



## BUY(Maintain)

목표주가: 120,000원

주가(11/14): 91,700원

시가총액: 6,908억원

## 음식료/유통

Analyst 박상준, CFA

02) 3787-4807 sjpark@kiwoom.com

RA 조영환

02) 3787-0335 yh.cho@kiwoom.com

## Stock Data

KOSPI (11/14)	2,139.23pt	
52 주 주가동향	최고가	최저가
최고/최저가 대비	92,800원	47,800원
등락률	-1.2%	91.8%
수익률	절대	상대
1M	16.1%	12.2%
6M	13.5%	10.4%
1Y	55.2%	50.0%

## Company Data

발행주식수	7,533천주
일평균 거래량(3M)	61천주
외국인 지분율	3.7%
배당수익률(19E)	0.4%
BPS(19E)	38,718원
주요 주주	삼양내츄럴스 외 11인
	47.2%

## 투자지표

(십억원, IFRS 연결)	2017	2018	2019F	2020F
매출액	458.5	469.4	531.3	565.4
영업이익	43.3	55.2	79.4	88.7
EBITDA	49.9	64.8	92.4	101.9
세전이익	35.7	53.9	83.5	93.6
순이익	29.1	35.3	64.6	70.9
지배주주지분순이익	28.7	34.8	63.9	70.1
EPS(원)	3,807	4,623	8,480	9,312
증감률(% YoY)	56.6	21.4	83.4	9.8
PER(배)	25.4	11.2	10.9	10.0
PBR(배)	3.64	1.70	2.40	1.95
EV/EBITDA(배)	14.9	6.1	7.0	5.8
영업이익률(%)	9.4	11.8	14.9	15.7
ROE(%)	15.3	16.2	24.4	21.6
순차입금비율(%)	4.4	-0.4	-19.9	-32.4

## Price Trend

 실적 Review

## 삼양식품 (003230)

## 수출 호조에 기인한 고성장 지속 전망



삼양식품의 3분기 연결기준 영업이익은 210억원으로 시장 컨센서스에 부합하였다. 불닭볶음면 수출이 중국, 미국, 동남아를 중심으로 증가한 덕분이다. 4분기에도 중국 광군제 효과로 수출 호조가 지속될 것으로 기대되며, 내수 매출액도 높아진 어닝 파워를 바탕으로 매출 확대를 위한 다양한 활동들이 늘어날 것으로 기대된다.

## &gt;&gt;&gt; 3분기 영업이익 210억원으로 시장 컨센서스 부합

삼양식품의 3분기 연결기준 영업이익은 210억원(+65%, YoY)으로 시장 컨센서스에 부합하였다. 7월 이후 추가 인력 채용에도 불구하고(인건비 +10% YoY), 불닭볶음면 수출이 크게 증가하면서 영업레버리지 효과가 발생했기 때문이다. 특히, 중국을 중심으로 미주, 동남아권까지 판매 호조를 보이며, 면류 수출은 전년동기 대비 +36% 성장하였다.

## &gt;&gt;&gt; 수출 호조에 기인한 고성장 지속 전망

4분기에도 동사의 라면 수출 호조는 지속될 전망이다. 올해 중국 광군제 때 동사의 불닭볶음면 매출액은 신라면을 넘어섰고, 전년동기 높은 기저에도 불구하고 올해 10월 중국향 라면 수출액은 YoY +32% 증가한 상황이다(달리기준). 따라서, 동사의 4분기 라면 수출액은 조심스럽지만 700억원을 돌파할 가능성이 높다.

