2026.03.26.

삼양사의 등급변동요인 변경

한민수 기업1실 선임연구원
02.368.5434
mshan@korearatings.com

장미수 기업1실 책임연구원
02.368.5471
msjang@korearatings.com

최주욱 기업1실 실장
02.368.5303
jwchoi@korearatings.com

한국기업평가(이하 'KR')는 2026년 3월 25일자로 ㈜삼양사(이하 '동사')의 무보증사채 신용등급을 **AA-(안정적)**으로 유지하고, 기업어음 신용등급을 **A1**으로 신규 부여하였다. KR은 관련 평가정책에 기초하여 등급변동요인의 유효성을 점검하여 그 결과로 등급변동요인을 변경하였다.

[표 1] 등급변동요인

변경 전	상향변동요인	✓ 시장지위 및 사업경쟁력 개선을 통한 사업안정성 제고 ✓ 순차입금/EBITDA <= 0.5
	하향변동요인	✓ 순차입금/EBITDA > 3.5
변경 후	상향변동요인	✓ 시장지위 및 사업경쟁력 개선을 통한 사업안정성 제고 ✓ 순차입금/EBITDA <= 0.5
	하향변동요인	✓ ~~순차입금/EBITDA > 3.5~~ **[삭제]** ✓ 비영업자산 가치 하락에 따른 재무완충력 저하 **[추가]** ✓ EBITDA마진 < 6.0, 차입금의존도 > 27.5 **[추가]**

KR은 신용평가 과정에서 등급변동요인의 유효성에 변화가 발생하는 경우, 등급변동요인을 변경하고 이를 발표하여 왔다.

동사는 2026년 2월 12일 공정거래위원회로부터 설탕업계 담합 행위에 대한 과징금 1,302억원을 부과받았고, 조사가 진행 중인 밀가루 · 전분당업계 담합 사건의 피심자에도 포함되어 있다. 이에 따라 동사는 추정액을 포함하여 4,115억원의 영업외비용을 인식하였으며 1,302억원은 미지급비용, 2,813억원은 기타충당부채로 계상하였다. 2026~2027년에 걸쳐 과징금 납부가 이루어질 것으로 예상되며, 이에 따른 현금흐름 및 재무구조 저하가 불가피할 것으로 본다. 또한 높은 원/달러 환율이 지속되는 가운데 중동지역 분쟁 등에 따라 곡물 가격이 상승할 가능성이 내재해 있고, 정부의 물가 안정 기조 하에 판가 인상이 제한될 경우 원가 부담이 가중될 것으로 판단된다.

한편 동사는 외형 성장세를 지속하여 2022년 이후 연간 2.5조원 이상의 매출을 기록하였으며, 유형자산 및 금융자산 규모도 함께 확대되었다. 이에 따라 적용방법론(Corporate(제조)) 평가요소 상 기업규모(매출, 자산 규모) 항목 등급이 기존 A(1조원 이상)에서 AA(3조원 이상)로 상승하였다.

과징금 납부로 인한 자금 소요 및 원가 부담 확대 가능성을 감안할 때 단기간 커버리지 지표 저하는 불가피할 것으로 예상된다. 다만 기업규모 측면의 사업안정성이 강화되었고, 각 사업부문(식품·화학)의 우수한 시장지위가 유지될 전망이다. 향후 동사의 신용도 방향성은 커버리지 지표보다 수익성 방어를 통한 차입부담 통제 여부가 좌우할 것으로 판단된다.

이러한 점을 감안하여, 등급 하향변동요인을 종전의 '순차입금/EBITDA' 지표에서 'EBITDA마진'과 '차입금의존도' 지표로 변경한다. 또한 금융자산 등 비영업자산 기반의 재무완충력이 동사 재무안정성을 보완하고 있는 점을 감안하여 정성지표 '비영업자산 가치 기반의 재무완충력 저하'를 추가한다. 2025년말 기준 비영업자산 장부가액은 9,398억원으로 연말 순차입금의 279.0% 수준이다. 등급 상향변동요인은 기존과 동일하게 유지한다.

[표 2] 등급변동요인 지표 추이

구분 (연결기준)	3년 평균	연도별				상향	하향
	2023~2025	2022	2023	2024	2025		
EBITDA마진(%)	7.7	6.1	7.3	8.1	7.6		< 6.0
차입금의존도(%)	26.9	35.2	31.8	25.9	23.4		> 27.5
순차입금/EBITDA(배)	2.0	4.1	2.6	1.8	1.7	<= 0.5	

[유의사항]

