



BUY(Maintain)

목표주가: 130,000원

주가(2/14): 99,700원

시가총액: 7,510억원

음식료/유통
Analyst 박상준, CFA
02) 3787-4807
sjpark@kiwoom.com

Stock Data

KOSPI (2/14)	2,243.59pt	
52주 주가동향	최고가	최저가
최고/최저가 대비	106,000원	60,300원
등락률	-5.9%	65.3%
수익률	절대	상대
1M	-0.3%	-0.5%
6M	50.8%	30.3%
1Y	46.0%	44.8%

Company Data

발행주식수	7,533천주
일평균 거래량(3M)	35천주
외국인 지분율	6.9%
배당수익률(19P)	0.4%
BPS(19P)	38,116원
주요 주주	삼양내츄럴스 외 11인
	46.6%

투자지표

(십억원, IFRS 연결)	2018	2019P	2020F	2021F
매출액	469.4	543.6	584.5	620.3
영업이익	55.2	78.3	87.9	98.8
EBITDA	64.8	91.3	101.2	113.8
세전이익	53.9	78.3	93.2	105.0
순이익	35.3	60.0	70.7	79.6
지배주주지분순이익	34.8	59.3	69.9	78.8
EPS(원)	4,623	7,877	9,273	10,463
증감률(% YoY)	21.4	70.4	17.7	12.8
PER(배)	11.2	12.7	10.8	9.5
PBR(배)	1.70	2.62	2.12	1.75
EV/EBITDA(배)	6.1	6.7	5.6	4.4
영업이익률(%)	11.8	14.4	15.0	15.9
ROE(%)	16.2	22.9	21.8	20.1
순차입금비율(%)	-0.4	-18.5	-28.5	-39.4

Price Trend

 실적 Review

삼양식품 (003230)

코로나19 단기 영향 있으나, 2Q부터 회복 기대



삼양식품의 4분기 연결기준 영업이익은 212억원으로 시장 컨센서스를 하회하였다. 불닭볶음면 수출 호조로 인해, 전사 매출은 컨센 대비 +3% 상회하였으나, 환율 변동에 따른 마진 스프레드 악화와 인센티브 집행으로 인해, 전사 수익성이 컨센을 하회하였다. 단기적으로는 코로나19 영향이 불가피 할 것으로 추산되나, 매출 흐름이 좋은 만큼, 2분기부터 실적 모멘텀이 점차 회복될 것으로 기대된다.

>>> 4분기 영업이익 212억원으로 시장 컨센서스 하회

삼양식품의 4분기 연결기준 영업이익은 212억원(+85%, YoY)으로 시장 컨센서스를 하회하였다. 중국/베트남/말레이지아 불닭볶음면 수출 호조로 인해, 전사 매출액은 시장 컨센서스를 +3% 상회하였다. 하지만, 1) 원/달러 환율 변동에 따른 마진 스프레드 악화(3Q19 대비 수출 단가 하락 / 원재료 투입단가 상승), 2) 전사 실적 호조에 따른 인센티브 추가 집행으로 인해, QoQ 매출 증가에도 불구하고 영업이익률이 3Q19 대비 하락하면서, 영업이익이 시장 컨센서스를 하회하였다.

>>> 단기적으로 코로나19 영향 있으나, 2Q20부터 회복 기대

단기적으로는 코로나19 영향에 따라 전사 매출액이 예상 보다 부진할 것으로 판단된다. 통상 1분기는 중국 광군제 재고 조정 영향으로 매출액이 계절적으로 약한 분기인데, 중국 내 코로나19 확산에 따른 물류 차질이 발생하면서, 예상 보다 매출액이 부진할 가능성이 생긴 상황이다.

다만, 2Q20부터는 회복 기조를 보일 가능성이 높다. 전사 매출 흐름이 여전히 좋은 편이고, 과거에도 전염병이 소비에 미치는 영향은 단기간에 마무리 되는 경향이 컸기 때문이다(3개월内外). 따라서, 1Q20 매출 우려로 주가가 조정을 받는다면, 중기적인 관점에서 저가 매수 접근이 가능할 것으로 판단된다. 올해도 1) 중국 서부 권역 확대, 2) 동남아 지역 수출 다변화를 통해, 불닭볶음면 수출이 증가세를 보일 것으로 기대되기 때문이다.

