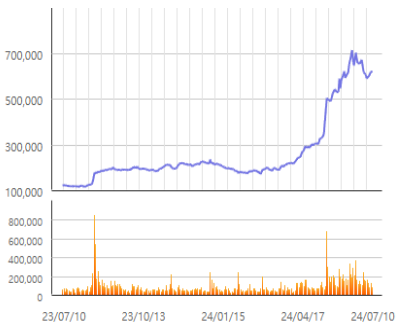


Opinion

Buy

현재 주가	619,000
목표 주가	668,700
상승 여력	8.03%

Price trend (1 year)



Stock indicator

시가총액(원)	4.66 조
발행주식수(주)	7,533,015
52 주 최고(원)	718,000
52 주 최저(원)	112,200
주요주주지분율(%)	44.98
23 년 배당수익률(%)	1

Team 1

박종원	홍수연
김다경	김미진
박민재	오성필

이익주

삼양식품 (003230)

- 면·스낵 제품을 주력으로 하는 한국의 식품산업 기업
- 24년 1분기 매출 3,857억 (YOY +57.1%), 영업이익 801억 (YOY +235.8%)
- 24년 상반기 면류 중심 식품 기업 시가총액 1위 달성
- 불닭 브랜드의 끝을 모르는 성장
- 2024.07.10 종가 619,000원, 8.03% upside, 목표주가 668,700원 제시

Signal 1: K-Food 를 이끄는 '불닭'의 멈출 줄 모르는 성장

K-Food의 유행을 이끄는 '불닭'의 가파른 성장세를 통한 동사의 외형적 성장은 24년 1분기에도 여전했다. 동사의 1분기 매출액은 3,857억 원(YoY +57.1%)이며, 영업이익은 801억 원(YoY 235.8%), 영업이익률은 20.8%를 달성하는 엄청난 성장세를 보여주었다. 이는 주요 수출국인 중국 및 ASP가 높은 미국과 유럽 내 제품 수요 증가에서 기인하며, 동사의 1분기 해외 매출 비중은 74.9%까지 높아졌다. 1분기 미국법인 매출은 750억 원(QoQ +63%)을 기록하였고, 글로벌 시장 경쟁사 대비 매우 높은 성장세를 보여주었다. 불닭 브랜드의 멈출 줄 모르는 성장세와 함께 주가의 레벨업이 기대된다.

Signal 2: 폭발하는 수요에 맞춘 생산 능력 확장

동사는 늘어나는 불닭볶음면 수요에 대응하기 위해 2022년 연간 6억개가 생산 가능한 밀양1공장을 완공하였으며, 2023년에는 기존 대비 25%가량의 추가 생산이 가능한 밀양2공장 신설을 발표하였다. 24년 1분기 실적 발표 후 동사의 매출액이 전년 동기 대비 57% 성장하는 등 폭발적 수요가 이어지자 동사는 밀양2공장 생산라인을 6개로 1개 라인 추가 신설을 공시하였다. 이에 따라 밀양2공장 완공 후 CAPA는 37% 증가할 것으로 예상되며, 이를 통한 또 한 번의 외형적 성장이 기대된다.

Signal 3: 쪽~ 쪽~ 늘어날 P-C 스프레드

P-C 스프레드는 ① 원재료 가격 급등(C↑) ② 판가 인상 대응 (P↑) ③ 원재료 가격 안정화 (C↓) 사이클을 거친다. ③ 시점부터 P-C 스프레드가 확장되면서 식품 제조 기업의 마진율이 개선되고 높은 수익성을 보이게 된다. 최근 면류의 원재료인 소맥 가격 하락이 두드러지고 있으며, 24년 하반기에는 원가 부담 완화로 동사의 실적 개선폭이 확대될 것으로 예상된다. 또한 동사는 자회사인 삼양제분이라는 안정화된 원재료 공급망을 확보하고 있기에 경쟁사 대비 투자 매력도가 높다고 판단된다.