(1) 한국기업평가㈜(이하 '당사')가 제공하는 신용등급은 특정 금융상품, 금융계약, 발행자 등의 상대적인 신용위험에 관한 분석 시점에서의 당사의 의견입니다. 또한, 당사가 제공하는 보고서 등의 제반 연구자료(이하 '간행물')는 상기 특정 금융상품, 금융계약, 발행자 등의 상대적인 신용위험에 관한 당사 또는 필자 개인의 견해를 포함할 수 있습니다. 신용등급 및 간행물은 특별한 언급이 없는 한 신용위험을 제외한 다른 위험(금리나 환율변동 등에 따른 시장가치 변동위험, 해당 증권의 유동성위험, 내부절차나 시스템으로 인해 발생하는 운영위험)에 대해서는 설명하지 않습니다. 또한 신용등급 및 간행물에 포함된 당사의 의견은 현재 또는 과거 사실에 관한 진술이 아니며, 당사 고유의 평가기준에 따라 평가대상의 미래 상환능력 등에 대해 예측한 독자적인 견해로서, 이러한 예측정보는 실제 결과치와 다를 수 있습니다. 신용등급 및 간행물은 환경변화 및 당사가 정한 기준에 따라 변경 또는 취소될 수 있습니다.

(2) 신용등급 산출 및 간행물 발간(이하 '신용평가업무 등')에 이용되는 모든 정보는 평가대상회사 또는 기관이 제출한 자료와 함께 각종 공시자료 등의 자료원으로부터 수집된 자료에 근거하고 있으며, 당사는 제3자 요청 신용평가 등 예외적인 경우를 제외하고는 신용등급 산출 시 제출자료에 거짓이 없고 중요사항이 누락되어 있지 않으며 중대한 오해를 불러일으키는 내용이 들어 있지 않다는 확인서를 평가대상회사 또는 기관으로부터 수령하고 있습니다. 당사는 평가대상회사 또는 기관 및 이들 대리인이 정확하고 완전한 정보를 적시에 제공한다는 전제 하에 신용평가업무 등을 수행하고 있으며, 신용평가업무 등 과정에서 이용하는 정보에 대해 별도의 실사나 감사를 실시하고 있지 않습니다. 따라서 제공된 정보의 오류 및 사기, 허위에 따른 결과에 대해 당사는 어떠한 책임도 부담하지 않습니다.

(3) 당사는 신용평가업무 등 과정에서 이용되는 정보에 대해 별도의 검증절차를 거치지 않았고, 분석자•분석도구 또는 기타요인에 의한 오류 발생 가능성이 있기 때문에 당사는 신용등급 및 간행물의 정확성 및 완전성을 보증하거나 확약하지 않습니다. 당사 간행물의 모든 정보들은 신용평가업무 등에 필요한 주요한 판단 근거로서 제시된 것으로 평가대상에 대한 모든 정보가 나열된 것은 아니며, 법률에 의하여 인정되지 않는 이상 당사 신용등급 및 간행물 상의 정보이용으로 발생하는 어떠한 손해 및 결과에 대해서도 당사는 책임지지 않습니다.

(4) 당사는 금융상품의 매매와 관련한 조언을 제공하거나 투자를 권유하지 않습니다. 당사의 신용등급 및 간행물은 특정 유가증권의 매수, 매도 혹은 보유를 권유하는 정보가 아니며 시장 가격의 적정성에 대한 정보도 아닙니다. 당사의 신용등급 및 간행물은 그 내용으로 이용자의 투자결정을 대신할 수 없고 금융상품의 투자 결과에 대한 법적 책임소재를 판단하기 위한 증빙자료로도 사용될 수 없습니다. 따라서 정보이용자들은 스스로 투자대상의 위험에 대해 분석하고 평가한 다음 그 결과에 따라 각자 투자에 대한 의사결정을 하여야만 합니다. 특히, 당사의 신용등급과 간행물은 시장 전문기관을 일차적인 이용대상으로 하고 기본적으로 개인투자자에 의한 이용을 전제로 하고 있지 않아 이를 이용하여 개인투자자 스스로 투자의사결정을 내리는 것은 적절하지 않을 수 있으므로 사전에 반드시 외부전문기관의 도움을 구할 필요가 있습니다. 아울러, 공시되지 않은 신용등급이나 제3자 요청 신용평가에 따라 산출된 신용등급의 경우 신용평가 요청인 이외에는 해당 신용등급을 믿고 이용하여서는 안 된다는 점을 밝혀 둡니다.

(5) 본 보고서의 내용은 필자의 개인의견으로 당사의 공식의견이 아닙니다.

Copyright 2026, Korea Ratings Corporation. All Rights Reserved. 서울특별시 영등포구 의사당대로 97 대표전화: 368-5500, FAX: 368-5353.

본 보고서에서 제공하는 모든 정보의 저작권은 한국기업평가㈜의 소유입니다. 따라서 어떠한 정보도 당사의 서면동의 없이 무단으로 전재되거나 복사, 인용(또는 재인용), 배포될 수 없습니다.