한편, 내수 매출액도 3분기에 전년동기 대비 +7% 성장하며 반등하는 모습을 보였다. 1) 마라탕면/마라볶음면 신제품 출시 효과와 2) 불닭볶음면 오리지널 플레이버의 매출 증가 덕분이다. 물론, 신제품 출시 효과는 4분기에 다소 약해질 수 있다. 하지만, 1) 지난 해 까르보나라 불닭볶음면 판매 역기저에서 벗어나고 있고, 2) 삼양라면 보다 불닭볶음면의 매출 비중이 커진 상황이며, 3) 라면 1 위업체 보다 높은 영업이익률을 시현하면서 마케팅 활동 여력이 과거 대비 많이 증가한 상황이다. 따라서, 내수 매출액도 향후 신제품 출시 혹은 마케팅 활동에 따라 커질 수 있는 잠재력이 충분한 것으로 판단된다.

## &gt;&gt;&gt; 투자의견 BUY, 목표주가 12만원 유지

삼양식품에 대해 투자의견 BUY, 목표주가 12만원을 유지한다. 불닭볶음면 수출이 중국과 동남아를 중심으로 확대되고 있는 가운데, 수익성 레벨이 높아지면서 내수 시장에서 신제품 출시와 다양한 마케팅 활동도 증가하고 있다. 이와 같은 매출 및 이익의 고성장에도 불구하고, 경쟁사 대비 벌류에이션 수준이 여전히 낮기 때문에, 추가적인 상승 여력이 여전히 높은 것으로 판단된다.

## 삼양식품 3Q19 연결기준 실적 리뷰 (단위: 십억원)

구분	3Q19P	3Q18	(YoY)	2Q19	(QoQ)	컨센서스	(차이)	키움증권	(차이)
매출액	137.6	110.2	25.0%	133.7	3.0%	126.0	9.2%	128.8	6.9%
영업이익	21.0	12.7	65.1%	20.8	0.7%	20.4	2.8%	20.4	2.8%
(OPM)	15.2%	11.5%	3.7%p	15.6%	-0.3%p	16.2%	-1.0%p	15.8%	-0.6%p
지배주주순이익	16.2	10.2	58.5%	18.1	-10.7%	15.2	6.3%	16.3	-0.9%

자료: 삼양식품, Fn Guide, 키움증권 리서치

## 삼양식품 연결기준 실적 추정치 변경 내역 (단위: 십억원)

구분	변경 전			변경 후			차이		
	4Q19E	2019E	2020E	4Q19E	2019E	2020E	4Q19E	2019E	2020E
매출액	135.4	518.3	547.4	139.5	531.3	565.4	3.1%	2.5%	3.3%
영업이익	21.9	78.5	87.3	22.3	79.4	88.7	1.9%	1.2%	1.6%
(OPM)	16.2%	15.1%	15.9%	16.0%	15.0%	15.7%	-0.2%p	-0.2%p	-0.3%p
지배주주순이익	17.4	63.2	68.4	18.2	63.9	70.1	4.8%	1.1%	2.6%

