

2018 산업별 신용도 전망

정체된 매출 성장성과 높은 이익 변동성

2018.2.8

분석의 개요

서울신용평가는 Peer Group 분석을 통해 주요 산업에서 활동하는 대표기업들의 Credit Profile과 2018년에 대한 Outlook을 실시하였고, 본 분석에 앞서 상장업체 합산재무제표를 활용하여 개별 산업의 평균적인 Credit Profile을 개괄적으로 조망해 보았다(산업내 핵심기업으로서 비상장사인 GS칼텍스와 삼성디스플레이를 각 각 정유와 디스플레이 산업에 포함). 분석대상 산업은 수출액 기준으로 상위 10위권에 랭크된 7개 제조업(반도체, 석유화학, 자동차부품, 조선, 정유, 철강, 디스플레이)과 건설, 유통, 항공운송 등 총 10개산업을 대상으로 하였다.

Credit Profile은 신용등급을 결정함에 있어 핵심지표에 해당하는 성장성과 수익 변동성, 경쟁강도, 수익성, 레버리지, 차입금커버리지 등 6개의 요소를 선정하였다. 통상 신용등급을 결정함에 있어서는 성장성 지표보다는 규모지표를 사용하는 것이 보편적이다. 그러나 규모지표의 경우 대표기업들의 대부분이 요소등급 AAA에 해당하여 2018년 시장의 방향성을 가늠해보고자 하는 본 분석의 취지에 적합하지 않아 규모지표 대신 성장성 지표를 사용하였다.

[분석에 사용된 지표]

성장성	최근 3개년 매출액증가율 가중평균(%) ¹⁾
변동성	최근 5개년 EBIT 마진율의 (표준편차/평균)(%)
경쟁강도	시장의 진입장벽, 상위기업의 시장점유율 등을 감안한 정성적 지표
수익성	EBITDA/매출액(%)
레버리지	부채비율(%)
커버리지	순차입금/EBITDA(배)

주: 정유산업의 경우 유가에 따른 매출액 변동성이 커서 물량기준 증가율 적용

경제환경은 기대와 우려가 교차

2017년 우리 경제는 세계경제의 회복세가 지속되는 가운데 수출이 2년연속 마이너스 성장에서 탈피하여 큰 폭으로 증가하고, 민간소비 또한 그 동안의 부진에서 벗어남에 따라 회복되는 모습을 보였다. 2018년에도 세계경제는 IMF와 OECD의 성장률 전망치가 3.7% 수준에 이르는 등 지난해에 이어 비교적 안정적인 성장기조를 이어갈 것으로 예상된다. 따라서 우리 경제도 수출의 호조가 이어지고 민간소비도 양호한 소비심리와 정부정책 등의 영향으로 증가세를 유지하면서 전반적으로 견실한 성장세를 유지할 것이라는 의견이 지배적이다,

그러나 주요국 통화정책의 정상화와 보호무역주의 확산으로 인한 교역환경 악화 등 불확실성에 대한 우려도 만만치 않다. 트럼프 정부의 극단적인 보호무역주의로 인한 파장은 당초 예상을 뛰어넘는다. 아

직까지는 제한적이기는 하나 일부 품목에 대한 반덤핑 관세부과 조치와 세이프 가드 발동에 이어 한미 FTA 재협상이 본격화될 경우 중장기적으로 우리 수출이 발목을 잡힐 개연성도 있다.

여기에다 미국과 중국의 통상마찰 심화도 우려되는 대목이다. 이로 인해 중국 내 설비투자가 위축될 경우 자칫 우리 기업에게 부메랑으로 다가올 수도 있기 때문이다. 최근 들어 환율도 가파르게 하락하고 있어 일부에서는 수출채산성 악화를 염려하고, 민간소비 또한 분위기가 개선되었다고는 하나 큰 폭으로 증가된 가계부채와 이자율 부담이 민간소비를 억누를 수도 있어 기대와 함께 우려가 교차한다.

산업 대부분 성장성은 낮은 반면 변동성은 매우 높게 나타나

분석결과 가장 두드러진 특징은 반도체를 제외하고는 대부분의 산업에서 매출외형의 성장성이 낮은 것으로 평가된 반면, 영업이익 마진율의 변동성은 매우 높은 것으로 나타났다는 점이다.

[성장성 및 변동성 Credit Profile]



우리나라 주력산업의 대부분은 산업의 라이프사이클상 성숙기에 진입한 산업이다. 성장성 둔화 자체로는 문제가 되지 않으나 수익의 변동성까지를 고려한다면 문제는 달라진다. 인구의 고령화와 투자부진 등으로 내수기반이 약화되는 가운데 수출시장에 대한 의존도가 더욱 확대되고, 이로 인해 환율 및 원자재 가격 등 대외변수에 대한 민감도가 높아진 것이다.

더욱이 수출이 중국과 미국 중심으로 편중되어 있고, 수출품목도 산업용 중간재와 자본재에 대한 비중이 높다. 산업연구원의 분석자료에 따르면 산업용 중간재와 자본재의 경우 IT제품을 포함한 소비재에 비하여 공급충격이나 수요충격에 더욱 민감한 것으로 나타났다. 최근의 성장성 둔화가 단순한 경기순환적 요인이 아니라 구조적인 문제에 의한 추세적 하락은 아닌지 짚고 넘어가야 할 대목이다.

다행인 점은 불확실성이 증가하는 환경 하에서 우리 기업들이 재무건전성 확보에 적극적으로 나서고 있다는 점이다. 분석대상 산업 중 항공과 건설, 조선을 제외하고는 신용등급의 Mapping Grid 상 부채비율이 AA급에 해당하고, EBITDA대비 순차입금(커버리지) 비율도 항공과 조선을 제외하고는 A급 이상에 분포되어 있다. 새로운 성장동력 확보를 위해 과감한 투자가 필요한 시점에서 적어도 투자를 위한 재무적 여력은 확보하고 있는 셈이다.

시장과 상품, 기술에서의 패러다임 변화는 전 세계적 추세이며, 앞으로 변화의 속도는 더욱 빨라질 것이다. 기술의 발전은 시장의 진입장벽을 낮추고, 이로 인해 경쟁은 심화되고 있다. 새로운 디지털 플랫폼의 도입과 저가 항공사의 등장으로 인해 유통과 항공 등 서비스산업에서 시작된 “death by a thousand cuts”(규모가 작은 신규 진입자들이 대형 업체의 시장을 서서히 잠식하는 현상)이 자동차를 비롯한 자본재와 소재산업으로 점차 확산될 전망이다.

일본은 잃어버린 20년을 딛고 일어서기 위해 산업의 본원적 역량 회복과 새로운 성장사업 창출에 적극적으로 나서고 있고, 중국 또한 풍부한 내수시장을 기반으로 핵심산업에서 우리의 기술수준을 빠르게 추격해오고 있다. 그러나 산업의 구조변화를 위기로만 볼 것은 아니다. 오히려 우리 기업들이 축적된 재무적 건전성을 바탕으로 새로운 기술에 대한 투자를 확대하고 신성장산업에서의 시장지배력을 공고히 해 나간다면 “성장정체와 변동성 심화”를 극복할 수 있는 기회로 삼을 수도 있을 것이다.

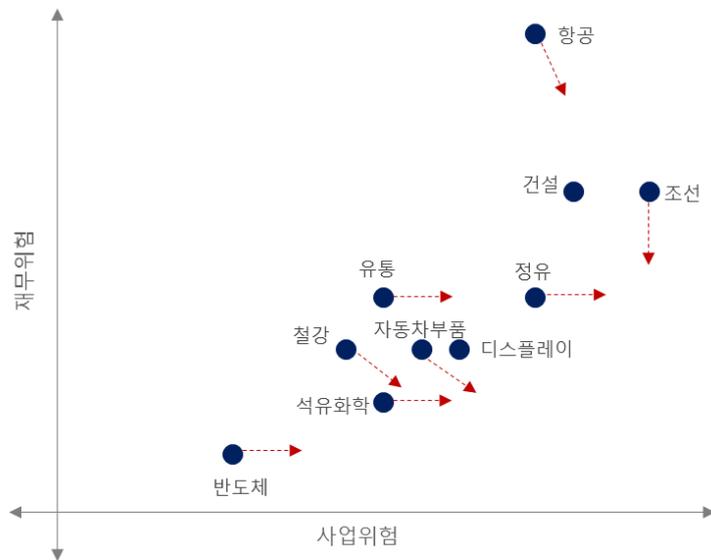
2017년 업종별 Credit, 반도체/철강/석유화학 선두권 vs. 항공/건설/조선 하위권

2017년 예상실적 기준 업종별 Credit Profile 순위를 분석해 보면, 반도체를 선두로 철강, 석유화학 업종이 안정적인 재무지표에 더하여 업황 호조세가 지속되며 전반적인 신용도 점수가 상위권에 포진한 반면, 항공, 건설, 조선업종이 하위권에 분포되어 있다.

항공과 건설업은 공통적으로 산업외적 변수(유가/환율, 부동산정책 등)에 따른 실적 변동성이 큰 가운데, 먼저 항공업은 지속적인 CAPEX 부담으로 레버리지가 높은 점이 부담요인이다. 또한, 건설업은 국내 주택경기 호조에도 불구하고 해외사업의 낮은 원가통제력과 SOC사업의 부진으로 인하여 대형사를 중심으로 수익성이 저조하다. 조선업의 경우에는 고부가가치 선박 중심의 차별화된 사업 Positioning 및 국내외 업계 구조조정을 감안할 때 경쟁강도는 양호한 수준이나, 수주절벽 여파로 높은 실적 변동성과 저조한 수익성을 시현한 점이 감점 요소로 작용하고 있다.

업종별 Credit Profile 형태를 보면, 비슷한 사업 속성을 지닌 산업들끼리 비교적 유사한 형태(신용요소별 강약점)를 나타내고 있는 점이 흥미롭다. 우선 대규모 장치산업이자 산업용 중간재로서 경기순환 주기를 지닌 철강과 석유화학 업종이 유사한 패턴을 보인다. 건설과 조선업은 전통적인 수주 산업으로서 Credit Profile이 유사하며, 글로벌 시장지배력인 높은 IT 산업 내 반도체와 디스플레이업종 또한 신용평가 요소별 강약점 분포에 있어 많은 공통점을 지니고 있다.

[2017~2018년 산업별 사업 및 재무위험 변화]



2018년 업종별 Credit 전망, 하위권의 재무위험 축소 vs. 선두권의 사업위험 증대

2018년 업종별 Credit Profile 전망은 큰 그림에 있어서는 2017년과 유사하나, 업종별로 다소 차별화된 변동 양상을 보이고 있다. 우선 Credit Profile 하위권에 있는 항공과 조선업의 재무위험 감소가 주목된다. 항공업은 해외 항공수요의 구조적 성장세 속에 현금흐름 창출력이 유지되는 가운데, 본업 외적 재무부담 축소로 재무구조가 일부 개선될 것으로 전망된다. 또한, 조선업의 경우 수익성 회복 지원을 감안한 선제적인 자본확충으로 재무위험이 다소 축소될 것으로 보인다.

반면, 석유화학, 정유 및 철강업의 경우에는 2018년 원화강세, 통상압력 강화, 업계 수급악화(설비증설) 등으로 수익성 하락 등 사업위험이 다소 증대될 것으로 전망된다. 또한, 유통업의 경우 대체 유통채널 성장(온라인 쇼핑 등) 속에 기존 업체의 적극적 투자정책 지속으로 경쟁강도가 고조되며 사업위험 증대가 예상된다.

[반도체]

- **(Profile)** 장치산업 특성상 수급 불균형에 따른 실적 변동성은 내재하지만, 글로벌 과점적 경쟁구조 하에서 우수한 기술력과 재무구조를 기반으로 최상위 수준의 신용도 시현
- **(Outlook)** 전반적인 신용도는 우수한 수준을 유지할 전망이다, 원화강세, 반도체 가격 인하 압력 등으로 영업마진율은 다소 하락 예상



[석유화학]

- **(Profile)** 이미 구축한 대규모 생산설비가 진입장벽으로 작용하는 가운데, 석유화학 제품에 대한 견조한 수요 및 효과적인 제품 다각화로 우수한 수익성을 시현함
- **(Outlook)** 업계 설비 증설에 따른 수급불균형으로 수익성 다소 하락 예상되나, 안정적인 현금창출능력과 우수한 재무구조를 기반으로 신용도 유지 전망



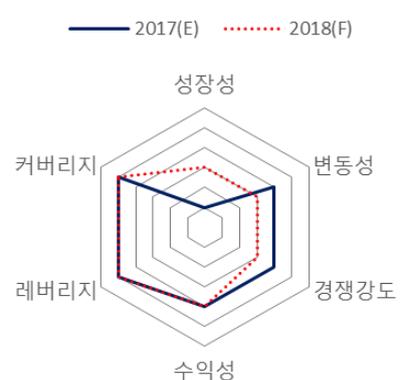
[철강]

- **(Profile)** 내수 위축 하에서 현대제철의 시장진입으로 경쟁강도가 다소 증대되었으나, 수출 호조 및 원자재 가격 안정으로 안정적 수익성 시현
- **(Outlook)** 무역규제 강화 및 원화강세 등으로 영업 마진율의 변동성은 다소 확대 예상되나, 우수한 재무구조 및 영업현금 창출능력을 기반으로 신용도 유지 전망



[자동차부품]

- **(Profile)** 중국과의 사드 이슈 등에 따른 완성차 매출부진으로 성장성이 미흡하나, 완성차 업체와 연계된 사업구조 하에서 일정 수준의 영업마진율은 대체로 안정적으로 확보
- **(Outlook)** 무역규제 강화 및 원화강세 등으로 영업 마진율의 변동성은 다소 확대 예상되나, 완성차 매출 증대로 성장성 일부 회복 예상



[유통(소매)]

- **(Profile)** 내수부진 장기화, 주요 업체의 성숙기 진입 등으로 성장성은 일부 훼손되었으나, 내수업종 특성상 낮은 실적 변동성 및 우수한 재무구조로 양호한 신용도 시현
- **(Outlook)** 대체 유통채널 성장 등에 따라 경쟁강도가 증대되는 가운데, 신규 점포의 초기비용 부담 등으로 수익성이 다소 하락 전망



[디스플레이]

- **(Profile)** 짧은 제품 생존주기, 대규모 시설투자, 중국 후발업체 추격 등으로 실적 변동성이 높은 편이나, OLED 부문의 기술선도력 및 우수한 재무구조로 전반적 신용도 우수
- **(Outlook)** LCD 부문의 실적 변동성 불구하고, OLED 부문의 이익기여도 증가로 전반적인 신용도 유지 전망



[정유]

- **(Profile)** 유가등락에 따른 재고평가손익 등으로 영업이익률 변동성이 높은 수준이나, 장기간에 걸쳐 형성된 과점적 시장구조 하에서 안정적인 정제마진 및 성공적인 사업다각화로 우수한 수익성을 시현
- **(Outlook)** 역내 정제설비 신·증설에 따른 정제마진 하락 압력 등으로 수익성 다소 하락 예상되나, 안정적인 현금창출능력과 우수한 재무구조를 기반으로 신용도 유지 전망



[건설]

- **(Profile)** 해외사업 부문의 낮은 원가통제력 및 국내 주택경기 사이클 등으로 대형 건설사를 중심으로 높은 실적 변동성과 부진한 수익성을 시현
- **(Outlook)** 부동산 규제 강화 등으로 국내 주택사업의 실적 둔화 예상되나, 해외 익스포저에 대한 불확실성이 축소되며 전반적인 신용도 유지 전망



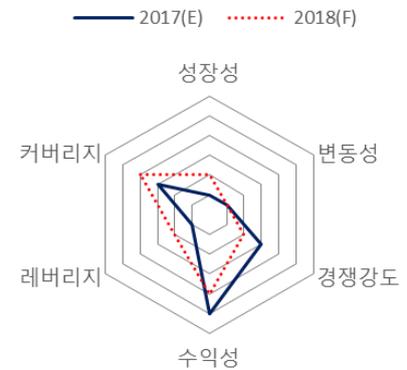
[조선]

- **(Profile)** 수주절벽 여파로 높은 실적 변동성과 저조한 수익성을 시현하고 있으나, 고부가가치 선박 부문에서 기술경쟁력 및 국내외 업계 구조조정 감안할 때 경쟁강도는 양호한 수준으로 판단
- **(Outlook)** 수주와 매출인식 사이의 리드타임으로 인하여 가시적인 수익성 회복이 지연될 것으로 예상되나, 선제적인 자본확충 등으로 업계 신용도는 소폭 개선 전망



[항공]

- **(Profile)** CAPEX 부담이 지속되는 산업 특성상 레버리지가 높고, 산업 외적인 변수(유가, 환율, 외교 이슈 등)에 따른 실적 변동성이 높아 상대적으로 신용도 취약
- **(Outlook)** 중단거리 노선을 중심으로 LCC/외항사와의 경쟁강도가 증대되고 있으나, 해외 항공수요의 구조적 성장세 및 본업 외적 재무부담 축소로 신용도 유지 전망



반도체

삼성전자-SK하이닉스

이승은 기업평가3실 책임연구원
02.6966.2454 / selee@scri.co.kr

[Peers' Credit Profile]



- **성장성(→):** 최근 공급업체들의 설비투자가 증가하면서 판가 하향압력이 발생할 수 있으나, 전방산업 다각화로 수요기반의 안정성이 제고되면서 성장세 유지
- **변동성(→):** 수요기반 다양화(사물인터넷, 빅데이터, 클라우드 등) 및 수요증가, 공급자 과점화 및 업체들의 투자기조 전환(공격적→전략적) 등으로 산업변동성이 완화되는 추세로, 향후에도 현 수준을 유지할 전망
- **경쟁강도(→):** DRAM시장은 3사 과점화, NAND시장은 DRAM 대비 경쟁강도는 높으나 현재와 유사한 수준에서 안정적인 경쟁구도 유지
- **수익성(↓):** 2017년은 이연되었던 고부가가치제품(프리미엄급 모바일) 수요가 집중되면서 매우 높은 수익성을 나타냈으나, 2018년은 관련 수요가 다소 축소되면서 수익성은 과거대비 약화될 것으로 전망
- **레버리지(→) 및 커버리지(→):** 빠른 기술력 변화에 대응하기 위해 대규모 투자 부담은 상존하나, 산업의 구조적인 호황에 따라 현 수준의 재무구조 지속 전망

Monitoring Factor

반도체 시장의 수급동향과 경쟁심화 가능성 등 부정적 사업환경이 각사의 본원적인 현금창출력에 미치는 영향과 이에 따른 재무안정성 지표의 변동에 따라 업체별 신용등급이 차별화 될 것으로 판단되며, 이와 관련한 주요 모니터링 요인은 아래와 같다.

