



삼양식품 (003230)

2025년에도 음식료 대장은 삼양식품

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

Buy (유지)

목표주가(유지): 800,000원

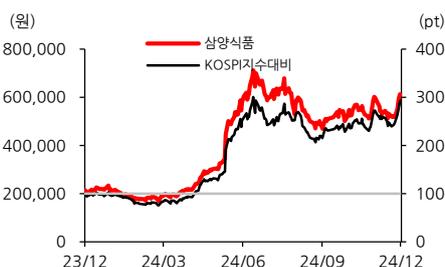
현재 주가(12/6)	606,000원
상승여력	▲32.0%
시가총액	45,650 억원
발행주식수	7,533 천주
52 주 최고가 / 최저가	712,000 / 170,900 원
90 일 일평균 거래대금	414.5 억원
외국인 지분율	12.9%
주주 구성	
삼양라운드스퀘어 (외 7 인)	45.0%
국민연금공단 (외 1 인)	9.4%
자사주신탁 (외 1 인)	1.0%

주가수익률(%)	1개월	3개월	6개월	12개월
절대수익률	1.2	28.9	4.3	183.2
상대수익률(KOSPI)	6.4	33.5	14.0	185.9

(단위: 십억 원, 원, %, 배)

재무정보	2023	2024E	2025E	2026E
매출액	1,193	1,689	2,017	2,281
영업이익	148	345	425	486
EBITDA	180	386	468	534
지배주주순이익	126	260	331	378
EPS	16,761	34,873	44,351	50,711
순차입금	103	23	-185	-462
PER	12.9	17.4	13.7	12.0
PBR	2.9	5.6	4.1	3.1
EV/EBITDA	9.6	11.9	9.4	7.7
배당수익률	1.0	0.5	0.7	0.8
ROE	24.8	37.7	34.1	29.1

주가 추이



매분기 기저부담이 상당하지만 4 분기도 기대치를 상회하는 호실적이 기대됩니다. 음식료 업종 최선호주를 유지합니다.

기대치를 상회할 4분기

2024년 4분기 삼양식품의 연결 매출액은 4,400억원(+34.7% YoY, +0.2% QoQ), 영업이익은 877억원(+142.4% YoY, +0.4% QoQ)으로 컨센서스 영업이익 796억원을 상회할 전망이다. 1) 별도 기준 수출 매출액은 미국 609억원(+102.3% YoY, -8.7% QoQ), 중국 913억원(+25.0% YoY, +22.4% QoQ), 유럽 316억원(+41.1% YoY, +18.0% QoQ)으로 추정한다. 2) 미국, 중국 중심으로 수출 매출이 증가하는 추세가 지속되며 판매 법인이 설립된 국가의 합산(미국, 중국, 일본, 인도네시아, 유럽) 연결 매출액은 2,070억원(+70.1% YoY, -9.0% QoQ)으로 추정한다. YoY로는 큰 폭의 성장이나 별도 수출 매출과 달리 연결 매출의 QoQ 하락을 전망하는 이유는 2025년 1월 춘절 연휴를 앞두고 2024년 11~12월 안전재고분이 출고되었을 것으로 보수적으로 가정했기 때문이다. 해당 이슈로 2024년 4분기와 2025년 1분기 중국 연결 매출의 변동성이 확대될 수 있겠으나 캘린더 이슈일 뿐이다. 3) 인원 증가 및 성과급 반영으로 인건비는 +35.0% YoY, 3분기 중 미집행된 비용의 집행으로 광고선전비는 +11.9% YoY 증가할 것으로 추정하나 지역 믹스 개선 및 환효과로 영업이익률은 +8.8%p YoY로 추정한다.

2025년도 삼양식품이 대장

2025년 연결 매출액은 2조 172억원(+19.4% YoY), 영업이익은 4,246억원(+23.2% YoY)로 전망한다. 2025년 7월 본생산 예정인 밀양 2공장의 경우 기존의 익산, 밀양 1공장의 초과 생산 분이 이관되며 BEP 가동률은 1개 분기 내 도달할 가능성이 높다. 밀양 2공장의 증설 분이 본격적으로 기여되는 시점에 중남미, 유럽 지역으로의 Mainstream 채널 확장에 가속도가 붙을 것으로 기대한다. 또한 지난 7월 설립된 유럽 법인(SAMYANG FOODS EUROPE B.V.)의 영업 활동도 추후 실적 전망치 상향 조정의 가능성을 높이는 요인이다. 참고로 2024년 3분기 누적 유럽 수출 금액은 1,461억원(+73.0% YoY)으로 2023년 수출 금액 1,210억원을 이미 초과했다.

