



BUY(Maintain)

목표주가: 170,000원 (상향)

주가(6/19): 134,500원

시가총액: 10,132억원

음식료/유통

Analyst 박상준, CFA

02) 3787-4807

sjpark@kiwoom.com

Stock Data

KOSPI (6/19)		2,141.32pt
52 주 주가동향	최고가	최저가
최고/최저가 대비	137,000원	60,300원
등락률	-15.0%	123.1%
수익률	절대	상대
1M	8.5%	0.3%
6M	54.4%	58.4%
1Y	85.5%	84.1%

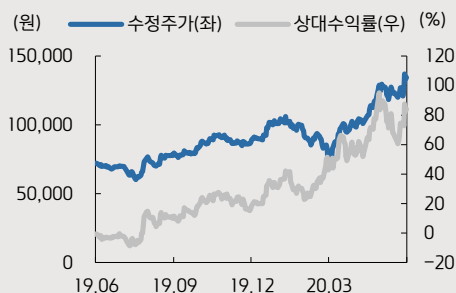
Company Data

발행주식수	7,533천주
일평균 거래량(3M)	88천주
외국인 지분율	10.9%
배당수익률(20E)	0.7%
BPS(20E)	48,090원
주요 주주	삼양내츄럴스 외 12인 46.1%

투자지표

(십억원, IFRS 연결)	2018	2019	2020F	2021F
매출액	469.4	543.6	640.4	670.7
영업이익	55.2	78.3	106.5	110.7
EBITDA	64.8	90.4	119.9	125.8
세전이익	53.9	78.3	111.6	116.9
순이익	35.3	60.0	85.3	88.6
지배주주지분순이익	34.8	59.6	84.6	88.2
EPS(원)	4,623	7,906	11,232	11,706
증감률(% YoY)	21.4	71.0	42.1	4.2
PER(배)	11.2	11.4	10.4	10.0
PBR(배)	1.70	2.39	2.42	1.97
EV/EBITDA(배)	6.1	7.2	6.5	5.6
영업이익률(%)	11.8	14.4	16.6	16.5
ROE(%)	16.2	23.1	26.2	21.9
순차입금비율(%)	-1.0	-11.8	-27.6	-39.5

Price Trend



삼양식품 (003230)

역대 최고 실적을 향해



삼양식품은 중국 618 쇼핑 축제 영향에 따른 불닭볶음면 수요 호조로 인해, 2분기에 역대 최고 실적을 달성할 것으로 기대된다. 라면 매출 내 수출 비중은 올해 60%를 넘어서면서, 전사 이익 성장이 지속될 것으로 기대되는 가운데, 올해 예상 PER도 10배 수준으로 Peer 대비 저평가 매력도도 높은 편이다.

>>> 중국 수요 호조로 매출 고성장세 지속 전망

삼양식품의 2분기 연결기준 매출액은 +20% 이상 성장 가능할 것으로 판단된다. 라면 내수 매출은 식료품 사재기 완화와 외부 활동 재개 영향으로 1분기 대비 수요가 감소할 것으로 추산되나(YoY 성장률: 1Q +16%, 4월 +10% 이상, 5월 플랫), **중국 618 쇼핑 축제 영향으로 불닭볶음면 수출이 크게 증가하면서, 동사의 4~5월 수출액이 전년동기 대비 +50% 내외 증가하는 추세**이기 때문이다. 이로 인해, 6월 수출액을 보수적으로 가정하더라도 2분기에 역대 최고 분기 수출 실적을 달성할 수 있을 것으로 판단된다.