- 1) 기술경쟁력 확보 여부와 이에 따른 시장지배력 변동가능성
- 2) 현금창출력과 지속적인 설비투자 부담 간의 균형과 산업변동성에 대비한 재무완충력 확보 여부

[Peer to Peer]

■ 반도체 고유의 변동성 완화를 위한 사업다각화 전략

- 삼성전자 반도체 부문의 우수한 사업다각화, Foundry 분야에서도 사업경쟁력 제고
- SK 하이닉스의 DRAM 에 집중된 사업구조, Foundry 사업은 아직은 미미

■ 반도체 산업의 구조적 호황 속 수익성 개선추세, 질적인 요소는 차별화

- 삼성전자의 사업다각화 효과로 인한 안정된 수익변동성
- SK 하이닉스의 수익성은 삼성전자와 대등한 수준이나 변동성 측면에서는 열위

[Peer to Peer – 삼성전자 對 SK하이닉스]

■ 고유의 변동성 완화를 위한 반도체 내 사업다각화 전략

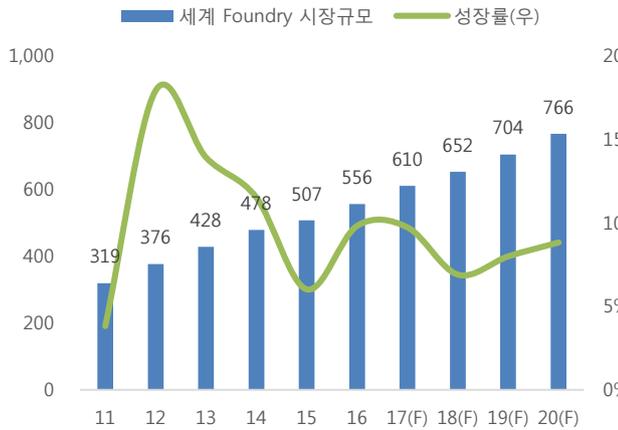
반도체 산업은 기존 PC시장 중심에서 스마트폰으로 그리고 최근에는 IoT, Big Data, Cloud 등의 수요제품 다양화에 따른 전방산업의 확대로 구조적인 변화를 보이며 고유의 변동성은 과거 대비 축소되었다. 그러나, 장치산업의 특성상 주요 Peer들의 대규모 투자 및 생산확대에 따른 수급불일치와 경쟁심화 가능성으로 장기적인 관점에서 여전히 업황 변동성은 존재한다.

삼성전자와 SK하이닉스는 비메모리반도체(시스템반도체)를 생산하는 Foundry부문으로의 사업다각화를 통해 반도체 산업의 업황 변동성에 대응하는 움직임을 보이고 있다. 시황에 민감한 메모리반도체와 달리 다품종 소량생산 위주이며 고부가가치인 시스템반도체는 IoT, AI, 자율주행 기술 등 4차산업의 성장으로 여전히 성장 여력이 큰 것으로 판단된다.

삼성전자는 메모리반도체 시장에서 DRAM과 NAND부문에서 균형 잡힌 사업다각화를 이루고 있으며 Foundry 분야에서도 유의미한 성과를 내고 있다. 삼성전자는 메모리반도체 기술에서 경쟁사들과 격차가 존재하며 DRAM과 NAND부문에서 모두 시장점유율 1위를 차지하고 있다(2017.9월 기준 M/S 각각 45.8%, 37.2%). 또한, Foundry(반도체 위탁생산) 사업도 영위하며 세계 Foundry 시장에서 4위(2016년 기준 M/S 7.9%)를 나타내고 있는 등 반도체 부문에서 Peer 대비 가장 우수한 사업역량을 보유하고 있는 것으로 판단된다. 특히, 삼성전자는 세계 수위의 Set 업체로서 반도체 전방제품인 스마트폰, PC 등을 생산하며 수직계열화를 이루고 있어 사업안정성 측면에서도 가장 우위에 있는 것으로 평가된다.

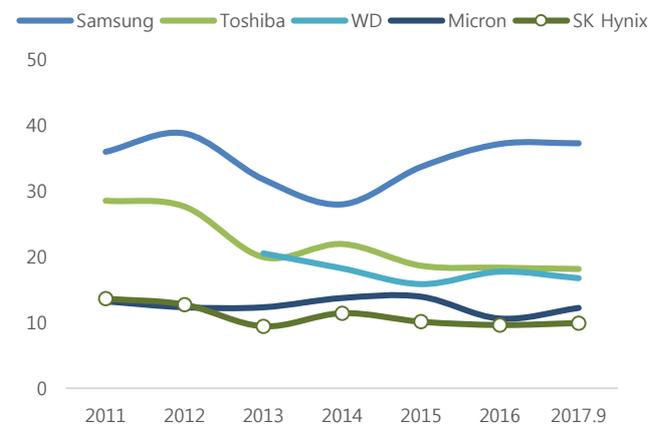
SK하이닉스는 메모리반도체 부문에서 DRAM에 집중된 사업구성을 나타내고 있으며 Foundry 분야로의 사업다각화 진전도 아직 미미한 수준이다. SK하이닉스는 과점시장인 DRAM부문에서 안정적으로 2위의 시장지위(2017.9월 기준 M/S 28.7%)를 유지하고 있으나 NAND부문에서는 사업경쟁력이 DRAM부문에 비해 상대적으로 열위한 수준이다(동 기준 시장점유율 5위, M/S 9.9%). 이에 매출 구성에서도 전체 매출의 약 75%를 DRAM부문이 차지하는 편중된 사업구성을 나타내고 있다. 또한, 2016년 기준 SK하이닉스의 파운드리 세계 시장점유율은 0.2%로 아직 영향력이 미미한 수준이다. 다만, 안정된 생산능력과 선도기술력 확보가 경쟁력인 Foundry 사업에서 SK하이닉스의 메모리반도체에서 입증된 경쟁력을 감안했을 때 향후 유의미한 시장지위 개선이 가능할 것으로 판단된다.

[세계 파운드리 시장규모 추이] (단위: 억 달러)



자료: IHS

[글로벌 NAND 시장점유율 추이] (단위: %)



자료: DRAMeXchange

주: 매출액 기준

■ 반도체 산업의 구조적 호황 속 수익성 개선추세이나 질적인 요소는 차별화

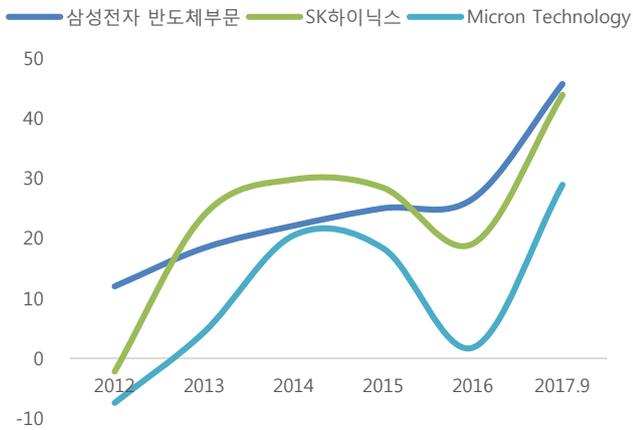
메모리반도체 업계의 수익성은 Micron Technology의 일본 Elpida 인수를 끝으로 DRAM시장의 구조조정이 완료되면서 2012년을 기점으로 큰 폭의 개선을 나타냈으며 이후 반도체 산업 수급의 구조적인 변화에 따라 호황이 지속되면서 업계 전반적으로 우수한 수익성이 이어지고 있다. 2016년 평가하락세와 함께 프리미엄급 모바일 신제품 출시 지연 등으로 수요가 이연되면서 반도체 Cycle 상의 하락세를 보이나 2012년 이전과 같은 민감도는 보이지 않고 있다. 특히, 2017년부터는 NAND업계의 수익성이 크게 향상되면서 메모리반도체의 균형 잡힌 사업포트폴리오를 보유하고 있는 업체들에게 유리하게 작용하고 있다.

삼성전자(반도체 부문)는 사업다각화 효과로 SK하이닉스 대비 영업마진율의 변동성이 축소되었다. 2012년 이후 삼성전자의 수익성 추이는 SK하이닉스에 비해 매우 안정된 흐름을 나타내고 있다. 이는 삼성전자의 반도체 부문이 DRAM과 NAND, Foundry사업 등을 영위하며 사업다각화 측면에서 Peer 대비 우위에 있기 때문인 것으로 분석된다. 반면, SK하이닉스는 DRAM부문에 편중된 사업구조로 인해 관련 수급 및 가격동향에 따라 영업마진율이 직접적으로 변동하고 있으며, 이는 유사한 사업 포트폴리오를 보유하고 있는 Micron에서도 동일한 흐름을 보이고 있는 부분이다. 2016년을 살펴보면 DRAM부문의 변동성에도 불구하고 삼성전자의 경우 타 반도체 사업부문이 이를 상쇄하여 수익성의 민감도가 낮게 나타났다.

SK하이닉스의 영업 마진율은 삼성전자와 대등한 수준을 보이고 있다. 과점시장으로 업계가 재편된 가운데 DRAM부문의 업황 호조로 2013년부터 2015년까지 SK하이닉스의 수익성은 삼성전자의 반도체 부문 보다 더 높게 나타났다. 삼성전자의 경우 반도체 부문 사업다각화 전략의 영향으로 NAND와 파운드리 부문의 상대적으로 낮은 마진율이 반영되면서 지난 수년간 SK하이닉스 대비 낮은 마진율을 보여 왔다. 다만, 2016년 DRAM부문의 평가하락세로 SK하이닉스와 Micron의 경우 수익성이 하락하였으나 SSD수요의 가파른 성장세로 NAND부문의 수익성이 크게 상승하면서 삼성전자의 영업마진율이 SK하이닉스보다 높게 나타나고 있다.

[3사 영업이익률 추이]

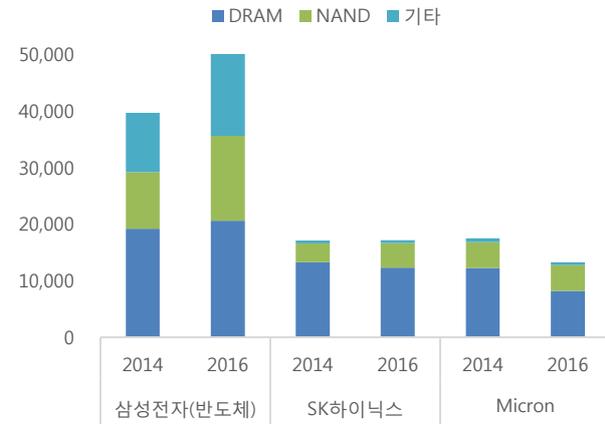
(단위: %)



자료: 각 사 감사보고서
 주: Micron Technology의 결산은 8월 기준

[3사 매출 구성 추이]

(단위: 십억원)



자료: 각 사 감사보고서 및 DRAMeXchange
 주: 환율 기준, 1 USD=1,070 KRW 적용

석유화학

LG화학·롯데케미칼·SK종합화학·한화토탈

김유진 기업평가2실 전문연구원
02.6966.2452 / 032kyj@scri.co.kr

[Peers' Credit Profile]



- **성장성(→)**: 아세안 지역의 경제성장세 및 중국의 환경규제로 인한 추가적인 수요 등을 감안하면 완만한 성장세 전망
- **변동성(→)**: 설비증설로 인한 공급과잉과 유가 변동성 이슈는 상존하나, 우호적인 수급여건과 원가경쟁력을 바탕으로 대응 가능
- **경쟁강도(↑)**: 북미 에탄크래커 대규모 증설 및 국내사들의 투자확대 기조로 일부 제품군의 경쟁강도는 확대될 것으로 전망
- **수익성(↓)**: 나프타의 원가경쟁력 및 사업다각화 효과로 수익구조의 안정성은 유지되나, 미국 등 글로벌 증설물량과 연계된 제품 스프레드 하락으로 호황기를 구가한 전년 수준에 비해서는 수익성 저하 불가피
- **레버리지(→) 및 커버리지(→)**: 투자 확대 기조에도 개선된 현금창출력 및 보유 유동성을 감안하면 우수한 재무안정성 유지 전망

Monitoring Factor

생산능력 확대 및 사업다각화 전략을 통한 경쟁력 강화가 각 사의 본원적인 현금창출력과 재무안정성 지표에 미치는 영향에 따라 업체별 신용등급이 차별화 될 것으로 판단되며, 이와 관련한 주요 모니터링 요인은 아래와 같다.

