



BUY(Maintain)

목표주가: 830,000원 (상향)

주가(6/13): 612,000원

시가총액: 46,102억원



음식료/유통 Analyst 박상준 sjpark@kiwoom.com

RA 신대현 shin8d@kiwoom.com

Stock Data

KOSPI (6/13)		2,754.89pt
52 주 주가동향	최고가	최저가
최고/최저가 대비	619,000원	103,800원
등락률	-1.1%	489.6%
수익률	절대	상대
1M	86.0%	84.1%
6M	184.0%	158.8%
1Y	415.6%	393.7%

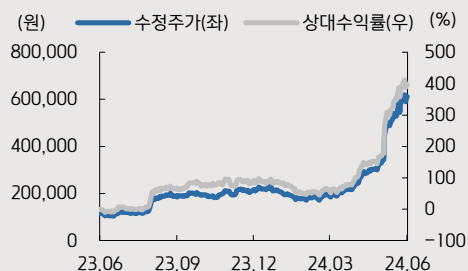
Company Data

발행주식수	7,533천주
일평균 거래량(3M)	116천주
외국인 지분율	13.2%
배당수익률(24E)	0.4%
BPS(24E)	107,019원
주요 주주	삼양내츄럴스 외 8인 45.2%

투자지표

(억원, IFRS **)	2022	2023	2024F	2025F
매출액	909.0	1,192.9	1,600.8	1,885.6
영업이익	90.4	147.5	324.2	396.1
EBITDA	115.3	179.7	356.5	438.9
세전이익	102.0	156.3	336.8	413.6
순이익	80.3	126.6	258.0	313.5
지배주주지분순이익	79.8	126.3	257.8	313.1
EPS(원)	10,593	16,761	34,218	41,565
증감률(%YoY)	41.6	58.2	104.1	21.5
PER(배)	12.0	12.9	17.9	14.7
PBR(배)	2.11	2.88	5.72	4.19
EV/EBITDA(배)	9.6	9.7	12.9	10.0
영업이익률(%)	9.9	12.4	20.3	21.0
ROE(%)	18.9	24.8	37.6	32.9
순차입금비율(%)	32.8	17.8	-1.2	-20.8

Price Trend



삼양식품 (003230)

미국, 유럽 확장으로 높아질 가치



삼양식품의 2분기 영업이익의 전망치를 812억원으로 상향 조정한다. ASP와 수익성이 높은 수출의 증가세가 예상 보다 가파르게 나타나고 있기 때문이다. 당사는 내년 5월 밀양 2공장 증설에 따른 판매량 증가세가 예상되는 가운데, 수익성이 높은 미국/유럽 중심으로 매출이 성장하면서, 전사 이익 증가세가 강하게 나타날 것으로 전망된다.

>>> 2분기 영업이익의 전망치 812억원으로 상향

삼양식품의 2분기 영업이익의 전망치를 812억원(+84% YoY)으로 상향 조정한다. **ASP와 수익성이 높은 수출의 증가세 당사 예상 보다 가파르게 나타나면서, 전사 매출총이익률을 상향 조정하였기** 때문이다. 2분기 수출 호조는 중국 온라인 채널 정상화, 미국/유럽 메인스트림 채널 및 아시안 마트 입점 등에 기인한 것으로 판단된다. 특히, 미국/유럽 수요의 빠른 증가에 힘입어, 과거 대비 중국의 계절적 수요 변동이 전사 실적에 미치는 영향을 완화시켜 줄 것으로 전망된다.