CONTENTS

기업 개요		3
재시했던 투자포인트		4
당시 밸류에이션		6
발표 후 주가 흐름		7
투자포인트 점검		10
밸류에이션 점검		13

I. 기업 개요

동사는 1960년 유지공업과 식품도매업을 영위하기 위해 설립된 이래 식품 사업에 전념하며 한국 식품 산업과 식문화 발전에 앞장서고 있는 기업이다. 수 십년의 식품 제조 노하우를 바탕으로, 면류, 스낵류, 소스 조미소재, 냉동류 등을 제조 및 판매하고 있으며, 대부분의 매출액은 면·스낵류 부문에서 창출된다. 면류 매출은 국내 최초 인스턴트 라면인 삼양라면, 불닭볶음면, 간짜뽕, 짜짜로니 그리고 맛있는라면 등의 인기 제품 판매를 기반으로 한다. 특히 2000년 대 중반 이후 불닭볶음면을 시작으로 다양한 맛의 불닭볶음면, 불닭 소스 등 불닭 브랜드의 해외에서의 성공을 통해 전 세계인이 함께 즐길 수 있는 새로운 식문화를 창출하며 K-Food 열풍을 선도하고 있다. 2023년 기준 매출액은 1조 1,929억 원이며, 이 중 면스낵 부문이 1조 1,225억 원의 매출을 기록하며 전사 매출의 94.1%를 담당한다. 냉동 부문이 465억 원, 소스 부문이 382억 원으로 그 뒤를 잇는다. 23년 해외 매출액은 전년 대비 33.6% 상승한 8,093억 원을 기록하였으며, 이는 전체 매출의 약 67.8%를 차지한다. 불닭 브랜드의 인기를 통한 해외 매출액의 가파른 상승과 함께 동사의 외형적 성장은 지속되고 있으며, 현재는 면류 제품을 주력으로 하는 식품 기업 중 시가총액 1위를 차지하고 있다.

그림 1) 동사 주요 생산 제품

사업 부문	주요 브랜드 및 제품	제품 사진
면	불닭볶음면, 까르보불닭볶음면, 삼양라면, 짜짜로니	
스낵	별뿔빠이, 짱구, 사또밥	
유제품	삼양목장유기농우유1L, 오르닉유기농아이슬란딕요거트	
소스/조미소재	불닭소스, 까르보불닭소스, 불닭소스스틱	
냉동	쿠티크 리얼 치킨, 쿠티크 몬스터 군만두, 불닭볶음밥, 삼양프레쉬 만두	

자료) 삼양식품, 바이시그널 4조

II. 제시했던 투자포인트

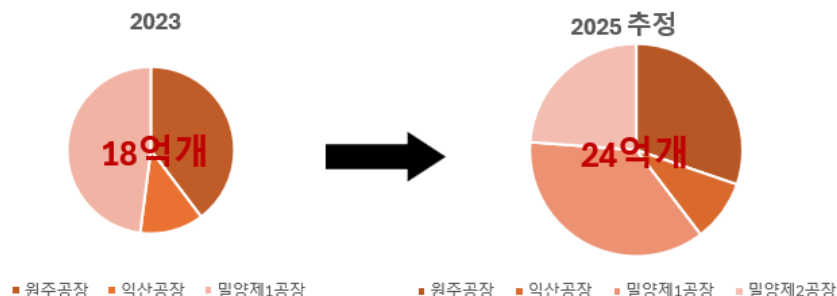
1) K-Food를 이끄는 '불닭'의 해외 실적, 지금부터가 시작!

불닭볶음면은 특유의 매운맛으로 2012년 출시 직후 국내에서의 성공에 이어, 2015년 해외 SNS에서 매운맛에 도전하는 챌린지의 유행과 함께 해외에서의 가파른 인기 상승을 경험하며, 동사 해외 수출액의 지속적인 성장을 이끌고 있다. 24년 2월 동사의 2월 추정 수출액은 5,910만 달러(+31.5% YoY, +8.4% MoM)를 기록하며, 전체 라면 수출액 중 64%의 점유율을 차지했다. 이는 원화 환산 기준 동사 최대 월간 실적을 경신한 것으로 추정되며, 이러한 수출액 증가세는 계속될 것으로 예상된다.

동사는 미국 내 코스트코와 월마트에 입점하여 높은 판매 성과를 기록하며, 미국 메인스트림 채널에서의 확장 가능성을 보여주고 있다. 월마트에서의 매출액은 연간 1,200만 달러 이상을 기록하고 있으며, 2023년 6월에는 코스트코에 입점하며 동사의 가파른 해외 매출 성장에 기여하고 있다. 또한 동사는 23년 중국 온라인 채널 사업 준비를 마쳤으며, 월별 중국 수출 수치가 회복세를 보이고 있다는 점 또한 긍정적으로 작용할 것으로 예상된다. 4월 중에는 알리익스프레스 내 한국 식품 판매 카테고리인 K메뉴에 공식 입점할 예정이며, 이를 통해 불닭볶음면 등 주요 상품의 중국내 점유율 확대를 노리고 있다.

동사는 이렇게 빠르게 늘어나는 불닭볶음면 해외 수요에 대응하기 위해 2020년 10월 밀양 신공장 착공을 시작하였고 2022년 밀양 1공장을 완공하였다. 밀양1공장 신설을 통해 연간 약 6억 개의 라면 추가 생산이 가능해졌다. 이에 이어 동사는 2023년 8월 밀양2공장 증설을 발표하였으며, 1공장과 비교하여 더욱 발전한 수준의 스마트팩토리가 될 것으로 전망된다. 총 5개 라인이 추가로 신설될 예정이며 완공 시 연간 약 5억6,000개 수준의 생산량 증가가 예상된다. 2025년 상반기 완공 시 동사의 CAPA는 24억 개까지 증가하여 생산능력이 약 25% 성장할 것으로 기대된다.