- 1) 고부가제품군 확대, 사업포트폴리오 다각화 등을 통한 실적변동 완충력 확보 정도
- 2) 각 사가 검토중인 투자규모가 확대되고 있어 자금소요 규모 및 재무적완충력 유지 여부
- 3) 유가변동 등 외생변수에 따른 실적 변화 추이

[Peer to Peer]

- 북미 ECC증설로 공급과잉에 따른 수급악화가 우려되나, 업체별 차별화된 대응전략을 통해 방어
 - LG 화학과 한화토탈은 사업다각화 및 고부가가치 제품 등을 통해 대응
 - SK 종합화학은 경쟁사 대비 방향족 계열 비중이 가장 높아 업황변동에 유리
 - 롯데케미칼은 에틸렌 계열 제품비중이 가장 높아 관련 실적 감소가 예상되나, 원료·생산 기지 다변화를 통해 사업경쟁력 방어
- 정유사의 화학산업 투자확대 기조속에 LG화학 원재료 조달 안정성 약화
 - 정유업계의 NCC 설비증설로 기초유분 공급과잉 및 일부 업체의 원재료 조달 안정성 약화 가능성
 - LG 화학의 원가경쟁력 및 원재료 조달 측면 우려 VS 롯데·SK·한화에 미치는 영향은 제한적
- 투자확대 기조에도 관련 재무부담은 자체적으로 통제할 수 있는 수준
 - LG·롯데는 적극적인 투자기조에도 풍부한 재무완충력을 바탕으로 매우 우수한 재무구조 견지
 - SK·한화도 최근 CAPEX 규모가 확대되고 있으나 자체 현금창출력으로 충당하며 현재 수준 유지

[Peer to Peer – LG화학 對 롯데케미칼 對 SK종합화학 對 한화토탈]

■ 북미 에탄크래커(ECC) 대규모 증설로 업체별 차별적 영향에도 불구하고, 국내 화학 업체들의 탄탄한 대응전략으로 영향력은 크지 않을 전망

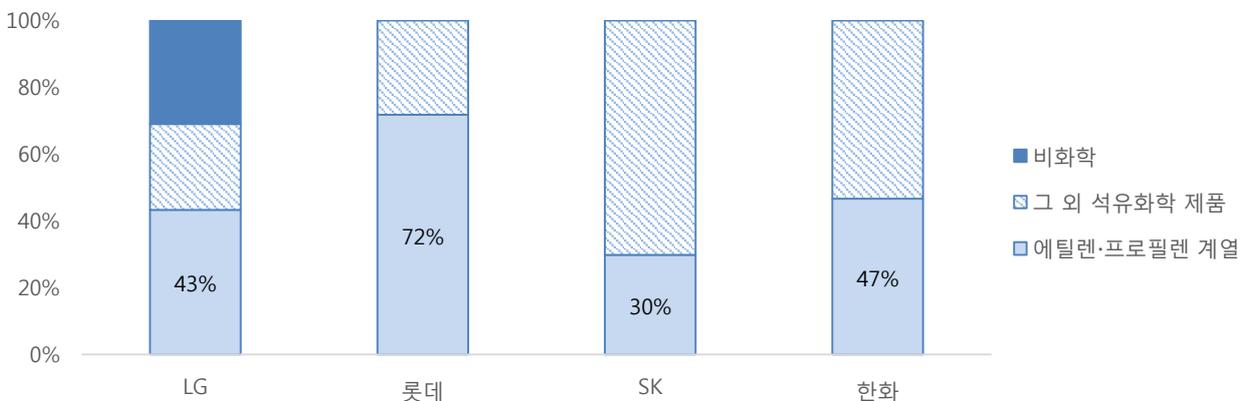
미국 내 다수의 신규 ECC가 완공되면서 에틸렌 계열 제품의 공급과잉이 심화(2018년 미국 내 에틸렌 신규 생산설비 약 6~7백만톤 > 연간 글로벌 에틸렌 수요 증가 약 5~6백만톤)될 것으로 전망된다. 다만, ECC설비로 생산되는 제품은 에틸렌(80%) 및 프로필렌 제품에 편중되어 있어 부타디엔·방향족 등 다양한 제품을 생산할 수 있는 국내 석유화학 업계에는 영향이 상대적으로 크지 않을 것으로 판단된다.

LG화학은 석유화학제품 중 다양한 고부가가치 제품 위주로 사업구조 고도화 작업을 꾸준히 진행하고 있으며, 더불어 석유화학제품 외에 정보전자소재, 2차전지 등 다각화된 제품포트폴리오를 보유하고 있다. 한화토탈 역시 LG화학에 유사한 대응전략을 취하고 있는 바, 염소·가성소다(CA) 등 염소계열 제품의 수직계열화를 통해 석유의존도를 낮추고 고부가 특화 제품 중심으로 사업구조를 개편하여 관련 사업에 지속적으로 확장하고 있다. 또한 중간원료 등의 제품 다각화 효과로 시황변동성을 보완할 것으로 판단된다.

SK종합화학은 방향족계열 비중이 가장 높다. SK종합화학은 BTX 및 PX 제품을 주력으로 하고 있어 경쟁사 대비 방향족 계열 제품에 대한 비중이 높아(생산능력 기준 LG 10%·롯데 18%·SK 64%·한화 38% 수준) 에틸렌 계열의 실적 약화를 보완할 것으로 예상된다.

롯데케미칼은 주력제품 경쟁심화가 예상되나, 원료·생산 기지 다변화를 통해 대응하고 있다. 롯데케미칼은 경쟁사 대비 에틸렌·프로필렌 계열 제품 비중이 높은 편으로 관련 제품 공급 증가로 인한 부정적 영향이 존재한다. 다만, 국내 외에 말레이시아, 우즈베키스탄 등지에 생산기지를 보유하고 있고, 현재 미국 ECC 신증설을 진행중에 있는 등 원료·생산 기지 다변화를 통해 현재의 사업경쟁력을 유지할 것으로 판단된다.

[각 기업별 에틸렌·프로필렌 계열 비중(생산능력 기준)]



자료: 한국석유화학협회

주1: 에틸렌·프로필렌 계열은 에틸렌/프로필렌/PE/PP/EG의 합

주2: LG화학의 비화학 생산능력은 매출액 기준

■ 국내 정유업계의 화학산업 투자확대 기초 속에, GS칼텍스의 NCC설비는 LG화학 원가구조에 다소 부담

최근 국내 정유사들은 사업다각화의 일환으로 석유화학사업에 대한 투자를 활발하게 진행하고 있다. 특히 NCC를 보유하고 있지 않은 정유사가 신규 NCC 설립을 검토중에 있어(GS칼텍스·현대오일뱅크), 이 경우 국내 기초유분의 공급과잉과 더불어 석유화학업체들의 원재료(나프타) 조달 여건도 악화될 것으로 전망된다. 다만, 수급불균형에 대한 대응은 상기에 언급한 바와 같이 각 사별 대응전략을 통해 일정수준 통제할 것으로 보이나, 원재료 조달 측면은 업체별로 다소 상이한 영향을 받을 것으로 판단된다.

LG화학을 제외하고는 롯데·SK·한화의 영업환경에 미치는 영향은 크지 않을 것으로 판단된다. SK종합화학은 원재료 조달단계에서부터 계열사들과 수직계열화 체제를 구축하고 있어 국내 상공정 업체 중 가장 안정적인 사업경쟁력을 확보하고 있다. 롯데케미칼과 한화토탈은 기초 원재료인 나프타를 대부분 해외에서 수입(약 70~80% 수준)하고 있어 국내 NCC 설비의 추가적인 증설이 영업환경에 미치는 영향은 크지 않을 것으로 판단된다.

반면, LG화학은 나프타의 대부분을 GS칼텍스에서 공급받고 있는 것으로 파악되어 GS칼텍스의 NCC설비 신설은 LG화학의 원가경쟁력 및 원재료 수급 안정성에 부정적 영향을 미칠 것으로 판단된다. 또한 GS칼텍스가 수직계열화에 따른 효율성 증대가 가능해질 것으로 보여 LG화학의 경쟁강도가 보다 높아질 것으로 예상된다.

■ 사업다각화를 위해 투자확대 기초를 보이고 있으나, 상위 업스트림 업체들의 재무구조는 매우 우수한 수준

LG화학과 롯데케미칼은 적극적인 투자정책을 유지하고 있으나, 전반적인 재무구조는 매우 우수한 수준이다. LG화학은 총차입금은 일정한 규모를 유지하고 있으나 2015년을 기점으로 증가된 현금창출력을 바탕으로 순차입금 규모가 감소하며 재무안정성 지표는 개선세이다.

LG화학은 최근 사업포트폴리오 강화를 위해 전자재료 및 배터리 사업에 대한 투자 규모를 확대하고 있다. 2017.9월말 CAPEX 규모는 1.4조원으로 전년 동기대비 37.9% 증가하였다.

롯데케미칼은 2016년 ECC/MEG 사업, 삼성 계열사 인수(2.5조원) 등 대규모 투자로 차입부담이 증가하여 재무지표가 다소 저하되었으나, 확대된 현금창출력을 토대로 소요자금의 대부분을 통제함으로써 2017.9월말 기준 차입금커버리지가 1배 이하를 유지하고 있다. 향후에도 미국 ECC 합작사업 등 활발한 투자정책을 전개할 계획에 있어 투자부담이 지속되겠으나, 양호한 현금창출력과 LC Titan 상장에 따른 자금유입(약 1.5조원) 등을 고려하면 매우 우수한 재무안정성을 유지할 것으로 전망된다.

보수적인 투자기조를 보인 SK종합화학과 한화토탈도 최근 CAPEX확대를 추진하고 있다. 경쟁업체가 사업다각화 및 수직계열화를 위한 공격적인 투자정책을 이어가고 있는 반면, SK종합화학은 다각화된 제품포트폴리오와 계열사 간 수직계열화된 생산체제를 보유하고 있어 투자부담이 크지 않다. 2014년 주요 투자가 마무리되고 자금소요가 크게 감소하면서 전반적인 재무부담이 완화되었으며, 커버리지 지표(0.1배) 역시 매우 우수한 수준이다. 다만, 모회사인 SK이노베이션이 최근 배터리·화학분야의 투자를 공시한 바 있어 그룹 내 투자규모가 확대될

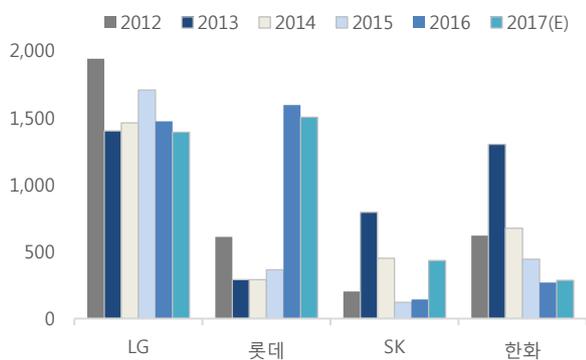
것으로 판단된다.

한화토탈 역시 2014년 방향족 공장 증설 이후 보수적인 투자정책을 유지하는 가운데, 업황 개선에 따른 현금창출력 확대로 재무안정성 지표(차입금커버리지 2014년 4.8배→2017.9월 1.0배)가 빠르게 회복되고 있다.

2017년 NCC설비 증설, 폴리에틸렌 공장 신설 등(약 9,000억원 규모) 최근 다시 투자규모를 확대하고 있으며, 더불어 합작회사로서 구조적으로 배당에 대한 부담이 상존한다. 다만, CAPEX 및 배당 부담 등을 자체 현금창출력으로 상당부분 충당할 것으로 판단되어 최근 개선된 재무안정성을 유지할 것으로 전망된다.

[경상투자(CAPEX)]

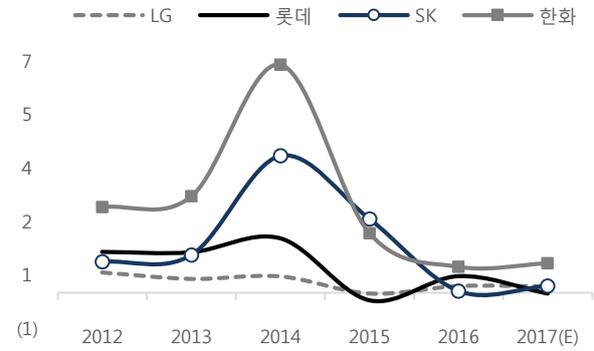
(단위: 십억원)



자료: 각 사 감사보고서

[차입금커버리지(순차입금/EBITDA)]

(단위: 배)



자료: 각 사 감사보고서

철강

고로·전기로·하공정·특수강&STS

박춘성 기업평가2실장
02.6966.2467 / cspark1113@scri.co.kr

[Peers' Credit Profile]



- **성장성(→):** 내수 위축에도 글로벌 수요 호조로 물량규모 유지, 단 글로벌 판매가격 안정으로 단순 매출액 성장 정체
- **변동성(↑):** 전방산업, 특히 건설투자 위축으로 내수 둔화 심화, 미국 등의 무역규제 강화 시 규제대상 지역과 강종별로 수출 변동성 확대
- **경쟁강도(↑):** 현대제철의 시장진입으로 특수강 시장의 경쟁강도 심화
- **수익성(→):** 내수 위축을 글로벌 수요 호조로 완충하는 수급균형과 원자재가격 안정으로 마진 스프레드(판매가격-원자재가격) 유지 가능
- **레버리지(→) 및 커버리지(↓):** 생산능력 확대를 위한 대규모 CAPEX 부담이 없어 영업에서의 잉여현금을 바탕으로 재무부담 완화 지속

Monitoring Factor

업계 전반의 수익창출력이 유지되는 가운데 영업에서의 자체 현금흐름으로 재무구조를 꾸준히 개선시킬 것으로 전망한다. 이에 **업계 신용등급은 하방 경직성을 확보한 것으로 판단한다.** 반면에 **사업 및 영업 포트폴리오 조정을 통한 이익변동성 축소, 자체 및 계열의 재무부담 경감이 구조적으로 확인된 업체의 경우, 신용등급 상향가능성은 유효하다.** 주요 모니터링 요인은 다음과 같다.

- 1) 중국의 공급조절 기조 및 글로벌 수요진작 지속 여부
- 2) 건설, 조선, 자동차 등 전방산업 부진에 따른 내수 위축 정도와 업체 대응력
- 3) 글로벌 시장에서의 무역규제 확대와 국내 특수강 시장의 경쟁 강도 심화 가능성

[Peer to Peer]

- **대내외 수급여건 차별화, 전반적인 경쟁구도 유지 속 특수강 시장 경쟁 심화**
 - 대외 양호: 글로벌 경기회복 추세와 중국의 공급물량 조절 지속
 - 내수 위축: 조선, 자동차 수요회복이 더딘 가운데, 수주물량 감소로 건설수요 위축 본격화
 - 2018년 상반기 현대제철의 물량공급 본격화로 특수강 시장의 경쟁구도 변화 불가피
- **선진국의 무역규제 강화, 현재까지의 영향은 제한적이나 규제 확대 시 부정적 영향 불가피**
 - 미국 중심에서 타 국가로 확대되거나, 규제 강도가 확대될 경우 에너지용 강관 등 일부 품목 영향
- **강종 및 판매지역 포트폴리오에 따라 수익성 차별화, 재무부담 경감 추세는 지속**
 - 대내외 수급여건과 연계된 강종 또는 판매지역 포트폴리오에 따라 수익성 차별화
: 고로는 수익성 유지, 전기로 및 하공정은 전방산업 수요 둔화와 수출지역 여건, 특수강은 경쟁양상에 따라 차별화
 - 생산능력 확대를 위한 대규모 설비투자가 없어 자체 잉여 현금흐름으로 재무부담 경감 지속

[Peer to Peer – 고로·전기로·하공정·특수강&STS]

■ 글로벌 수급여건 호조 지속 vs. 내수 둔화 가중

- 내수 또는 건설 수요 비중이 높은 전기로 및 하공정 업체 변동성 확대

2017년 철강산업은 글로벌 수급여건이 우호적으로 형성되면서 당초 예상수준 보다 양호한 실적을 시현하였다. 미국을 중심으로 글로벌 철강수요가 회복세에 접어 들었고, 중국의 수급여건도 개선된 점이 주된 요인이다. 반면 국내 수요는 여전히 부진한 양상을 보였다. 그나마 건설 경기 호조로 철근 등 봉형강류 수요가 호조를 보이는데 그쳤다.

- 2016년부터 중국 정부가 추진하고 있는 설비 구조조정이 현재까지 2억톤을 상회(유도로 설비 포함)하는 가시적인 성과를 보인 것으로 파악된다. 수요측면에서도 부동산 및 인프라 투자에 힘입어 예상 외의 호조를 보였다. 이러한 수급 호전으로 중국산 제품이 상당 부분 자국 내 수요로 충당되었으며, 이는 중국산 수입물량이 감소하면서 결과적으로 국내 업체의 생산량 증가로 연결되었다.

2018년에도 대외 수급여건은 여전히 우호적일 것으로 전망한다. 세계경기 회복으로 미국은 물론 신흥국으로의 글로벌 수요진작이 확산되고, 중국의 공급조절 기조도 유지될 것으로 보인다. 반면에 내수 둔화는 가중될 것으로 판단한다. 조선, 자동차의 수요회복이 여전히 더딘 가운데 수주 감소로 건설수요 마저 본격적으로 위축될 것으로 전망된다. 특히 건설 제품으로 내수중심의 영업활동을 전개하고 있는 업체의 실적 변동성을 확대시키는 요인으로 작용할 것이다.

■ 현대제철 생산 본격화로 특수강 경쟁 심화

- 세아베스틸 등 자동차용 특수강 업체 실적 변동 가능성

국내 특수강 시장은 상공정에서 포스코와 세아베스틸이 각각 선재와 봉강에서 독보적인 위상을 점하고 있다. 그러나 현대제철이 2015년 현대종합특수강을 인수한데 이어 2016년 연산 100만톤(선재 40만톤, 봉강 60만톤) 규모의 특수강 공장을 준공하였다. 당초 2017년에 제품을 생산할 계획이었으나, 품질인증이 늦어져 2018년 상반기 중에 양상할 예정이다. 현대제철이 현대차그룹 물량을 중심으로 영향력을 확대할 것으로 보여 국내 특수강 시장의 경쟁구도 변화가 불가피하다. 경쟁양상과 대응전략에 따른 실적변화는 중요한 모니터링 대상이다.