>>> 판매량 상승세에 더해지는 ASP 상승 모멘텀

현재 불닭볶음면의 수출이 급증하고 있는 미국과 유럽은 **他 지역 대비 물가 수준이 높기 때문에, ASP가 상대적으로 높고, 라면과 같은 저가 식품의 수요가 증가하기 좋은 환경**을 가지고 있다. 따라서, **미국/유럽 매출 비중 증가, 유통 채널 수 증가에 따른 협상력 상승 등의 효과에 힘입어, 추가적인 ASP 상승이 가능할 것으로 기대된다.**

또한, **생산능력(Capa)도 내년 5월 밀양 2공장 완공 이후 판매량 기준으로 +40% 정도 상향될 예정**이다. 당사는 **밀양 1공장 증설 이후, 판매량 기준 Capa가 +50% 정도 증가하였으나, 분기 최대 매출은 약 +96% 증가**하였다. 22년 11월 가격 인상(+9.7%), 달러 강세, 수출 비중 확대, 매출 에누리 축소 및 현지법인 설립 효과 등이 있었기 때문이다. 밀양 2공장 증설 이후, ASP가 높은 미국과 유럽 중심의 판매 증가가 기대되고, 신규 유통 채널 확대 및 현지 판매 법인 설립 가능성이 있다는 점을 감안한다면, **2공장 완공 이후 분기 최대 매출은 Capa 증가율 이상으로 증가할 가능성이 높다.**

>>> 투자의견 BUY 유지, 목표주가 830,000원으로 상향

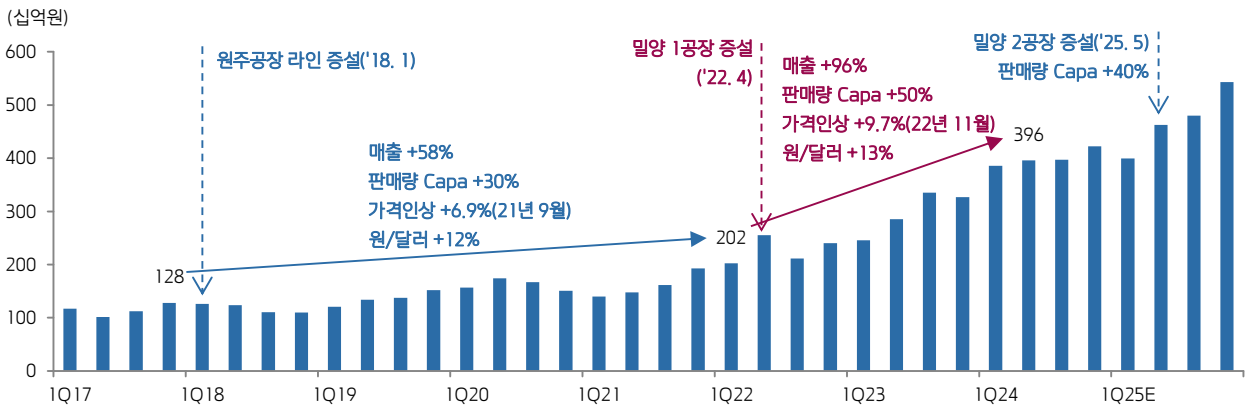
삼양식품에 대해 투자의견 BUY를 유지하고, 목표주가를 830,000원으로 상향('25E EPS에서 Target PER 20배 적용)한다. 당사는 주력 브랜드인 불닭볶음면의 수출이 미국과 유럽 시장으로 확장되면서, 업종 내에서 차별적인 성장을 보여줄 것으로 전망된다.