>>> 투자의견 BUY, 목표주가 13만원 유지

삼양식품에 대해 투자의견 BUY, 목표주가 13만원을 유지한다. 동사는 불닭볶음면 수출을 중심으로 매출액과 영업이익이 안정적으로 성장하고 있으며, 올해 확대된 판촉 여력을 바탕으로 국내에서 신제품 출시 활동을 늘려나갈 것으로 기대된다. 올해 예상 PER은 10~11배 수준으로 주요 음식료 업체 대비 크게 할인되어 있는 상황이기 때문에, 밸류에이션 매력도도 높은 편으로 판단된다.

삼양식품 4Q19 연결기준 실적 리뷰 (단위: 십억원)

구분	4Q19P	4Q18	(YoY)	3Q19	(QoQ)	컨센서스	(차이)	키움증권	(차이)
매출액	151.9	109.8	38.3%	137.6	10.4%	147.5	3.0%	149.1	1.9%
영업이익	21.2	11.4	86.0%	21.0	1.0%	24.3	-12.8%	25.1	-15.5%
(OPM)	14.0%	10.4%	3.6%p	15.3%	-1.3%p	16.5%	-2.5%p	16.8%	-2.9%p
당기순이익	13.9	-0.8	흑전	16.4	-15.2%	16.8	-17.3%	19.8	-29.8%

자료: 삼양식품, Fn Guide, 키움증권 리서치

삼양식품 연결기준 실적 추정치 변경 내역 (단위: 십억원)

구분	변경 전			변경 후			차이		
	1Q20E	2020E	2021E	1Q20E	2020E	2021E	1Q20E	2020E	2021E
매출액	133.3	579.5	615.9	129.3	584.5	620.3	-3.0%	0.9%	0.7%
영업이익	18.6	92.0	102.9	16.7	87.9	98.8	-10.3%	-4.4%	-4.0%
(OPM)	14.0%	15.9%	16.7%	12.9%	15.0%	15.9%	-1.0%p	-0.8%p	-0.8%p
지배주주순이익	14.8	72.6	81.7	13.4	69.9	78.8	-9.3%	-3.8%	-3.5%