■ 미국 등의 무역규제 강화 시 부정적 영향 확산 가능성

- 세아제강 등 대미 수출의존도가 높거나 수출지역 다변화 추진 업체 모니터링

자국 철강산업을 보호하기 위해 미국을 중심으로 선진국들의 무역규제가 강화되고 있다. 미국의 수입규제가 집중되고 있는 강종은 판재류와 강관류이다. 현재까지는 대미 수출비중이 낮거나 규제강도가 미미하여 국내 업체에 미치는 영향은 제한적이다. 그러나 캐나다, EU 등 미국 외의 국가에서도 규제를 강화하려는 움직임이 있어 규제지역이 확대되거나 규제강도가 심화될 경우에는 부정적인 영향이 확산될 수 있다. 특히 대미 수출의존도가 높은 강관류의 경우에는 규제 강화로 인한 영향이 클 수 밖에 없다.

■ 국내외 수급여건과 연계된 강종 구성 및 판매지역 다변화에 따라 수익성 차별화

- 고로 및 수출 다변화 하공정 업체 수익성 견조, 내수 및 건설수요 집중 전기로 등 저하

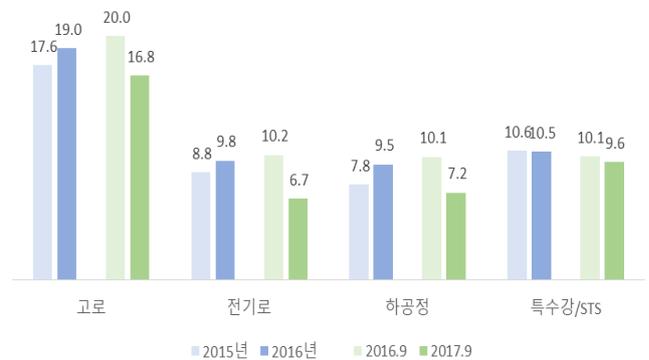
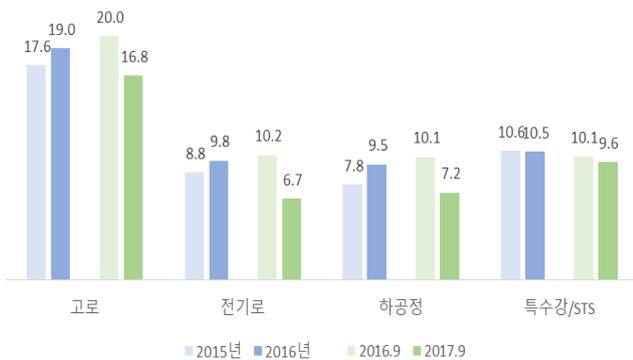
2017년 국내 철강사의 영업실적은 양호한 수준을 유지하였다. 평가인상에 따른 외형 확대로 단순 수익성지표는 하락하였으나, 마진 스프레드가 안정적으로 유지됨에 따라 본원적인 수익창출력에는 변동요인이 없었다. 글로벌 경기회복과 중국의 수급 호전으로 글로벌 철강가격이 상승기조를 유지한데 힘입어, 국내 업체들 또한 철광석과 연료탄 등 주요 원재료가격 상승을 제품 평가에 적절하게 반영함으로써 전년 수준의 마진 스프레드를 유지할 수 있었다.

[EBITDA/매출액 추이]

(단위: %)

[순차입금/EBITDA 추이]

(단위: 배)



자료: 각사 감사보고서(별도기준)

자료: 각사 감사보고서

2018년에도 우호적인 글로벌 수급여건에 힘입어 업계 수익창출력은 안정적인 수준을 유지할 것으로 전망한다. 다만, 판매가격 안정으로 외형 성장률 자체는 둔화되는 가운데, 대내외 수급여건 편차로 인해 강종 구성 및 판매지역 집중도에 따라 수익성은 차별화될 것으로 판단한다.

첫째, 일관제철사인 포스코와 현대제철은 다양한 강종과 다변화된 판매지역을 확보하고 있어 견실한 실적을 이어갈 것으로 전망한다. 현대제철의 경우, 현대차그룹의 자동차 수요와 밀접한 관련을 맺고 있긴 하지만, 단기적인 변동요인은 크지 않은 것으로 분석한다.

둘째, 전기로와 하공정 업체의 경우, 국내외 수급여건과 연계된 강종 구성이나 판매지역의 규제 여건에 따라 실적 차별화가 이루어질 것으로 전망한다. 글로벌 네트워크를 활용하여 거래지역 또는 강종 다변화가 이루어진 업체의 실적 호조세는 유효하다. 반면, 건설 등 수급여건이 불리한 내수 제품에 집중되어 있는 업체의 실적 변동성은 확대될 것이다. 강관 등 무역규제에 따른 변동성이 큰 업체도 모니터링 대상이다.

셋째, 특수강 업체의 경우, 현대제철의 물량공급이 본격화됨에 따라 변동성이 가장 크게 나타날 수 있다. 포스코는 다양한 제품 포트폴리오를 보유하고 있어 특수강 시장의 경쟁양상 변화에 대한 영향이 거의 없다. 반면에 국내 특수강 봉강시장의 1위를 차지하고 있는 세아베스틸의 경우, 경쟁구도 변화에 직접적인 영향을 받을 것으로 보인다. 특수강 시장의 경쟁양상과 강도, 수출지역 다변화 등의 대응능력을 점검할 필요가 있다.

■ 영업에서의 잉여 현금흐름 창출로 재무구조 개선은 지속

- 내수 및 건설수요 집중과 특수강 업체 재무구조 개선 폭 둔화

2017년 업계 전반의 재무구조는 개선추세를 이어갔다. 판매가격 인상으로 인한 외형 확대로 운전자금 소요가 늘어나긴 하였으나, 글로벌 수급여건에 힘입어 영업에서의 현금흐름 창출규모가 전년수준으로 유지되었다. 설비투자 등 영업의 자금소요 또한 크지 않아 잉여자금으로 재무부담을 꾸준히 경감시킬 수 있었다.

2018년에도 업계 수익성은 차별화될지라도 전반적인 재무구조는 개선추세를 이어갈 것으로 전망한다. 이는 일부 업체의 수익성 저하요인이 업계 구조적 요인으로까지 과급되지는 않으며, 생산능력 확대를 위한 대규모 설비투자도 없어 영업에서의 잉여자금 창출로 재무부담을 경감시킬 수 있는 선순환의 현금흐름 구조가 지속될 것이기 때문이다.

그러나, 재무구조 개선 폭은 제한적일 수 밖에 없을 것으로 판단한다. 수요산업 부진, 특히 건설수요 둔화가 가중되는 불리한 내수여건이 주된 이유이다. 중국의 수급여건 변동, 선진국의 무역규제 강화 가능성 등 대외 불확실성 또한 부담요인이다. 건설수요에 영향을 받는 봉형강, 무역규제 대상으로 대미 수출의존도가 높은 강관류, 경쟁이 심화되는 자동차용 특수강 등을 주력 제품으로 하는 업체의 경우, 수익변동성과 캐를 같이 하여 재무구조 개선 폭도 더딜 것으로 예상된다.

이러한 점을 종합할 때, 철강 업계의 신용등급은 재무구조 개선에 바탕을 둔 하방 경직성을 확보하는 수준에서 특별한 변동요인은 없을 것으로 전망한다. 다만, i) 자체 또는 계열의 재무부담이 기존 등급 대비 큰 폭으로 개선된 상황 하에서, ii) 사업 및 영업 포트폴리오 조정이 가시적인 성과를 거두어 수익변동성이 구조적으로 완화된 업체의 경우 신용등급 상향 모멘텀을 확보할 수 있을 것이다.

자동차부품

현대모비스·현대위아, 만도·한온시스템

정정훈 기업평가1실 책임연구원
02.6966.2474 / jjh07255@scri.co.kr

[Peers' Credit Profile]



- **성장성(↑):** 중국의 THAAD 영향력 감소와 완성차에 대한 신흥국 수요 증가로 매출은 다소 증가할 것으로 전망
- **변동성(↑):** 원화강세, 정치이슈 및 보호무역강화 등 외부변수에 의하여 영업이익 변동성이 확대될 것으로 예상
- **경쟁강도(↑):** 글로벌 완성차기업의 경쟁심화로 인하여 자동차부품사들간 경쟁강도 역시 심화될 것으로 예상
- **수익성(→):** 매출 성장에도 불구하고, 원화강세와 부품사의 마진축소로 인하여 수익성은 현재 수준에서 유지될 것으로 전망
- **레버리지(→) 및 커버리지(→):** 실적 개선이 예상되나 CAPEX 부담이 지속됨에 따라 재무지표는 현수준을 유지할 것으로 전망

Monitoring Factor

THAAD의 영향력 감소 및 신흥국의 수요증가로 인하여 매출은 소폭 회복될 것으로 예상되는 반면, 원화강세 등 외부변수로 인하여 다소의 마진 압박이 예상된다. **이에 자동차부품사의 사업 포트폴리오 개편을 통한 대응이 중요한 시점이며,** 이와 관련한 주요 모니터링 요인은 다음과 같다.

- 1) 매출처 다각화 및 제품 mix 를 통한 사업위험의 분산여부
- 2) 사업안정성을 바탕으로 한 신사업의 전략적 대응여부

[Peer to Peer]

- **매출처 다각화 및 제품 포트폴리오 여부에 따라 업체간 경쟁력 차별화가 이루어질 것으로 전망**
 - 완성차계열업체(현대모비스, 현대위아)는 완성차산업의 실적에 따라 변동성 확대
 - 반면 비완성차계열업체(만도, 한온시스템)은 거래처의 다변화 및 제품 포트폴리오를 통한 실적변동성에 대응
- **새롭게 변화하는 산업환경에 대한 선제적 대응 여부 이에 따라 차별화가 발생할 것으로 전망**
 - 현대모비스, 만도, 한온시스템은 친환경 및 자율주행차와 관련된 연구개발의 비중을 늘리며 자동차산업의 패러다임 변화에 선제적으로 대응
 - 현대위아는 주력제품(자동차 엔진)의 성격상 친환경, 자율주행차 관련 신규사업 진출에 있어 타사 대비 불리

[Peer to Peer – 현대모비스, 현대위아 對 만도, 한온시스템]

■ 외부변수에 따른 실적변동성은 非완성차계열이 상대적인 우위를 보임

완성차 시장에 대한 의존도가 상당히 큰 자동차부품산업의 특성상 완성차 업체에 대한 실적에 따라 변동성이 크게 나타나고 있다. 중국의 사드이슈가 불어진 2017년 현대기아차에 대한 의존도가 높은 계열내 부품사들과 비계열 부품사들간의 실적 변동성에 차이가 발생한 것이 하나의 예이다. 따라서 글로벌 경쟁이 심화되고 있는 산업환경하에 매출처 다변화 및 제품 mix를 통한 사업위험 분산이 향후 자동차부품사들의 경쟁력 강화에 필수적인 요건이 될 것으로 판단된다.

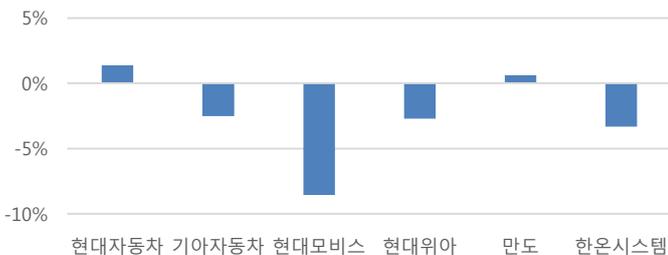
현대모비스는 현대기아차의 실적저하에 따른 변동성이 가장 크게 나타나고 있다. 현대기아차에 대한 의존도가 70%이상인 동사는 실제 중국의 사드 이슈가 발생한 시점 이후로 전년 동기 대비 매출의 하락폭이 가장 크게 발생하였다. 수직계열화된 업체의 특성상 안정적인 납품처가 있다는 것은 큰 강점이지만 그만큼 실적변동성이 큰 점은 약점이 될 수 있다.

현대위아 역시 현대기아차의 실적저하에 따라 수익성이 악화되었다. 현대기아차에 대한 매출 비중이 80%이상으로 절대적으로 높은 동사의 경우 2017년 2분기 영업이익률이 2%로 전년 동기 4.5% 대비 크게 하락하여 중국 사드이슈의 영향을 벗어나지 못한 것으로 분석된다.

반면, 만도의 경우 다변화된 거래처 및 다양한 제품 mix을 바탕으로 예상치 못한 외부변수에도 실적변동성이 크지 않은 것으로 분석된다. 실제 2017년 2분기 매출이 전년 동기 대비 오히려 증가하여 중국의 사드이슈에 대한 영향력이 크지 않은 것으로 나타났다. 이는 동사의 현대차 그룹에 대한 매출 의존도가 50% 수준으로 GM등에 대한 매출 비중도 상당부분 차지하고 있으며, 또한 제동장치, 조향장치, 현가장치 등 다양한 제품 mix를 통해 타 자동차부품사와 차별화된 경쟁력을 갖추고 있는 것에 따른 영향인 것으로 파악된다.

한온시스템 역시 거래처의 다변화 전략을 통해 외부변수에 대응하고 있다. 현대차그룹에 대한 매출비중이 40%수준이나 FORD에 대한 매출비중도 20%수준을 유지하고 있어 타 자동차부품사에 비하여 비교적 거래처가 다변화 되어 있으며, 공조 부문 세계 시장 점유율 2위를 바탕으로 안정적인 수익성을 기록하고 있어 실적저하에 대한 압박이 완성차계열부품사에 비하여 크지 않은 것으로 분석된다.

[사드이슈 이후 매출액 변동률]



[사드이슈 이후 영업이익 변동률]



자료: 각사 감사보고서 (2016.2분기 VS 2017.2분기)

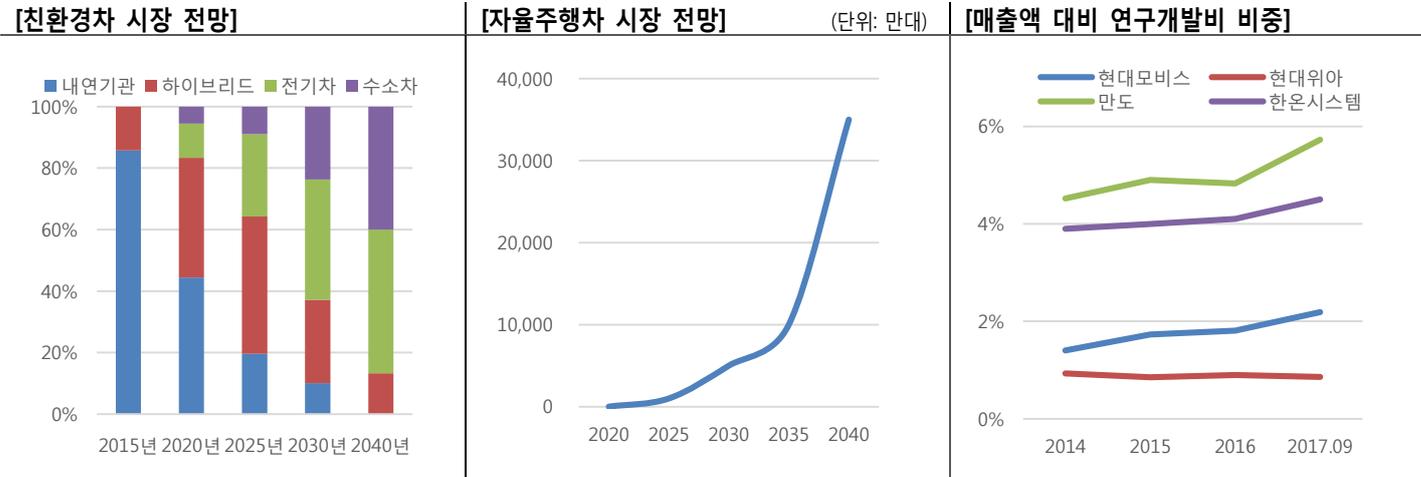
■ 글로벌 산업환경의 변화에 따라 부품사별로 전략적 대응이 필요한 시기

자동차업계의 성장과 더불어 국내 자동차부품사는 실적증가 및 양호한 수익성을 바탕으로 재무구조도 개선되는 추세이다. 다만, 글로벌 수요가 친환경, 자율자동차의 형태로 점점 전환되어 가고 있는 시점에서 부품사들도 그에 맞는 선제적 대응 전략을 통한 수익성의 개선이 필요한 시기라고 판단된다.

