유진투자증권

Korea | 축산업 | 2025.07.17

선진
(136490. KS)

영업이익의 규모가 시가총액에 반영되기 시작

투자의견
NR(신규)

목표주가
- 원(신규)

현재주가
13,010 원(07/16)

시가총액
309.4 십억원

미드/스몰캡 허준서_ 02)368-6175_ pos03066@eugenefn.com

- 2025년 매출액 1.8조원 영업이익 1,595억원 예상, 각각 전년 비 6.3%, 28.6% 성장 전망
- **한 해 영업으로 시가 총액의 절반 회수 가능**
- 하림그룹의 돈육 사업 담당, 배합사료 및 사육, 식육, 가공육 등 계열화 업체
- 전년대비 하락한 환율 및 곡물가 안정화 추세로 원가율 낮아진 상태(C), 주요 사업장인 국내와 베트남의 돈가 모두 양호하게 유지되고 있어 중장기적 사육두수도 견조하게 유지될 전망(Q)
- 그간 견조했던 영업이익의 성장세에도 부진했던 주가의 원인은 영업외단 훼손으로 인한 당기순이익 역성장
- 환율 관련 파생상품 만기로 향후 영업외단 훼손 우려 해소됐고 긍정적인 업황이 더해져 이익의 규모가 시가총액에 반영되기 시작한 국면
- 1분기 실적발표 이후 두 배 이상 상승한 주가에도 2025년 실적기준 현재 PER은 2배에 불과, 늘어나는 현금창출능력과 그에 따른 주주환원 흐름에 주목할 시기

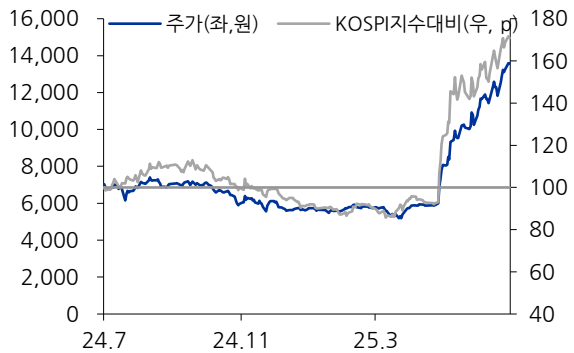
주가(원,7/16)	13,010
시가총액(십억원)	309
발행주식수	23,780천주
52주 최고가	13,900원
최저가	5,090원
52주 일간 Beta	1.16
60일 일평균거래대금	25억원
외국인 지분율	6.4%
배당수익률(2020F)	0.0%
주주구성	
하림지주	50.1%
자사주	0.0%

주가상승	1M	6M	12M
상대기준	12.9	101.0	71.0
절대기준	21.0	127.1	82.2

(원, 십억원)	현재	직전	변동
투자의견	NR	-	신규
목표주가	-	-	-
영업이익(25)	159.5	-	신규
영업이익(26)	-	-	-

12 월 결산(십억원)	2022A	2023A	2024E	2025E
매출액	1,870.8	1,906.0	1,681.4	1,788.0
영업이익	70.6	97.5	124.1	159.5
세전손익	41.6	31.6	11.6	173.9
당기순이익	23.0	10.5	6.6	158.0
EPS(원)	965.9	439.8	279.3	6,644.2
증감률(%)		(54.5)	(36.5)	2,278.7
PER(배)	9.54	11.31	24.50	1.95

자료: 유진투자증권



한 해 영업으로 시가총액의 절반 버는 회사

2025 년 매출액 1.8 조원, 영업이익 1,595 억원 전망

각각 전년비 매출액은 6.3% 증가, 영업이익은 28.6% 증가를 전망한다. 매출액 성장세 대비 이익의 성장세가 가파른 이유는 배합사료의 원재료인 곡물가가 하락중이기 때문이다(후술). 선진은 2022 년 곡물가가 급등한 이후 안정화를 거치며 영업이익이 개선돼왔다. 2023 년과 2024 년 각각 전년 비 38.1%, 27.2% 상승했지만 영업외비용 중 환율 관련 파생상품 손실로 분기 적자 및 연간 순이익은 감소해 안정적이고 높은 영업체력이 기업가치에 반영되지 않았다.