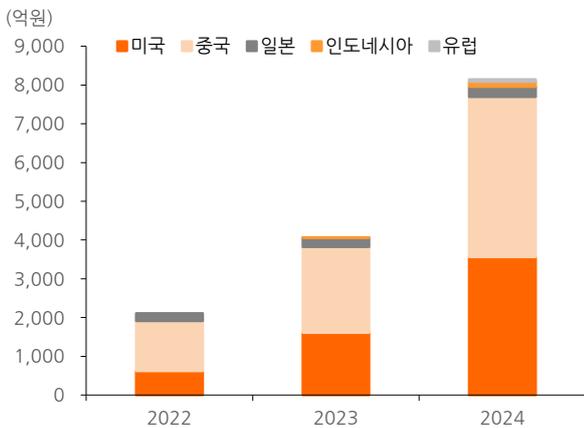
[표1] 삼양식품 분기 및 연간 실적 추정

(단위: 십억 원)

	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24E	1Q25E	2Q25E	3Q25E	4Q25E	2023	2024E	2025E
매출액	386	424	439	440	440	486	511	581	1,193	1,689	2,017
내수	97	92	98	94	96	92	99	98	384	381	384
면/스낵	69	68	70	77	65	65	68	80	329	284	277
일반식품	19	19	17	24	20	20	18	25	83	79	83
기타	17	15	22	8	19	16	25	9	27	62	68
매출에누리	-9	-9	-11	-15	-9	-9	-11	-16	-56	-44	-45
해외	289	332	341	346	344	394	412	483	809	1,308	1,633
면/스낵	286	322	333	340	340	382	402	476	793	1,281	1,600
일반식품	5	9	8	7	6	11	10	9	20	29	36
매출에누리	-2	2	0	-1	-2	2	0	-2	-4	-2	-2
YoY (%)	57.1	48.7	30.9	34.7	14.0	14.4	16.5	32.0	31.2	41.6	19.4
내수	10.4	-3.3	2.8	-10.6	-0.8	-0.7	0.9	3.9	26.5	-0.7	0.8
면/스낵	-12.9	-16.4	-11.6	-14.3	-5.0	-4.5	-3.0	3.0	30.3	-13.8	-2.2
일반식품	4.0	-12.7	-12.6	3.6	5.0	5.0	5.0	5.0	-5.0	-4.4	5.0
기타	964.8	123.2	94.5	1.0	10.0	10.0	10.0	10.0	1,460.7	126.2	10.0
해외	83.0	74.9	42.2	56.1	18.9	18.6	21.0	39.6	33.6	61.6	24.8
면/스낵	84.7	72.5	41.9	56.7	18.8	18.6	20.9	39.8	31.6	61.5	24.9
일반식품	25.6	116.9	36.2	28.6	21.0	20.0	23.0	25.0	36.8	48.6	22.2
매출액 비중 (%)											
내수	25.1	21.7	22.3	21.3	21.8	18.9	19.4	16.8	32.2	22.6	19.0
면/스낵	17.8	15.9	16.0	17.6	14.8	13.3	13.3	13.7	27.6	16.8	13.7
일반식품	5.0	4.6	3.8	5.4	4.6	4.2	3.4	4.3	7.0	4.7	4.1
기타	4.5	3.4	5.1	1.8	4.3	3.3	4.8	1.5	2.3	3.7	3.4
해외	74.9	78.3	77.7	78.7	78.2	81.1	80.6	83.2	67.8	77.4	81.0
면/스낵	74.1	75.8	75.8	77.4	77.3	78.6	78.7	82.0	66.5	75.8	79.3
일반식품	1.3	2.1	1.9	1.6	1.4	2.2	2.0	1.5	1.6	1.7	1.8
영업이익	80	89	87	88	92	105	105	123	148	345	425
YoY (%)	235.6	103.2	101.0	142.4	15.2	16.9	20.3	39.8	63.2	133.6	23.2
영업이익률 (%)	20.8	21.1	19.9	19.9	21.0	21.5	20.5	21.1	12.4	20.4	21.0
원달러 환율	1,347	1,376	1,315	1,386	1,410	1,420	1,390	1,365	1,307	1,356	1,396
YoY (%)	5.3	4.7	-0.2	5.2	4.7	3.2	5.7	-1.5	1.3	3.7	3.0