>>> 내수 수익성 하락은 Mix 개선으로 상쇄 가능할 듯

내수 라면은 식료품 사재기 완화와 외부 활동 재개 영향으로 수요가 감소하면서 1분기 대비 수익성이 하락할 것으로 판단된다. 작년 2분기 대비는 매출과 수익성이 개선될 수 있으나, 올해 1분기 대비는 매출과 수익성이 모두 하락할 가능성이 높다. 다만, **수익성이 높은 수출의 매출 비중이 증가하고(1Q20 53%, 2Q20E 64%), 원/달러 환율이 상승하면서, 2분기 전사 영업이익률은 1분기 대비 개선될 가능성이 높다.** 이로 인해, 동사는 올해 2분기에 역대 최고 분기 영업이익 실적을 달성할 것으로 기대된다(2Q20E 영업이익 294억원, +41% YoY).

>>> 투자이견 BUY 유지, 목표주가 170,000원으로 상향

삼양식품에 대해 투자이견 BUY를 유지하고, 목표주가를 170,000원으로 상향한다(실적 추정치 상향). 동사는 불닭볶음면 수출 확대를 중심으로 전사 매출이 꾸준히 고성장하고 있다. 특히, 라면 매출 내 수출 비중은 올해부터 60% 이상으로 확대되면서, 전사 이익 성장이 지속될 것으로 판단되며, 올해 예상 PER도 10배 수준으로 Peer 대비 저평가 매력도도 높은 편이다.

삼양식품 연결기준 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20E	3Q20E	4Q20E	2019	2020E	2021E
매출액	120.4	133.7	137.6	151.9	156.4	164.0	150.0	170.0	543.6	640.4	670.7
(YoY)	-4.4%	8.2%	25.0%	38.3%	29.9%	22.7%	9.0%	11.9%	15.8%	17.8%	4.7%
면류	108.5	119.0	122.9	138.5	141.1	148.9	134.3	155.4	488.9	579.7	611.3
(YoY)	-9.2%	4.0%	21.4%	38.1%	30.1%	25.1%	9.2%	12.2%	12.3%	18.6%	5.5%
내수	57.4	51.2	54.7	59.7	66.6	53.3	55.8	60.9	223.1	236.6	233.1
(YoY)	-22.9%	-7.3%	6.8%	6.7%	15.9%	4.0%	2.0%	2.0%	-5.8%	6.0%	-1.5%
수출	51.0	67.8	68.2	78.8	74.6	95.6	78.4	94.5	265.8	343.1	378.3
(YoY)	13.4%	14.5%	36.4%	77.6%	46.1%	41.0%	15.0%	20.0%	33.9%	29.1%	10.3%
스낵	9.4	10.2	11.0	10.7	12.3	12.3	12.3	12.3	41.3	49.2	49.2
유가공/조미소재	8.0	10.4	9.7	9.6	10.0	10.0	10.0	10.0	37.7	40.1	40.1
기타	0.1	0.1	0.2	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.5	0.5	0.5
매출에누리	-5.6	-6.0	-6.1	-7.1	-7.2	-7.3	-6.7	-7.9	-24.8	-29.1	-30.5
매출총이익	33.3	39.6	40.1	44.1	47.8	50.7	45.1	50.4	157.1	193.9	204.5
(GPM)	27.7%	29.6%	29.1%	29.0%	30.6%	30.9%	30.0%	29.6%	28.9%	30.3%	30.5%
판매비	18.0	18.8	19.1	22.9	21.1	21.3	20.9	24.1	78.9	87.4	93.8
(판매비율)	15.0%	14.0%	13.9%	15.1%	13.5%	13.0%	13.9%	14.2%	14.5%	13.6%	14.0%
영업이익	15.3	20.8	21.0	21.2	26.7	29.4	24.2	26.3	78.3	106.5	110.7
(YoY)	-15.0%	60.1%	65.1%	85.2%	74.0%	41.2%	15.2%	24.1%	41.9%	36.0%	4.0%
(OPM)	12.7%	15.6%	15.2%	13.9%	17.1%	17.9%	16.1%	15.5%	14.4%	16.6%	16.5%
세전이익	14.8	21.8	22.6	19.0	29.1	30.3	25.0	27.3	78.3	111.6	116.9
당기순이익	12.5	17.2	16.4	13.9	22.7	22.9	19.0	20.7	60.0	85.3	88.6
지배주주순이익	11.4	18.1	16.2	13.9	22.3	22.8	18.9	20.6	59.6	84.6	88.2
(YoY)	-20.7%	63.0%	60.5%	흑전	95.7%	26.3%	16.8%	48.0%	71.0%	42.1%	4.2%