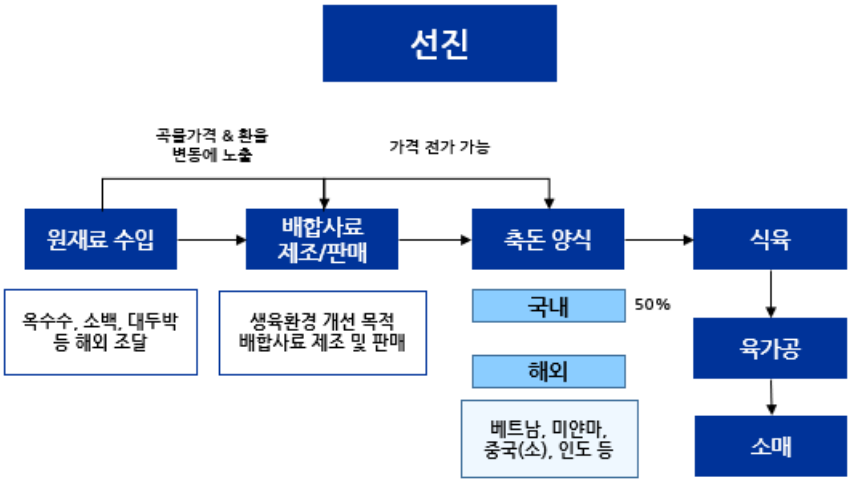
2025 년 2 분기 말 환율은 1 분기 말 대비 6.7% 하락했고 이로 인해 본업의 마진 개선이 이뤄지며 영업외단의 이익체력 훼손 이슈도 해소될 전망이다. **2025 년 당기순이익은 1,580 억원을 전망하는데 현재 시총의 절반을 한 해에 벌어들이는 수준의 저평가 상태다.**

도표 1. **선진 연간 실적 추이(연결)**

(십억원)	2022A	2023A	2024A	2025F
매출액	1,870.8	1,906.0	1,681.4	1,788.0
YoY(%)	22.4	1.9	(11.8)	6.3
사료	1,025.9	1,061.6	892.3	941.1
식육	615.0	609.0	537.9	607.3
양돈	362.7	381.1	374.0	393.0
육가공	261.4	250.1	262.3	258.2
기타	73.5	73.0	64.1	67.7
연결조정	(467.8)	(468.7)	(449.3)	(479.3)
매출원가	1,602.3	1,599.7	1,357.4	1,417.7
매출총이익	268.5	306.3	323.9	370.3
판관비	197.9	208.7	199.8	210.8
영업이익	70.6	97.5	124.1	159.5
YoY(%)	(15.4)	38.1	27.2	28.6
OPM	3.8	5.1	7.4	8.9
영업외손익	(29.0)	(65.9)	(112.4)	14.4
세전이익	41.6	31.6	11.6	173.9
법인세비용	18.7	21.2	5.0	15.9
당기순이익	23.0	10.5	6.6	158.0

자료: 선진, 유진투자증권

도표 2. **양돈사업 수직계열화**



자료: 선진, 유진투자증권

양호한 전방시장과 수익성에 우호적인 환경

곡물가와 환율 하락에 양호한 돈가까지

해외에서 곡물을 수입해 현지(국내/해외)에서 사료를 제조/판매한다. 사료사업부문은 곡물가를 판가에 전이시킬 수 있지만 래깅이 있고 대금은 달러로 지급하기 때문에 곡물가격과 환율이 하락하는 국면에서 선진의 마진은 좋아진다. 러우전쟁의 여파로 곡물가가 급등했던 **2022 년의 회사 매출총이익률은 14%**로 부진했었다. 미국 중서부 지역의 양호한 기상 여건과 작황 개선 기대감으로 옥수수 등의 곡물 선물가도 안정화되고 있다(25.06.17 동사 F&B /Agriculture 위클리). 곡물가격이 안정화 추세에 접어들었다고 판단한다. 선진의 **작년 매출총이익률도 19%** 수준으로 장기적인 곡물가 하향 안정화에 따른 수익성 개선이 이뤄지고 있다. **1Q 기준 GPM 은 23%다**.