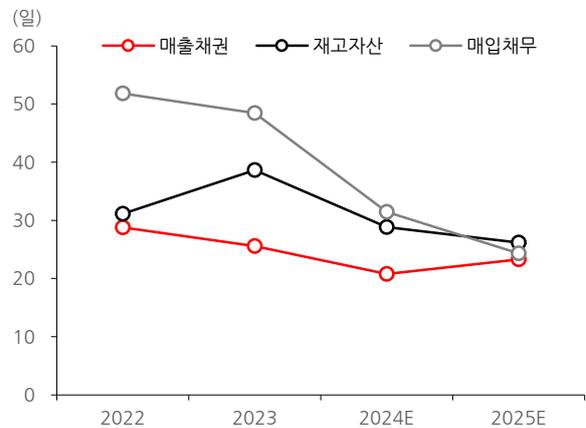
주: 원달러 환율 전망치는 블룸버그 컨센서스 기준, 자료: 삼양식품, 한화투자증권 리서치센터

[그림1] 삼양식품 판매 법인 설립 국가의 연결 매출 추정



자료: 삼양식품, 한화투자증권 리서치센터

[그림2] 삼양식품 운전자본 회전기간



자료: 삼양식품, 한화투자증권 리서치센터

[재무제표]

손익계산서

(단위: 십억 원)

12월 결산	2022	2023	2024E	2025E	2026E
매출액	909	1,193	1,689	2,017	2,281
매출총이익	251	417	750	901	1,021
영업이익	90	148	345	425	486
EBITDA	117	180	386	468	534
순이자손익	-3	-7	-10	-9	-7
외화관련손익	0	2	1	1	1
지분법손익	2	6	2	4	3
세전계속사업손익	102	156	342	433	495
당기순이익	80	127	260	330	377
지배주주순이익	80	126	260	331	378
증가율(%)					
매출액	188.9	31.2	41.6	19.4	13.1
영업이익	830.3	63.2	133.6	23.2	14.5
EBITDA	641.3	53.6	115.0	21.2	14.0
순이익	1,873.0	57.7	105.0	27.1	14.3
이익률(%)					
매출총이익률	27.6	34.9	44.4	44.7	44.7
영업이익률	9.9	12.4	20.4	21.0	21.3
EBITDA 이익률	12.9	15.1	22.9	23.2	23.4
세전이익률	11.2	13.1	20.2	21.5	21.7
순이익률	8.8	10.6	15.4	16.4	16.5

현금흐름표

(단위: 십억 원)

12월 결산	2022	2023	2024E	2025E	2026E
영업현금흐름	48	168	310	334	412
당기순이익	80	127	260	330	377
자산상각비	27	32	42	44	47
운전자본증감	-63	-8	-12	-38	-11
매출채권 감소(증가)	-25	0	-25	-35	-11
재고자산 감소(증가)	-64	-39	22	-40	-13
매입채무 증가(감소)	15	21	-2	37	12
투자현금흐름	-100	-24	-138	-104	-107
유형자산처분(취득)	-87	-45	-127	-101	-103
무형자산 감소(증가)	8	-3	-3	-3	-3
투자자산 감소(증가)	10	14	-14	-2	-2
재무현금흐름	37	-20	49	-66	-72
차입금의 증가(감소)	68	4	63	-44	-42
자본의 증가(감소)	-20	-12	-16	-22	-30
배당금의 지급	-14	-12	-16	-22	-30
총현금흐름	107	174	307	371	423
(-)운전자본증가(감소)	53	-41	74	38	11
(-)설비투자	88	45	127	101	103
(+)자산매각	9	-3	-3	-3	-3
Free Cash Flow	-24	166	104	230	306
(-)기타투자	41	38	-67	-1	0
잉여현금	-66	129	171	231	306
NOPLAT	71	119	262	324	370
(+) Dep	27	32	42	44	47
(-)운전자본투자	53	-41	74	38	11
(-)Capex	88	45	127	101	103
OpFCF	-43	147	103	229	303

주: IFRS 연결 기준

재무상태표

(단위: 십억 원)

12월 결산	2022	2023	2024E	2025E	2026E
유동자산	354	497	756	998	1,258
현금성자산	111	241	479	644	879
매출채권	86	81	111	146	158
재고자산	110	142	125	165	177
비유동자산	571	673	772	835	897
투자자산	42	73	68	71	74
유형자산	475	543	647	704	759
무형자산	54	55	58	61	64
자산총계	925	1,170	1,528	1,833	2,155
유동부채	225	402	439	449	436
매입채무	141	175	116	153	165
유동성이자부채	52	176	265	236	209
비유동부채	245	192	261	247	234
비유동이자부채	231	169	238	222	208
부채총계	470	594	700	696	669
자본금	38	38	38	38	38
자본잉여금	11	11	11	11	11
이익잉여금	409	522	774	1,083	1,431
자본조정	-5	-6	-6	-6	-6
자기주식	-7	-7	-7	-7	-7
자본총계	455	577	829	1,137	1,485