자료: 삼양식품, 키움증권 리서치

Peer Group Valuation

구분		삼양식품	농심	오뚜기	오리온
6/19 종가(원)		134,500	369,500	587,000	134,500
6/19 시가총액(조원)		1.01	2.25	2.12	5.32
매출 YoY	'20E	16.3%	10.3%	3.9%	8.3%
	'21E	6.2%	3.3%	3.4%	5.9%
OP YoY	'20E	31.5%	83.9%	11.3%	16.9%
	'21E	0.8%	-7.3%	2.9%	5.9%
EPS YoY	'20E	31.8%	74.2%	35.2%	30.0%
	'21E	0.4%	-3.4%	0.3%	5.5%
OPM	'20E	16.3%	5.6%	6.7%	17.5%
	'21E	15.5%	5.0%	6.7%	17.5%
PER(배)	'20E	12.9	18.2	16.2	19.0
	'21E	12.9	18.8	16.1	18.0
EV/EBITDA(배)	'20E	8.1	7.2	8.1	10.3
	'21E	7.3	7.3	7.5	9.5

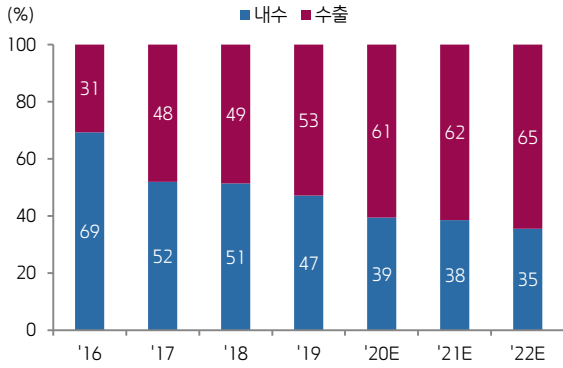
자료: Fn Guide, 키움증권 리서치(시장 컨센서스 기준)

삼양식품 목표주가 변경 내역

EPS(원)	11,588	'20E EPS * 25% + '21E EPS * 75%
Target PER(배)	14.3	수출 중심의 고성장세 감안하여 최근 1년 FW12M PER 상단에 10% 할증
목표주가(원)	170,000	만원 이하 반올림