그림 1) 밀양2공장 증설 전후 생산능력 비교



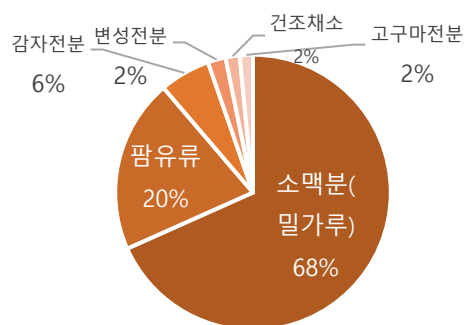
자료) 삼양식품, 바이스그널 4조

2) 가격 안정화가 예상되는 원재료와 든든한 공급망

면류의 원재료는 소맥분 68%, 팜유류 20%, 감자전분 6% 등으로 구성되며, 3월 당시 팜유, 곡물 가격은 하락추세에 있었다. 소맥분은 러·우 전쟁의 지정학적 리스크 영향으로 공급이 불안정해지며 21/22년 가격이 대폭 상승하였으나, 러시아의 대폭 증가된 소맥 생산량과, 우크라이나의 대체 경로를

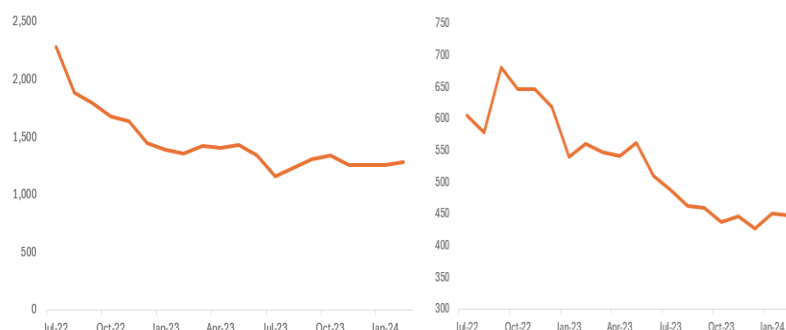
통한 수출을 통해 가격 안정화 추세에 접어들었다. 식품 제조업에서 원재료 가격은 재고분에 따라 4~8개월 정도의 시차를 가지고 실적에 반영되기에 2024년은 P-C 스프레드 확장으로 인한 마진율 개선을 눈으로 확인할 수 있는 해가 될 것으로 예상된다. 또한 동사는 삼양제분을 종속기업으로 하여 자체 제분공장을 통해 소맥분을 공급받아 생산원가를 절감하고 있다. 외부 기업으로부터 소맥분을 납품 받는 경쟁사에 비해 지분 100%의 자회사로부터 주재료를 공급받는 동사의 안정화된 공급망은 실적의 무기가 될 것이다.

그림 2) 면류 원재료 구성비



자료) KREI, 바이시그널 4조

그림 3) 팜유, 소맥 수입 가격 추이(2022.03-2024.02)

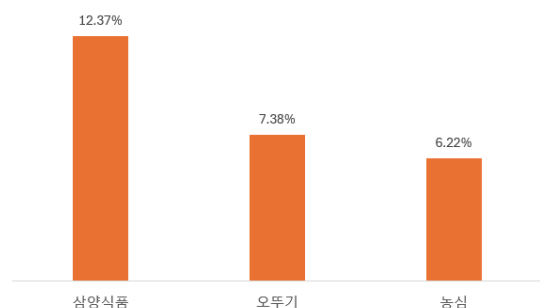


자료) 관세청, 바이시그널 4조

3) Peer 대비 강한 ROE

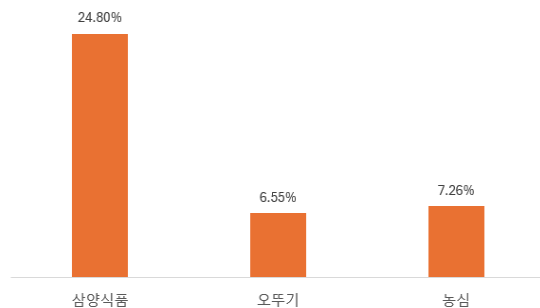
동사는 Peer 대비 높은 영업이익률과 자본효율성을 보인다. 23년 기준 동사의 영업이익률은 12.37%로 오뚜기 7.28%, 농심 6.22%에 비해 높은 수치이며, 동사의 ROE는 24.81%로 오뚜기(8.55%)와 농심(7.26%) 등 업계 수준을 크게 상회한다. 이러한 동사의 높은 영업이익은 경쟁사 대비 높은 수출 비중으로부터 기인한다. 해외 수출분의 경우 국내 대비 높은 가격 설정이 가능하여 마진이 10% 이상 높으며, 환차익 효과 또한 동사에 긍정적 요소로 작용했다. 동사의 경우 수출 물량의 약 92%가 국내 공장에서 생산하여 직수출하는 구조로 높은 환율이 이 직수출분에 반영되어 원재료 구매 단가 상승 부담을 상쇄하며 환차익 효과를 누렸다. 동사의 경쟁사 대비 높은 영업이익률과 ROE는 앞으로도 지속될 것으로 예상되며, 향후 실적 및 주가의 빠른 상승이 예상된다.