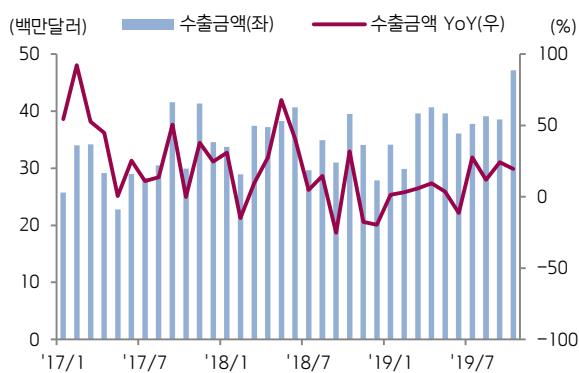
자료: 키움증권 리서치

## 삼양식품 연결기준 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19E	2018	2019E	2020E
<b>매출액</b>	<b>125.9</b>	<b>123.5</b>	<b>110.2</b>	<b>109.8</b>	<b>120.4</b>	<b>133.7</b>	<b>137.6</b>	<b>139.5</b>	<b>469.4</b>	<b>531.3</b>	<b>565.4</b>
(YoY)	7.8%	21.5%	-1.7%	-14.3%	-4.4%	8.2%	25.0%	27.1%	2.4%	13.2%	6.4%
면류	119.5	114.4	101.2	100.3	108.5	119.0	122.9	126.5	435.5	476.9	509.3
(YoY)	13.3%	28.1%	1.1%	-15.2%	-9.2%	4.0%	21.4%	26.1%	5.4%	9.5%	6.8%
내수	74.5	55.3	51.2	56.0	57.4	51.2	54.7	56.0	236.9	219.4	220.9
(YoY)	33.0%	8.5%	3.7%	5.3%	-22.9%	-7.3%	6.8%	0.0%	13.1%	-7.4%	0.7%
수출	45.0	59.2	50.0	44.4	51.0	67.8	68.2	70.5	198.5	257.5	288.4
(YoY)	-9.0%	54.2%	-1.4%	-31.9%	13.4%	14.5%	36.4%	59.0%	-2.5%	29.7%	12.0%
스낵	6.0	6.7	6.7	8.1	9.4	10.2	11.0	11.0	27.5	41.6	44.0
유가공/조미소재	6.3	7.2	6.7	7.5	8.0	10.4	9.7	9.7	27.7	37.7	38.6
기타	0.1	0.2	0.1	0.0	0.1	0.1	0.2	0.2	0.4	0.5	0.6
매출액누리	-6.1	-5.0	-4.6	-6.1	-5.6	-6.0	-6.1	-7.7	-21.7	-25.4	-27.1
<b>매출총이익</b>	<b>35.2</b>	<b>31.8</b>	<b>29.7</b>	<b>28.9</b>	<b>33.3</b>	<b>39.6</b>	<b>40.1</b>	<b>42.4</b>	<b>125.6</b>	<b>155.5</b>	<b>170.2</b>
(GPM)	27.9%	25.7%	26.9%	26.4%	27.7%	29.6%	29.1%	30.4%	26.8%	29.3%	30.1%
<b>판관비</b>	<b>17.1</b>	<b>18.8</b>	<b>17.0</b>	<b>17.5</b>	<b>18.0</b>	<b>18.8</b>	<b>19.1</b>	<b>20.1</b>	<b>70.4</b>	<b>76.0</b>	<b>81.5</b>
(판관비율)	13.6%	15.2%	15.4%	15.9%	15.0%	14.0%	13.9%	14.4%	15.0%	14.3%	14.4%
<b>영업이익</b>	<b>18.0</b>	<b>13.0</b>	<b>12.7</b>	<b>11.4</b>	<b>15.3</b>	<b>20.8</b>	<b>21.0</b>	<b>22.3</b>	<b>55.2</b>	<b>79.4</b>	<b>88.7</b>
(YoY)	37.9%	77.6%	16.8%	-5.0%	-15.0%	60.1%	65.1%	95.1%	27.4%	43.9%	11.6%
(OPM)	14.3%	10.5%	11.5%	10.4%	12.7%	15.6%	15.2%	16.0%	11.8%	15.0%	15.7%
세전이익	19.4	14.9	12.7	6.9	14.8	21.8	22.6	24.3	53.9	83.5	93.6
당기순이익	14.6	11.3	10.3	-0.8	12.5	17.2	16.4	18.4	35.3	64.6	70.9
<b>지배주주순이익</b>	<b>14.4</b>	<b>11.1</b>	<b>10.1</b>	<b>-0.7</b>	<b>11.4</b>	<b>18.1</b>	<b>16.2</b>	<b>18.2</b>	<b>34.8</b>	<b>63.9</b>	<b>70.1</b>
(YoY)	48.1%	67.0%	18.1%	적전	-20.7%	63.0%	60.5%	흑전	21.4%	83.4%	9.8%