삼양식품 연결기준 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24E	3Q24E	4Q24E	2023	2024E	2025E
매출액	245.6	285.4	335.2	326.7	385.7	395.7	397.1	422.2	1,192.9	1,600.8	1,885.6
(YoY)	21.5%	11.8%	58.5%	36.1%	57.1%	38.7%	18.5%	29.2%	31.2%	34.2%	17.8%
국내	87.6	95.5	95.5	105.0	96.8	90.0	97.4	100.7	383.6	384.9	400.8
(YoY)	26.5%	32.6%	24.0%	23.6%	10.4%	-5.7%	2.0%	-4.1%	26.5%	0.3%	4.2%
해외	157.9	189.9	239.8	221.8	289.0	305.7	299.7	321.5	809.3	1,215.9	1,484.8
(YoY)	18.9%	3.6%	78.2%	43.0%	83.0%	61.0%	25.0%	45.0%	33.6%	50.2%	22.1%
매출총이익	70.4	100.8	117.2	128.4	163.5	174.3	173.3	194.9	416.7	706.1	847.4
(GPM)	28.7%	35.3%	34.9%	39.3%	42.4%	44.0%	43.6%	46.2%	34.9%	44.1%	44.9%
판매비	46.5	56.7	73.7	92.2	83.4	93.1	97.8	107.5	269.2	381.9	451.3
(판매비율)	18.9%	19.9%	22.0%	28.2%	21.6%	23.5%	24.6%	25.5%	22.6%	23.9%	23.9%
영업이익	23.9	44.0	43.4	36.2	80.1	81.2	75.5	87.4	147.5	324.2	396.1
(YoY)	-2.6%	61.2%	124.7%	88.3%	235.8%	84.3%	73.9%	141.5%	63.2%	119.8%	22.2%
(OPM)	9.7%	15.4%	13.0%	11.1%	20.8%	20.5%	19.0%	20.7%	12.4%	20.3%	21.0%
세전이익	26.1	42.5	45.8	42.0	84.2	84.1	78.4	90.2	156.3	336.8	413.6
순이익	22.6	34.8	37.8	31.4	66.5	63.7	59.4	68.4	126.6	258.0	313.5
(지배)순이익	22.3	34.8	37.8	31.3	66.5	63.6	59.3	68.3	126.3	257.8	313.1
(YoY)	17.2%	27.0%	21.6%	1297.1%	197.9%	82.6%	57.0%	118.2%	58.2%	104.1%	21.5%

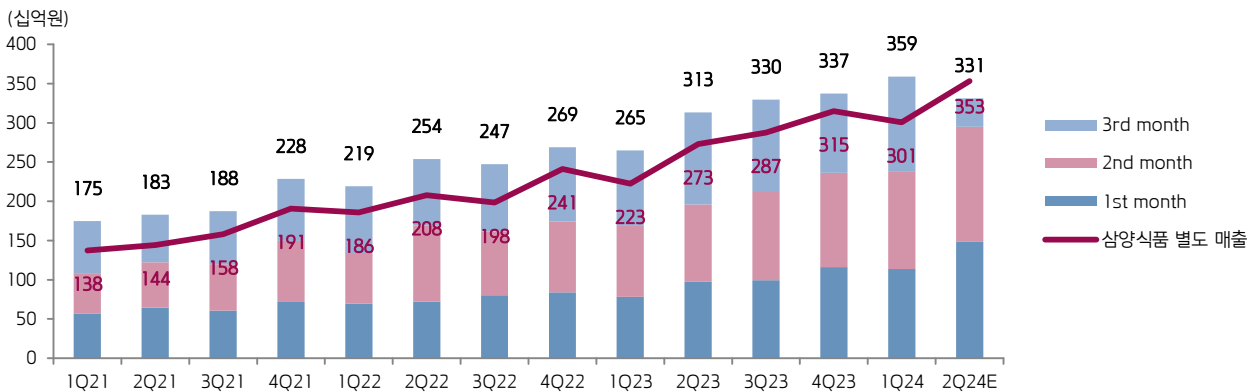
자료: 삼양식품, 키움증권 리서치

삼양식품 분기별 매출액 추이 및 전망(연결기준)