그림 4) 라면 업계 영업이익률 비교



자료) 각 사 사업보고서, 바이시그널 4조

그림 5) 라면 업계 ROE 비교



자료) 각 사 사업보고서, 바이시그널 4조

Ⅲ. 당시 밸류에이션

(단위: 백만 원)

구분	2023	2024(E)	2025(E)	2026(E)
매출액	1,192,915	1,475,233	1,838,946	2,308,858
매출원가	776,182	1,039,797	1,293,920	1,624,038
판관비	177,968	227,140	296,354	392,225
영업이익	238,765	208,297	248,673	292,595
법인세비용	50,141	43,742	52,221	61,445
세후순영업이익	188,624	164,554	196,452	231,150
감가상각비	22.30	27.65	34.29	42.52
순운전자본	7,993	58,522	67,146	46,341
CAPEX	46,556	69,405	80,514	83,405
FCFF	134,098	36,655	48,826	101,447
Terminal Value(T=4,)	2,443,372			
영구가치현가	2,332,655			
NOA	234,651			
Net Debt	400,941			
자본가치	2,166,365			
지배주주자본비율	0.9792			
지배주주귀속자본가치	2,121,305			
주식발행수/100 만	7.533015			
Share Price	₩281,601			

지난 분석 당시 목표 주가 산정을 위해 DCF 방법을 사용하였으며, 수출, 내수, 물류·용역의 각 3개년 CAGR을 이용하여 각각의 매출을 추정했다. 매출원가 추정시 원재료 가격 하락으로 매출원가율이 2023년 하락했지만, 다시 70%대로 상승할 가능성이 있다고 판단해 5개년 이동평균법으로 미래 3개년 매출원가율 추정치를 사용하여 매출원가를 계산하였다. 2023년 마케팅활동 증가, 해외 매출 증가, 임금인상 및 임직원 증가로 판매비와 관리비가 상승했고, 이러한 이유로 판매비와 관리비용의 절감이 매우 중요하다고 판단했다. 따라서 판매비와 관리비를 세 그룹으로 나누어 자세하게 분석했다. 타인자본조달비용은 3월 25일 기준 신용등급 A(동사의 신용등급) 이자율 4.68%를 사용하여 계산하였다. 당시 동사의 베타가 음수를 기록하고 있어 오투기, 농심, 삼양식품의 평균값을 구해 베타값을 측정했다. 이에 따라 삼양식품에 대해 목표주가는 281,600원(Upside 29%), 투자 의견 BUY를 제시했다.

IV. 발표 후 주가 흐름

삼양식품 003230 코스피 2024.07.09 기준(장마감) 실시간 기업개요

614,000

전일대비 ▲11,000 | +1.82%

전일 603,000 | 고가 629,000 (상한가 783,000)

거래량 131,383

시가 609,000 | 저가 603,000 (하한가 423,000)

거래대금 81,283 백만

선차트 1일 1주일 3개월 1년 3년 5년 10년

봉차트 일봉 주봉 월봉



2024년 4월 6일 분석 당시 218,000원이었던 주가는 상승세를 지속하다 4월 23일 목표 주가였던 281,600원을 뛰어넘었다. 주가는 이후에도 상승을 지속하였고 6월 19일 최고가 718,000원을 기록한 이후 7월 10일 기준 619,000원으로 최고점 대비 13.79% 하락하여 마감하였다.

1) 4월 6일 이후 주가 흐름 강세

1)-1 계속되는 글로벌 흥행의 지속 및 수출 품목 다변화

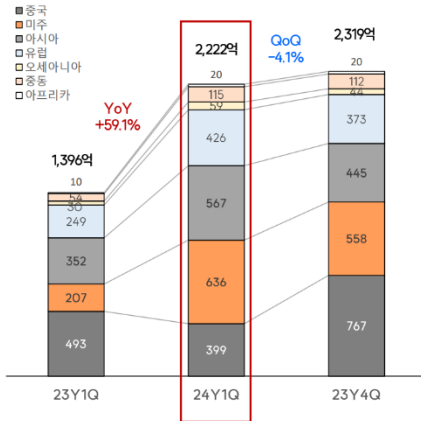
보고서 발표 이후 동사의 대표 상품인 불닭볶음면이 미국을 포함한 세계 여러 국가에서 품귀 현상을 빚을 정도로 수요가 폭발적이라는 소식이 들리며 주가는 치솟았다. 주가는 상승을 지속하며 5월 10일에는 시가총액 2조 4,520억원을 기록, 면류를 주력으로 하는 경쟁 기업 내 시가총액 1위였던 농심을 뛰어넘었다. 또한 동사는 넘쳐나는 수요에 대응하기 위해 총 5개 라인으로 구성 예정이었던 밀양2공장 신설 계획을 총 6개 라인으로, 1개 라인 추가 신설을 변경 공시하였다. 또한 1분기 실적 발표에서 미국 및 유럽, 동남아 채널의 제품 수요 증가가 확인되었으며, 유통채널의 확대를 통한 매출의 성장도 확인할 수 있었다. 불닭볶음면 품목 내 포트폴리오 다변화도 나타났는데, 특히 까르보불닭 라인의 수요 확대가 두드러졌다. 1분기 까르보불닭 라인의 수출비중은 33.4%를 기록하며, 전년 동기 대비 15.6%p 증가한 모습을 보였다. 글로벌 흥행을 통한 해외 매출액의 가파른 증가세와 포트폴리오 다변화, 늘어난 공급 능력이 동사의 주가를 끌어올렸다.