현대모비스는 친환경, 자율주행차와 관련하여 국내 자동차부품사 중 선두적인 위치에서 경쟁력을 확보할 것으로 전망된다. 동사는 연구개발비를 매년 증가시키며 친환경, 자율자동차 관련 기술을 축적하고 있으며, 최근 개최된 CES 2018을 통해 자율주행, V2G(Vehicle to Grid: 양방향충진)기술을 공개하는 등 산업환경의 변화에 선제적으로 대응하고 있다. 특히 안정된 영업현금흐름을 바탕으로 친환경, 자율자동차에 대한 투자를 늘려가고 있어 당장 가시적인 실적의 개선효과는 나타나지 않지만 향후 미래의 사업기반을 다지고 있는 것으로 판단된다.

현대위아는 자동차부품사 중 친환경, 자율자동차와 관련된 부문에서 상대적으로 불리한 위치에 놓여져 있다. 동사는 자동차 엔진을 주력제품으로 생산하고 있어 친환경 및 자율자동차에 대한 대응이 다소 미비한 상황으로 중장기적인 전략이 필요할 것으로 예상된다. 특히 양호한 수익성을 바탕으로 한 영업현금흐름의 창출에도 불구하고 타사대비 매출액 대비 연구개발비의 비중이 적은 편이어서 자동차산업환경의 변화에 대한 전략적 대응이 필요한 시기라고 판단된다.

반면, 만도는 자율주행차에 대한 R&D투자 등을 통한 사업기반을 마련하고 있으며, ADAS 및 Safety System 등 고부가가치 제품을 통한 성장동력을 키우고 있어 타 자동차부품사와 차별화된 경쟁력을 확보할 것으로 전망된다. 실제 AEB(Autonomous Emergency Brake)라는 최첨단 신기술을 개발하여 현대기아자동차의 주력차종에 양산 중에 있어 관련 부문 큰 폭의 실적상승이 예상된다. 또한 양호한 수익성을 바탕으로 안정적인 영업창출흐름이 창출되고 있어 투자에 대한 부담도 적은 상황이며, 매년 매출액 대비 연구개발비 비중을 증가시키고 있어 미래 산업환경의 변화에 대한 경쟁력을 확보하고 있는 것으로 분석된다.



자료: 시장자료 취합

자료: 각사 감사보고서

공조 및 열관리 제품에 특화되어 있는 한온시스템 역시 대표적인 친환경차 부품회사로서 관련 제품에 대한 투자를 바탕으로 경쟁력을 확보하고 있다. 특히 전기차 주행거리의 중요성이 커지고 있는 환경에서 당사의 히트펌프 시스템이 실제 현대기아자동차의 전기차 모델에 적용되고 있으며, 친환경차용 배터리 온도관리시스템 및 e-컴프레서에 대한 market share 를 높여가면서 성장기반을 마련하고 있다. 또한 과거 안정적인 실적과 수익성을 바탕으로 부채비율도 100%미만으로 유지하고 있어 재무안정성도 우수한 편이며, 주요 고객사들의 친환경차 출시에 기하여 높은 실적의 확대가 예상된다.

유통

롯데쇼핑·신세계+이마트·현대백화점

기정우 기업평가3실장
02.6966.2464 / jwki@scri.co.kr

[Peers' Credit Profile]



- **성장성(→):** 소비환경의 구조적 변화(인구감소, 쇼핑에 대한 인식 변화 등)와 구매채널의 다양화, 정부 규제강화 및 주요 업태의 성숙기 심화 등으로 기존 오프라인 업체들의 저성장기조가 이어질 것으로 예상
- **변동성(→):** 매출정체, 이에 따른 고정비 부담 확대 등으로 수익성 하락 압력이 있으나, 신규업태 진출 등 업체별 다양한 대응전략을 통해 실적변동폭을 보완할 것으로 판단
- **경쟁강도(↑):** 경쟁사뿐 아니라 대체 유통채널(편의점, 아울렛, 온라인 등)의 성장으로 경쟁범위가 확대되면서 경쟁강도가 심화될 전망
- **수익성(↓):** 성장성이 둔화된 가운데 출점점포 고정비용 및 신규점포 초기비용 부담 등으로 수익성은 약화될 전망
- **레버리지(→) 및 커버리지(→):** 투자부담은 지속될 것으로 보이나, 투자규모 조절 및 자산 매각 등을 통해 차입규모를 관리하고 있어 재무 지표는 현 수준을 유지할 전망

Monitoring Factor

저성장이 만들어낸 패러다임의 구조적 변화속에 적극적인 투자기조가 각사의 본원적인 현금창출력에 미치는 영향과 이에 따른 재무안정성 지표의 변동에 따라 업체별 신용등급이 차별화 될 것으로 판단되며, 이와 관련한 주요 모니터링 요인은 아래와 같다.

- 1) 환경변화 대응을 통한 사업경쟁력 유지 여부
- 2) 투자부담에 따른 재무상태 변화와 적정수준의 재무구조 유지 여부
- 3) 정부규제 강화가 실적변동에 미치는 영향

[Peer to Peer]

- 비우호적인 산업환경속에 대형유통업체들은 전략 차별화를 통해 사업환경 변화에 대응
 - 롯데쇼핑·신세계 계열은 2011년 이후 신규출점과 채널다각화를 통해 시장경쟁력 유지
 - 보수적 투자정책을 유지해온 현대백화점은 2014년 이후 활발한 투자정책 추진
- 유통업체 전반적인 수익성 저하 추세로, 기업들의 투자성과와 투자관리능력에 따라 재무지표 상이
 - 롯데쇼핑과 신세계 계열은 신용도 대비 높은 재무부담을 보유하고 있어 지속적인 재무부담 관리 능력 점검 필요
 - 현대백화점은 업계 최고 수준의 재무안정력 확보

[Peer to Peer – 롯데쇼핑 對 신세계+이마트 對 현대백화점]

■ 非우호적인 산업환경속에 롯데·신세계·현대는 확장전략을 취하고 있으며, 투자 시기 및 규모는 롯데·신세계가 선제적

유통업은 저성장에 따른 구조적 요인 및 소비 트렌드 변화 등으로 편의점과 온라인 성장이 지속되는 반면 백화점과 대형마트의 성장이 정체 내지 감소하며 업체별 성장 양극화가 지속되고 있다. 이에 전통적 업체들(백화점·대형마트)은 성장성 확보와 시장지위 유지를 위해 기존 유통포맷 확대 및 다양화, 신규업체 진출 등 적극적인 투자기조를 보이고 있다.

업체별 투자 전략 및 규모 등에는 차별화 여지가 있으나, 이미 성숙기 특성을 보이는 시장에서 기업들의 확장전략은 유통업 전반의 공급과잉 기조 및 경쟁심화로 이어져 투자에 따른 효과는 낮을 것으로 판단된다.

[주요 업체별 투자내역]

(단위: 억원)

구분	투자실적					투자계획			
	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	
롯데쇼핑	금액	31,929	15,317	16,665	9,833	11,231	9,970	10,700	10,471
	내용	- 2012년 CS유통(2,500억원), 하이마트(1.2조원) 지분 인수					- 2018년 의왕·송도·울산 복합쇼핑몰 신설		
이마트	금액	9,756	9,294	9,951	13,973	6,417	7,484	7,211	6,214
	내용	- 2015년 신규점포, 물류센터 등 6,500억원, 지분투자(프라퍼티, 해외법인 등) 7,000억원					- 복합쇼핑몰, 트레이더스 신설		
신세계	금액	14,247	1,848	2,076	4,602	4,059	4,085	3,000	2,278
	내용	- 2012년 센트럴시티 지분인수 1조원 - 2015년 센텀·강남점 증축 및 구 SC 본점 매입 등 2,700억원 - 2016년 프라퍼티 및 동대구 출자 1,500억원					- 2017년 리뉴얼 및 면세점·동대구·부천 등 지분투자		
현대백화점 계열	금액	3,140	3,662	3,740	5,018	3,340	2,995	3,544	
	내용	- 2015년 판교·김포, 2016년 송도 아울렛 오픈					- 면세점 및 대전·남양주 아울렛		

자료: 각사 공시자료 및 당사 재가공

롯데쇼핑과 신세계 계열은 사업확장전략을 통해 대응하고 있는 바, 현재까지 신세계 계열의 투자실효성이 더 높은 것으로 판단된다. 롯데쇼핑과 신세계 계열은 최근 수년간 경쟁사 대비 점포망을 적극적으로 확대하였으며, 더불어 아울렛·복합쇼핑몰·창고형마트 신규출점과 온라인 채널 강화, 후방산업과의 수직계열화(PB상품 확대, 식품계열회사 협업 등) 등 자체 사업역량 강화를 위한 투자를 지속하고 있다.

다만, 롯데쇼핑은 아울렛을 제외하고는 백화점, 대형마트 대부분의 실적이 부진한 상황이다. 반면, 신세계 계열은 기존점포를 비롯하여 리뉴얼 점포(강남, 센텀시티점)와 트레이더스 등 대부분의 사업들이 양호한 투자성과를 보이고 있는 것으로 파악된다.

그밖에 롯데쇼핑의 경우 내수시장의 성장 정체를 극복하기 위한 방안으로 해외부문을 강화하였으며, Local점포 인수를 통한 확장전략을 지속하여 현재 국내 유통업체 중 최대규모의 해외사업을 영위하고 있다. 다만, 주력 사업지역인 중국(백화점 5개, 대형마트 99개, 슈퍼마켓

16개)에서의 투자성과가 타 지역(인도네시아, 베트남) 대비 매우 저조하며, 이로 인해 해외사업 손실의 대부분이 중국에서 발생하고 있다. 2017년 사드 이슈 피해가 현실화되면서 중국 마트 사업을 철수하기로 하였으며, 매각 지연으로 관련 부담이 확대되고 있는 것으로 파악된다(투자금 약 1.7조원, 손상인식 1.5조원).

신세계 계열 역시 해외부문 투자를 진행한 바 있으나 지속적인 해외사업 축소로 관련 이슈에 대한 영향은 거의 없다. 다만, 성장동력 확보를 위해 진출한 시내면세점(2016.5월)이 높은 경쟁강도와 마케팅 등의 비용 부담으로 아직까지 투자성과가 부진한 상황이나, 향후 신세계 그룹 내 면세사업 일원화 가능성과 계열과의 사업시너지 등을 감안하면 업계 내 시장지위가 강화될 것으로 판단된다.

현대백화점 역시 과거 대비 성장기회 모색을 적극적으로 추진하고 있다. 현대백화점은 자체 및 계열기반 유통 사업포트폴리오가 롯데쇼핑과 신세계 계열 대비 미흡하며, 이에 업계 내 환경변화 및 업태간 경쟁심화 등에 따라 상대적으로 큰 영향을 받을 가능성이 있다.

다만, 시장지배력 방어 차원에서 투자를 지속하고 있는 바, 점포 증축과 신규출점 등 백화점 영업기반 확장 이외에도 복합쇼핑몰, 아울렛(도심형/프리미엄), 시내면세점과 온라인 채널 강화 등으로 관련 사업포트폴리오를 확대하였으며, 이는 백화점의 성장성 한계를 보완할 것으로 판단된다.

■ 전반적으로 수익성 저하와 재무부담 확대, 롯데-신세계의 재무지표 개선 여부에 초점

백화점 및 대형마트는 견고한 시장지위에 기반하여 업체의 수익성은 여전히 우수한 수준이나, 성장 정체에 따른 고정비 부담 확대와 2011~2015년 확장적인 투자정책으로 최근 4~5년간 수익성 약화 및 재무부담 증가의 공통된 방향성을 나타냈다. 특히 구조적인 저성장기조로 현금창출력이 과거대비 축소된 가운데 투자활동이 단기간에 집중되면서 자금소요가 크게 증가하여 재무지표 저하가 업체별 신용도를 제약하는 요소로 작용하였다.

관련 지표 저하로 기업들은 투자 규모 및 시기 조절과 보유자산 등을 활용한 재무구조 개선 노력을 병행함으로써 최근 차입금 커버리지 지표는 소폭 개선되는 추세이다. 다만, 영업환경과 점포 초기비용 등을 감안하면 유통업체들의 수익성 개선 폭은 제한적일 수 있어 단기적인 재무안정성 지표 개선은 쉽지 않을 것으로 판단된다.

롯데쇼핑과 신세계 계열은 수익성이 지속적으로 약화되고 있으며, 공격적인 투자로 재무부담이 확대되었다. 롯데쇼핑은 아울렛을 제외하고는 신규점포 정상화 지연, 이에 따른 고정비 부담 확대로 수익성 저하추세가 이어지고 있다. 또한 점포확장에 따른 투자자금 소요와 실적부진에 따른 운용자금 부족으로 재무부담 역시 확대되었다.

2015년 이후 투자규모 조절을 통해 재무부담을 관리하고 있으나, 선도적으로 추진했던 해외부문 실적부진(2017.9월말 기준 해외법인 지급보증 잔액 약 2.1조원, 중국법인 약 1.8조원)이 재무지표 저하의 가중요인으로 작용하고 있어 단기간내에 유의미한 재무구조 개선은 어려울 것으로 판단된다.

신세계 계열 역시 점포 출점 초기비용 등의 영향으로 수익성 하락추세를 보이고 있으며, 이

와 맞물려 그룹 차원의 대규모 투자를 진행하면서 과거 대비 재무부담도 확대되었다. 다만, 보유자산 매각(2015년 삼성생명 지분매각 3,300억원, 2017년 부지 및 임대매장 매각 약 3,000억원 규모)과 자본유치(2016년 영구채 발행 3,800억원), 투자규모의 탄력적 조절 등을 통해 재무안정성 지표를 관리하고 있다.

아직까지는 수익성 개선이 제한적인 수준에 머물고 있으나, 신규점포 및 신사업 등을 통한 전반적인 현금창출력이 개선되고 있다. 다만, 향후 면세점 및 신규백화점 등으로 연간 현금창출력 수준의 투자는 지속될 것으로 보여 당분간은 현 수준의 차입규모가 유지될 것으로 보인다. 따라서 개선된 실적의 지속 여부와 개선폭에 따라 재무부담 완화가 가능할 것으로 판단된다.

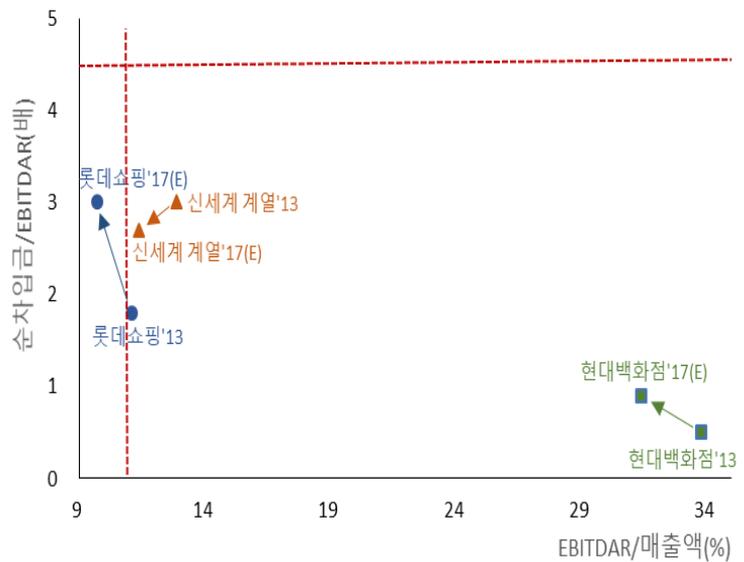
현대백화점은 주요 유통업체 중 가장 우수한 재무구조를 보유하고 있다. 현대백화점은 2015년 이후 출점 효과 가시화에 따라 양호한 수익성을 견지하고 있으나, 관련 투자가 이어지면서 차입규모가 증가하였다. 2016년 이후 투자규모 감소와 함께 일부 투자성과가 가시화됨에 따라 재무부담은 통제 가능할 것으로 판단된다.

향후 추가 출점, M&A 등 과거 대비 활발한 투자를 진행할 가능성이 있어 이에 따른 재무위험의 변동가능성은 존재한다. 다만, 경쟁기업 대비 여전히 보수적인 투자규모를 유지하면서 높은 재무안정성을 나타내고 있어 재무적 완충력은 주요 유통업체 중에서 가장 우수한 수준으로 평가된다.