자료: 삼양식품, 키움증권 리서치

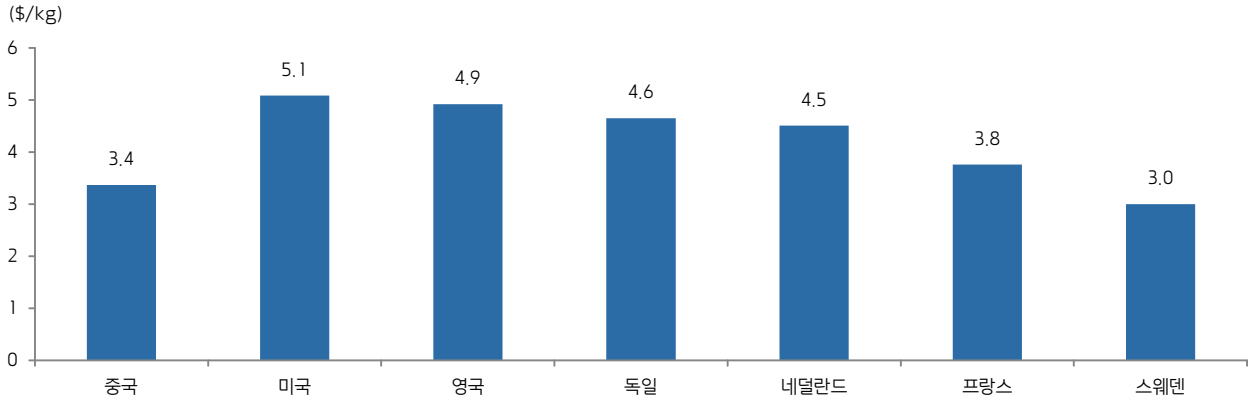
삼양식품 별도 매출액 vs 한국 라면 전체 수출액 추이



자료: 삼양식품, 한국무역통계진흥원, 한국은행, 키움증권 리서치(수리일 기준)

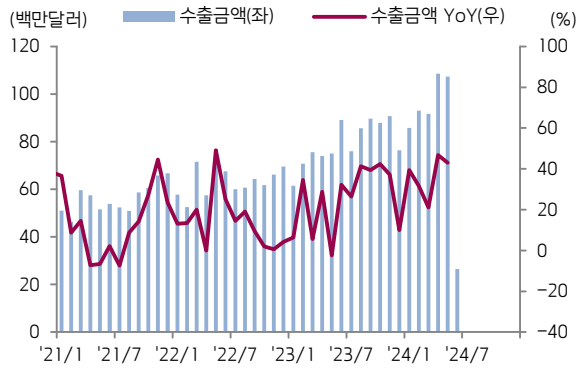
주: 1) 2Q24 삼양식품 별도 기준 매출액은 당사 추정치, 한국 라면 전체 수출액은 4/1~6/10 기준임.

라면 수출 단가 비교(한국 전체 수출 기준)



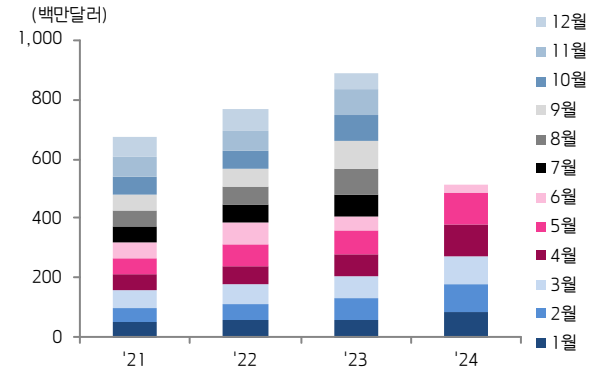
자료: 한국무역통계진흥원(24년 5월 수리일 기준)

한국의 글로벌 라면 수출액 추이 (1)



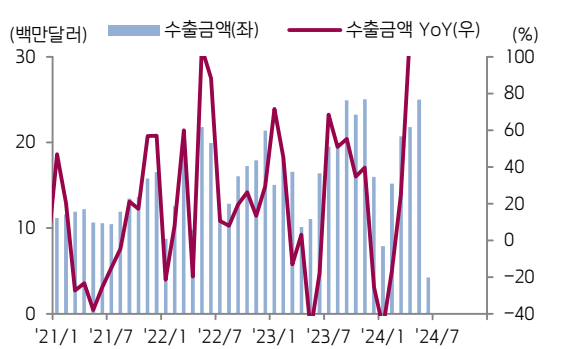
자료: 한국무역통계진흥원, 키움증권 리서치(수리일 기준)
주: 1) '24/6은 '24. 6. 1~10 기준