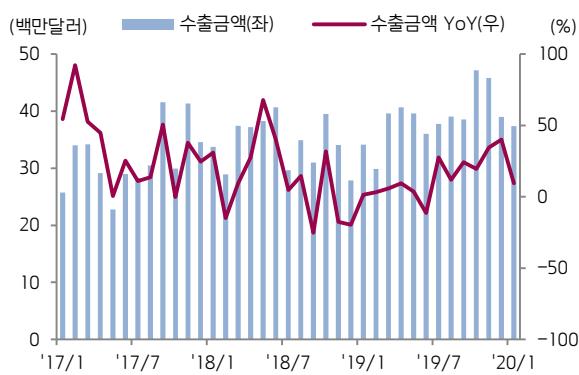
자료: 키움증권 리서치

삼양식품 연결기준 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19P	1Q20E	2Q20E	3Q20E	4Q20E	2018	2019P	2020E	2021E
매출액	120.4	133.7	137.6	151.9	129.3	144.0	148.2	162.9	469.4	543.6	584.5	620.3
(YoY)	-4.4%	8.2%	25.0%	38.3%	7.4%	7.7%	7.7%	7.3%	2.4%	15.8%	7.5%	6.1%
면류	108.5	119.0	122.9	136.4	111.4	126.5	130.9	148.0	435.5	486.8	516.8	554.4
(YoY)	-9.2%	4.0%	21.4%	36.0%	2.7%	6.3%	6.4%	8.5%	5.4%	11.8%	6.2%	7.3%
내수	57.4	51.2	54.7	55.4	56.3	53.3	55.8	56.5	236.9	218.8	221.9	224.1
(YoY)	-22.9%	-7.3%	6.8%	-1.0%	-2.0%	4.0%	2.0%	2.0%	13.1%	-7.7%	1.4%	1.0%
수출	51.0	67.8	68.2	81.0	55.1	73.2	75.0	91.5	198.5	268.0	294.8	330.2
(YoY)	13.4%	14.5%	36.4%	82.6%	8.0%	8.0%	10.0%	13.0%	-2.5%	35.0%	10.0%	12.0%
스낵	9.4	10.2	11.0	13.3	13.3	13.3	13.3	13.3	27.5	43.9	53.2	53.2
유가공/조미소재	8.0	10.4	9.7	10.5	10.5	10.5	10.5	10.5	27.7	38.6	42.0	42.0
기타	0.1	0.1	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	0.4	0.5	0.6	0.6
매출액누리	-5.6	-6.0	-6.1	-8.5	-6.1	-6.4	-6.6	-9.1	-21.7	-26.2	-28.2	-29.9
매출총이익	33.3	39.6	40.1	41.0	35.6	43.0	43.3	45.4	125.6	154.0	167.4	181.8
(GPM)	27.7%	29.6%	29.1%	27.0%	27.6%	29.9%	29.2%	27.9%	26.8%	28.3%	28.6%	29.3%
판관비	18.0	18.8	19.1	19.8	19.0	19.7	20.1	20.8	70.4	75.7	79.5	83.0
(판관비율)	15.0%	14.0%	13.9%	13.0%	14.7%	13.6%	13.6%	12.7%	15.0%	13.9%	13.6%	13.4%
영업이익	15.3	20.8	21.0	21.2	16.7	23.4	23.2	24.6	55.2	78.3	87.9	98.8
(YoY)	-15.0%	60.1%	65.1%	85.3%	8.9%	12.2%	10.9%	16.3%	27.4%	41.9%	12.3%	12.3%
(OPM)	12.7%	15.6%	15.2%	14.0%	12.9%	16.2%	15.7%	15.1%	11.8%	14.4%	15.0%	15.9%
세전이익	14.8	21.8	22.6	19.0	18.0	24.7	24.6	26.0	53.9	78.3	93.2	105.0
당기순이익	12.5	17.2	16.4	13.9	13.6	18.7	18.6	19.7	35.3	60.0	70.7	79.6
지배주주순이익	11.4	18.1	16.2	13.7	13.4	18.5	18.4	19.5	34.8	59.3	69.9	78.8
(YoY)	-20.7%	63.0%	60.5%	흑전	17.6%	2.4%	14.1%	42.4%	21.4%	70.4%	17.7%	12.8%

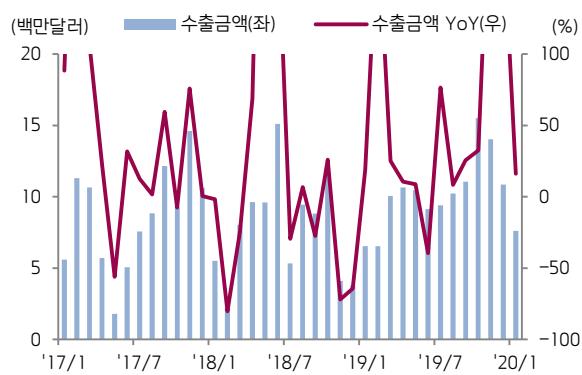
자료: 삼양식품, 키움증권 리서치

한국 전체 월별 글로벌 라면 수출액 추이



자료: 한국무역통계진흥원, 키움증권 리서치(수리일 기준)