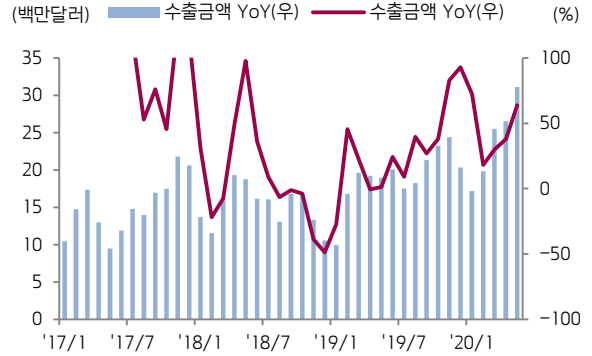
자료: 키움증권 리서치

삼양식품 면류 매출 Mix 추이 및 전망



자료: 삼양식품, 키움증권 리서치

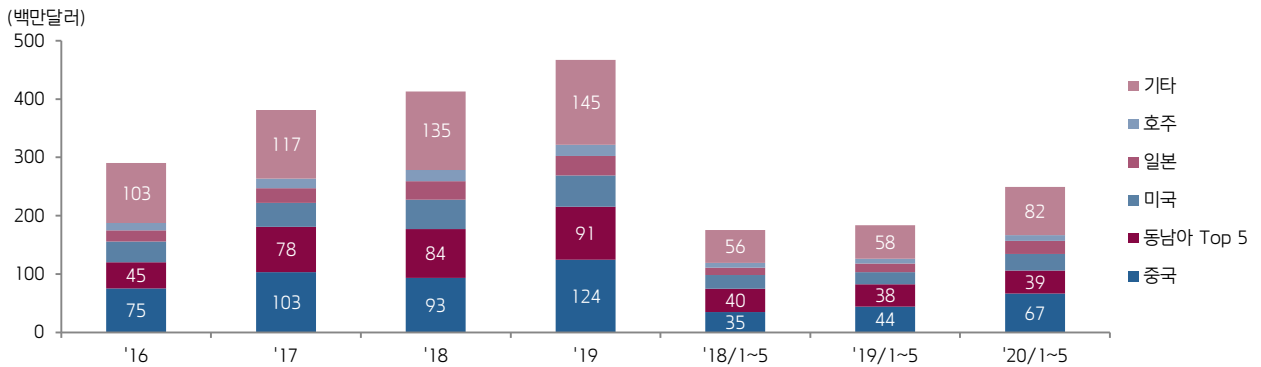
삼양식품의 월별 라면 수출액 추이



자료: 한국무역통계진흥원, 키움증권 리서치(출항일 기준)

주: 1) 수출통계 데이터에 기반한 당사 추정치

연도별 한국의 국가별 라면 수출액 추이



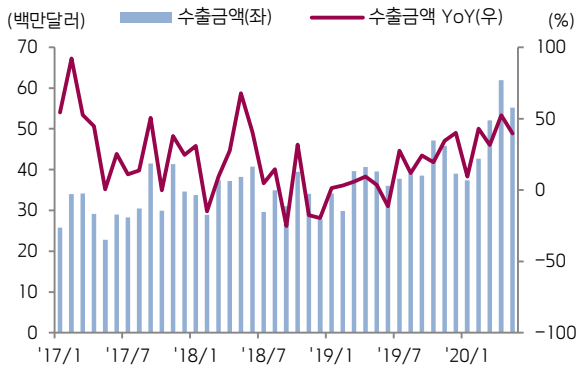
자료: 한국무역통계진흥원, 키움증권 리서치(수리일 기준)

주: 1) 동남아 Top 5는 태국, 필리핀, 말레이시아, 베트남, 인도네시아를 의미

주: 2) 중국/동남아 Top 5에서는 삼양식품의 수출 비중이 높고, 일본/호주/기타에서는 농심의 수출 비중이 높음.

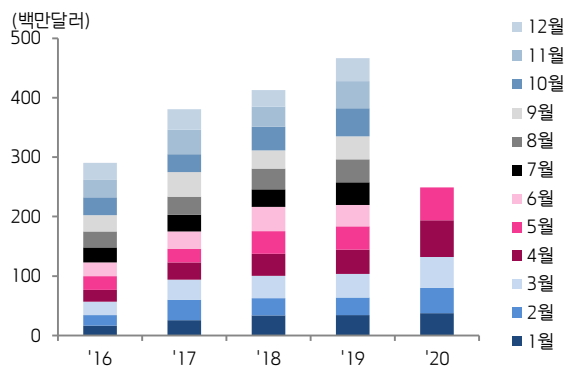
미국은 현지 생산 및 판매를 하는 농심의 수출 비중이 상대적으로 낮은 편

한국의 월별 라면 수출액 추이(1)



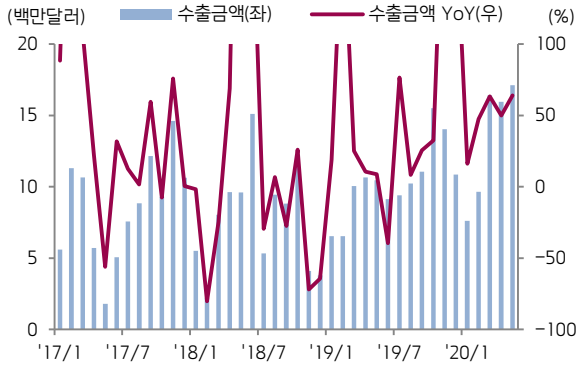
자료: 한국무역통계진흥원, 키움증권 리서치(수리일 기준)