그림 1) 동사 24년 1분기 해외 판매 실적(별도)

별도 기준

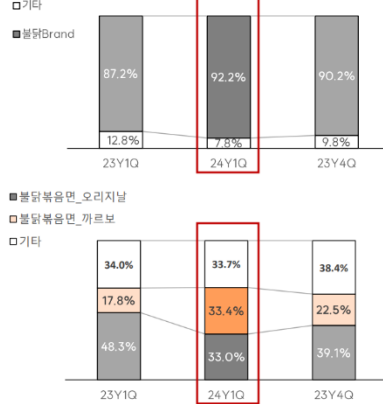
✓ 수출Portfolio 다변화

- 미주 및 유럽, 동남아 채널 제품 수요 증가와 유통채널 확대로 매출 성장
('24년 1분기 미주 매출 점유 21.1%로 YoY+11.8%p, QoQ+3.4%p 증가)



✓ 불닭볶음면 수출 품목 다변화

- 미국 등 불닭볶음면에 대한 수요 확대에 따라 불닭Brand 매출 점유 증가
- 카르보 수요 확대에 따라 불닭볶음면 품목 내 포트폴리오 다변화 및 확장



자료) 동사 IR

1)-2 달러 강세 및 ASP 상승 효과를 통한 해외 매출의 고성장

지난 1분기 동안 달러-원 환율은 50원 이상 상승했다. 4월 장중에는 1,400원을 터치할 정도로 치솟았는데, 이는 동사의 매출액에는 긍정적으로 작용했다. 동사의 직수출 비중은 91%에 달하며, 환율 상승에 따른 원재료 가격 압박을 상쇄하고도 남을 매출 증대 효과를 누릴 수 있었다.

이에 더해 현재 동사의 불닭볶음면 수출이 가파르게 증가하고 있는 미국과 유럽의 경우 물가 수준이 높아 타 지역 대비 ASP가 높으며, 라면과 같은 저가 간편 식품의 수요가 증가하고 있다. 실제로 미국 금융 서비스 회사인 노스웨스트뮤추얼의 2024년 조사에 따르면, 미국인의 약 33%가 재정적으로 안정감을 느끼지 못하고 있다고 답하였다. 이러한 상황에서 미국 국민은 외식을 줄이고 집에서 간편하게 먹을 수 있는 라면과 같은 식품을 찾게 되며 동사의 판매량에 기여한다. 실제로 동사의 미국 및 유럽으로의 매출 비중과 유통 채널 수가 증가하고 있으며, 1분기 기준 대미 수출액은 636억 원으로 전년 동기 대비 207% 증가하였고, 유럽 수출액은 426억 원으로 전년 동기 대비 111% 증가한 모습을 보여주었다.

2) 6월 19일 이후 주가 흐름 약세 이유

상승을 지속하던 동사의 주가는 6월 19일 장중 고가 718,000원을 기록한 이후 7월 10일 기준 619,000원으로 마감하며 약세를 보이고 있다. 이는 최대주주의 지분 매도가 원인으로 파악된다. 동사는 지난 6월 18일 창업주의 막내딸인 전세경씨가 5월 24일부로 본인 소유 지분 1만 4,500주를 주당 502,586원에 장내 매도했다고 공시하였다. 매도 규모는 총 72억 8,749만 원에 이르렀다. 최대주주의 지분 매도에 대한 동사의 한 발 늦은 대처도 주가 하락의 이유로 보인다.

유가증권시장상장규정에 따르면 최대주주 등은 주식 소유 및 변동 사항을 지체 없이 신고해야 하지만, 전세경씨의 보유 지분 매도 시점과 동사의 공시 시점은 무려 한 달 가까이 차이가 났다는 점에서 불성실 신고 논란이 일었다. 동사는 전세경씨가 해외에 체류 중이기에 소통의 측면에서 문제가 있었으며, 휴무 등을 고려하였을 때 최대한 지체 없이 공시한 것이라며 고의는 없었다는 입장을 내놓으며 해명하였으나, 동사의 주가는 종가 기준 6월 18일 712,000원에서 7월 10일 619,000원으로 하락하였다.

