

풍무피제이원(주)

본평가
평가일: 2017.5.8

유동화전자단기사채 신용등급

(단위: 억원)

구분	발행한도	발행(예정)일	만기(예정)일	평가등급
제4회차 ABSTB	800	2017.05.10	2017.08.10	A3+(sf)

Analyst

김준섭 수석연구원 junseop.kim@scri.co.kr	02) 6966-2457	박민식 실장 mspark@scri.co.kr	02) 6966-2461
-------------------------------------	---------------	-----------------------------	---------------

거래참가자

거래유형	대출채권 유동화
업무수탁자	엔에이치투자증권(주)
자산관리자	한국투자증권(주)
법률자문기관	법무법인 은울
자산실사기관	-
주관회사	한국투자증권(주)

유동화자산

유동화자산	대출채권 및 부수 권리
차주	(주)클라세빌
대출한도	800억원
최초대출실행일	2016.08.11
대출만기일(기존/연장)	2017.05.10/2017.08.10
이자지급	이자계산기간 선급
원금상환	만기일시상환
주요 담보	(주)한화건설의 연대보증

주) 정보제공자: 주관회사

평가의견

서울신용평가(주)는 풍무피제이원(주)(이하 ‘SPC’)가 발행할 예정인 제4회차 유동화전자단기사채(이하 ‘ABSTB’)의 신용등급을 A3+(sf)로 평가하며, 주요 평가요인은 다음과 같다.

- 대출채권 연대보증인인 (주)한화건설의 신용도

유동화개요

본 유동화는 SPC가 (주)클라세빌(이하 ‘차주’)과 체결한 대출약정 및 대출약정에 대한 변경약정(이하 ‘대출약정’)에 의한 대출약정금 800억원의 대출을 기초로 제4회차 ABSTB를 발행하고 향후 차주에 대하여 보유하는 대출채권 및 그에 부수하는 권리 등의 관리, 운용 및 처분에 의한 수익 또는 차환발행되는 유동화증권을 통해 본건 ABSTB를 상환하는 구조이다. 평가일 현재 SPC는 차주와 체결한 대출약정에 의한 800억원의 대출채권을 기초로 제3회차 ABSTB를 발행한 상태이며, 본 ABSTB 발행대금으로 이를 상환할 예정이다.

차주는 경기도 김포시 풍무동 438-1번지 일원 풍무5지구 “경기 김포시 풍무동 공동주택 신축분양사업”(이하 ‘본건 사업’)의 시행사이다. 주관사 제공자료에 따르면 본 건 사업은 (주)한화건설이 시공사로 참여하여 2014.6월 준공이 완료되었고, 준공 당시 부동산경기 침체로 대부분의 세대가 전세분양되었다.

유동화자산

본 유동화자산은 SPC와 차주가 체결한 대출약정에 의한 원금 총액 800억원에 해당하는 대출채권이다. 대출만기는 2017.5.8일 대출약정변경합의서를 통해 종전 2017.5.10일에서 2017.8.10일로 연장되었다. 한편, 대출약정에 대한 변경약정의 일정 요건(표 1 참고)을 충족시키는 경우 대출조건변경합의서에 따라 만기는 2017.11.11일까지 연장될 수 있다. 대출이자자는 이자계산기간 개시일에 선취되며, 이자계산기간은 변경 직전 대출만기일로부터 연장된 대출만기일까지이고, 기지급된 이자는 반환되지 아니한다. 대출금은 만기에 일시 상환되는 조건이며, 상환재원은 본건 사업의 추가 전세금 및 자체자금이다. 대출채무를 담보하기 위하여 시공사인 (주)한화건설의 연대보증 의무를 부여하고 있다.

[표 1] 대출약정에 대한 변경약정서 제3조 대출만기일 등 변경특약의 주요 내용

다음 요건이 충족되는 경우 대출조건변경합의서에 의거하여 대출만기일은 2017.11.11일까지 연장될 수 있으며 이자율 등 기타 조건이 변경될 수 있음.

1. 차주, 대주, 시공사간 대출조건변경합의서 체결
2. 연장된 대출기간 동안의 대출이자 및 대출만기연장으로 인하여 발생하는 유동화비용이 선납될 것
3. 대주가 기발행한 유동화증권의 상환을 위하여 발행할 차회차 유동화증권 전액에 대한 인수계약이 차회차 유동화증권 발행일까지 유동화증권의 유효신용등급 이상의 인수금융기관과의 사이에서 체결되었을 것

주요 위험요인과 통제방안

본 유동화와 관련하여 검토된 주요 위험요인은 유동화자산의 신용위험이다.

유동화자산의 신용위험은 차주가 대출채권의 원금을 상환하지 못해 ABSTB 상환가능성에 영향을 미치는 위험으로, 차주의 신용도 및 본건 사업의 진행상황 등을 감안하면 원금 회수에 대한 불확실성이 존재한다. 이러한 유동화자산의 신용위험은 대출약정에 따라 차주가 SPC에게 부담하는 일체의 채무를 (주)한화건설이 연대보증을 제공함으로써 통제된다.