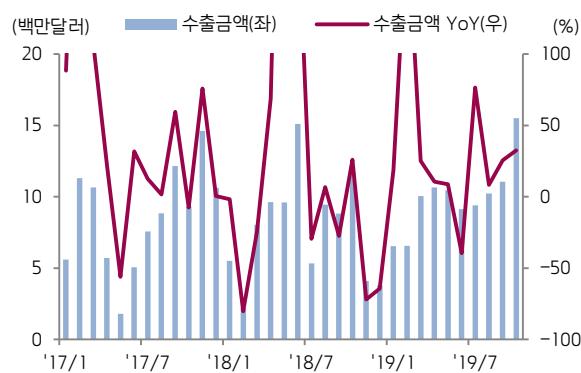
자료: 삼양식품, 키움증권 리서치

## 글로벌 라면 수출액 추이



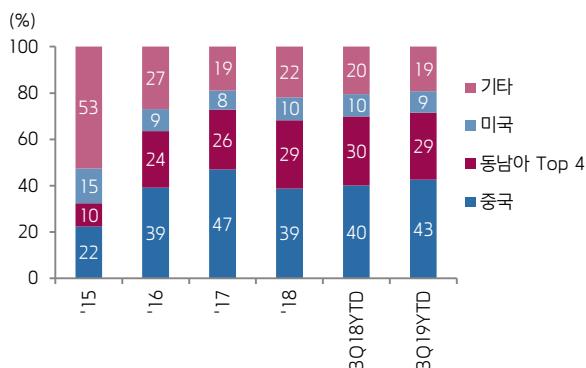
자료: 한국무역통계진흥원, 키움증권 리서치(수리일 기준)

## 중국 라면 수출액 추이



자료: 한국무역통계진흥원, 키움증권 리서치(수리일 기준)

## 삼양식품 국가별 라면 수출 Mix 추이

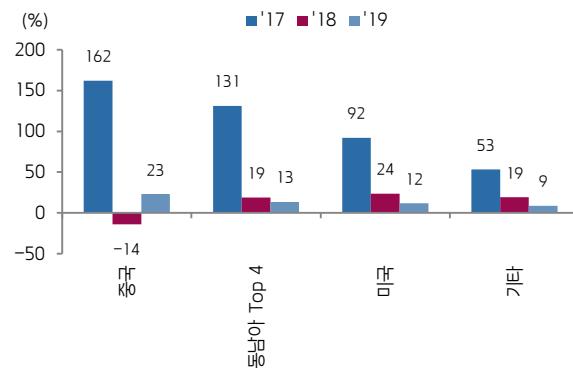


자료: 한국무역통계진흥원, 키움증권 리서치 추정

주: 1) 동남아 Top 4는 인도네시아/태국/말레이지아/베트남을 의미

주: 2) '19년 성장률은 3분기 누계 수출액 기준임

## 삼양식품 국가별 라면 수출 성장률 추이

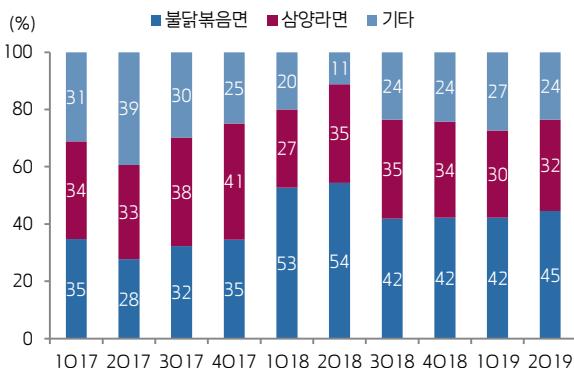


자료: 한국무역통계진흥원, 키움증권 리서치 추정(달러기준)

