2023. 5. 16

Company Analysis | 음식료/화장품/의류

Analyst 오지우

02 3779 8431_ jiwoo.oh@ebestsec.co.kr

삼양식품 (003230)

1Q23 Review: 불닭의 전망은 밝음

Buy (유지)

목표주가 (유지)	160,000 원
현재주가	114,500 원
상승여력	39.7 %

컨센서스 대비

상회	부합	하회
		●

Stock Data

KOSPI (5/15)	2,479.35 pt
시가총액	8,625 억원
발행주식수	7,533 천주
52 주 최고가/최저가	129,000 / 88,900 원
90 일 일평균거래대금	60.76 억원
외국인 지분율	8.5%
배당수익률(23.12E)	1.2%
BPS(23.12E)	70,075 원
KOSPI 대비 상대수익률	1 개월 -1.7%
	6 개월 11.7%
	12 개월 26.0%
주주구성	삼양내츄럴스 (외 11 인) 45.2%
	국민연금공단 (외 1 인) 11.4%
	자사주신탁 (외 1 인) 1.0%

Stock Price

국내외 견조한 성장

삼양식품의 2023년 1분기 연결 실적은 매출액 2,456억원(+21.5% YoY), 영업이익 239억원(-2.6%, OPM 9.7%), 지배주주순이익 223억원(+17.2%, NPM 9.1%)을 기록하며 시장 컨센서스 260억원을 -8.3% 하회했다. 내수와 수출이 견조한 성장세를 이어갔고 내수 중심으로 가격 인상 효과가 일부 반영되면서 매출액은 두 자릿수 증가했으나, 외형 성장에 따른 영업비용 증가로 이익단에 훼손이 있었다.

1Q23 영업비용(매출원가+판매관리비 합산)은 2,217억원으로 전년 동기 대비 +24.8% 크게 증가했다. 매출원가는 1,752억원(+21.2% YoY)으로 외형 성장과 비슷한 증가율을 보였으나, 판관비가 465억원으로 전년 동기 대비 +40.4% 큰 폭으로 늘었다. 판관비율도 18.9%를 기록하며 +2.6%p YoY 상승했다. 영업비용 증가는 2Q22 가동을 시작한 국내 밀양 공장(현재 가동률 48.8%) 감가상각비 반영, 고정비 증가, 2022년 2월부터 실질적인 영업을 개시한 중국·미국 등 해외 판매법인의 온기 영업에 따른 인건비, 물류비 증가 등에 기인한다. 그 외 금번 분기 일회성 비용은 없었던 것으로 파악된다.

[수출] 수출 라면/스낵 매출액은 1,549억원으로 전년 대비 +16.1% 성장했다. 법인별 현지 통화 기준 매출 성장률은 일본 +81%, 중국 +64%, 미국 +92%다. 그 외 동남아(말레이시아, 인도네시아 등)와 유럽의 고성장이 전체 두 자릿수 성장을 견인했다.

[내수] 내수 라면/스낵 매출액은 788억원으로 전년 대비 +16.5% 성장했다. 내수 물량 증가에는 인플레이션 환경 하에서 가격 메리트가 부각되며 라면 카테고리에 대한 선호도가 높아진 영향이 있었고, 2월 TV 프로그램 '서진이네'의 메인 스폰서로 참여하면서 불닭 브랜드 인지도를 제고하고자 했다(1Q23 삼양식품 내수 점유율 11.3%).

투자의견 BUY, 목표주가 160,000원 유지

삼양식품에 대한 투자의견 Buy와 목표주가 160,000원을 유지한다(Target P/E 14배 동일). 당사 예상 실적 기준 현재 주가(114,500원)는 9.7배에 거래 중이다. 1Q23 각종 비용 증가로 시장 기대치를 하회했으나, 국내외 견조한 수요를 바탕으로 한 성장이 확인되었다. 1)상반기 인도네시아 판매법인 영업 개시를 통한 외형 성장이 기대된다. 인니는 3억 명을 바라보는 인구 수, 봉지면 중심의 라면 소비, 볶음면에 대한 낮은 진입장벽 등 동사에게 적합한 수출지라는 판단이다. 2)원맥, 팜유 등 주요 원재료 가격 하락에 따라 2H23E~1H24E 원가 부담은 점차 감소, 이익단 스프레드 개선 기대가 유효하다.

