



삼양식품 (003230)

물 만난 고기

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

Buy (유지)

목표주가(상향): 240,000원

현재 주가(9/7)	192,200원
상승여력	▲24.9%
시가총액	14,478억원
발행주식수	7,533천주
52 주 최고가 / 최저가	201,000 / 100,000원
90 일 일평균 거래대금	159.76억원
외국인 지분율	11.8%

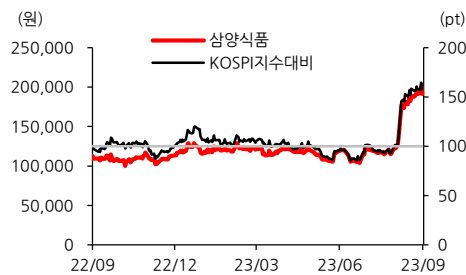
주주 구성	
삼양내추럴스 (외 10인)	45.2%
국민연금공단 (외 1인)	12.1%
자사주신탁 (외 1인)	1.0%

주가수익률(%)	1개월	3개월	6개월	12개월
절대수익률	55.5	61.5	56.3	70.8
상대수익률(KOSPI)	56.8	64.1	52.8	63.6

(단위: 십억 원, %, 배)

재무정보	2021	2022	2023E	2024E
매출액	642	909	1,121	1,315
영업이익	65	90	140	155
EBITDA	81	115	169	188
지배주주순이익	56	80	109	121
EPS	7,480	10,593	14,654	16,206
순차입금	77	172	172	152
PER	12.7	12.0	13.1	11.9
PBR	1.8	2.1	2.6	2.2
EV/EBITDA	9.8	9.8	9.6	8.5
배당수익률	1.1	1.1	1.1	1.2
ROE	15.4	18.9	21.8	19.9

주가 추이



2분기에 이어 3분기에도 실적 호조가 이어질 전망입니다. 견고한 브랜드력, 체계화된 유통망, 공격적인 영업활동의 삼박자가 맞아 떨어지고 있습니다. 음식료 업종 최선호주를 유지합니다.

기대치를 상회할 3분기

2023년 3분기 삼양식품의 연결 매출액은 2,900억원(+37.1% YoY, +1.6% QoQ), 영업이익은 372억원(+92.3% YoY, -15.6% QoQ)으로 종전 추정 영업이익 305억원, 컨센서스 영업이익 304억원을 상회할 전망이다. **[해외]** 1) 상반기에 진행된 중국 내 사업 조정이 대부분 마무리되어 중국 수출은 +60% YoY, 2) Main stream 입점 확대 및 SKU 확대로 미국 수출은 +138% YoY로 추정한다. 이외에도 3) 오프라인 매출 확대와 판촉 활동 확대로 오세아니아, 말레이시아/태국 등의 기타 아시아로의 수출 역시 고성장이 지속될 전망이다. **[내수]** 7월부터 주요 제품 가격이 인하되었으나 4) 채널별로는 온라인 채널 영업 확대, 편의점 수요 회복으로, 5) 제품별로는 면/소스/냉동식품 신규 브랜드 런칭 효과로 내수 매출액은 +16.6% YoY 성장할 전망이다.

건전한 비용 증가는 장기 성장을 위한 선제적 투자

하반기 광고선전비는 200억원으로 상반기 90억원 대비 110억원 증가할 것으로 추정한다. 계절적으로 상반기 대비 하반기에 비용 지출이 집중되고 주요 수출 국가인 중국 소비 시장의 회복이 예상됨에 따라 하반기 영업활동이 본격화될 것으로 예상되기 때문이다. 외형 성장에 따른 건전한 비용 증가로 연간 매출액 대비 비율은 전년 수준으로 유지될 전망이다.

투자의견 BUY 유지, 목표주가 240,000원으로 상향 조정(+20%)

이익 추정치의 상향 조정과 Target Multiple의 상향 조정으로 목표주가를 종전 200,000원에서 240,000원으로 상향한다. '불닭'의 브랜드화, 중국/미국/인도네시아 등 주요 수출국의 판매 법인화로 체계화된 유통망, 공격적인 영업활동의 삼박자가 맞아 떨어지며 안정적인 성장세가 지속될 전망이다. 수년간 이어진 해외 매출 고성장으로 2024년 기저부담이 우려될 수 있으나 다각화된 지역 포트폴리오와 다각화 중인 브랜드 포트폴리오가 중장기 성장의 기반을 마련 중이라 판단한다. 음식료 업종 최선호주를 유지한다.