주요지표

(단위: 원, 배)

12월 결산	2022	2023	2024E	2025E	2026E
주당지표					
EPS	10,593	16,761	34,873	44,351	50,711
BPS	60,129	74,979	108,425	149,365	195,612
DPS	1,400	2,100	3,000	4,000	5,000
CFPS	14,246	23,125	40,759	49,313	56,208
ROA(%)	9.5	12.1	19.3	19.7	19.0
ROE(%)	18.9	24.8	37.7	34.1	29.1
ROIC(%)	13.2	18.6	34.8	36.5	38.0
Multiples(x, %)					
PER	12.0	12.9	17.4	13.7	12.0
PBR	2.1	2.9	5.6	4.1	3.1
PSR	1.1	1.4	2.7	2.3	2.0
PCR	8.9	9.3	14.9	12.3	10.8
EV/EBITDA	9.7	9.6	11.9	9.4	7.7
배당수익률	1.1	1.0	0.5	0.7	0.8
안정성(%)					
부채비율	103.4	102.9	84.5	61.2	45.1
Net debt/Equity	37.8	17.8	2.8	-16.3	-31.1
Net debt/EBITDA	147.1	57.1	6.0	-39.6	-86.6
유동비율	157.1	123.7	172.4	222.2	288.6
이자보상배율(배)	18.9	12.1	20.3	27.3	34.3
자산구조(%)					
투하자본	80.1	68.0	60.5	56.8	51.4
현금+투자자산	19.9	32.0	39.5	43.2	48.6
자본구조(%)					
차입금	38.4	37.4	37.8	28.7	21.9
자기자본	61.6	62.6	62.2	71.3	78.1

[Compliance Notice]

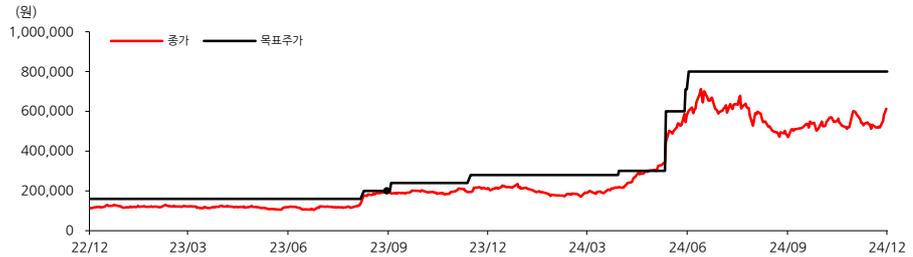
(공표일: 2024년 12월 9일)

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 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 주가 및 목표주가 추이]



[투자의견 변동 내역]

일 시	2023.03.13	2023.04.27	2023.05.17	2023.08.14	2023.09.08	2023.11.20
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	160,000	160,000	160,000	200,000	240,000	280,000
일 시	2023.11.29	2023.12.28	2024.01.26	2024.02.01	2024.02.29	2024.03.29
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	280,000	280,000	280,000	280,000	280,000	280,000
일 시	2024.04.04	2024.04.19	2024.04.26	2024.05.17	2024.05.31	2024.06.04
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	300,000	300,000	300,000	600,000	600,000	710,000
일 시	2024.06.07	2024.06.28	2024.11.01	2024.11.04	2024.11.15	2024.11.29
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	800,000	800,000	800,000	800,000	800,000	800,000
일 시	2024.12.09					
투자의견	Buy					
목표가격	800,000					

[목표주가 변동 내역별 괴리율]

*괴리율 산정: 수정주가 적용

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		

[종목 투자등급]

당사는 개별 종목에 대해 향후 1 년간 +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 투자의견 변경 주기는 종목별로 다릅니다.

[산업 투자의견]

당사는 산업에 대해 향후 1 년간 해당 업종의 수익률이 과거 수익률에 비해 양호한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Positive(긍정적) 의견을 제시하고 있습니다. 또한 향후 1 년간 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 09월 30일)

투자등급	매수	중립	매도	합계
금융투자상품의 비중	94.3%	5.7%	0.0%	100.0%