V. 투자포인트 점검

1) '불닭'의 글로벌 시장에서의 지속된 흥행

이전 리포트의 투자포인트에서 K-Food의 흥행과 고마진인 해외 수출 비중이 높은 동사의 해외 실적이 기대됨을 언급하였다. 동사의 1분기 해외 매출 비중은 74.9%로 높아졌으며 매출 및 이익 모두 호실적을 보였다. 불닭의 수출이 급증하고 있는 미국과 유럽은 물가 수준이 높기에 ASP가 내수 대비 20% 높고 라면과 같은 저가 식품의 수요가 증가하기 좋은 환경을 가지고 있다. 실제로 1분기 미국법인 매출은 750억 원으로 QoQ +63% 증가하였다. 이는 코스트코, 월마트 중심으로 메인스트림 채널에서 입점률이 상승하고 있으며 에스닉 채널에서도 신규 입점이 지속되고 있는 것에서 기인한 것으로 보인다.

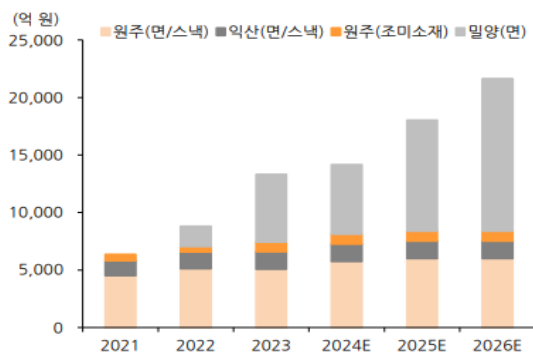
글로벌 시장에서 동사의 경쟁사로 여겨지는 도요수산(북미 1위), 농심(2위), 닛신(3위)의 1분기 실적 동향을 살펴보면 삼양식품의 1분기 해외매출 YoY +83%, 미국 YoY +223% 증가는 눈 여겨볼 만하다. 1분기 도요수산 해외라면 매출은 달러 기준 YoY +3%, 농심은 달러 기준 YoY -10%, 닛신은 YoY +1%로 비교적 아쉬운 실적을 보였다.

또한 동사가 고환율 시장에서 국내 경쟁사 대비 수출 비중이 높고 국내 공장에서 생산하는 제품을 해외에 판매하고 있기 때문에 환차익의 수혜를 크게 받았다는 점도 해외 매출 상승의 원인으로 분석된다. 1분기보다 2분기의 원/달러 상승효과가 클 것으로 예상되는 가운데 이에 따른 계속된 수혜가 기대된다.

2) 밀양2공장 신설로 생산 능력 확장

이전 리포트에서 해외 수요에 대응하기 위한 밀양2공장 증설로 CAPA가 기존 18억 개에서 24억 개로 25% 증가할 것임을 언급했다. 4월 당시 계획으로는 총 5개 생산 라인이 밀양2공장에 신설될 예정이었으나 24년 1분기 동사의 매출액이 전년 동기 대비 83% 성장하는 등 폭발적인 수요 증가가 이어지자 지난 6월 5일 밀양2공장의 생산라인을 1개 라인이 추가된 6개 라인으로 신설한다는 변경 계획을 공시하였다. 이에 따라 완공 후 CAPA는 약 37% 증가할 것으로 예상되며, CAPA 증분이 커진 만큼 매출액과 영업이익 추정치도 상향 조정되었다.

그림 1) 삼양식품 주요 공장 생산능력 추이



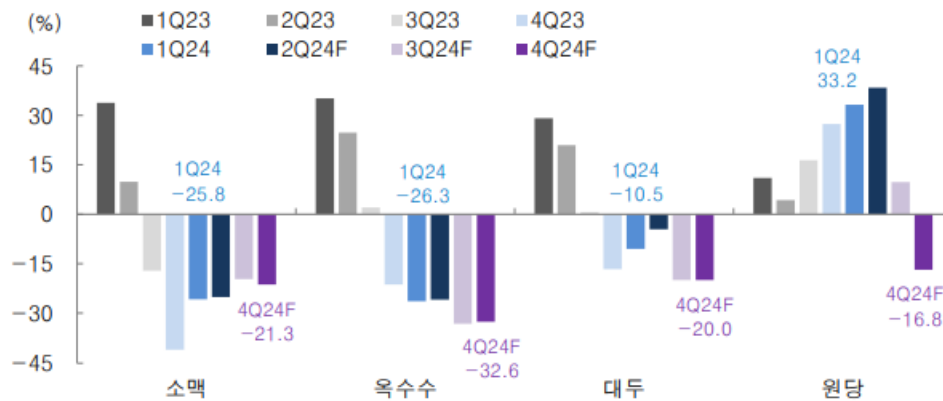
자료) 한화투자증권 리서치센터

3) P-C 스프레드의 확장 및 안정적인 원재료 공급망

이전 리포트에서 언급했듯 P-C 스프레드는 ① 원재료 가격 급등(C↑) ② 판가 인상 대응 (P↑) ③ 원재료 가격 안정화 (C↓) 사이클을 거친다. ③ 시점부터 P-C 스프레드가 확장되면서 식품 제조업 기업의 마진율이 개선되고 높은 수익성을 보이게 된다.