주: 1) 동남아 Top 4는 인도네시아/태국/말레이지아/베트남을 의미

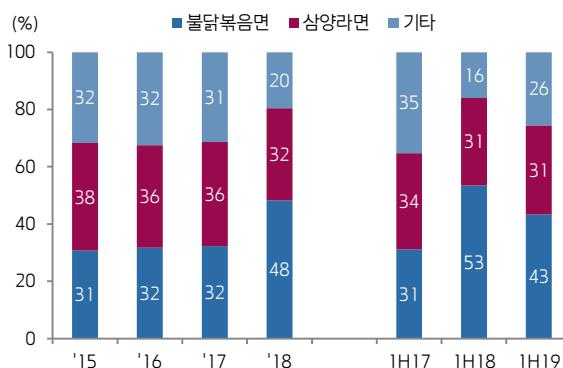
주: 2) '19년 성장률은 3분기 누계 수출액 기준임

## 삼양식품 라면 소매점 매출 Mix 추이 (1)



자료: 닐슨, 식품산업통계정보, 키움증권 리서치

## 삼양식품 라면 소매점 매출 Mix 추이 (2)



자료: 닐슨, 식품산업통계정보, 키움증권 리서치

## 포괄손익계산서

12월 결산, IFRS 연결	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
<b>매출액</b>	458.5	469.4	531.3	565.4	595.1
매출원가	340.5	343.8	375.8	395.3	413.0
<b>매출총이익</b>	117.9	125.6	155.5	170.2	182.0
판관비	74.6	70.4	76.0	81.5	84.9
<b>영업이익</b>	43.3	55.2	79.4	88.7	97.2
<b>EBITDA</b>	49.9	64.8	92.4	101.9	111.1
<b>영업외손익</b>	-7.7	-1.3	4.1	4.9	5.9
이자수익	0.6	0.9	1.7	2.6	3.5
이자비용	1.3	1.6	1.6	1.6	1.6
외환관련이익	1.0	2.8	2.7	2.7	2.7
외환관련손실	4.8	1.7	1.1	1.1	1.1
증속 및 관계기업손익	0.4	1.2	1.2	1.2	1.2
기타	-3.6	-2.9	1.2	1.1	1.2
<b>법인세차감전이익</b>	35.7	53.9	83.5	93.6	103.1
법인세비용	6.5	18.5	18.9	22.7	24.9
<b>계속사업순손익</b>	29.1	35.3	64.6	70.9	78.1
<b>당기순이익</b>	29.1	35.3	64.6	70.9	78.1
<b>지배주주순이익</b>	28.7	34.8	63.9	70.1	77.3
<b>증감율 및 수익성 (%)</b>					
매출액 증감율	27.6	2.4	13.2	6.4	5.3
영업이익 증감율	71.3	27.5	43.8	11.7	9.6
EBITDA 증감율	60.4	29.9	42.6	10.3	9.0
지배주주순이익 증감율	56.7	21.3	83.6	9.7	10.3
EPS 증감율	56.6	21.4	83.4	9.8	10.2
매출총이익률(%)	25.7	26.8	29.3	30.1	30.6
영업이익률(%)	9.4	11.8	14.9	15.7	16.3
EBITDA Margin(%)	10.9	13.8	17.4	18.0	18.7
지배주주순이익률(%)	6.3	7.4	12.0	12.4	13.0