[주요 재무지표 변화]

구분	롯데쇼핑		신세계+이마트	
	EBITDA/ 매출액	순차입금 /EBITDA	EBITDA /매출액	순차입금 /EBITDA
2013	11.1	1.8	12.9	3.0
2014	10.6	1.7	12.0	3.4
2015	10.0	1.8	11.6	3.2
2016	10.5	1.7	11.6	3.0
2017(E)	9.7	3.0	11.4	2.7

구분	현대백화점	
	EBITDA/ 매출액	순차입금 /EBITDA
2013	33.8	0.5
2014	31.9	0.6
2015	30.7	1.0
2016	30.4	1.1
2017(E)	31.4	0.9



자료: 각 사 감사보고서

주: 롯데쇼핑은 연결실적에서 금융부문(롯데카드 연결) 실적 제거한 수치, 신세계 및 이마트 별도 단순합산, 현대백화점 연결 기준

디스플레이

삼성디스플레이·LG디스플레이

이승은 기업평가3실 책임연구원
02.6966.2454 / selee@scri.co.kr

[Peers' Credit Profile]



- **성장성(→)**: 패널 수요는 제품가격 하락과 스포츠이벤트(올림픽·월드컵) 등에 힘입어 양호한 성장률이 예상되나, 업계 공급능력 확대로 패널 가격 약세가 지속될 것으로 보여 성장성은 현 수준 유지 전망
- **변동성(→)**: 공급불균형에 따른 경기변동성이 내재되어 있으나, 최근 OLED 전환 가속화로 패널가격 하락폭을 완화하면서 변동성을 보완할 것으로 판단
- **경쟁강도(→)**: LCD시장은 중국 업체의 경쟁력이 개선되면서 경쟁강도가 높아질 것으로 보이나, OLED시장에서는 국내 업체들이 Top tier로서 독보적인 경쟁력을 유지할 것으로 보여 현 수준의 경쟁강도 지속
- **수익성(→)**: 업계 내 공급과잉이 심화될 것으로 보이나, 패널의 대형화와 프리미엄 제품 중심의 제품 Mix 개선으로 현 수준의 수익성 유지
- **레버리지(→) 및 커버리지(→)**: 시장지배력 유지를 위해 OLED 관련 CAPEX 지출부담이 존재하나, 국내 업체들은 안정적인 현금창출력을 기반으로 현 수준의 재무구조 유지할 전망

Monitoring Factor

OLED 부문의 사업경쟁력 강화 여부에 따른 각 사의 수익성 및 현금창출력 개선정도와 대규모 투자 부담으로 인한 재무안정성 지표의 변동에 따라 업체별 신용등급이 차별화 될 것으로 판단되며, 이와 관련한 주요 모니터링 요인은 아래와 같다.

- 1) LG 디스플레이의 중소형 OLED 시장진입에 따른 시장구도 변동 여부
- 2) 기업들의 대규모 투자 부담에 대응할 재무완충력 확보 정도와 향후 재무안정성 저하 가능성

[Peer to Peer]

■ LCD에서 OLED로의 트렌드 변화

- LCD 시장은 중국 업체들의 공격적인 생산증가로 공급과잉 상태, 국내 업체들은 OLED로 체제 변화
- 삼성D은 중소형 OLED에 집중 VS LGD는 사업다각화 진행(대형 OLED에서 중소형까지)

■ OLED 수요 확대에 대응하기 위한 공격적인 투자정책

- 삼성D은 중소형 OLED, LGD는 대형 및 중소형 OLED로 공격적인 투자정책 진행
- 삼성D 압도적인 재무안정성 우위 유지 전망 VS LGD 재무안정성 변화가 상대적으로 민감하게 나타날 수 있으나 Set 업체의 우호적인 지원책이 부담을 일정부분 완화

[Peer to Peer – 삼성디스플레이 對 LG디스플레이]

■ 선택과 집중의 삼성디스플레이, 사업다각화 중인 LG디스플레이

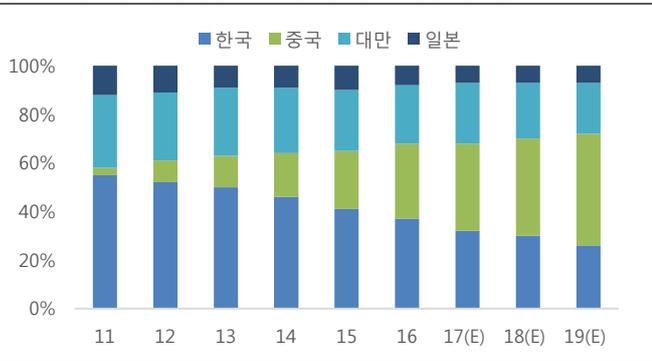
디스플레이산업에서 LCD부문은 쇠퇴기, OLED부문은 성장기에 접어든 것으로 판단된다. LCD부문의 수요가 정체되어 가는 가운데, 내수를 기반으로 한 중국 기업들의 공격적인 LCD 패널 생산 능력 증대는 여전하다. 반면, OLED부문은 본격적으로 시장이 성장하고 있으며 LCD시장을 잠식해 나가고 있다. 중소형 OLED패널은 대부분 삼성 스마트폰에만 적용되었으나 이제는 Apple 등 타 프리미엄급 브랜드에서도 채택이 되고 있으며 향후에는 대부분의 스마트폰 디스플레이가 OLED로 전환될 것으로 전망된다. 또한, 가격 경쟁력 확보를 통해 대형 OLED 패널의 프리미엄 TV시장 점유율도 빠르게 상승하고 있다. 이러한 LCD에서 OLED로의 트렌드 변화는 생산량보다는 고부가가치 전략에 집중하고 있는 국내 디스플레이 기업들이 선도하고 있다.

삼성디스플레이는 중소형 OLED에 집중하고 있다. 삼성디스플레이는 Captive Market으로 글로벌 최상위권의 사업역량을 보유한 삼성전자를 주 고객기반으로 확보하고 있는 것이 강점이다. 이를 바탕으로 중국기업들의 시장지배력이 미미한 차세대 중소형 플렉서블 디스플레이(AMOLED)에 대한 선도적인 기술력과 선점효과 지속을 통해 시장환경 변화에 대한 대응력을 강화하고 있다. 2017.9월 기준, 중소형 OLED패널에서 독점적 시장지배력(M/S 97.8%)을 유지하며 업계 내 최상위권의 경쟁력을 보유하고 있는 것으로 평가된다(중소형 디스플레이 시장 1위, M/S 34.1%).

반면, LG디스플레이는 대형 OLED패널에서 중소형 OLED로 사업영역을 확대하고 있다.

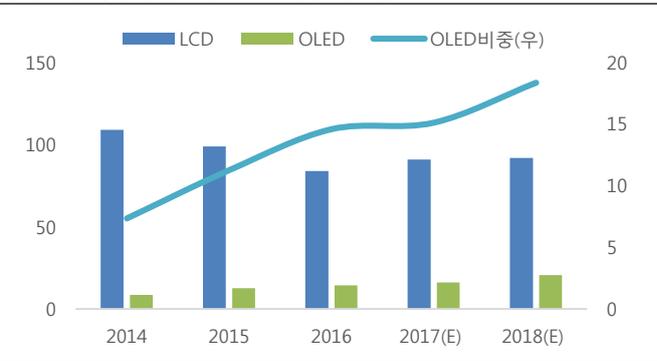
LG디스플레이의 2017.9월 기준 총 매출액 대비 LG계열向 비중은 31.3%로 Peer인 삼성디스플레이(2016년 삼성전자向 비중 65.6%)에 비해 Captive의 비중이 상대적으로 낮은 수준이다. 이는 TV부문에서 최상위권의 시장지위를 나타내고 있는 것에 비해 모바일 부문에서는 계열 Captive의 경쟁지위가 낮아 LG전자(2017.9월 기준 스마트폰 시장점유율 2.7%로 글로벌 6위)보다는 애플 등 외부 수요처 다변화 전략을 취하고 있기 때문인 것으로 분석된다. LG디스플레이는 OLED 대형패널을 선도하는 가운데 프리미엄 스마트폰 패널의 표준이 OLED로 이동됨에 따라 제품다각화를 진행하며 시장변화에 대응하고 있다.

[LCD 디스플레이패널 생산능력 기준 비중 추이]



[디스플레이시장 내 OLED비중 추이]

(단위: 십억 USD, %)



자료: 시장 자료 취합

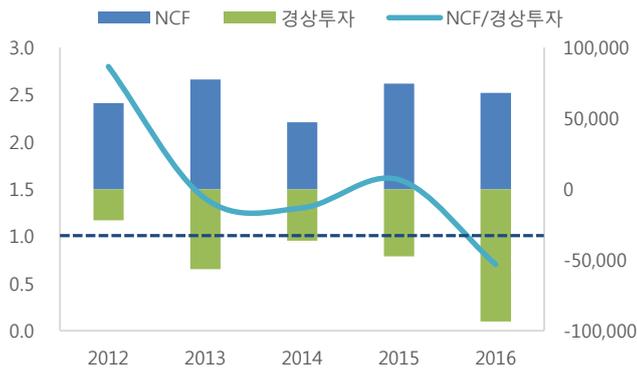
■ OLED수요 확대에 대응하기 위한 공격적인 투자정책은 불가피

디스플레이 산업 특성상 빠른 기술변화에 대한 대응과 생산력 증대를 위해 대규모 투자 부담이 상존하고 있다. 그리고 최근에는 기술력 선도 및 LCD에서 OLED로의 트렌드 변화에 따른 수요확대에 대응하기 위해 공격적인 투자정책을 진행함에 따라 국내 기업들의 경상투자가 영업활동현금흐름을 상회하고 있다. 다만, 이는 LCD시장의 쇠퇴기 진입에 따른 것으로 OLED로의 사업전환 및 경쟁력 유지를 위한 불가피한 투자로 판단된다.

삼성디스플레이는 대규모 투자부담에도 불구하고 우수한 재무안정성이 유지될 것으로 전망된다. 중소형 OLED부문에서 독점적인 시장지배력을 바탕으로 수익성에서 Peer 대비 우위에 있다. 최근 중소형 OLED패널 수주 확대에 따른 생산라인 증설로 경상투자 금액이 크게 확대되었으나, 풍부한 보유 현금 및 금융상품과 우수한 현금창출력을 감안하면 실질적인 무차입 구조의 우수한 재무안정성이 유지될 것으로 판단된다.

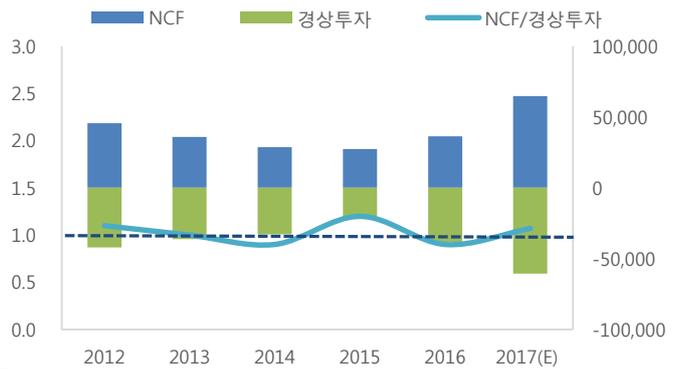
반면, LG디스플레이의 대규모 투자계획은 재무안정성에 다소 부담요인이다. LG디스플레이는 다변화된 매출기반을 보유하고 있어 거래의 안정성 측면에서는 긍정적이나 수익성은 교섭력 약화로 인해 삼성디스플레이에 비해 상대적으로 열위하다. CAPEX투자는 2020년까지 대형 OLED패널의 생산시설 확대, 중소형 OLED패널과 관련된 설비투자 등으로 총 20조원이 예정되어 있으며, 연간 약 7조원이 소요될 예정이다. 이는 영업현금창출력을 상회하는 투자규모로 재무부담이 다소 증가할 전망이다. 다만, Apple로부터 장기선수금 1조원 수취 등 우호적인 지원책이 재무부담을 일정부분 완화시키고 있다. 투자 기간 중 일부 외부차입 가능성도 있으나 최근 NCF의 증가세를 감안하면 투자자금의 상당부분을 내부재원으로 충당 가능할 것으로 판단되며 큰 폭의 재무안정성 저하가능성은 낮은 수준이다.

[삼성디스플레이 NCF 및 경상투자]



[LG디스플레이 NCF 및 경상투자]

(단위: 억 원, 백)



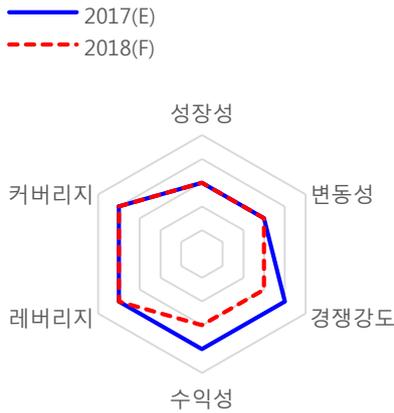
자료: 각 사 연결 감사보고서

정유

SK이노베이션·GS칼텍스·S-OIL·현대오일뱅크

김유진 기업평가2실 전문연구원
02.6966.2452 / 032kyj@scri.co.kr

[Peers' Credit Profile]



- **성장성(→):** 석유제품의 수요가 증가하는 가운데 비정유계열의 사업기반 확대에 힘입어 성장세 지속 예상
- **변동성(→):** 유가 및 석유정제마진 등락에 따른 영업이익 변동성 내재
- **경쟁강도(↑):** 역내 정제설비 신증설에 따른 공급증가로 정유업계 내 경쟁강도는 심화될 것으로 전망
- **수익성(↓):** 정제마진 및 주요 석유화학제품 스프레드 하락으로 2017년 대비 약화될 수 있으나, 하락폭은 크지 않을 것으로 전망
- **레버리지(→) 및 커버리지(→):** 대규모 신규 투자를 진행 혹은 검토하고 있으나, 투자에 따른 재무부담은 자체적으로 통제할 수 있는 수준

Monitoring Factor

변동성 완화를 위해 지속적으로 추진하고 있는 **사업다각화가 각 사의 본원적인 현금창출력에 미치는 영향과 이에 따른 재무안정성 지표의 변동에 따라 업체별 신용등급이 차별화 될 것으로** 판단되며, 이와 관련한 주요 모니터링 요인은 아래와 같다.

- 1) 사업다각화를 통한 정유산업 경기변동성 완충 여부
- 2) 대규모 투자의 진행상황, 투자기간의 현금흐름, 투자성과 등에 따른 재무구조 변화
- 3) 정유 등 외생변수가 실적에 미치는 영향

[Peer to Peer]

- **비정유부문의 경쟁력 강화를 통해 확대된 사업변동성에 대응하고 있으며, SK이노베이션이 가장 우위**
 - SK 이노베이션은 업계 최고수준의 다각화 역량 구축
 - GS칼텍스와 S-OIL은 비정유부문의 적극적인 사업확장을 통해 대응력 제고
 - 현대오일뱅크는 경쟁사대비 늦은 대응으로 현재 다각화 수준은 가장 낮은 수준
- **설비투자가 확대되는 가운데 SK·GS는 재무구조 개선세, S-OIL·현대는 투자성과에 따른 재무변동성 존재**
 - SK 이노베이션은 CAPEX를 상회하는 현금창출력을 바탕으로 재무부담 감소세
 - GS칼텍스는 보수적인 투자기조를 바탕으로 우수한 재무구조 유지
 - S-OIL은 적극적인 투자정책으로 유일하게 최근 커버리지 지표 상승
 - 현대오일뱅크는 지속적으로 투자규모를 확대하였으나, 현재 부담되는 수준은 아님

[Peer to Peer – SK이노베이션 對 GS칼텍스 對 S-OIL 對 현대오일뱅크]

■ 비정유부문으로의 사업확대가 진행중에 있으며, 현 시점에서 다각화 수준은 SK이노베이션이 가장 우위

정유업은 유가 흐름에 연동되는 높은 실적가변성이 여전히 한계점으로 존재한다. 이를 보완하기 위해 국내 정유업체들은 주요 연관산업인 석유화학 및 윤활기유 사업을 중심으로 비정유부문을 확대하고 있다. 석유화학 부문은 원유정제 과정에서 생산되는 나프타가 기초원료로 사용되고, 윤활기유의 경우도 고도화설비에서 산출되는 미전환유(UCO)를 기초원료로 하고 있어 연관 다각화가 용이하다.

현 시점에서 국내 정유업체들의 비정유 부문 매출은 전사매출의 25~30%를 구성하고 있으며, 업체간 사업다각화 차이는 크지 않다. 다만, 정유업체들은 비정유 부문을 지속적으로 확대하면서 산업의 본원적인 변동성에 대응할 것으로 보이며, 장기적으로 다각화 정도가 업체간 사업안정성을 차별화하는 주요 요인이 될 것으로 판단된다.