한국 전체 월별 중국 라면 수출액 추이



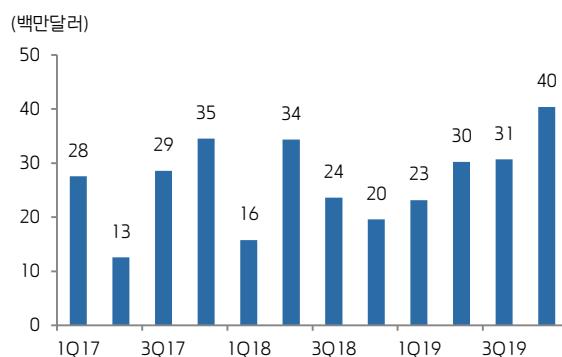
자료: 한국무역통계진흥원, 키움증권 리서치(수리일 기준)

한국 전체 분기별 글로벌 라면 수출액 추이



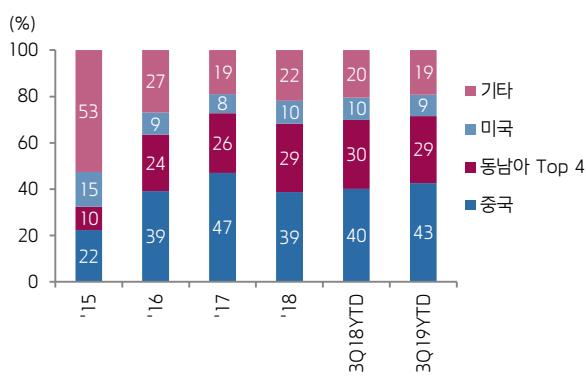
자료: 한국무역통계진흥원, 키움증권 리서치(수리일 기준)

한국 전체 분기별 중국 라면 수출액 추이



자료: 한국무역통계진흥원, 키움증권 리서치(수리일 기준)

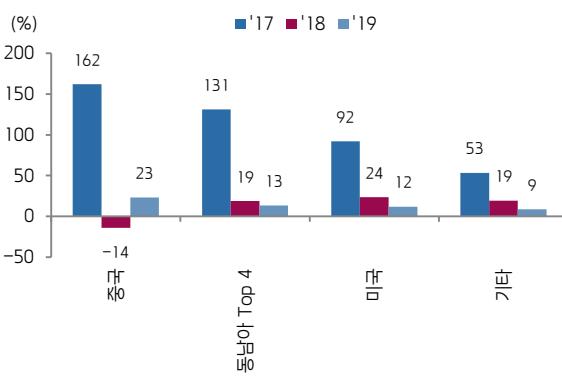
삼양식품 국가별 라면 수출 Mix 추이



자료: 한국무역통계진흥원, 키움증권 리서치 추정

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

삼양식품 국가별 라면 수출 성장률 추이

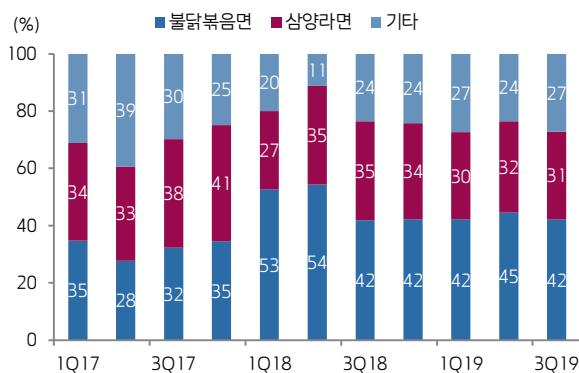


자료: 한국무역통계진흥원, 키움증권 리서치 추정(달러기준)