한국의 글로벌 라면 수출액 추이 (2)



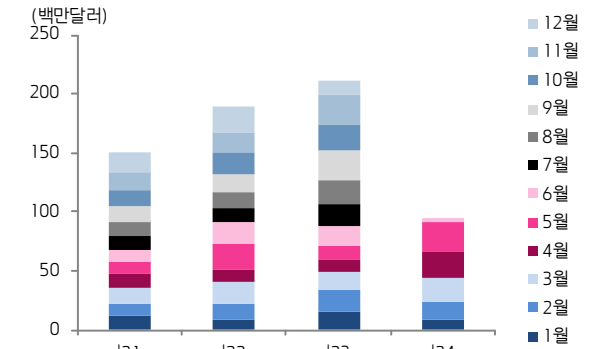
자료: 한국무역통계진흥원, 키움증권 리서치(수리일 기준)
주: 1) '24/6은 '24. 6. 1~10 기준

한국의 중국向 라면 수출액 추이 (1)



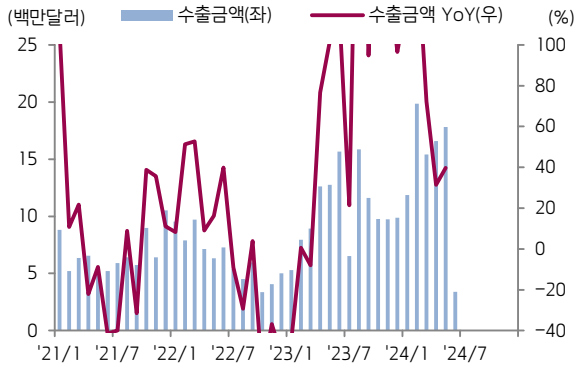
자료: 한국무역통계진흥원, 키움증권 리서치(수리일 기준)
주: 1) '24/6은 '24. 6. 1~10 기준

한국의 중국向 라면 수출액 추이 (2)



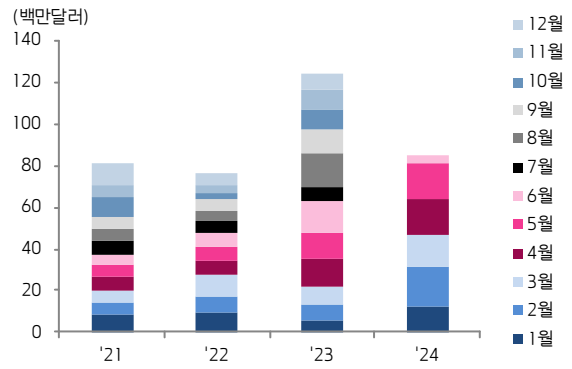
자료: 한국무역통계진흥원, 키움증권 리서치(수리일 기준)
주: 1) '24/6은 '24. 6. 1~10 기준

한국의 미국向 라면 수출액 추이 (1)



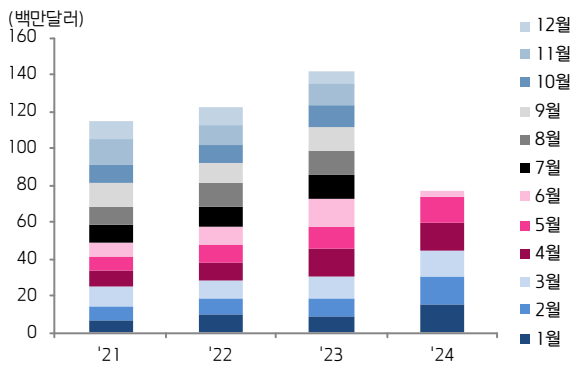
자료: 한국무역통계진흥원, 키움증권 리서치(수리일 기준)
 주: 1) '24/6은 '24. 6. 1~10 기준