Financial Data

(십억원)	2020	2021	2022	2023E	2024E
매출액	649	642	909	1,060	1,161
영업이익	95	65	90	109	126
순이익	68	57	80	86	92
EPS (원)	8,922	7,481	10,699	11,447	12,239
증감률 (%)	12.9	-16.2	43.0	7.0	6.9
PER (x)	11.3	12.7	10.7	10.0	9.4
PBR (x)	2.2	1.8	1.9	1.6	1.4
영업이익률 (%)	14.7	10.2	9.9	10.3	10.8
EBITDA 마진 (%)	16.7	12.6	12.7	13.0	13.7
ROE (%)	21.5	15.4	18.9	17.4	16.1

주: IFRS 연결 기준

자료: 삼양식품, 이베스트투자증권 리서치센터

표1 삼양식품 1Q23 Review

(십억원, %)	1Q23P	1Q22	YoY(%)	4Q22	QoQ(%)	컨센서스	컨센 대비(%)
매출액	245.6	202.2	21.5	240.0	2.3	441.2	-6.9
영업이익	23.9	24.5	-2.6	19.2	24.2	20.2	77.9
OPM(%)	9.7	12.1	-2.4	8.0	1.7	4.6	4.2

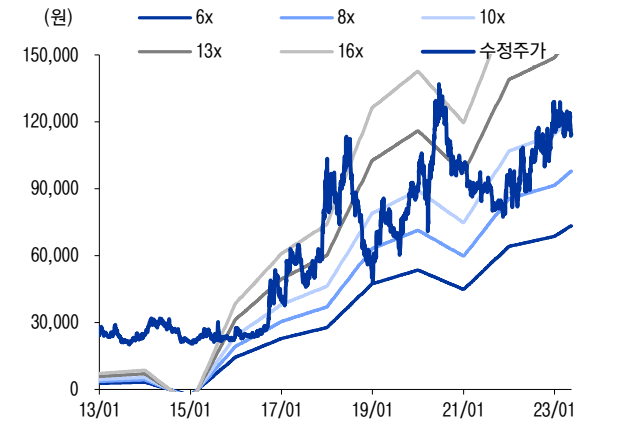
자료: 이베스트투자증권 리서치센터

표2 삼양식품 부문별 실적추정 상세 내역

(십억원, %)	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23P	2Q23E	3Q23E	4Q23E	2022	2023E	2024E
연결 매출액	202.2	255.3	211.5	240.0	245.6	281.3	249.4	283.4	909.0	1,059.7	1,161.5
수출	132.9	183.3	134.5	155.0	157.9	199.5	162.8	191.5	605.7	711.6	788.4
라면/스낵	133.4	182.7	134.4	152.2	154.9	199.0	162.0	190.0	602.7	705.9	784.1
기타	-0.5	0.6	0.1	2.8	3.1	0.4	0.7	1.5	3.1	5.7	4.4
내수	69.3	72.0	77.0	83.2	86.0	81.9	86.7	92.0	301.5	346.5	373.1
라면/스낵	67.6	64.3	68.1	52.6	78.8	75.8	80.8	76.6	252.6	312.0	331.4
기타	1.7	7.7	8.9	30.6	7.2	6.0	5.8	15.4	48.9	34.5	41.7
연결 YoY(%)	44.4	73.0	30.8	24.5	21.5	10.2	17.9	18.1	41.6	16.6	9.6
수출	67.5	110.0	37.1	25.2	18.9	8.8	21.0	23.5	55.9	17.5	10.8
라면/스낵	70.8	110.0	38.8	22.9	16.1	8.9	20.6	24.9	56.2	17.1	11.1
내수	14.2	19.4	21.2	22.4	24.1	13.7	12.5	10.5	19.4	14.9	7.7
라면/스낵	21.1	15.0	12.0	-22.4	16.5	17.9	18.7	45.5	5.1	23.5	6.2
매출 비중(%)											
수출	65.7	71.8	63.6	64.6	64.3	70.9	65.3	67.6	66.6	67.2	67.9
내수	34.3	28.2	36.4	34.7	35.0	29.1	34.7	32.4	33.2	32.7	32.1
영업이익	24.5	27.3	19.3	19.2	23.9	29.5	26.9	28.3	90.4	108.7	125.9
영업이익 YoY(%)	70.7	91.9	27.2	-11.0	-2.6	8.1	39.3	47.6	38.3	20.3	15.8
OPM (%)	12.1	10.7	9.1	8.0	9.7	10.5	10.8	10.0	9.9	10.3	10.8
지배주주순이익	19.1	27.4	31.1	2.2	22.3	24.1	17.0	21.9	79.8	85.4	91.3