[표1] 삼양식품 분기 및 연간 실적 추정

(단위: 십억 원, %)

	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23E	4Q23E	2022	2023E	2024E
매출액	202	255	212	240	246	285	290	300	909	1,121	1,315
내수	69	72	77	85	88	95	90	88	303	361	388
면/스낵	68	64	68	53	79	81	75	57	253	291	298
뉴트리션, 조미소재	10	17	18	42	19	22	23	39	87	103	124
기타	0	0	0	1	2	7	3	5	2	17	22
매출에누리	-9	-10	-10	-10	-11	-14	-12	-13	-38	-50	-56
해외	133	183	135	155	158	190	200	212	606	760	927
면/스낵	133	183	134	152	155	187	200	208	603	749	912
뉴트리션, 조미소재	3	3	3	5	4	4	5	6	14	19	23
매출에누리	-3	-3	-3	-2	-1	-1	-4	-2	-11	-8	-9
YoY(%)	44.4	73.0	30.8	24.5	21.5	11.8	37.1	25.0	41.6	23.3	17.3
내수	14.3	19.4	21.2	23.3	26.5	32.6	16.6	3.3	19.7	18.9	7.6
면/스낵	21.1	15.0	12.0	-22.4	16.5	25.9	10.0	7.5	5.1	15.3	2.5
뉴트리션, 조미소재	0.4	68.1	89.2	331.8	79.2	31.7	25.6	-5.9	119.4	18.2	20.0
기타	39.5	38.1	-14.9	439.4	442.0	2,094.6	1,000.0	500.0	87.0	844.3	30.2
해외	67.4	110.1	37.1	25.2	18.9	3.6	48.9	36.9	55.9	25.5	21.9
면/스낵	70.8	110.2	38.7	22.9	16.1	2.1	48.5	36.9	56.2	24.3	21.7
뉴트리션, 조미소재	22.3	69.5	7.0	37.1	47.7	18.3	40.1	28.5	31.2	32.5	22.6
매출액 비중 (%)											
내수	34.3	28.2	36.4	35.4	35.7	33.4	31.0	29.3	33.4	32.2	29.5
면/스낵	33.5	25.2	32.2	21.9	32.1	28.4	25.8	18.9	27.8	26.0	22.7
뉴트리션, 조미소재	5.2	6.6	8.7	17.3	7.6	7.8	8.0	13.1	9.6	9.2	9.4
기타	0.1	0.1	0.1	0.4	0.7	2.3	1.1	1.7	0.2	1.5	1.6
해외	65.7	71.8	63.6	64.6	64.3	66.6	69.0	70.7	66.6	67.8	70.5
면/스낵	66.0	71.6	63.5	63.4	63.1	65.4	68.8	69.4	66.3	66.8	69.4
뉴트리션, 조미소재	1.4	1.3	1.6	2.0	1.7	1.4	1.6	2.0	1.6	1.7	1.8
영업이익	25	27	19	19	24	44	37	35	90	140	155
YoY(%)	70.7	91.9	27.3	-10.9	-2.6	61.1	92.3	83.3	38.3	55.2	10.7
영업이익률(%)	12.1	10.7	9.1	8.0	9.7	15.4	12.8	11.7	9.9	12.5	11.8

자료: 삼양식품, 한화투자증권 리서치센터

[재무제표]

손익계산서 (단위: 십억 원)

12월 결산	2020	2021	2022	2023E	2024E
매출액	649	642	909	1,121	1,315
매출총이익	191	171	251	354	398
영업이익	95	65	90	140	155
EBITDA	109	81	115	169	188
순이자손익	0	1	-3	-3	-2
외화관련손익	-5	6	0	0	2
지분법손익	-1	0	2	0	0
세전계속사업손익	91	72	102	138	153
당기순이익	68	57	80	110	121
지배주주순이익	67	56	80	109	121
증가율(%)					
매출액	19.3	-1.0	41.6	23.3	17.3
영업이익	21.8	-31.4	38.3	55.2	10.7
EBITDA	20.1	-25.8	43.0	46.7	11.1
순이익	13.2	-16.6	41.7	36.4	10.3
이익률(%)					
매출총이익률	29.5	26.6	27.6	31.6	30.3
영업이익률	14.7	10.2	9.9	12.5	11.8
EBITDA 이익률	16.7	12.6	12.7	15.1	14.3
세전이익률	14.0	11.2	11.2	12.3	11.7
순이익률	10.5	8.8	8.8	9.8	9.2

현금흐름표 (단위: 십억 원)