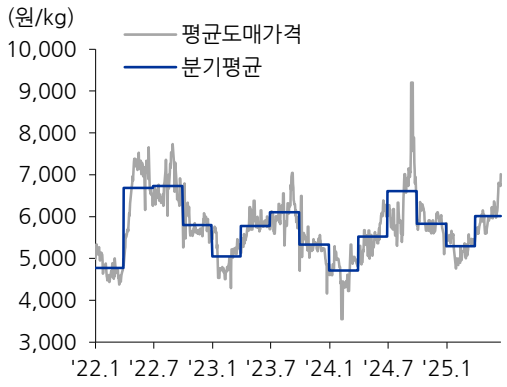
도표 3. **3 대 곡물가 전년 비 하향 안정화 추세**



자료: 연합인포맥스, 유진투자증권

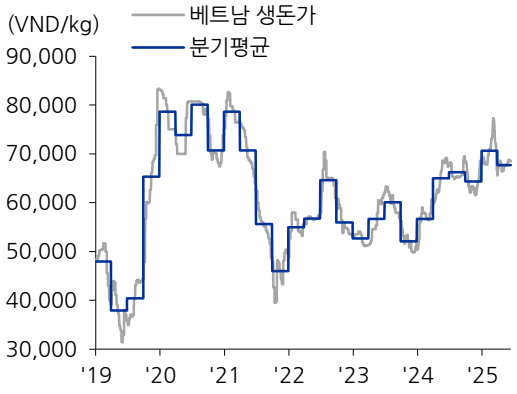
돈가도 연초부터 안정적인 우상향 추세다. 국내뿐 아니라 생산공장도 보유한 주요사업장인 베트남의 돈가도 양호하다. 돈가의 상승은 식육사업부문의 마진을 축소시키지만 장기적인 사육두수를 보장해줘 배합사료 부문의 Q 를 확보해주며 양돈사업부문의 마진에 긍정적이다. 전사 매출의 절반 이상이 배합사료 부문에서 일어나는 선진에게 돈가 상승은 우호적으로 작용한다.