상기 위험요소들과 이에 대한 통제방안을 종합적으로 고려할 경우 본건 ABSTB의 신용등급은 대출채권 연대보증인인 (주)한화건설의 신용도와 연계되어 있으며, (주)한화건설의 신용도는 본 ABSTB의 신용도에 부합하는 수준으로 판단된다.

본 평가는 서울신용평가(주)의 SF 신용평가 일반론을 적용하였고, 산업별 평가방법론도 준용했습니다. 신용평가방법론에 대한 구체적인 내용은 서울신용평가(주)의 홈페이지 www.scri.co.kr의 "Research/평가방법론"에서 찾아볼 수 있습니다

당사가 본 건 신용평가등급 산정에 이용한 중요자료는 유동화회사 관련서류, 유동화자산 자료, 유동화관련 계약서, 기타 주관회사에서 제공한 자료 등입니다.

당사는 본 건 신용평가등급 산정 시 거래참가자 주식에 표기된 정보제공자로부터 자료를 수령하여 신용평가에 반영하였습니다.

[단기신용등급의 정의]

신용등급	정의
A1(sf)	적기 상환능력이 최상이며, 상환능력의 안정성 또한 최상이어서 투자위험도가 극히 낮음.
A2(sf)	적기 상환능력이 우수하지만, 그 안정성은 A1(sf)등급에 비하여 다소 열등한 요소가 있음.
A3(sf)	적기 상환능력은 양호하나 장래의 급격한 환경변화에 따라 그 안정성이 다소 영향을 받을 가능성이 있음.
B(sf)	적기 상환능력은 인정되지만 그 안정성에 다소 투기적인 요소가 내포되어 있음.
C(sf)	적기 상환능력이 의문시되어 투기적 요소가 강함.
D(sf)	채무불이행 상태에 있음.

주1: 상기 등급 중 A2(sf)부터 B(sf)까지는 당해 등급 내에서의 상대적 우월 정도에 따라 +, - 기호를 부기할 수 있음.

주2: 상기 등급 중 A1(sf)등급에서 A3(sf)등급까지는 적기 상환능력이 인정되는 투자등급으로, B(sf), C(sf) 등급은 환경변화에 따라 적기 상환능력이 크게 영향을 받을 수 있는 투기등급으로 분류됨.

- 본 신용평가의 평가개시일 및 계약체결일은 2017년 4월 27일이며, 평가완료일은 2017년 5월 8일입니다.
- 최근 2년간 평가요청인과 체결한 다른 신용평가 건수 및 수수료총액은 각각 0건, 0백만원입니다. 당사는 평가완료일 현재 평가요청인의 다른 신용평가용역을 수행하고 있지 않습니다. 또한 평가요청인은 「독점규제 및 공정거래에 관한 법률」에 따른 기업집단에 해당되지 않습니다.
- 최근 2년간 평가요청인과 체결한 비평가용역계약 체결 건수 및 수수료 총액은 0건, 0백만원이며, 당사는 평가완료일 현재 평가요청인의 다른 비평가용역을 수행하고 있지 않습니다.

<유의사항>

1. 신용등급은 특정 금융투자상품, 금융계약, 발행자 등의 상대적인 신용위험에 대한 현재시점에서의 서울신용평가(주)의 의견입니다. 신용등급은 신용위험을 제외한 다른 위험(시장가치 변동위험, 유동성위험, 운영위험 등의 여타 위험)에 대해서는 설명하지 않습니다. 특히, 구조화금융상품의 신용등급은 법령, 조세제도의 변경 등에 따라 발생하는 위험을 반영하지 않습니다. 또한 신용등급은 현재 또는 과거 사실에 관한 서술이 아니며, 당사의 평가기준에 따라 신용위험에 대하여 예측한 의견으로서, 이러한 예측정보는 실제 결과치와 다르게 나타날 수 있습니다. 신용등급은 환경변화 및 당사가 정한 기준에 따라 변경 또는 취소될 수 있습니다.
2. 신용등급은 금융투자상품에 대한 투자자문을 의미하지 않으며, 특정 증권에 투자의사결정(매매, 보유 등)을 권유하는 것이 아닙니다. 신용등급이나 평가의견 등은 정보이용자의 투자결정을 대신할 수 없으며, 정보이용자의 투자결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 정보이용자들은 유가증권, 발행자, 보증기관 등 투자대상의 위험에 대해 자체적인 분석과 평가를 통해 투자에 대한 의사결정을 하여야 합니다.
3. 본 평가서 및 의견서 등 보고서는 평가대상자 또는 의뢰인이 제출한 자료 및 각종 공시자료 등의 자료원으로부터 수집한 자료에 근거하고 있으며, 당사는 평가대상자 또는 의뢰인으로부터 제출자료에 거짓이 없고, 중요사항이 누락되지 않았으며 중대한 오해를 유발하는 내용이 들어있지 않다는 확인서를 받고 있습니다. 당사는 평가대상자 또는 의뢰인이 정확하고 완전한 정보를 적시에 제공한다는 전제하에 신용평가업무를 수행하고 있으며, 신용평가 과정에서 이용하는 정보에 대해 별도의 실사나 감사를 실시하고 있지 않습니다. 또한 신용평가의 특성 및 자료원의 제한성, 분석자, 분석도구 또는 기타 요인에 의한 오류의 발생가능성이 있기 때문에 신용등급 결정시에 활용되었거나 평가보고서에 주요 판단근거로서 제시된 어떠한 정보에 대해서도 그 정확성, 적합성 또는 충분성을 보증하지 않으며, 제공된 정보의 오류, 사기 및 허위, 미제공 등에 따른 결과에 대하여 당사는 어떠한 책임도 부담하지 않습니다.
4. 당해 신용등급 및 평가의견을 포함한 보고서에 반영되었거나 포함되어 있는 정보 및 기재내용의 정확성, 완전성 및 적합성을 당사가 보증하거나 확약하지 않습니다. 평가의견을 포함한 신용평가서의 모든 정보들은 신용등급 부여에 필요한 주요한 판단 근거로서 제시된 것이며, 평가대상에 대한 모든 정보가 기재된 것은 아닙니다. 또한, 당사는 고의 또는 중대한 과실에 기인한 사항을 제외하고 신용등급 및 평가의견을 포함한 신용평가서상의 정보의 이용으로 발생하는 어떠한 손해 및 결과에 대해서도 책임지지 않습니다.
5. 본 보고서에 수록된 모든 정보의 저작권은 서울신용평가(주)의 소유입니다. 따라서 당사의 사전서면동의 없이는 무단 전재되거나 복사, 인용, 재판매 또는 유포될 수 없습니다.