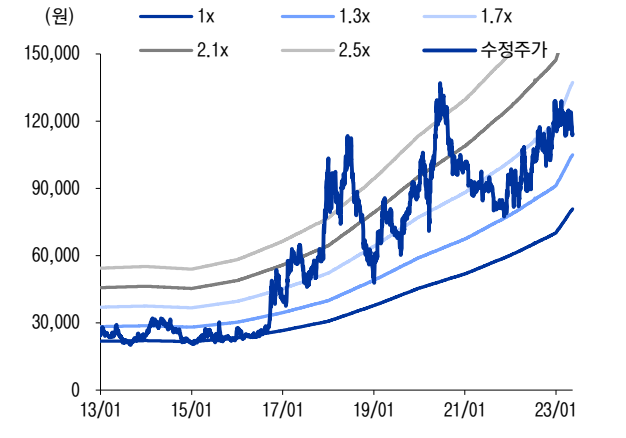
자료: 삼양식품, 이베스트투자증권 리서치센터
주: IFRS 연결 기준

그림1 삼양식품 PER 밴드 차트



자료: 삼양식품, 이베스트투자증권 리서치센터

그림2 삼양식품 PBR 밴드 차트



자료: 삼양식품, 이베스트투자증권 리서치센터

삼양식품 (003230)

재무상태표

(십억원)	2020	2021	2022	2023E	2024E
유동자산	200	279	354	341	348
현금 및 현금성자산	104	114	97	68	51
매출채권 및 기타채권	45	58	93	95	104
재고자산	34	45	110	123	135
기타유동자산	16	62	53	55	58
비유동자산	356	474	571	654	743
관계기업투자등	8	9	12	13	13
유형자산	309	421	475	551	632
무형자산	5	6	54	60	65
자산총계	**556**	**753**	**925**	**995**	**1,091**
유동부채	164	182	225	220	234
매입채무 및 기타재무	98	117	141	135	148
단기금융부채	48	53	52	52	52
기타유동부채	18	13	32	33	34
비유동부채	45	175	245	245	246
장기금융부채	27	157	231	231	231
기타비유동부채	19	18	14	15	15
부채총계	**209**	**357**	**470**	**465**	**480**
지배주주지분	343	390	453	528	609
자본금	38	38	38	38	38
자본잉여금	12	12	11	11	11
이익잉여금	290	339	409	484	565
비지배주주지분(연결)	5	5	2	2	2
자본총계	**347**	**396**	**455**	**530**	**611**

손익계산서

(십억원)	2020	2021	2022	2023E	2024E
매출액	**649**	**642**	**909**	**1,060**	**1,161**
매출원가	457	471	658	765	838
매출총이익	**191**	**171**	**251**	**295**	**324**
판매비 및 관리비	96	105	161	186	198
영업이익	**95**	**65**	**90**	**109**	**126**
(EBITDA)	109	81	115	138	159
금융손익	-4	6	-3	-17	-17
이자비용	1	0	5	19	19
관계기업등 투자손익	-1	0	2	-1	-1
기타영업외손익	1	1	12	18	12
세전계속사업이익	**91**	**72**	**102**	**109**	**120**
계속사업법인세비용	23	15	22	23	28
계속사업이익	68	57	80	86	92
중단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익	**68**	**57**	**80**	**86**	**92**
지배주주	67	56	80	85	91
총포괄이익	**67**	**56**	**80**	**86**	**92**
매출총이익률 (%)	29.5	26.6	27.6	27.9	27.9
영업이익률 (%)	14.7	10.2	9.9	10.3	10.8
EBITDA 마진률 (%)	16.7	12.6	12.7	13.0	13.7
당기순이익률 (%)	10.5	8.8	8.8	8.1	7.9
ROA (%)	13.1	8.6	9.5	8.9	8.8
ROE (%)	21.5	15.4	18.9	17.4	16.1
ROIC (%)	26.4	13.5	13.2	12.9	12.6

현금흐름표

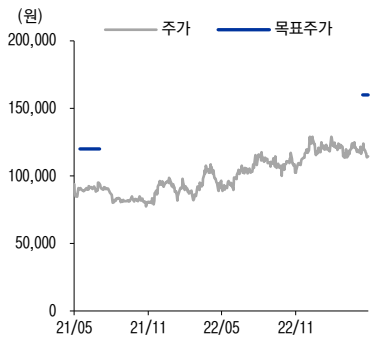
(십억원)	2020	2021	2022	2023E	2024E
영업활동 현금흐름	**81**	**58**	**48**	**95**	**118**
당기순이익(손실)	68	57	80	86	92
비현금수익비용가감	32	20	27	30	35
유형자산감가상각비	13	15	23	27	32
무형자산상각비	0	0	2	2	2
기타현금수익비용	19	5	2	1	1
영업활동 자산부채변동	-22	-13	-63	-21	-8
매출채권 감소(증가)	1	-10	-25	-2	-9
재고자산 감소(증가)	-7	-10	-64	-13	-12
매입채무 증가(감소)	-1	24	15	-7	13
기타자산, 부채변동	-15	-16	10	0	0
투자활동 현금	**-66**	**-173**	**-100**	**-114**	**-124**
유형자산처분(취득)	-65	-139	-87	-103	-113
무형자산 감소(증가)	-1	-2	8	-8	-8
투자자산 감소(증가)	0	-42	10	-2	-2
기타투자활동	0	10	-30	-1	-1
재무활동 현금	**3**	**125**	**37**	**-10**	**-10**
차입금의 증가(감소)	11	131	68	0	0
자본의 증가(감소)	-6	-6	-20	-10	-10
배당금의 지급	6	6	-14	-10	-10
기타재무활동	-1	0	-10	0	0
현금의 증가	**17**	**10**	**-18**	**-29**	**-16**
기초현금	87	104	114	97	68
기말현금	104	114	97	68	51