SK이노베이션은 최고수준의 사업다각화 역량을 구축하고 있다. SK이노베이션은 자체 사업으로 영위하는 석유개발(E&P) 및 전자소재 부문뿐 아니라 정제(SK에너지), 석유화학(SK종합화학), 윤활유(SK루브리컨츠) 등을 자회사를 통해 영위하고 있어 경쟁업체 대비 가장 폭넓은 석유사업기반을 보유하고 있다.

석유화학 부문은 국내 정유사 중 유일하게 NCC를 상업가동하고 있으며, 방향족 제품을 주력으로 생산하고 있다. 윤활유 부문은 국내 1위의 생산설비를 갖추고 있으며, 고부가가치 제품 위주로 선진국 내 상위권의 시장지위를 유지하고 있다. 그밖에 석유개발과 전자소재 부문은 아직까지 실적에 미치는 영향은 미미한 것으로 파악된다.

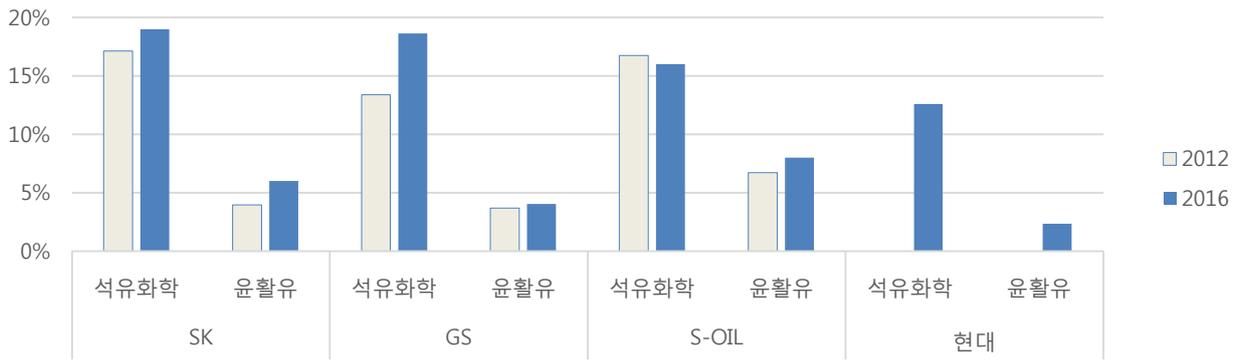
GS칼텍스와 S-OIL은 SK이노베이션 대비 다각화 수준이 높지 않으나, 최근 비정유부문의 경쟁력을 강화하고 있다. GS칼텍스와 S-OIL은 정유 외에 석유화학과 윤활유 부문으로 다각화된 사업포트폴리오를 구축하고 있다.

석유화학 부문은 양사 모두 방향족 위주의 제품기반을 보유하고 있는 가운데, GS칼텍스는 단일생산기준 글로벌 1위의 생산능력으로 방향족 대부분의 제품(벤젠, 파라자일렌, 폴리프로필렌 등)을 생산하고 있으며 S-OIL은 방향족 중 파라자일렌에서 경쟁력을 확보하고 있다. 최근 GS칼텍스는 국내 NCC 설비투자를 고려 중에 있고 S-OIL 역시 올레핀 다운스트림 설비 증설을 진행중에 있어 향후 다각화 수준은 다소 보완될 것으로 판단된다.

윤활유 부문에서 GS칼텍스와 S-OIL은 모두 수급요건이 양호한 고급윤활기유(Group II, III)를 생산하고 있는 점은 동일하나, 양사 수요처는 차별화되어 있는 것으로 파악된다. GS칼텍스는 범용제품에 속하는 산업·선박용 제품의 시장점유율이 높아 아시아 신흥국 중심에서 수요가 발생하고 있다. 반면, S-Oil은 상대적으로 고부가가치 제품인 자동차용 위주의 고급기유를 생산하고 있어 대부분 선진국 중심으로 제품수요가 발생하고 있으며, 이에 정유사 중 윤활사업 부문의 이익기여도가 가장 높은 것으로 파악된다.

현대오일뱅크의 다각화 수준은 상대적으로 열위하다. 현대오일뱅크는 경쟁사 대비 다각화 시기가 지연된 상황으로, 2010년(경쟁사 90년대 후반) 이후 종속회사 및 합작회사를 통해 석유화학·운할유 부문 등으로 사업다각화를 진행하고 있다. 2013년 현대코스모(일본 코스모석유와의 합작회사)의 BTX 설비, 2014년 현대셀베이스오일의 운할기유 공장, 2016년 현대케미칼(롯데케미칼과의 합작법인)의 혼합자일렌(MX) 설비 등을 통해 비정유부문 사업기반을 강화하고 있으나, 다각화 수준은 여전히 경쟁사 대비 미흡한 수준이다.

[각 기업별 비정유 부문 매출비중]



자료: 각 사 감사보고서

주: 현대오일뱅크의 석유화학부문은 관련설비(현대케미칼)의 상업가동이 본격화된 2017.9월 매출액 기준

■ 투자확대가 예상되는 가운데, S-OIL과 현대오일뱅크 재무안정성 추이 점검에 집중

2014년 큰 폭의 실적 부진 이후 제한된 범위 내에서 투자를 진행하며 재무역량 강화에 주력했던 국내 정유업체들은 최근 우호적인 영업여건과 더불어 현금창출력 개선을 바탕으로 대규모 투자를 진행하거나 검토하고 있다.

투자의 대부분은 석유화학부문의 사업다각화를 위한 것으로, 개별 업체들의 투자정책과 투자기간 동안의 현금흐름에 따라 재무구조의 변화가 나타날 수 있으며 투자완료 이후 투자성과 등에 따라 재무적 대응력이 차별화 될 것으로 전망된다.

SK이노베이션은 CAPEX 규모를 상회하는 현금창출력을 바탕으로 재무안정성 지표가 개선세에 있다. SK이노베이션은 과거 확대된 투자가 대부분 일단락되고 증가된 현금창출력을 바탕으로 순차입금이 감소세에 있다. 최근 계획된 대규모 투자계획(2020년 10조원)에 따라 재무위험이 확대될 가능성이 있으나, 우호적인 영업환경에 기반한 현금창출력을 통해 현 수준의 재무안정성이 유지될 것으로 판단된다.

한편, 2018년 완전 자회사인 SK루브리컨츠의 IPO(기업공개)를 추진할 예정으로, 이를 통해 신규 투자에 대한 재무부담이 완충될 것으로 판단된다.

GS칼텍스는 경쟁사 대비 보수적인 투자기조를 유지하며 가장 우수한 재무안정성을 보유하고 있다. GS칼텍스는 2012년부터 자체적인 현금창출력과 더불어 경쟁사 대비 보수적인 투자기조를 유지하면서 실질적인 재무부담이 경감되었다.

최근 NCC 및 석유화학 다운스트림 신규 투자를 검토중에 있어 대규모 투자에 따른 재무위

힘의 변동가능성이 존재하나, 양호한 영업성과와 과거대비 축소된 투자규모를 바탕으로 풍부한 재무완충력을 보유하고 있어 추가적인 재무부담 확대는 크지 않을 것으로 전망된다.

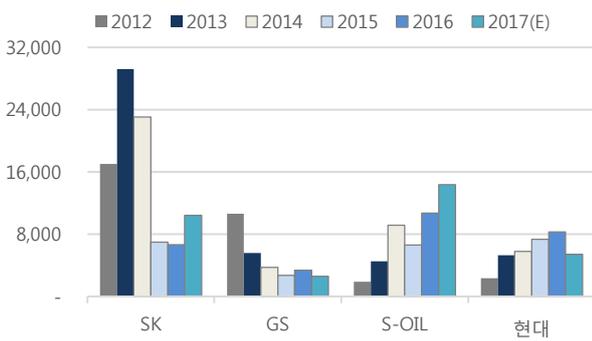
S-OIL은 최근 이어진 적극적인 투자로 재무부담이 확대되었다. S-OIL은 2015년 이후 양호한 영업성과가 이어지고 있으나, 비정유부문 투자가 이어지면서 차입금의 절대규모는 과중한 수준이다. 이는 경쟁사 대비 낮은 고도화 설비 및 사업다각화로 관련 설비 확대를 위한 필수적인 부분이며, 총 4.8조원의 대규모 투자를 진행하고 있어 확대된 현금창출규모에도 재무부담이 상존한다.

현대오일뱅크는 지속적인 투자가 진행 중에 있으나 부담되는 수준은 아니다. 다각화 수준을 보완하기 위해 2013년 이후 적극적인 투자정책을 지속하면서 경쟁사 대비 커버리지 지표가 높게 나타나고 있다. 다만, 신규 투자와 영업환경 개선으로 현금창출력이 확대되면서 순차입금/EBITDA 지표가 최근 3개년 2배 내외 수준을 유지하고 있어 차입금 상환 부담은 크지 않은 것으로 판단된다.

한편, 계열 주력사인 현대중공업에 대한 지원부담이 상존하나, 2018년 현대오일뱅크의 IPO가 계획되어 있어 재무완충력이 강화될 것으로 전망된다.

[경상투자(CAPEX)]

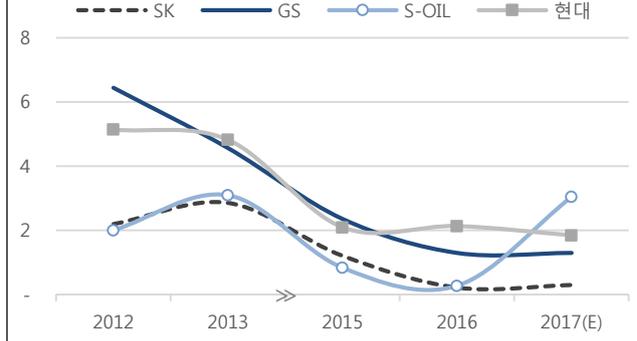
(단위: 십억원)



자료: 각 사 감사보고서

[차입금커버리지(순차입금/EBITDA)]

(단위: 배)



자료: 각 사 감사보고서

주: 2014년은 특이치로 인식하여 제외함

종합건설

문정일 가치평가1실 수석연구원
02.6966.2454 / jimoon@scri.co.kr

[Peers' Credit Profile]



- **성장성(→)**: 시장성장세 지속될 것으로 보이나 2014년 이후 업계 실적 상승을 견인하였던 주택경기 약화에 따라 성장률 둔화 예상
- **변동성(↑)**: 경기변화 및 정부정책에 민감한 산업구조, 정부의 주택안정화 정책과 금리상승에 따른 주택관련 금융환경 저하 등으로 2017년 대비 변동성 확대
- **경쟁강도(→)**: 낮은 진입장벽에 따른 업체간 높은 경쟁강도 지속
- **수익성(→)**: 주택시장의 사업환경은 악화될 전망이나 해외프로젝트에서의 손실 축소 가능성을 감안하면 전년 수준에서 유지 예상
- **레버리지 및 커버리지(→)**: 수익창출력을 통한 자본완충력 확대, 재무안정성 지표는 현 수준 유지

Monitoring Factor

그 동안 수익성을 제약해 왔던 **해외프로젝트 추가 손실 여부, 부동산 경기둔화로 인한 입주리스크 통제 등에 따라** 업체별 수익창출력 및 재무안정성 지표는 차별화 될 것으로 판단되며, 이와 관련한 주요 모니터링 요소는 다음과 같다.

- 1) 진행 주택사업장 관련 입주리스크 관리 및 이에 따른 운전자금 변동성 및 우발채무 현실화 여부
- 2) 해외프로젝트에서의 추가 손실 발생 여부

[Peer to Peer]

- **주택경기 상승흐름에 따라 양호한 외형 성장세 유지, 다만 공중포트폴리오에 따른 실적 차별화**
 - 주택사업 비중이 높은 대우건설, 대림산업, GS 건설, 현대산업개발은 양호한 외형 성장
 - 플랜트 및 해외사업 등 여타 공종을 주력으로한 포스코건설, 한화건설은 매출액 감소 추세
 - 현대건설은 다변화된 공중포트폴리오를 바탕으로 매우 안정적인 실적 시현
- **수익성 개선되고 있으나 채산성이 낮은 해외프로젝트로 인해 개선흐름은 더딘 상황**
 - 주택사업의 우수한 분양성과에도 불구하고 업계 영업이익률은 5%를 하회
 - 주택건설을 주력사업을 영위하는 현대산업개발은 비교 업체중 가장 높은 수익성 시현
- **해외프로젝트에 대한 손실 규모, 수익창출력 회복 수준에 따라 재무안정성 차별화**
 - 대우건설, GS 건설, 한화건설은 해외프로젝트 관련 대규모 손실에 따라 재무안정성 저하
 - 현대건설, 대림산업, 현대산업개발은 상대적으로 양호한 재무안정성 보유

[Peer to Peer – 종합건설]

- Peer: 현대건설, 대우건설, 대림산업, 포스코건설, GS 건설, 현대산업개발, 한화건설

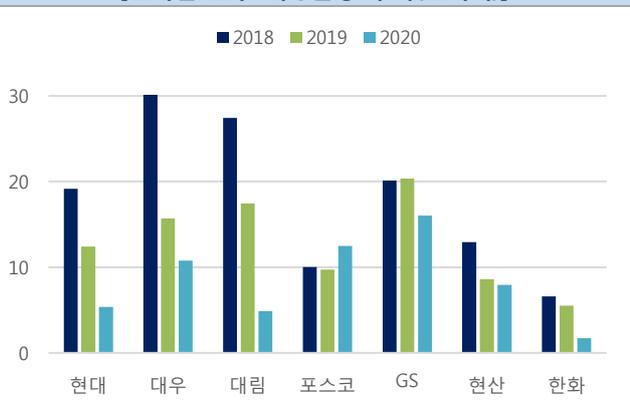
■ 입주리스크 확대에 대한 대응력: 현대건설과 대림산업 양호, 포스코건설 열위

2018년은 그 동안 업계 실적을 견인했던 주택경기가 둔화될 전망이다. 업체별 진행 주택사업은 95%를 상회하는 분양률을 보이고 있어 급격한 변동성 확대 가능성은 크지 않으나 정부의 부동산 안정화 정책과 2018년 입주예정물량이 집중되는 점을 감안하면 주택경기 둔화에 의한 입주리스크 확대 가능성이 높아지고 있다.

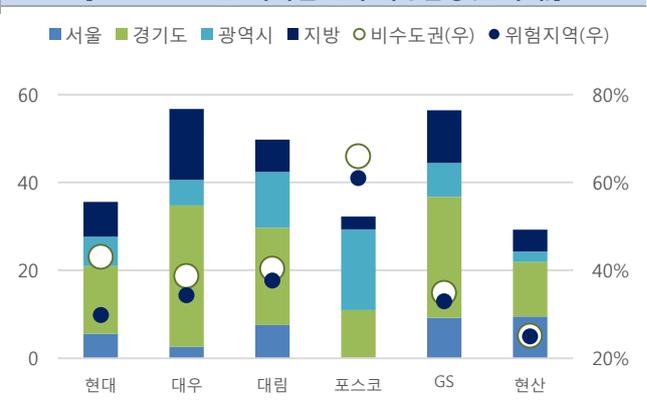
주택사업에 대한 위협은 분양리스크에서 입주리스크로 전환되고 있으며, GS건설, 대림산업, 대우건설 등이 규모 측면에서 리스크 확대에 대한 부담이 높았다. 2018년 전국 아파트 입주 예정 물량이 43.8만호(최근 10년 평균 27.0만호)로 집중된 가운데 업체별 공급물량도 이와 유사한 흐름을 보이고 있어 향후 입주리스크 확대에 대한 우려가 높다. 업체별 공급물량을 살펴보면 대우건설이 3만호로 가장 많았으며, 대림산업, GS건설, 롯데건설, 현대건설 등이 2만호로 그 뒤를 따랐다. 특히 GS건설, 대림산업, 대우건설의 경우 2019년에도 여타 업체에 비해 많은 입주예정물량이 남아 있는 모습이다.

2018~2020년 기준 입주예정물량의 지역별 분포를 살펴보면, 업체별 주택경기 변화에 따른 급격한 입주리스크 확대 가능성은 높지 않을 것으로 판단되나 포스코건설은 이에 대한 모니터링이 요구된다. 과거 주택경기 침체기에 보였던 입주리스크의 주된 양태는 수도권보다 지방 중심으로 확대되어 나타난 것이다. 비교업체 대부분 업계 상위권의 주택브랜드에 기반하여 수도권 위주로 주택사업을 영위하고 있어 입주리스크가 급격히 확대될 가능성은 크지 않을 것으로 전망된다. 특히 현대산업개발의 경우 입주예정물량의 75%가 수도권에 위치해 있는 것으로 나타났다. 다만, 포스코건설은 입주예정물량 중 66%가 지방물량으로 구성되어 있어 비교업체 중 입주리스크 확대에 대한 모니터링이 필요할 것으로 판단된다.