하반기에는 원가 부담 완화로 실적 개선폭이 확대될 것으로 예상된다. 특히 동사 제품의 원재료 중 가장 비중이 높은 소맥 가격 하락이 두드러지는데 많은 제분업체에서 B2C 판매 가격 인하를 결정하였으며, 하반기에는 B2B 가격 인하가 예상되어 원재료 가격 부담이 줄어들 것으로 판단된다. 또한 달러 강세가 비용 부담으로 연결될 수 있으나, 과거 대비 높아진 해외 매출 비중으로 원/달러 강세 영향은 제한적일 것으로 보인다. 실제로 재고분에 따라 곡물가격은 6개월, 환율은 3개월의 시차를 반영하여 추정했을 때, 하반기에 소맥/옥수수/대두/원당의 단가가 하락 전환될 것이라 전망된다.

그림 2) 원화 환산 곡물 투입가 전망(YoY)



자료) Bloomberg, 대신증권 리서치센터

다만 올해 하반기 라니냐 발생 가능성이 존재하는데, 과거 사례를 봤을 때 곡물 가격은 엘니뇨 시기보다 라니냐 시기에 상승 흐름을 보여 이후 원재료 가격 상승에 주의할 필요가 있다.

그럼에도 동사는 자회사인 삼양제분을 통해 소맥분을 납품 받기 때문에 경쟁 기업 대비 원가를 절감할 수 있다는 점은 유효하다. 경쟁사인 농심은 약 60%의 소맥분을 대한제분을 통해 납품 받는데, 대한제분은 지난해 소맥분 등 밀가루 가격은 t당 77만 7,043만 원에서 80만 6,426만 원으로 3.8% 인상했다. 소맥분 제조에 사용하는 원맥 수입 가격은 4.3% 감소하였음에도 농심은 인상된 가격으로 소맥분을 납품 받아야 했다. 반면 동사는 자회사를 통해 1년 전과 비교해 약 12% 저렴하게 소맥분을 조달하며 원가를 절감하였고 이는 실적으로 이어졌다. 실제로 1분기 연결기준 매출액은 동사 3,857억 원, 농심 8,725억 원으로 농심은 동사보다 2배 이상의 매출액을 기록하였으나, 영업이익은 동사 801억 원, 농심 614억 원을 기록하는 모습을 보였다.

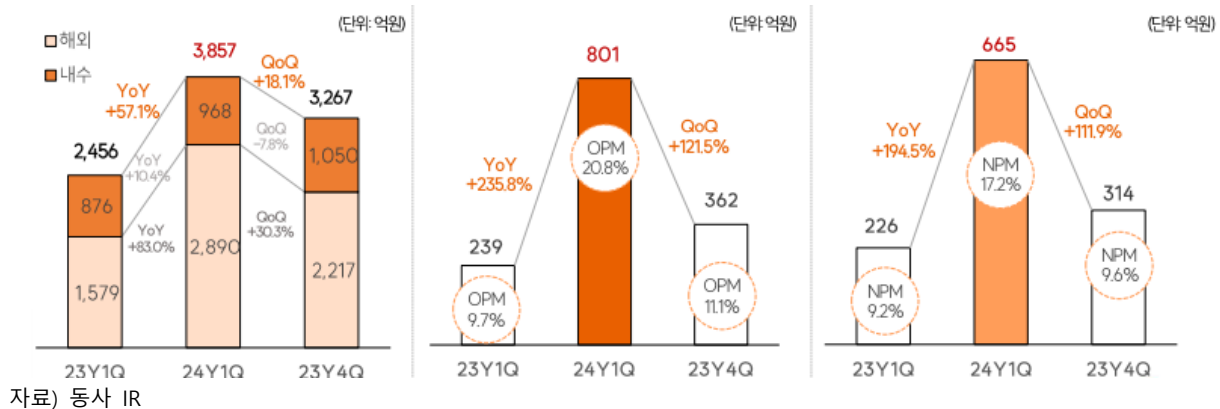
4) 1분기 실적 분석

동사의 1분기 연결기준 실적은 매출액 3,857억 원으로 전년 동기 대비 57.04% 증가했다. 이는 동사의 주력 시장인 중국 수출이 춘절행사 호조로 급등한 가운데 미국 수출 성장세가 여전히 견조한 것으로부터 기인한다. 유럽 및 동남아로의 수출 확대, 인니법인 영업 개시로 지역 Mix를 개선한 것과 공급가 상향 및 달러 강세 또한 매출 성장세에 기여하였다.