한국의 월별 라면 수출액 추이(2)



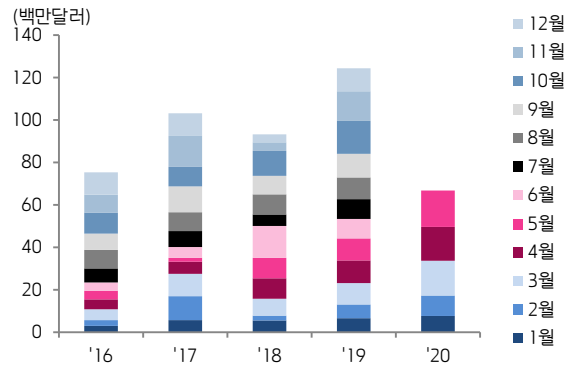
자료: 한국무역통계진흥원, 키움증권 리서치(수리일 기준)

한국의 월별 중국向 라면 수출액 추이(1)



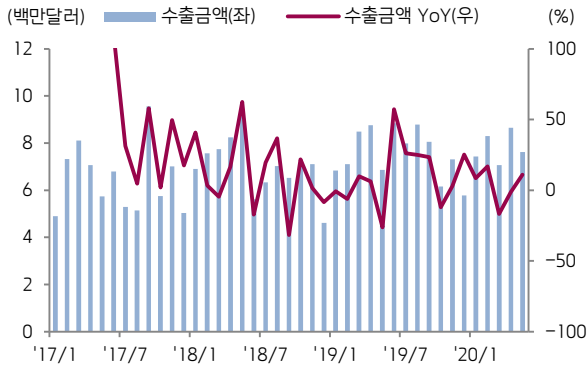
자료: 한국무역통계진흥원, 키움증권 리서치(수리일 기준)

한국의 월별 중국向 라면 수출액 추이(2)



자료: 한국무역통계진흥원, 키움증권 리서치(수리일 기준)

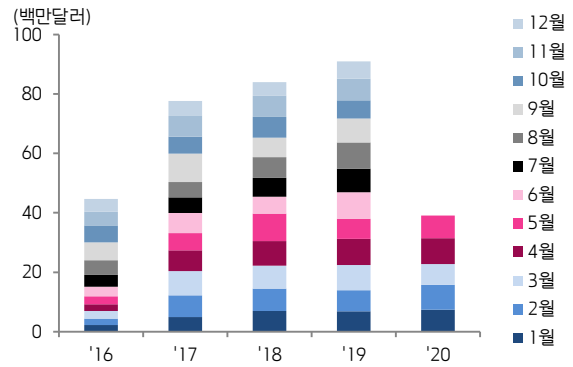
한국의 월별 동남아 Top 5向 라면 수출액 추이(1)



자료: 한국무역통계진흥원, 키움증권 리서치(수리일 기준)

주: 1) 동남아 Top 5: 태국, 필리핀, 말레이시아, 베트남, 인도네시아

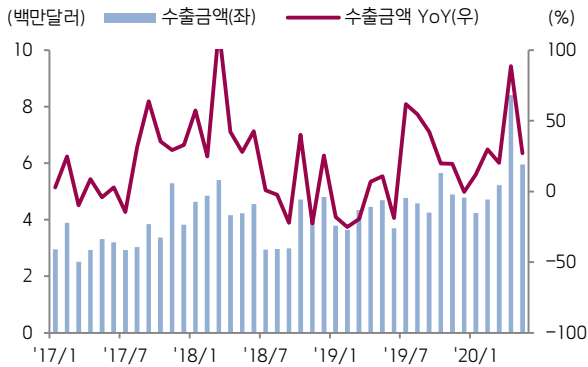
한국의 월별 동남아 Top 5向 라면 수출액 추이(2)