한국의 미국向 라면 수출액 추이 (2)



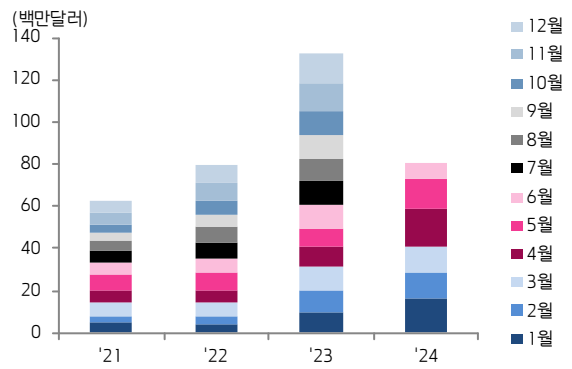
자료: 한국무역통계진흥원, 키움증권 리서치(수리일 기준)
 주: 1) '24/6은 '24. 6. 1~10 기준

한국의 동남아 Top 5 向 라면 수출액 추이



자료: 한국무역통계진흥원, 키움증권 리서치(수리일 기준)
 주: 1) '24/6은 '24. 6. 1~10 기준
 2) 동남아 Top 5: 말레이시아, 태국, 필리핀, 베트남, 인도네시아

한국의 유럽 Top 5 向 라면 수출액 추이



자료: 한국무역통계진흥원, 키움증권 리서치(수리일 기준)
 주: 1) '24/6은 '24. 6. 1~10 기준
 2) 유럽 Top 5: 네덜란드, 영국, 독일, 스웨덴, 프랑스

Compliance Notice

- 당사는 6월 13일 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

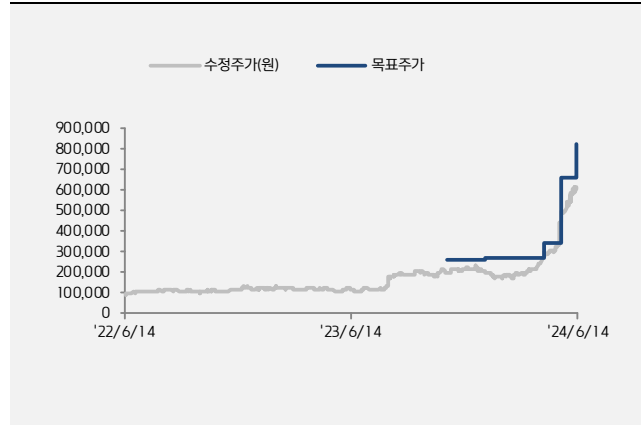
- 본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없고, 통지 없이 의견이 변경될 수 있습니다.
- 본 조사분석자료는 유가증권 투자를 위한 정보제공을 목적으로 당사 고객에게 배포되는 참고자료로서, 유가증권의 종류, 종목, 매매의 구분과 방법 등에 관한 의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않으며 법적 분쟁에서 증거로 사용 될 수 없습니다.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

투자의견변동내역(2개년)

종목명	일자	투자의견	목표주가	목표 가격 대상 사항	과리율(%)	
					평균 주가대비	최고 주가대비
삼양식품 (003230)	2023-11-16	Buy(Initiate)	260,000원	6개월	-18.41	-9.81
	2024-01-18	Buy(Maintain)	270,000원	6개월	-31.63	-25.93
	2024-03-11	Buy(Maintain)	270,000원	6개월	-30.96	-23.52
	2024-03-26	Buy(Maintain)	270,000원	6개월	-26.33	0.37
	2024-04-22	Buy(Maintain)	340,000원	6개월	-5.50	31.32
	2024-05-20	Buy(Maintain)	660,000원	6개월	-20.10	-11.06
	2024-06-14	Buy(Maintain)	830,000원	6개월		

*주가는 수정주가를 기준으로 과리율을 산출하였음.