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

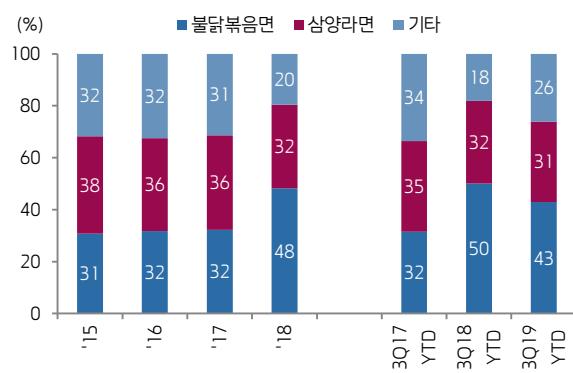
주: 2) '19년 성장률은 3분기 누계 수출액 기준임

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

12 월 결산, IFRS 연결	2017A	2018A	2019P	2020F	2021F
매출액	458.5	469.4	543.6	584.5	620.3
매출원가	340.5	343.8	389.6	417.0	438.6
매출총이익	117.9	125.6	154.0	167.4	181.8
판관비	74.6	70.4	75.7	79.5	83.0
영업이익	43.3	55.2	78.3	87.9	98.8
EBITDA	49.9	64.8	91.3	101.2	113.8
영업외손익	-7.7	-1.3	0.0	5.3	6.3
이자수익	0.6	0.9	1.7	1.6	2.6
이자비용	1.3	1.6	1.6	0.3	0.3
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	-2.9	1.2	1.2
법인세차감전이익	35.7	53.9	78.3	93.2	105.0
법인세비용	6.5	18.5	18.2	22.6	25.4
계속사업순손익	29.1	35.3	60.0	70.7	79.6
당기순이익	29.1	35.3	60.0	70.7	79.6
지배주주순이익	28.7	34.8	59.3	69.9	78.8
증감율 및 수익성 (%)					
매출액 증감율	27.6	2.4	15.8	7.5	6.1
영업이익 증감율	71.3	27.5	41.8	12.3	12.4
EBITDA 증감율	60.4	29.9	40.9	10.8	12.5
지배주주순이익 증감율	56.7	21.3	70.4	17.9	12.7
EPS 증감율	56.6	21.4	70.4	17.7	12.8
매출총이익률(%)	25.7	26.8	28.3	28.6	29.3
영업이익률(%)	9.4	11.8	14.4	15.0	15.9
EBITDA Margin(%)	10.9	13.8	16.8	17.3	18.3
지배주주순이익률(%)	6.3	7.4	10.9	12.0	12.7

현금흐름표

12 월 결산, IFRS 연결	2017A	2018A	2019P	2020F	2021F
영업활동 현금흐름	43.6	38.0	73.2	79.6	87.7
당기순이익	0.0	0.0	60.0	70.7	79.6
비현금형목의 가감	13.3	21.1	13.0	13.2	15.0
유형자산감가상각비	5.9	9.3	12.7	12.9	14.7
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	0.0
영업활동자산부채증감	1.2	-32.7	-1.8	-1.8	-1.6
매출채권및기타채권의감소	-10.4	-0.8	-6.2	-3.5	-3.1
재고자산의감소	-4.6	-2.8	-2.1	-1.9	-1.7
매입채무및기타채무의증가	20.4	-20.7	6.5	3.6	3.2
기타	-4.2	-8.4	0.0	0.0	0.0
기타현금흐름	29.1	49.6	2.0	-2.5	-5.3
투자활동 현금흐름	-45.6	-23.0	-21.5	-29.1	-18.1
유형자산의 취득	-45.6	-35.6	-15.0	-30.0	-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)	2.1	10.5	-7.9	-0.4	-0.4
단기금융자산의감소(증가)	-1.8	-0.3	-0.3	-0.3	-0.3
기타	0.0	2.9	1.7	1.6	2.6
재무활동 현금흐름	12.1	-11.2	-4.6	-55.3	-3.3
차입금의 증가(감소)	14.5	-7.8	0.0	-52.0	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	-0.3	-0.3
기타현금흐름	-1.3	0.0	5.4	0.9	2.8
현금 및 현금성자산의 순증가	8.8	3.8	52.5	-3.9	69.1
기초현금 및 현금성자산	40.5	49.3	53.1	105.6	101.7
기말현금 및 현금성자산	49.3	53.1	105.6	101.7	170.9