자료: 한국무역통계진흥원, 키움증권 리서치(수리일 기준)

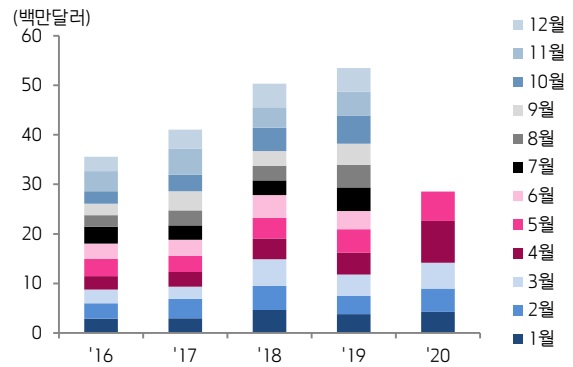
주: 1) 동남아 Top 5: 태국, 필리핀, 말레이시아, 베트남, 인도네시아

한국의 월별 미국向 라면 수출액 추이(1)



자료: 한국무역통계진흥원, 키움증권 리서치(수리일 기준)

한국의 월별 미국向 라면 수출액 추이(2)



자료: 한국무역통계진흥원, 키움증권 리서치(수리일 기준)

포괄손익계산서

(단위 :십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
매출액	469.4	543.6	640.4	670.7	718.5
매출원가	343.8	386.4	446.5	466.1	494.9
매출총이익	125.6	157.1	193.9	204.5	223.7
판관비	70.4	78.9	87.4	93.8	101.0
영업이익	55.2	78.3	106.5	110.7	122.7
EBITDA	64.8	90.4	119.9	125.8	138.2
영업외손익	-1.3	0.0	5.1	6.1	7.3
이자수익	0.9	1.3	1.5	2.5	3.7
이자비용	1.6	1.6	0.3	0.3	0.3
외환관련이익	2.8	5.0	4.7	4.7	4.7
외환관련손실	1.7	4.0	3.3	3.3	3.3
종속 및 관계기업손익	1.2	0.3	0.3	0.3	0.3
기타	-2.9	-1.0	2.2	2.2	2.2
법인세차감전이익	53.9	78.3	111.6	116.9	129.9
법인세비용	18.5	18.2	26.3	28.3	31.4
계속사업손익	35.3	60.0	85.3	88.6	98.5
당기순이익	35.3	60.0	85.3	88.6	98.5
지배주주순이익	34.8	59.6	84.6	88.2	98.0
증감율 및 수익성 (%)					
매출액 증감율	2.4	15.8	17.8	4.7	7.1
영업이익 증감율	27.4	41.8	36.0	3.9	10.8
EBITDA 증감율	29.8	39.5	32.6	4.9	9.9
지배주주순이익 증감율	21.3	71.3	41.9	4.3	11.1
EPS 증감율	21.4	71.0	42.1	4.2	11.2
매출총이익율(%)	26.8	28.9	30.3	30.5	31.1
영업이익율(%)	11.8	14.4	16.6	16.5	17.1
EBITDA Margin(%)	13.8	16.6	18.7	18.8	19.2
지배주주순이익율(%)	7.4	11.0	13.2	13.2	13.6

