 목표주가 750,000원 유지

1분기 호실적 발표 이후 가파른 주가 상승 이후 최근에는 라면 수출데이터에 따라 주가 변동성이 확대되며 고점 대비 23% 하락. 하반기 기저부담이 높아지고, 추가 생산여력이 제한적인만큼 라면 수출데이터 둔화는 불가피

그러나 고ASP 지역 매출 확대로 실제 매출 성장률과 수출 데이터와 괴리가 발생하고 있어 하반기 매출 성장률은 수출 데이터 대비 높을 것으로 예상(수출 1Q 54%, 2Q 47% vs 매출 1Q 85%, 2Q 73%). 동사 유럽향 매출이 크게 증가하면서 네덜란드 법인 설립 추진 등 여전히 높은 해외 수요 지속. 25년 2공장 가동 시 고성장이 다시 한번 가능할 전망으로 주가 조정 시 매수 추천

2Q24 Review: CAPA 부족에도 매출 성장

2Q24 연결 매출액 4,244억원(YoY +48.7%), 영업이익 895억원(YoY +103.1%, OPM 21.1%) 기록하며 컨센서스 상회

해외 면/스낵 매출 YoY +72.5% 증가한 3,244억원 기록하며 동사 해외 매출 비중은 78.3%(YoY +11.7%p, QoQ +3.3%p)까지 확대. ASP가 높은 미국과 중국 매출이 각각 977억원(YoY +135.0%), 950억(YoY +153.2%) 기록하며 성장을 견인. 미국은 주요 유통채널 입점 확대 지속. 최근 입점을 시작한 앨버슨 마트와 크로거 입점률은 20%대로 채널 확대 여력이 남아있고 25년 CAPA 증설 완료 후 납품 물량 확대 예상. 중국은 오프라인 매출 호조와 소스 매출 확대 매출이 큰 폭으로 성장

1) 주요 원부자재 가격 하락 2) 가동률 상승 3) 달러 강세가 이어지며 GPM이 45.3%(YoY +7.1%p, QoQ +2.9%p) 기록. 그러나 광고비, 운반비 등 판관비 증가로 OPM 21.1% 기록하며 QoQ 수익성 개선은 제한적

(단위: 십억원, %)

구분	2023	1Q24	직전추정	잠정치	2Q24			3Q24		
					YoY	QoQ	Consensus	당사추정	YoY	QoQ
매출액	285	386	388	424	48.7	10.0	394	442	31.7	4.0
영업이익	44	80	82	89	103.1	11.7	81	91	109.5	1.7
순이익	35	67	65	70	99.9	4.7	64	71	88.0	2.0

자료: 삼양식품, FnGuide, 대신증권 Research Center

영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 십억원, 원, %)

	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
매출액	909	1,193	1,678	1,995	2,359
영업이익	90	148	343	391	480
세전순이익	102	156	347	398	487
총당기순이익	80	127	274	314	385
지배지분순이익	80	126	273	314	384
EPS	10,699	16,929	36,631	42,037	51,470
PER	11.9	12.8	14.9	13.0	10.6
BPS	60,129	74,979	109,135	147,925	195,318
PBR	2.1	2.9	5.0	3.7	2.8
ROE	18.9	24.8	39.4	32.4	29.7

주: EPS와 BPS, ROE는 지배지분 기준으로 산출, 자료: 삼양식품, 대신증권 Research Center

연간 실적 추정 변경

(단위: 십억원, 원, %, %p)

	수정전		수정후		변동률	
	2024F	2025F	2024F	2025F	2024F	2025F
매출액	1,555	1,870	1,678	1,995	8.0	6.7
영업이익	319	389	343	391	7.6	0.6
영업이익률	20.5	20.8	20.4	19.6	-0.1	-1.2
지배지분순이익	254	312	273	314	7.5	0.6
순이익률	16.4	16.7	16.3	15.8	-0.1	-0.9
EPS(지배지분순이익)	34,076	41,772	36,631	42,037	7.5	0.6