대출채권 연대보증인 분석: (주)한화건설

재무요약

(단위: 십억원)

(연결기준)	2012.12	2013.12	2014.12	2015.12	2016.12
매출액	3,551.8	4,097.2	3,320.9	2,976.4	3,148.5
영업이익	153.9	37.5	-411.0	-439.4	89.7
EBITDA	161.8	45.3	-404.6	-422.8	134.8
운전자금	2,584.0	2,979.7	2,455.6	2,645.6	2,051.9
총자산	5,787.5	5,786.8	6,006.3	6,217.3	6,726.1
조정순차입금	3,108.2	3,370.2	3,647.9	3,801.5	3,122.4
영업이익률(%)	4.3	0.9	-12.4	-14.8	2.8
운전자금/매출액(%)	72.7	72.7	73.9	88.9	65.2
조정부채비율(%)	303.2	299.4	344.7	521.7	500.8
조정차입금커버리지(배)	19.2	74.4	N/A	N/A	23.2
유동성커버리지(배)	56.3	21.9	-16.1	-26.0	77.9
회계기준	K-IFRS	K-IFRS	K-IFRS	K-IFRS	K-IFRS

주1: 운전자금=매출채권(공사미수금, 분양미수금, 미청구공사 등)+단기대여금+미수금+선급금(선급공사비 포함)+재고자산

주2: 조정순차입금=총차입금+PF우발채무+(선수금+초과청구공사)*0.7+상환우선주-현금및금융상품

주3: 조정부채비율=(부채총계+상환우선주+우발채무)/(자본총계-상환우선주)*100

주4: 조정차입금커버리지=조정순차입금/EBITDA, 유동성커버리지=(현금및금융상품+EBITDA)/단기성차입금*100

한화건설은 일정수준의 계열 공사물량과 다양한 공종에서의 풍부한 시공경험을 바탕으로 시공능력평가액 기준 10위권 내외(2016년 11위)의 시장지위를 확보하고 있다. 또한 2011년 이후 대형 해외 프로젝트를 꾸준히 수주하며 2016년 기준 공사수익의 5배를 상회하는 공사물량을 확보하고 있어 당분간 안정적인 외형을 유지할 것으로 전망된다.

그러나 해외 프로젝트에서 대규모 손실이 발생하여 수익성 지표가 전반적으로 낮은 수준을 나타내고 있다. 최근 진행 민간건축사업장의 양호한 분양성공에 힘입어 수익성이 회복된 모습이나 수주잔고가 해외사업에 집중되어 있어 당분간 관련 사업에 대한 변동성은 지속될 것으로 판단된다.

또한 과거 진행했던 민간건축 사업 관련 미수채권이 고정화된 가운데 해외사업장의 불리한 계약 조건과 공기연장에 따른 잔금 결제 지연으로 인해 Peer Group 대비 운전자금 부담도 다소 높은 수준이다.

이로 인해 2014년과 2016년 (주)한화의 직간접적인 지원을 통해 상환전환우선주(RCPS)를 발행하여 재무부담을 완화하였음에도 불구하고 여전히 차입금 규모가 과중한 수준이며, 현금창출력 개선에 대한 불확실성을 감안하면 당분간 재무안정성 지표의 개선은 쉽지 않을 것으로 예상된다.

다만, 투자부동산과 관계기업지분 등에 기초한(추가 담보여력 1.7조원) 양호한 재무용통성과 그룹 지배구조상 중요성이 인정되는 가운데 그룹 계열사의 직간접적인 지원이력 및 지원가능성을 감안할 때 유동성 위험에 부담은 크지 않을 것으로 판단된다.