현금흐름표

(단위 :십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
영업활동 현금흐름	38.0	52.5	78.5	76.3	83.9
당기순이익	0.0	0.0	85.3	88.6	98.5
비현금항목의 가감	21.1	19.4	13.4	15.0	15.5
유형자산감가상각비	9.3	11.9	13.1	14.8	15.3
무형자산감가상각비	0.3	0.2	0.2	0.2	0.2
지분법평가손익	-2.3	-0.3	0.0	0.0	0.0
기타	13.8	7.6	0.1	0.0	0.0
영업활동자산부채증감	-32.7	-27.7	4.8	-1.4	-2.2
매출채권및기타채권의감소	-0.8	-13.3	-1.4	-2.7	-4.2
재고자산의감소	-2.8	-4.1	-2.5	-1.4	-2.2
매입채무및기타채무의증가	-20.7	6.9	8.6	2.7	4.3
기타	-8.4	-17.2	0.1	0.0	-0.1
기타현금흐름	49.6	60.8	-25.0	-25.9	-27.9
투자활동 현금흐름	-23.0	-12.3	-31.0	-21.0	-21.0
유형자산의 취득	-35.6	-13.4	-30.0	-20.0	-20.0
유형자산의 처분	0.1	0.1	0.0	0.0	0.0
무형자산의 순취득	-0.6	-0.5	0.0	0.0	0.0
투자자산의감소(증가)	10.5	1.9	0.0	0.0	0.0
단기금융자산의감소(증가)	-0.3	-0.6	0.0	0.0	0.0
기타	2.9	0.2	-1.0	-1.0	-1.0
재무활동 현금흐름	-11.2	-5.6	-58.4	-6.4	-6.4
차입금의 증가(감소)	-7.8	-0.9	-52.0	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	-1.9	-3.0	-6.0	-6.0	-6.0
기타	-1.5	-1.7	-0.4	-0.4	-0.4
기타현금흐름	0.0	-0.3	26.3	27.3	29.3
현금 및 현금성자산의 순증가	3.8	34.4	15.4	76.1	85.7
기초현금 및 현금성자산	49.3	53.1	87.5	102.8	179.0
기말현금 및 현금성자산	53.1	87.5	102.8	179.0	264.7

자료: 키움증권 리서치

재무상태표

(단위 :십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
유동자산	129.7	184.6	203.8	284.0	376.2
현금 및 현금성자산	53.1	87.5	102.8	179.0	264.7
단기금융자산	11.3	11.9	11.9	11.9	11.9
매출채권 및 기타채권	40.7	55.0	56.4	59.1	63.3
재고자산	23.5	27.6	30.1	31.5	33.8
기타유동자산	1.1	2.6	2.6	2.5	2.5
비유동자산	282.4	285.8	302.5	307.5	311.9
투자자산	22.1	20.2	20.2	20.2	20.2
유형자산	244.6	246.4	263.3	268.5	273.1
무형자산	4.3	4.6	4.4	4.2	4.0
기타비유동자산	11.4	14.6	14.6	14.6	14.6
자산총계	412.1	470.4	506.2	591.4	688.1
유동부채	138.7	149.5	106.1	108.7	113.0
매입채무 및 기타채무	70.9	76.5	85.1	87.8	92.1
단기금융부채	55.1	59.1	7.1	7.1	7.1
기타유동부채	12.7	13.9	13.9	13.8	13.8
비유동부채	39.0	33.3	33.3	33.3	33.3
장기금융부채	6.9	6.2	6.2	6.2	6.2
기타비유동부채	32.1	27.1	27.1	27.1	27.1
부채총계	177.7	182.7	139.3	142.0	146.3
지배자본	230.9	283.7	362.3	444.4	536.4
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	3.3	2.8	2.7	2.7	2.7
이익잉여금	177.7	231.1	309.7	391.9	483.9
비지배자본	3.5	3.9	4.6	5.0	5.5
자본총계	234.4	287.6	366.9	449.4	541.9

투자지표

(단위 :원, %, 배)