자료: 삼양식품, 대신증권 Research Center

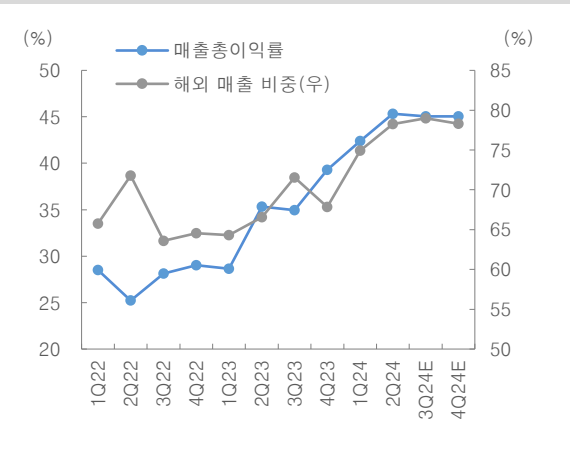
표 1. 삼양식품 면/스낵 공장 연간 생산능력

(단위: 억원, 억식)

	2024E	2025E	2026E
원주공장	5,739	5,739	5,739
익산공장	1,530	1,530	1,530
밀양공장	6,015	9,624	13,233
면/스낵 공장 생산능력(억원)	13,285	16,894	20,503
YoY(%)		27.2	21.4
면/스낵 공장 생산능력(억식)	18	22	25
YoY(%)		19.4	16.3