주요 투자지표

	2020	2021	2022	2023E	2024E
투자지표 (x)					
P/E	11.3	12.7	10.7	10.0	9.4
P/B	2.2	1.8	1.9	1.6	1.4
EV/EBITDA	6.6	9.8	9.0	7.7	6.8
P/CF	7.6	9.3	8.0	7.4	6.8
배당수익률 (%)	0.8	1.1	1.2	1.2	1.2
성장성 (%)					
매출액	19.3	-1.0	41.6	16.6	9.6
영업이익	21.8	-31.4	38.3	20.3	15.8
세전이익	15.9	-20.5	41.4	6.7	10.1
당기순이익	13.2	-16.6	41.7	7.1	6.8
EPS	12.9	-16.2	43.0	7.0	6.9
안정성 (%)					
부채비율	60.2	90.3	103.4	87.9	78.7
유동비율	122.3	152.9	157.1	155.0	148.5
순차입금/자기자본(x)	-11.9	19.6	37.8	37.9	35.4
영업이익/금융비용(x)	104.1	182.2	18.9	5.6	6.5
총차입금 (십억원)	75	209	283	283	283
순차입금 (십억원)	-41	77	172	201	216
주당지표 (원)					
EPS	8,922	7,481	10,699	11,447	12,239
BPS	45,470	51,824	60,129	70,075	80,806
CFPS	13,308	10,209	14,246	15,413	16,775
DPS	800	1,000	1,400	1,400	1,400

자료: 삼양식품, 이베스트투자증권 리서치센터

삼양식품 목표주가 추이



투자의견 변동내역

일시	투자의견	목표가격	괴리율(%) 최고대비	괴리율(%) 최저대비	괴리율(%) 평균대비
2021.05.31	Buy	120,000	-9.6		-25.4
2022.06.01	Buy	120,000	7.5		-6.1
2023.05.02	변경	오지우			
2023.05.02	Buy	160,000			

일시	투자의견	목표가격	괴리율(%) 최고대비	괴리율(%) 최저대비	괴리율(%) 평균대비

Compliance Notice

본 자료에 기재된 내용들은 작성자 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다(작성자: 오지우).

본 자료는 고객의 증권투자를 돕기 위한 정보제공을 목적으로 제작되었습니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치본부가 신뢰할 만한 자료 및 정보를 바탕으로 작성한 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 참고자료로만 활용하시기 바라며 유가증권 투자 시 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다.
따라서 본 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

본 자료는 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있으며 어떠한 경우에도 당사의 동의 없이 복제, 배포, 전송, 변형될 수 없습니다.

_ 동 자료는 제공시점 현재 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.

_ 동 자료의 추천종목은 전일 기준 현재당사에서 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.

_ 동 자료의 추천종목은 전일 기준 현재 당사의 조사분석 담당자 및 그 배우자 등 관련자가 보유하고 있지 않습니다.

_ 동 자료의 추천종목에 해당하는 회사는 당사와 계열회사 관계에 있지 않습니다.

투자등급 및 적용 기준

구분	투자등급 guide line (투자기간 6~12개월)	투자등급	적용기준 (향후12개월)	투자의견 비율	비고
Sector (업종)	시가총액 대비 업종 비중 기준 투자등급 3단계	Overweight (비중확대) Neutral (중립) Underweight (비중축소)			
Company (기업)	절대수익률 기준 투자등급 3단계	Buy (매수)	+15% 이상 기대	91.3%	2018년 10월 25일부터 당사 투자등급 적용기준이 기존 ±15%로 변경
		Hold (보유)	-15% ~ +15% 기	8.7%	
		Sell (매도)	-15% 이하 기대		
		합계		100.0%	투자의견 비율은 4. 1 ~ 2023. 3. 31 당사 리서치센터의 의견공표 종목들의 맨마지막 공표의견을 기준으로 한 투자등급별 비중임 (최근 1년간 누적 기준. 분기별 갱신)