목표주가추이(2개년)



투자의견 및 적용기준

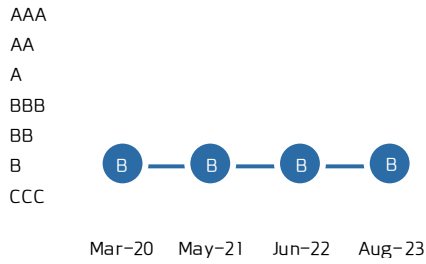
기업	적용기준(6개월)
Buy(매수)	시장대비 +20% 이상 주가 상승 예상
Outperform(시장수익률 상회)	시장대비 +10~+20% 주가 상승 예상
Marketperform(시장수익률)	시장대비 +10~-10% 주가 변동 예상
Underperform(시장수익률 하회)	시장대비 -10~-20% 주가 하락 예상
Sell(매도)	시장대비 -20% 이하 주가 하락 예상

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 (2023/04/01~2024/03/31)

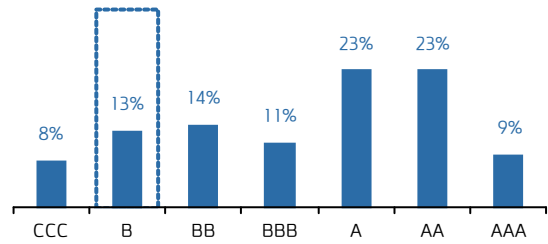
매수	중립	매도
95.03%	4.97%	0.00%

MSCI ESG 종합 등급



자료: MSCI, 키움증권 리서치

MSCI 동종 업체 등급 분포



자료: MSCI, 키움증권 리서치
Universe: MSCI ACWI 지수 내 식료품 기업 79개 참조

구분	Sep-18	Nov-19	Dec-20	Mar-22	Mar-23
원자재 조달				5.2	
제품 탄소 발자국				2.0	
사회				4.7	
제품 안전과 품질				6.3	
보건과 영양섭취				2.9	
지배구조				3.9	
기업 지배구조				4.7	
기업 활동				5.0	

산업평균	비중	변동
4.5		
3.5	40.0%	
3.1	13.0%	
1.4	10.0%	
4.3	10.0%	
2.6	7.0%	
5	27.0%	
5.7	14.0%	
4.6	13.0%	
5.1	33.0%	▼0.3
5.7		▼0.3
6.1		

자료: MSCI, 전자공시시스템, 키움증권 리서치

ESG 최근 이슈

일자	내용
	특이사항 없음

자료: 키움증권 리서치

MSCI 피어그룹 벤치마크

산업 Peer 주요 5개사(음식료)	포장재 폐기물	원자재 조달	제품 탄소 발자국	물부족	보건과 영양섭취	제품 안전과 품질	기업 지배구조	기업 활동	등급	추세
콜마 BNH	●●●	●●	●●●●●	●●●●●	●●●●●	●●●●●	●	●●		
오리온 홀딩스	●	●	●●●	●●●	●●●	●	●●●	●	BB	◀▶
삼양식품	●	●●●●	●●	●	●	●●●	●●	●	BB	◀▶
빙그레	●	●	●	●	●●	●●●	●	●●	B	◀▶
롯데웰푸드	●●●	●	●●	●●	●●●	●●	●	●●●	B	◀▶
오뚜기	●	●●	●●	●●	●●	●●●	●	●	CCC	◀▶

4분위 등급 : 4분위 최저 ● 4분위 최고 ●●●●●
등급 추세 : 유지 ◀▶ 상향 ▲ 2등급 이상 상향 ▲▲ 하향 ▼ 2등급 이상 하향 ▼▼
자료: MSCI, 키움증권 리서치