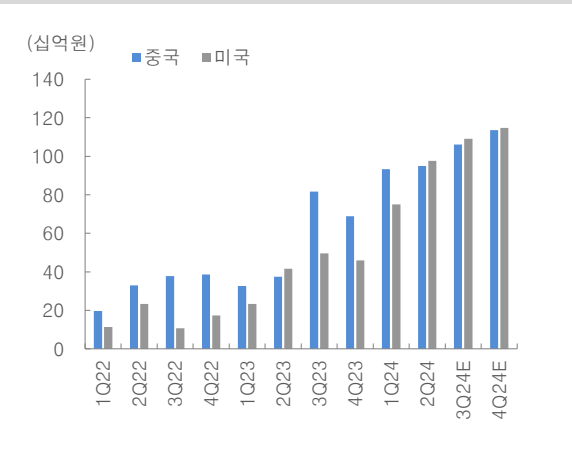
자료: 삼양식품, 대신증권 Research Center

그림 1. 해외 매출 비중 및 GPM 추이 및 전망



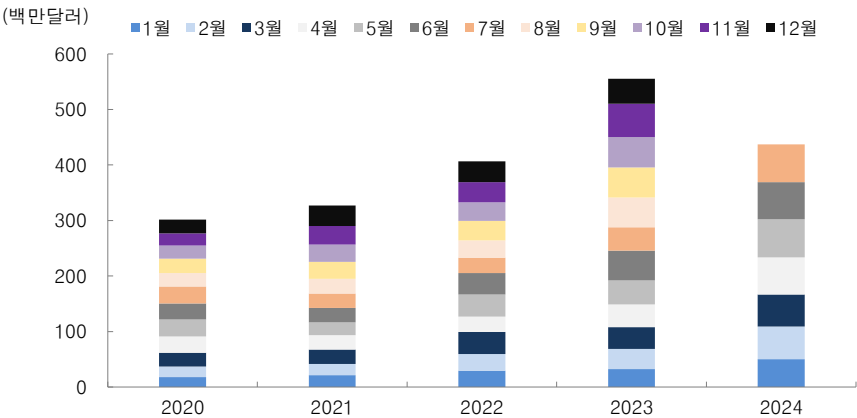
자료: 삼양식품, 대신증권 Research Center

그림 2. 미국 및 중국 법인 매출 추이 및 전망



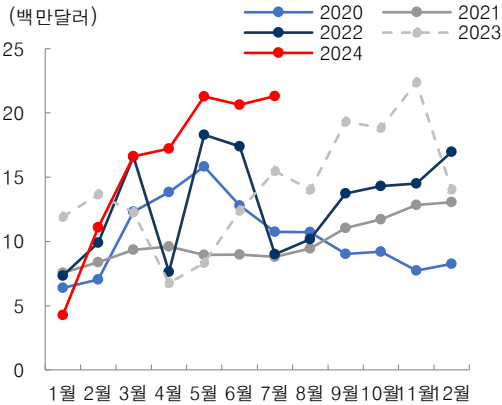
자료: 삼양식품, 대신증권 Research Center

그림 1. 삼양식품 추정 라면 수출액



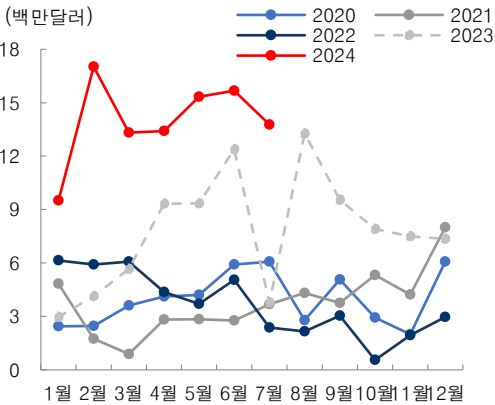
자료: Trass, 대신증권 Research Center

그림 3. 삼양식품 추정 중국향 라면 수출액



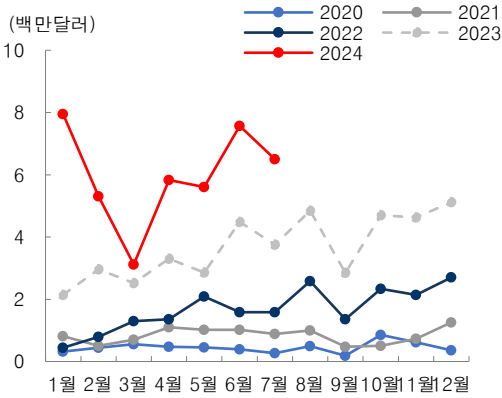
자료: Trass, 대신증권 Research Center

그림 4. 삼양식품 추정 미국향 라면 수출액



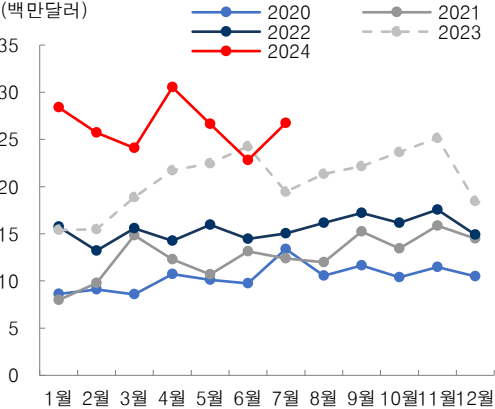
자료: Trass, 대신증권 Research Center

그림 5. 삼양식품 추정 네덜란드향 라면 수출액



자료: Trass, 대신증권 Research Center

그림 6. 삼양식품 추정 3개국 제외 라면 수출액



자료: Trass, 대신증권 Research Center

표 2. 삼양식품 분기/연간 실적 추정 (단위: 십억원, %)

	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24E	4Q24E	2023	2024E	2025E
매출액	246	285	335	327	386	424	442	426	1,193	1,678	1,995
면/스낵	234	268	314	308	355	390	407	394	1,123	1,545	1,867
수출	155	187	235	217	286	322	340	326	793	1,274	1,582
내수	79	81	79	90	69	68	67	68	329	271	285
기타	24	33	37	36	42	43	44	43	130	171	178
조미소재/소스	8	9	10	10	9	13	12	12	382	456	494
매출에누리	-12	-15	-15	-17	-11	-8	-10	-10	-60	-38	-50
YoY	21.5	11.8	58.5	36.1	57.1	48.7	31.7	30.5	31.2	40.7	18.9
면/스낵	16.2	8.3	55.0	50.2	51.8	45.6	29.8	28.0	31.2	37.7	20.8
수출	16.1	2.1	74.6	42.8	84.7	72.5	45.0	50.0	31.6	60.6	24.2
내수	16.5	25.9	16.3	71.4	-12.9	-16.4	-15.0	-25.0	30.3	-17.6	5.0
기타	80.8	59.4	66.0	-23.6	71.8	30.1	19.4	17.7	25.6	31.5	4.3
조미소재/소스	46.3	29.8	38.3	16.8	8.9	46.7	12.7	11.7	31.2	19.5	8.3
매출에누리	0.8	22.4	16.7	41.0	-13.8	-47.8	-36.7	-42.5	20.0	-36.4	32.8
매출액 비중											
수출	64.3	66.5	71.5	67.9	74.9	78.3	78.4	77.7	67.8	77.4	80.3
내수	35.7	33.5	28.5	32.1	25.1	21.7	21.6	22.3	32.2	22.6	19.7
영업이익	24	44	43	36	80	89	91	83	148	343	391
YoY	-2.6	61.2	124.7	88.3	235.8	103.1	109.5	128.5	63.2	132.7	14.1
영업이익률	9.7	15.4	13.0	11.1	20.8	21.1	20.6	19.4	12.4	20.4	19.6