도표 4. **국내 돈가 연초부터 상승세**



자료: 축산물품질평가, 유진투자증권

도표 5. **베트남 돈가도 상승세 유지 중**



자료: pig333, 유진투자증권

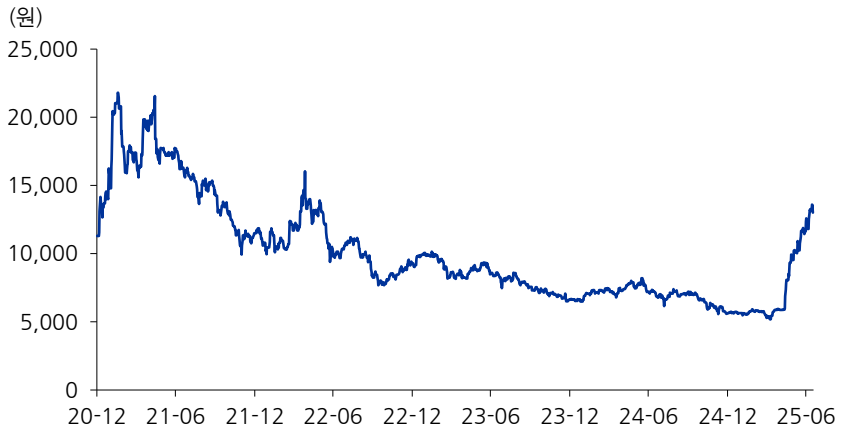
만년 저평가의 원인이 해소된다

매출과 이익의 규모를 반영하기 시작한 주가

조단위의 매출액과 22 년 이후 꾸준히 상승해온 영업이익에도 기업가치는 3 천억원대에서 1 천억원대까지 장기간 하락해왔다. **주가가 부진했던 이유는 높은 매출액 규모와 이익성장성에 비해 당기순이익은 꾸준히 하락해왔기 때문**이다(2023 년 -54% yoy, 2024 년 -36% yoy). 천억원대의 영업이익을 모두 상쇄한 원인은 파생상품 관련 손실이었다. 성숙한 사업을 하는 회사인 만큼 영업외단에 영향을 미치는 자본관리능력도 기업가치에 반영된 결과라고 판단한다.

올해부터는 새로운 국면에 진입한다. 지난해 영업이익을 상쇄했던 환율관련 파생상품 손실은 환율의 하락세로 그 영향이 줄어들며 1 분기 말 기준 환율 파생상품 약정도 8 월 4 일 만기 2 천만불 선도계약을 제외하곤 모두 만기가 끝났다. 그간 곡물가 상승하락 등 지정학적 테마성 이슈로 주가의 등락폭이 컸었지만, 1 분기 실적발표 이후부터 지금까지 이어지는 상승랠리는 긍정적인 업황과 더 이상 이익의 규모를 훼손하지 않는 영업외단 자본관리능력을 반영하기 시작한 것이라 판단한다.

도표 6. **선진 주가 추이**



자료: 선진, 유진투자증권

국내 양돈사업 관련 계열화 업체들은 같은 하림 계열사인 팜스코, 이지홀딩스 계열사인 팜스토리, 우리손에프엔지가 있다. 이들의 2024 년 연간 실적 기준 PER 은 각각 27 배(팜스토리), 7 배(우리손에프엔지) 수준이다(팜스코 적자).

선진의 현재주가는 2025 년 연간 실적기준 PER 2 배 수준으로 1 분기 실적 발표 후 2 배가 넘는 주가 상승에도 긍정적인 업황과 훼손되지 않는 순이익의 규모를 제대로 반영하지 못하고 있다고 판단한다. 늘어날 순이익은 상법개정과 주주 자본주의 확대 흐름과 함께 이어지며 배당확대로 이어질 수 있다. 선진의 최대주주는 하림지주로 50%의 지분율을 보유하고 있기 때문에 이익의 확대에 따른 배당확대는 지주사인 최대주주의 이해관계와도 일치한다.

Compliance Notice

당사는 자료 작성일 기준으로 지난 3 개월 간 해당종목에 대해서 유가증권 발행에 참여한 적이 없습니다
당사는 본 자료 발간일을 기준으로 해당종목의 주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다
당사는 동 자료를 기관투자가 또는 제 3 자에게 사전 제공한 사실이 없습니다
조사분석담당자는 자료작성일 현재 동 종목과 관련하여 재산적 이해관계가 없습니다
동 자료에 게재된 내용들은 조사분석담당자 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다
동 자료는 당사의 제작물로서 모든 저작권은 당사에게 있습니다
동 자료는 당사의 동의 없이 어떠한 경우에도 어떠한 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형, 대여할 수 없습니다
동 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다.
따라서 어떠한 경우에도 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재에 대한 증빙자료로 사용될 수 없습니다

투자기간 및 투자등급/투자의견 비율

종목추천 및 업종추천 투자기간: 12 개월 (추천기준일 종가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미함)		당사 투자의견 비율(%)
· STRONG BUY(매수)	추천기준일 종가대비 +50%이상	0%
· BUY(매수)	추천기준일 종가대비 +15%이상 ~ +50%미만	98%
· HOLD(중립)	추천기준일 종가대비 -10%이상 ~ +15%미만	2%
· REDUCE(매도)	추천기준일 종가대비 -10%미만	0%

(2025.06.30 기준)