영업이익은 801억 원으로 전년동기 대비 235.15% 증가했다. 이는 사업규모 확대로 인건비, 물류비, 마케팅 비용 등 판관비 지출이 증가했음에도 해외 매출 성장과 원재료 원가 절감으로 이를 상쇄하며 호실적을 거둔 것으로 판단된다.

특히 라면 수출액이 3천억 원 수준에 육박하면서 2분기 실적도 기대되는데, 동사의 예상되는 올해 상반기 매출액은 전년 동기대비 45% 늘어난 7,699억 원, 영업이익은 131% 증가한 1,569억 원으로 집계되며 2분기까지 합산한 상반기 영업이익은 지난해 연간실적을 반년 만에 뛰어넘을 것으로 예상된다.

그림 3) 동사 1분기 연결 기준 실적(매출-영업이익-당기순이익)



VI. 밸류에이션 점검과 Buy, Sell, Hold 추천

1) 예상치를 상회하는 실적

이전 보고서에서 매출액 예상치 산정 시 각 부분의 CAGR을 사용했다. 수출, 내수의 과거 3년 CAGR은 각각 31%, 7%였다. 그러나 동사의 24년 1분기 매출액과 영업이익은 전년 동기 대비 각각 57.1%, 235% 증가했다. 또한 24년 2분기 매출액과 영업이익은 전년 동기 대비 각각 32.2%, 109% 증가할 것으로 예상된다. 현재 주가는 608,000원으로 이전 보고서 예상치인 281,600원보다 약 2.15배 높은 가격을 보이고 있다. 이는 실제 매출 증가액 대비 이전 보고서 당시 예상 수출 증가액(57.1%/31%)인 1.84와 근접한 수치이다. 보수적 측정을 위해 terminal value 추정 시 시장 성장률을 제외한 것을 고려하면 주가는 실제 매출 증가에 비례하여 상승했다고 판단할 수 있다.

2) 원자재 가격 하락과 공장 설비 가동률 증가

23년 매출원가율은 65%로 전년 대비 5%가량 하락했다. 이는 원자재 가격 하락에서 기인한다. 이전에는 원재료 가격이 상승하여 매출원가율이 다시 70%대로 회귀할 것으로 예상했으나 24년 1분기 매출 원가율은 58.4%로 오히려 더 낮아졌다. 이 현상의 원인으로는 첫째 원재료 가격 하락을 꼽을 수 있다. 주요 원재료 가격이 전기 대비 하락하며 원가율 하락을 가져온 것으로 판단된다. 두번째는 공장 가동률의 상승이다. 밀양1공장 가동률이 23년 1분기 48.8%에서 24년 1분기 71.5%로 상승했다. 가동률 상승은 고정원가 부담을 완화하며, 향후 해외 수주가 더욱 늘어날 시 매출 원가율을 더 하락할 가능성이 존재한다.

3) DCF 재구성

1분기 매출 상승은 예상치를 2배 이상 상회했지만, 상승률은 기존 계산치로 수렴될 것으로 예상하여 매출액 상승률은 기존 추정을 유지한다. 매출원가는 원재료 가격 상승 리스크가 존재하지만, 해외 수주 증가로 고정원가 부담이 완화될 가능성이 있기에 24년 1분기 매출원가율인 58.4% 가정하여 재계산하였다. 이외 기타 추정치는 최신화 하였다. 또한 보수적 측정을 위해 시장 성장률을 고려하지 않았다.

(단위: 백만원)

구분	2023	2024(E)	2025(E)	2026(E)
매출액	1,192,915	1,475,233	1,838,946	2,308,858
매출원가	776,182	861,536	1,073,945	1,348,373
판관비	177,968	227,140	296,354	392,225
영업이익	238,765	386,557	468,648	568,260
법인세비용	50,141	81,177	98,416	119,335
세후순영업이익	188,624	305,380	370,232	448,926
감가상각비	22.30	27.65	34.29	42.52
순운전자본	7,993	58,522	67,146	46,341
CAPEX	46,556	69,405	80,514	83,405
FCFF	134,098	177,481	222,606	319,222
Terminal Value(T=4)	6,145,658			
영구가치현가	5,302,788			
NOA	237,186			
Net Debt	395,383			
자본가치	5,144,591			
지배주주자본비율	0.9792			
지배주주귀속자본가치	5,037,583			
주식발행수/100 만	7.533015			
Share Price	₩668,734			

2024년 1분기는 매출액의 증가가 주가 상승의 주요 요인이었다면, 향후에는 매출 원가율이 얼마나 하락할 것인가가 중요 변수로 판단된다. 수요 증가로 공장 가동률이 증가하고 단가가 올라 마진율이 올라간다면 한 번 더 1분기와 같은 가파른 주가 상승 여력을 기대할 수 있다.

결론적으로 삼양식품에 대해 목표주가는 668,700원(Upside 8.03%), 투자 의견 Buy를 제시한다.