자료: 삼양식품, 대신증권 Research Center

재무제표

포괄손익계산서	(단위: 십억원)				
	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
매출액	909	1,193	1,678	1,995	2,359
매출원가	658	776	934	1,144	1,369
매출총이익	251	417	745	851	990
판매비와관리비	161	269	402	460	511
영업이익	90	148	343	391	480
영업이익률	9.9	12.4	20.4	19.6	20.3
EBITDA	115	180	380	434	523
영업외손익	12	9	4	7	7
관계기업손익	2	6	6	6	6
금융수익	3	6	4	4	4
외환관련이익	16	27	26	26	26
금융비용	-5	-12	-12	-11	-11
외환관련손실	0	0	0	0	0
기타	12	10	6	9	9
법인세비용차감전순손익	102	156	347	398	487
법인세비용	-22	-30	-73	-84	-103
계속사업순손익	80	127	274	314	385
중단사업순손익	0	0	0	0	0
당기순이익	80	127	274	314	385
당기순이익률	8.8	10.6	16.3	15.8	16.3
비배지분순이익	0	0	1	1	1
지배지분순이익	80	126	273	314	384
매도가능금융자산평가	0	0	0	0	0
기타포괄이익	0	0	0	0	0
포괄순이익	85	124	271	312	382
비배지분포괄이익	0	0	1	1	1
지배지분포괄이익	85	124	271	311	381

Valuation 지표	(단위: 원, 배, %)				
	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
EPS	10,699	16,929	36,631	42,037	51,470
PER	11.9	12.8	14.9	13.0	10.6
BPS	60,129	74,979	109,135	147,925	195,318
PBR	2.1	2.9	5.0	3.7	2.8
EBITDAPS	15,302	23,851	50,499	57,596	69,420
EV/EBITDA	9.6	9.7	10.8	9.0	6.8
SPS	120,674	158,358	222,794	264,856	313,211
PSR	1.1	1.4	2.4	2.1	1.7
CFPS	14,246	23,125	53,652	61,169	73,055
DPS	1,400	2,100	2,850	3,600	4,350

재무비율	(단위: 원, 배, %)				
	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
성장성					
매출액 증가율	41.6	31.2	40.7	18.9	18.3
영업이익 증가율	38.3	63.2	132.7	14.1	22.6
순이익 증가율	41.7	57.7	116.4	14.8	22.4
수익성					
ROIC	13.1	18.0	35.7	35.5	40.3
ROA	10.8	14.1	26.1	24.3	24.6
ROE	18.9	24.8	39.4	32.4	29.7
안정성					
부채비율	103.4	102.9	73.5	54.8	42.5
순차입금비율	32.8	17.8	-3.7	-20.8	-37.0
이자보상배율	18.9	12.1	29.5	35.1	44.6

자료: 삼양식품, 대신증권 Research Center

재무상태표	(단위: 십억원)				
	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
유동자산	354	497	706	958	1,333
현금및현금성자산	97	219	323	493	765
매출채권 및 기타채권	86	81	113	134	158
재고자산	110	142	200	238	281
기타유동자산	61	55	69	92	129
비유동자산	571	673	751	804	807
유형자산	475	543	626	683	690
관계기업투자금	6	3	3	3	3
기타비유동자산	90	127	122	118	114
자산총계	925	1,170	1,457	1,762	2,141
유동부채	225	402	429	440	457
매입채무 및 기타채무	141	175	219	247	279
차입금	47	76	76	76	76
유동상채무	1	91	75	61	50
기타유동부채	36	60	60	56	52
비유동부채	245	192	188	184	181
차입금	225	141	142	142	142
전환증권	0	0	0	0	0
기타비유동부채	19	51	46	43	40
부채총계	470	594	617	624	638
자배지분	453	565	822	1,114	1,471
자본금	38	38	38	38	38
자본잉여금	11	11	11	11	11
이익잉여금	409	522	780	1,072	1,429
기타지분변동	-5	-6	-7	-7	-7
비배지분	2	12	17	24	31
자본총계	455	577	840	1,138	1,503
순차입금	149	103	-31	-237	-556