자료: 키움증권 리서치

재무상태표

12 월 결산, IFRS 연결	2017A	2018A	2019P	2020F	2021F
유동자산	124.9	129.7	190.8	192.7	266.9
현금 및 현금성자산	49.3	53.1	105.6	101.7	170.9
단기금융자산	11.0	11.3	11.6	11.9	12.2
매출채권 및 기타채권	40.3	40.7	46.9	50.4	53.5
재고자산	20.7	23.5	25.6	27.5	29.2
기타유동자산	3.6	1.1	1.1	1.2	1.1
비유동자산	273.2	282.4	284.8	302.0	307.5
투자자산	32.6	22.1	30.0	30.5	30.9
유형자산	225.3	244.6	247.0	264.1	269.3
무형자산	3.8	4.3	3.9	3.6	3.3
기타비유동자산	11.5	11.4	3.9	3.8	4.0
자산총계	398.2	412.1	475.6	494.7	574.4
유동부채	170.0	138.7	145.3	96.9	100.1
매입채무 및 기타채무	97.4	70.9	77.4	81.0	84.2
단기금융부채	69.0	55.1	55.1	3.1	3.1
기타유동부채	3.6	12.7	12.8	12.8	12.8
비유동부채	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
부채총계	195.1	177.7	184.3	135.9	139.0
자본지분	200.1	230.9	287.1	353.9	429.6
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	234.1	300.9	376.7
비자본지분	3.0	3.5	4.2	5.0	5.8
자본총계	203.1	234.4	291.3	358.9	435.4

투자지표

12 월 결산, IFRS 연결	2017A	2018A	2019P	2020F	2021F
주당지표(원)					
EPS	3,807	4,623	7,877	9,273	10,463
BPS	26,560	30,652	38,116	46,975	57,024
CFPS	5,630	7,489	9,697	11,133	12,560
DPS	250	400	400	400	400
주가배수(배)					
PER	25.4	11.2	12.7	10.8	9.5
PER(최고)	26.2	25.4	12.1		
PER(최저)	9.6	10.8	6.0		
PBR	3.64	1.70	2.62	2.12	1.75
PBR(최고)	3.75	3.83	2.50		
PBR(최저)	1.38	1.63	1.24		
PSR	1.59	0.83	1.38	1.29	1.21
PCFR	17.2	6.9	10.3	9.0	7.9
EV/EBITDA	14.9	6.1	6.7	5.6	4.4
주요비율(%)					
배당성향(%), 보통주, 현금	6.5	8.5	5.0	4.3	3.8
배당수익률(%), 보통주, 현금	0.3	0.8	0.4	0.4	0.4
ROA	8.0	8.7	13.5	14.6	14.9
ROE	15.3	16.2	22.9	21.8	20.1
ROIC	20.8	17.5	25.5	27.0	28.8
매출채권회전율	13.0	11.6	12.4	12.0	11.9
재고자산회전율	24.9	21.2	22.2	22.0	21.9
부채비율	96.0	75.8	63.2	37.9	31.9
순차입금비율	4.4	-0.4	-18.5	-28.5	-39.4
이자보상배율	34.3	35.2	49.9	312.1	350.5
총차입금	69.2	63.4	63.4	11.4	11.4
순차입금	8.9	-1.0	-53.8	-102.3	-171.7
NOPLAT	49.9	64.8	91.3	101.2	113.8
FCF	-0.6	-21.5	56.3	48.0	68.3

Compliance Notice

- 당사는 2월 14일 현재 '삼양식품(003230)' 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사는 자료 작성일 현재 동 자료상에 언급된 기업들의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 동 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	목표가격 대상 시점		괴리율(%)	
				평균 주가대비	최고 주가대비	평균 주가대비	최고 주가대비
삼양식품 (003230)	2019-10-16	BUY(Initiate)	120,000원	6개월	-26.65	-22.67	
	2019-11-15	BUY(Maintain)	120,000원	6개월	-26.42	-22.67	
	2020-01-03	BUY(Maintain)	130,000원	6개월	-22.90	-18.46	
	2020-02-17	BUY(Maintain)	130,000원	6개월			

*주가는 수정주가를 기준으로 괴리율을 산출하였음.

목표주가추이(2개년)



투자의견 및 적용기준

기업	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 (2019/01/01~2019/12/31)

매수	중립	매도
97.33%	2.00%	0.67%