## 현금흐름표

12월 결산, IFRS 연결	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
<b>영업활동 현금흐름</b>	43.6	38.0	77.6	80.1	85.9
당기순이익	0.0	0.0	64.6	70.9	78.1
비현금항목의 가감	13.3	21.1	13.0	13.2	13.9
유형자산감가상각비	5.9	9.3	12.7	12.9	13.7
무형자산감가상각비	0.7	0.3	0.3	0.3	0.3
지분법평가손익	-0.4	-0.6	0.0	0.0	0.0
기타	7.1	12.1	0.0	0.0	-0.1
영업활동자산부채증감	1.2	-32.7	-1.2	-1.5	-1.3
매출채권및기타채권의감소	-10.4	-0.8	-5.1	-3.0	-2.6
재고자산의감소	-4.6	-2.8	-1.5	-1.6	-1.4
매입채무및기타채무의증가	20.4	-20.7	5.5	3.0	2.6
기타	-4.2	-8.4	-0.1	0.1	0.1
<b>기타현금흐름</b>	29.1	49.6	1.2	-2.5	-4.8
<b>투자활동 현금흐름</b>	-45.6	-23.0	-14.0	-18.1	-17.2
유형자산의 취득	-45.6	-35.6	-15.0	-20.0	-20.0
유형자산의 처분	0.1	0.1	0.0	0.0	0.0
무형자산의 순취득	-0.4	-0.6	0.0	0.0	0.0
투자자산의감소(증가)	2.2	10.6	-0.4	-0.4	-0.4
단기금융자산의감소(증가)	-1.8	-0.3	-0.3	-0.3	-0.3
기타	-0.1	2.8	1.7	2.6	3.5
<b>재무활동 현금흐름</b>	12.1	-11.2	-4.6	-4.6	-4.6
차입금의 증가(감소)	14.5	-7.8	0.0	0.0	0.0
자본금, 자본잉여금의 증가(감소)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자기주식처분(취득)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
배당금지급	-1.1	-1.9	-3.0	-3.0	-3.0
기타	-1.3	-1.5	-1.6	-1.6	-1.6
<b>기타현금흐름</b>	-1.3	0.0	-1.5	1.4	2.7
<b>현금 및 현금성자산의 순증가</b>	8.8	3.8	57.5	58.8	66.9
기초현금 및 현금성자산	40.5	49.3	53.1	110.7	169.4
기말현금 및 현금성자산	49.3	53.1	110.7	169.4	236.3

자료: 키움증권 리서치

## 재무상태표

12월 결산, IFRS 연결	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
<b>유동자산</b>	124.9	129.7	194.2	257.9	329.0
현금 및 현금성자산	49.3	53.1	110.7	169.4	236.3
단기금융자산	11.0	11.3	11.6	11.9	12.2
매출채권 및 기타채권	40.3	40.7	45.8	48.8	51.3
재고자산	20.7	23.5	25.0	26.6	28.0
기타유동자산	3.6	1.1	1.1	1.2	1.2
<b>비유동자산</b>	273.2	282.4	284.8	292.0	298.5
투자자산	40.2	29.6	30.0	30.5	30.9
유형자산	225.3	244.6	247.0	254.1	260.4
무형자산	3.8	4.3	3.9	3.6	3.3
기타비유동자산	3.9	3.9	3.9	3.8	3.9
<b>자산총계</b>	398.2	412.1	479.0	549.9	627.5
<b>유동부채</b>	170.0	138.7	144.2	147.2	149.8
매입채무 및 기타채무	97.4	70.9	76.3	79.3	81.9
단기금융부채	69.0	55.1	55.1	55.1	55.1
<b>비유동부채</b>	25.1	39.0	39.0	39.0	39.0
장기금융부채	0.2	8.3	8.3	8.3	8.3
기타비유동부채	24.9	30.7	30.7	30.7	30.7
<b>부채총계</b>	195.1	177.7	183.2	186.2	188.8
<b>자자지분</b>	200.1	230.9	291.7	358.7	432.9
자본금	37.7	37.7	37.7	37.7	37.7
자본잉여금	12.2	12.2	12.2	12.2	12.2
기타자본	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타포괄손익누계액	3.6	3.3	3.2	3.1	3.0
이익잉여금	146.6	177.7	238.6	305.7	380.0
비자지분	3.0	3.5	4.2	5.0	5.8
<b>자본총계</b>	203.1	234.4	295.9	363.7	438.7