현금흐름표	(단위: 십억원)				
	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
영업활동 현금흐름	48	168	286	349	416
당기순이익	0	0	274	314	385
비현금항목의 가감	27	48	130	146	165
감가상각비	25	32	37	42	43
외환손익	7	1	-2	-2	-2
지분법평가손익	0	0	0	0	0
기타	-5	14	95	106	124
자산부채의 증감	-63	-8	-37	-20	-25
기타현금흐름	84	128	-81	-91	-110
투자활동 현금흐름	-100	-24	-123	-112	-76
투자자산	11	22	0	0	0
유형자산	-87	-45	-120	-100	-50
기타	-24	-1	-4	-12	-26
재무활동 현금흐름	37	-20	-48	-51	-54
단기차입금	0	0	0	0	0
사채	0	0	1	0	0
장기차입금	70	8	0	0	0
유상증자	0	0	0	0	0
현금배당	-14	-12	-16	-21	-27
기타	-19	-17	-33	-30	-28
현금의 증감	-18	122	105	170	271
기초 현금	114	97	219	323	493
기말 현금	97	219	323	493	765
NOPLAT	71	119	271	309	379
FCF	16	103	188	252	372

[Compliance Notice]

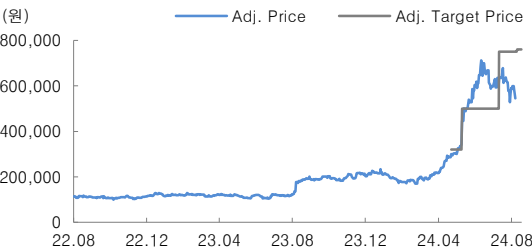
금융투자업규정 4-20조 1항5호사목에 따라 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없으며, 당사의 금융투자분석사는 자료작성일 현재 본 자료에 관련하여 재산적 이해관계가 없습니다. 당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며 당사의 금융투자분석사는 본 자료의 작성과 관련하여 외부 부당한 압력이나 간섭을 받지 않고 본인의 의견을 정확하게 반영하였습니다.

(담당자:정한솔)

본 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 Research Center의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 본 자료를 이용하시는 분은 동 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다.

[투자의견 및 목표주가 변경 내용]

삼양식품(003230) 투자의견 및 목표주가 변경 내용



제시일자	24.08.17	24.08.16	24.07.18	24.05.17	24.05.06	24.04.29
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표주가	760,000	750,000	750,000	500,000	320,000	320,000
과리율(평균.%)			(19.40)	20.09	2.20	(6.15)
과리율(최대/최소.%)			(9.47)	42.40	39.53	(5.31)
제시일자						
투자의견						
목표주가						
과리율(평균.%)						
과리율(최대/최소.%)						
제시일자						
투자의견						
목표주가						
과리율(평균.%)						
과리율(최대/최소.%)						

투자의견 비율공시 및 투자등급관련사항(기준일자:20240814)

구분	Buy(매수)	Marketperform(중)	Underperform(매도)
비율	95.0%	5.0%	0.0%

산업 투자의견

- Overweigh(비중확대)
: 향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 초과 상승 예상
- Neutral(중립)
: 향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률과 유사한 수준 예상
- Underweigh(비중축소)
: 향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 하회 예상

기업 투자의견

- Buy(매수)
: 향후 6개월간 시장수익률 대비 10%p 이상 주가 상승 예상
- Marketperform(시장수익률)
: 향후 6개월간 시장수익률 대비 -10%p~10%p 주가 변동 예상
- Underperform(시장수익률 하회)
: 향후 6개월간 시장수익률 대비 10%p 이상 주가 하락 예상