12월 결산	2020	2021	2022	2023E	2024E
영업현금흐름	81	58	48	113	139
당기순이익	68	57	80	110	121
자산상각비	13	15	25	29	33
운전자본증감	-22	-13	-63	-26	-16
매출채권 감소(증가)	1	-10	-25	-7	-17
재고자산 감소(증가)	-7	-10	-64	-20	-22
매입채무 증가(감소)	-1	24	15	1	25
투자현금흐름	-66	-173	-100	-102	-109
유형자산처분(취득)	-65	-139	-87	-93	-100
무형자산 감소(증가)	-1	-2	8	-8	-8
투자자산 감소(증가)	0	-42	10	-1	-1
재무현금흐름	3	125	37	-20	-19
차입금의 증가(감소)	11	131	68	-10	-8
자본의 증가(감소)	-6	-6	-20	-10	-10
배당금의 지급	-6	-6	-14	-10	-10
총현금흐름	100	77	107	139	154
(-)운전자본증가(감소)	-27	49	53	26	16
(-)설비투자	66	140	88	93	100
(+)자산매각	0	-1	9	-8	-8
Free Cash Flow	61	-113	-24	12	31
(-)기타투자	49	-46	41	1	1
잉여현금	12	-67	-66	11	30
NOPLAT	71	51	71	111	122
(+) Dep	13	15	25	29	33
(-)운전자본투자	-27	49	53	26	16
(-)Capex	66	140	88	93	100
OpFCF	46	-122	-45	21	40

주: IFRS 연결 기준

재무상태표 (단위: 십억 원)

12월 결산	2020	2021	2022	2023E	2024E
유동자산	200	279	354	373	426
현금성자산	116	132	111	102	113
매출채권	45	58	93	101	118
재고자산	34	45	110	130	153
비유동자산	356	474	571	644	720
투자자산	42	47	42	43	45
유형자산	309	421	475	541	610
무형자산	5	6	54	60	65
자산총계	556	753	925	1,017	1,146
유동부채	164	182	225	226	250
매입채무	98	117	141	143	167
유동성이자부채	48	53	52	50	48
비유동부채	45	175	245	238	232
비유동이자부채	27	157	231	223	217
부채총계	209	357	470	463	482
자본금	38	38	38	38	38
자본잉여금	12	12	11	11	11
이익잉여금	290	339	409	508	618
자본조정	2	2	-5	-5	-5
자기주식	0	0	-7	-7	-7
자본총계	347	396	455	554	664

주요지표 (단위: 원, 배)

12월 결산	2020	2021	2022	2023E	2024E
주당지표					
EPS	8,922	7,480	10,593	14,654	16,206
BPS	45,470	51,824	60,129	73,250	87,908
DPS	800	1,000	1,400	2,200	2,400
CFPS	13,308	10,209	14,246	18,406	20,460
ROA(%)	13.1	8.6	9.5	11.3	11.2
ROE(%)	21.5	15.4	18.9	21.8	19.9
ROIC(%)	26.4	13.5	13.2	16.8	16.1
Multiples(x, %)					
PER	11.3	12.7	12.0	13.1	11.9
PBR	2.2	1.8	2.1	2.6	2.2
PSR	1.2	1.1	1.1	1.3	1.1
PCR	7.6	9.3	8.9	10.4	9.4
EV/EBITDA	6.6	9.8	9.8	9.6	8.5
배당수익률	0.8	1.1	1.1	1.1	1.2
안정성(%)					
부채비율	60.2	90.3	103.4	83.7	72.6
Net debt/Equity	-11.9	19.6	37.8	31.0	22.9
Net debt/EBITDA	-38.1	96.0	149.3	101.4	80.9
유동비율	122.3	152.9	157.1	165.3	170.6
이자보상배율(배)	104.1	182.2	18.9	30.0	34.2
자산구조(%)					
투하자본	65.3	72.2	80.1	83.1	83.6
현금+투자자산	34.7	27.8	19.9	16.9	16.4
자본구조(%)					
차입금	17.7	34.6	38.4	33.0	28.5
자기자본	82.3	65.4	61.6	67.0	71.5

[Compliance Notice]

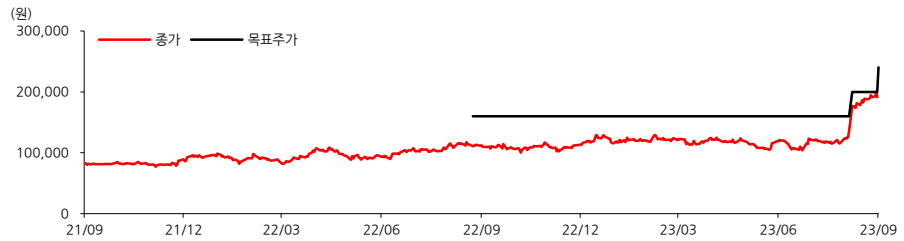
(공표일: 2023년 9월 8일)

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 제3자에게 사전에 제공한 사실이 없습니다. (한유정)

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]

일시	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
일시	2023.05.17	2023.08.14	2023.09.08			
투자의견	Buy	Buy	Buy			
목표가격	160,000	200,000	240,000			

[목표주가 변동 내역별 괴리율]

*괴리율 산정: 수정주가 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	-7.00	0.50
2023.09.08	Buy	240,000		

[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 투자의견 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: 2023년 6월 30일)

투자등급	매수	중립	매도	합계
금융투자상품의 비중	93.8%	5.6%	0.6%	100.0%