## 투자지표

12월 결산, IFRS 연결	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
<b>주당지표(원)</b>					
EPS	3,807	4,623	8,480	9,312	10,265
BPS	26,560	30,652	38,718	47,616	57,468
CFPS	5,630	7,489	10,299	11,173	12,221
DPS	250	400	400	400	400
<b>주가배수(배)</b>					
PER	25.4	11.2	10.9	10.0	9.0
PER(최고)	26.2	25.4	11.2		
PER(최저)	9.6	10.8	5.6		
PBR	3.64	1.70	2.40	1.95	1.61
PBR(최고)	3.75	3.83	2.45		
PBR(최저)	1.38	1.63	1.22		
PSR	1.59	0.83	1.32	1.24	1.17
PCFR	17.2	6.9	9.0	8.3	7.6
EV/EBITDA	14.9	6.1	7.0	5.8	4.7
<b>주요비율(%)</b>					
배당성향(%·보통주,현금)	6.5	8.5	4.7	4.2	3.9
배당수익률(%·보통주,현금)	0.3	0.8	0.4	0.4	0.4
ROA	8.0	8.7	14.5	13.8	13.3
ROE	15.3	16.2	24.4	21.6	19.5
ROIC	20.8	17.5	26.1	27.9	29.6
매출채권회전율	13.0	11.6	12.3	12.0	11.9
재고자산회전율	24.9	21.2	21.9	21.9	21.8
부채비율	96.0	75.8	61.9	51.2	43.0
순차입금비율	4.4	-0.4	-19.9	-32.4	-42.2
이자보상배율	34.3	35.2	50.7	56.5	62.0
총차입금	69.2	63.4	63.4	63.4	63.4
순차입금	8.9	-1.0	-58.9	-117.9	-185.1
NOPLAT	49.9	64.8	92.4	101.9	111.1
FCF	-0.6	-21.5	58.2	58.9	66.3

## Compliance Notice

- 당사는 11월 14일 현재 '삼양식품(003230)' 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 등 자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 등 자료의 금융투자분석사는 자료 작성일 현재 등 자료상에 언급된 기업들의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 등 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간접없이 작성되었음을 확인합니다.

## 고지사항

- 본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없고, 통지 없이 의견이 변경될 수 있습니다.
- 본 조사분석자료는 유가증권 투자를 위한 정보제공을 목적으로 당사 고객에게 배포되는 참고자료로서, 유가증권의 종류, 종목, 매매의 구분과 방법 등에 관한 의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일제의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않으며 법적 분쟁에서 증거로 사용 될 수 없습니다.
- 본 조사 분석자료를 무단으로 인용, 복제, 전시, 배포, 전송, 편집, 번역, 출판하는 등의 방법으로 저작권을 침해하는 경우에는 관련법에 의하여 민·형사상 책임을 지게 됩니다.

## 투자의견변동내역(2개년)

종목명	일자	투자의견	목표주가	목표 가격 대상 시점		괴리율(%)	
				평균 주가대비	최고 주가대비	평균 주가대비	최고 주가대비
삼양식품 (003230)	2019-10-16	BUY(Initiate)	120,000원	6개월	-26.61	-22.67	
	2019-11-15	BUY(Maintain)	120,000원	6개월			

\*주가는 수정주가를 기준으로 괴리율을 산출하였음.

## 목표주가추이(2개년)



## 투자의견 및 적용기준

기입	적용기준(6개월)
Buy(매수)	시장대비 +20% 이상 주가 상승 예상
Outperform(시장수익률 상회)	시장대비 +10~+20% 주가 상승 예상
Marketperform(시장수익률)	시장대비 +10~-10% 주가 변동 예상
Underperform(시장수익률 하회)	시장대비 -10~-20% 주가 하락 예상
Sell(매도)	시장대비 -20% 이하 주가 하락 예상

업종	적용기준(6개월)
Overweight (비중확대)	시장대비 +10% 이상 초과수익 예상
Neutral (중립)	시장대비 +10~-10% 변동 예상
Underweight (비중축소)	시장대비 -10% 이상 초과하락 예상

## 투자등급 비율 통계 (2018/10/01~2019/09/30)

매수	중립	매도
93.98%	5.42%	0.60%