12월 결산, IFRS 연결	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
주당지표(원)					
EPS	4,623	7,906	11,232	11,706	13,015
BPS	30,652	37,661	48,090	58,994	71,205
CFPS	7,489	10,546	13,098	13,754	15,135
DPS	400	800	800	800	800
주가배수(배)					
PER	11.2	11.4	10.4	10.0	9.0
PER(최고)	25.4	12.0	12.5		
PER(최저)	10.8	6.0	6.1		
PBR	1.70	2.39	2.42	1.97	1.64
PBR(최고)	3.83	2.53	2.91		
PBR(최저)	1.63	1.25	1.42		
PSR	0.83	1.25	1.37	1.31	1.22
PCFR	6.9	8.5	8.9	8.5	7.7
EV/EBITDA	6.1	7.2	6.5	5.6	4.5
주요비율(%)					
배당성향(% ,보통주, 현금)	8.5	10.0	7.1	6.8	6.1
배당수익률(% ,보통주, 현금)	0.8	0.9	0.7	0.7	0.7
ROA	8.7	13.6	17.5	16.1	15.4
ROE	16.2	23.1	26.2	21.9	20.0
ROIC	17.5	25.1	31.5	31.3	33.9
매출채권회전율	11.6	11.4	11.5	11.6	11.7
재고자산회전율	21.2	21.3	22.2	21.8	22.0
부채비율	75.8	63.5	38.0	31.6	27.0
순차입금비율	-1.0	-11.8	-27.6	-39.5	-48.6
이자보상배율	35.2	50.5	336.0	349.3	387.0
총차입금	62.0	65.4	13.4	13.4	13.4
순차입금	-2.4	-34.0	-101.3	-177.5	-263.2
NOPLAT	64.8	90.4	119.9	125.8	138.2
FCF	-21.5	31.6	69.5	77.6	86.3

Compliance Notice

- 당사는 6월 19일 현재 '삼양식품' 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 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.

고지사항

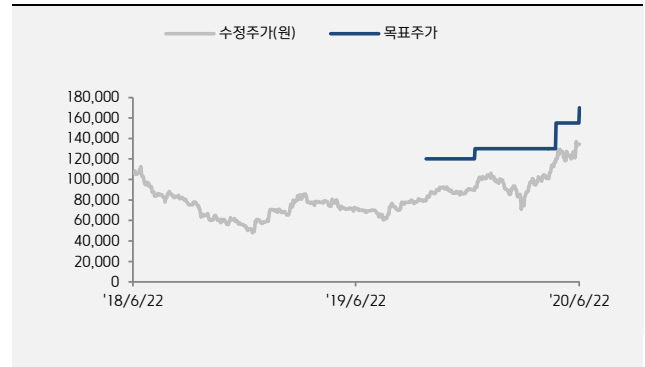
- 본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없고, 통지 없이 의견이 변경될 수 있습니다.
- 본 조사분석자료는 유가증권 투자를 위한 정보제공을 목적으로 당사 고객에게 배포되는 참고자료로서, 유가증권의 종류, 종목, 매매의 구분과 방법 등에 관한 의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않으며 법적 분쟁에서 증거로 사용 될 수 없습니다.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

투자 의견변동내역(2개년)

종목명	일자	투자의견	목표주가	목표 가격 대상 시점	과리율(%)	
					평균 주가대비	최고 주가대비
삼양식품 (003230)	2019-10-15	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	-25.26	-21.54
	2020-01-13	BUY(Maintain)	130,000원	6개월	-22.92	-18.46
	2020-02-17	BUY(Maintain)	130,000원	6개월	-27.79	-18.46
	2020-04-02	BUY(Maintain)	130,000원	6개월	-27.52	-18.46
	2020-04-09	BUY(Maintain)	130,000원	6개월	-25.50	-9.62
	2020-05-15	BUY(Maintain)	155,000원	6개월	-19.12	-11.61
	2020-06-22	BUY(Maintain)	170,000원	6개월		

*주가는 수정주가를 기준으로 과리율을 산출하였음.

목표주가추이(2개년)



투자의견 및 적용기준

기업	적용기준(6개월)
Buy(매수)	시장대비 +20% 이상 증가 상승 예상
Outperform(시장수익률 상회)	시장대비 +10~+20% 증가 상승 예상
Marketperform(시장수익률)	시장대비 +10~-10% 증가 변동 예상
Underperform(시장수익률 하회)	시장대비 -10~-20% 증가 하락 예상
Sell(매도)	시장대비 -20% 이하 증가 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 (2019/04/01~2020/03/31)

매수	중립	매도
96.58%	2.74%	0.68%