[업체별 입주 예정물량 추이(천세대)]



[2018~2020년 지역별 입주예정물량(천세대)]



자료: 부동산114

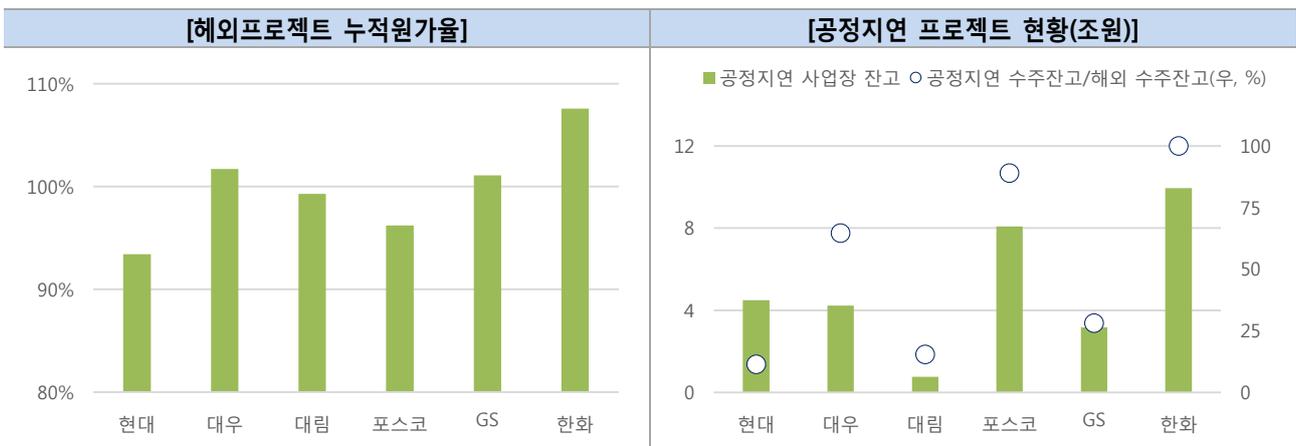
주: 위험지역은 2017년기준 거래 회전율이 전국 평균을 하회하는 지역으로 부산광역시, 인천광역시, 울산광역시, 경상도, 전라북도, 충청도

■ 현대건설 외 해외프로젝트는 당분간 수익창출력 제약 요소로 작용

해외프로젝트에 잠재되어 있던 불확실성 요소는 2015년 수주산업 회계투명성 제고로 인한 공시기준 강화와 이에 따른 건설사들의 대규모 손실반영으로 상당부분 축소된 것으로 판단된다. 다만, 업체별 잔여 공사물량을 감안하면 해외프로젝트는 당분간 수익안정화에 부정적인 요소로 작용할 것으로 보인다.

현대건설을 제외한 여타 업체의 해외프로젝트에 대한 누적원가율이 100% 내외를 보이고 있어 당분간 업계 전반의 수익창출력 개선을 제약할 것으로 전망된다. 현대건설의 해외프로젝트 누적원가율은 93% 내외를 꾸준히 유지하고 있다. 저가수주를 지양하고 해외프로젝트에 대한 리스크 관리가 원활히 이루어지고 있는 것으로 판단된다. 하지만 비교업체 대부분 해외프로젝트 누적원가율이 100%를 상회하고 있어 당분간 수익창출력 개선을 제약할 것으로 예상된다. 특히 한화건설의 경우 2017.9월 기준 107.6%의 누적원가율을 나타내고 있어 비교업체 중 해외프로젝트에 대한 채산성이 크게 저하된 상황이다.

공사기간이 지연된 사업장을 손실발생 가능성이 높은 프로젝트로 봤을 때, 대우건설, 포스코건설, 한화건설 등은 상대적으로 프로젝트에 대한 리스크 관리 부담이 높아 추가 손실에 대한 모니터링이 요구되고 있다. 현대건설, 대림산업, GS건설의 경우 공사기간이 지연된 사업장 비중이 크지 않아 불확실성이 크지 않은 것으로 판단된다. 반면, 대우건설, 포스코건설, 한화건설은 리스크 관리부담이 높을 것으로 예상된다. 포스코건설은 해외프로젝트 상당부분이 미착공사업장으로 향후 계약 유지 여부에 따라 리스크 확대 가능성이 내재하고 있다. 대우건설과 한화건설의 경우 2016년 이후 대규모 손실반영을 통해 불확실성을 상당부분 완화한 것으로 판단되나 공사기간이 지연된 프로젝트의 공사잔액이 다소 높은 수준이었다. 특히 한화건설은 비교업체 중 해외공사에 대한 비중이 가장 높고, 계약금액 기준 10조원 규모의 이라크 Bismayah 주택사업에 대한 의존도(약 30%)가 높아 단일프로젝트의 성과에 따라 높은 실적 가변성을 보일 것으로 예상된다.



자료: 연결감사보고서(2017.9월기준)

주: 공시된 해외사업장을 기준으로 당초 계약대비 공사기간이 연장되거나 공사기간 대비 진행률이 떨어진 사업장을 공정지연 프로젝트로 분류

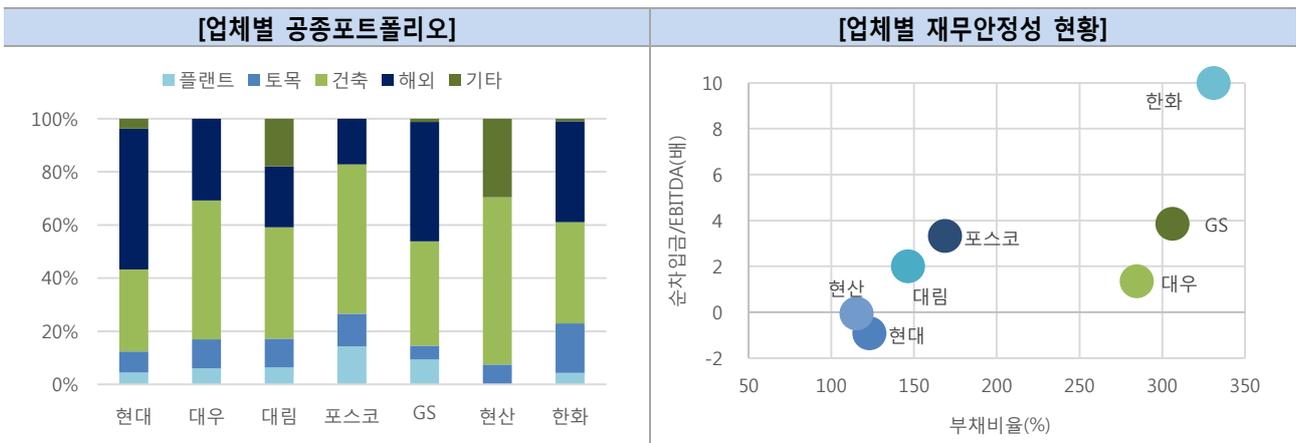
■ 포스코건설 계열물량 회복과 입주리스크 관리, 한화건설 해외프로젝트 성과가 관건

현대건설과 대림산업의 사업 및 재무안정성은 업계 최상위권을 유지하고 있다. 현대건설은 공종별 분산된 포트폴리오를 바탕으로 비교업체 중 가장 안정적인 실적을 시현하고 있으며, 이는 업계 최상위권의 재무안정성으로 이어지고 있다. 대림산업은 건설외 제조업으로 사업을 다변화하여 리스크를 분산하고 있으며, 해외프로젝트에 대한 손실반영 이후 선제적으로 해외 프로젝트 비중을 축소하고 주택사업을 확대하며 시장환경 변화에 대응하고 있다.

현대산업개발은 최근 수익성 및 재무안정성이 빠르게 회복되었다. 현대산업개발은 여타 건설 업체와 달리 주택사업에 집중하고 있다. 부동산경기 침체에 높은 변동성을 경험하기도 하였으나 최근 시장환경 개선에 힘입어 수익성과 재무안정성이 가장 빠르게 회복되고 있다. 부동산 경기가 비우호적으로 선회하는 점은 향후 사업안정성에 부정적인 요소이나 업계 최상위권의 재무여력을 바탕으로 시장환경 변화에 무난한 대응이 예상된다.

GS건설과 대우건설은 해외프로젝트에 대한 손실 반영 이후 수익성이 점차 안정화되고 있으나 재무안정성은 낮은 수준을 보이고 있다. 대우건설과 GS건설은 2013년과 2016년 각각 대규모 영업적자 이후 수익창출력은 점차 안정화되는 모습이나 재무안정성 개선이 다소 지연되고 있다. 양사 모두 해외프로젝트와 주택사업에 대한 리스크가 잠재된 상황이나 당분간 현재의 수익성 유지를 통해 재무안정성은 점차 개선될 가능성이 있다.

한화건설은 해외프로젝트에 대한 성과, 포스코건설은 계열물량 회복과 입주리스크 확대 여부에 따라 재무안정성이 결정될 전망이다. 한화건설은 단일 프로젝트에 대한 의존도가 높은 사업구조에 따라 해외프로젝트에 대한 성과가 향후 재무안정성 개선여부에도 중요한 요소이다. 한편, 포스코건설은 계열 플랜트 공사를 기반으로 양호한 사업안정성과 재무구조 유지하여 왔다. 다만, 최근 그룹의 공사물량 축소로 주력사업이 주택사업으로 전환된 모습이며, 주택사업에 대한 리스크 통제와 이에 대한 변동성을 상쇄할 수 있는 계열물량 회복 여부가 재무안정성 유지에 중요 요소로 작용할 전망이다.



자료: 연결감사보고서
 주: 공종별포트폴리오(2016년기준), 재무안정성현황(2017.9월기준)

조선

현대중공업·삼성중공업·대우조선해양

정정훈 기업평가1실 책임연구원
02.6966.2474 / jjh07255@scri.co.kr

[Peers' Credit Profile]



- **성장성(↓)**: 글로벌 발주환경의 개선으로 인하여 수주규모는 증가하나 수주와 매출 간 리드타임으로 인하여 매출은 당분간 하락 전망
- **변동성(→)**: 외형축소에 인한 고정비 부담 및 예정원가 증가(원자재가격 인상 등)에 따라 이익 변동성은 여전히 높은 수준에서 유지될 전망
- **경쟁강도(→)**: 글로벌 선두권의 기술경쟁력을 갖춘 3사의 특성상 신규 수주 경쟁강도는 현재의 양호한 수준을 유지할 것으로 전망
- **수익성(→)**: 매출의 절벽 속에 고정비 부담 등으로 인하여 수익성 회복은 지연될 것으로 예상
- **레버리지(↓) 및 커버리지(↓)**: 자구계획(유상증자, 구조조정)으로 인하여 레버리지 및 커버리지 지표는 다소 개선될 전망

Monitoring Factor

글로벌 산업환경의 개선이 예상되는 가운데 국내 조선 3사의 신규수주도 증가할 것으로 예측된다. 다만, **예정원가 변동에 따라 실적 불확실성이 확대될 것으로 예상되는 가운데, 향후 자구계획 이행에 따른 재무안정성 개선 여부가 따라 주된 평가요소가 될 것으로 판단되며, 이와 관련한 모니터링 요인은 다음과 같다.**

- 1) 매출절벽 여파 속에 신규발주를 통한 사업안정성 회복
- 2) 예정원가 변동으로 인한 수익성의 불확실성 확대 여부
- 3) 업계 전반적인 자구계획의 이행이 각 사의 재무안정성에 미치는 영향

[Peer to Peer]

■ 업계의 불황 속에 조선 3사의 수주잔고 및 제품 mix에 따라 경쟁력 차별화

- 현대중공업: 계열내 조선사간 안정적인 사업기반을 바탕으로 신규수주에서 최고의 경쟁력을 확보
- 삼성중공업: 고부가가치 제품과 해양플랜트 부문에서의 수주를 통해 외형축소에 대응
- 대우조선해양: 신규수주의 규모는 적지만 저가수주의 부담은 상대적으로 미미

■ 예정원가 증가에 따른 실적 불확실성 확대 불구, 선제적인 자구계획 이행 속에 재무안정성은 개선 예상

- 현대중공업과 삼성중공업은 유상증자를 통해 업황 부진 및 실적불확실성에 선제적으로 대응
- 대우조선해양은 채권단과의 협의 하에 구조조정을 통한 재무안정성 제고에 주력

[Peer to Peer – 현대중공업 對 삼성중공업 對 대우조선해양]

■ 신규수주의 규모 및 수주잔고를 감안했을 시 현대중공업의 경쟁력우위

글로벌 경기침체로 인하여 직격탄을 맞은 조선업은 수주절벽의 영향으로 수주잔고가 감소하고 있는 추세에 놓여져 있다. 전반적인 업황의 불황속에 여전히 사업안정성이 악화되고 있는 상황에서 원가경쟁력을 앞세운 중국 조선사들의 신규수주물량 소화로 인하여 국내 조선 3사의 경쟁은 더욱 치열해질 것으로 전망된다. 또한 수주한 물량이 회계적 매출로 반영되기까지 약 1.5년의 리드타임이 소요됨에 따라 2018년도 매출의 감소추세는 지속될 것으로 예상된다. 따라서 안정적인 사업기반을 바탕으로 점차 회복추세에 있는 글로벌 발주환경에 대응한 수주 전략이 각 사들의 향후 실적에 큰 영향을 미칠 것이며, 다양한 제품 mix 및 고부가가치 제품을 통한 위험분산이 펀더멘탈의 강화를 위하여 필요할 것으로 예상된다.

현대중공업은 계열내 조선사별 주력제품(탱커, 컨테이너, 중형선박 등)을 바탕으로 업황의 변동성에 대응하고 있어 타사 대비 강점을 지니고 있다. 특히 계열내 조선사(현대삼호중공업, 현대미포조선)간의 기자재공동구매, 기술지원 등을 통한 안정적인 사업기반을 바탕으로 사업 경쟁력을 확보하고 있으며, 2017년 신규수주규모에서 경쟁사에 비해 월등히 우수한 실적을 기록하여 중단기적인 외형의 축소는 일부 상쇄하였다.

삼성중공업은 다양한 선종 coverage 및 제품 mix를 통한 사업경쟁력을 근간으로 시장점유율을 확보하고 있으며, 해양플랜트시장에서도 대형 프로젝트 수주에 성공하면서 전년대비 크게 증가한 신규수주로 인하여 수주절벽에 일부 대응하였다. 특히 삼성중공업이 강점을 갖고 있는 대형컨테이너선 및 LNG선 등 고부가가치제품의 수주를 바탕으로 타사대비 차별화된 경쟁력을 확보하고 있다.

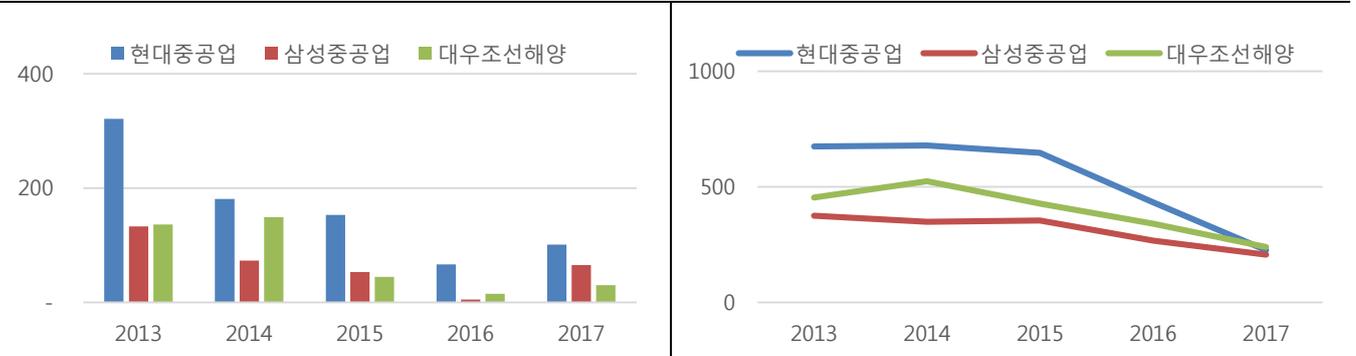
대우조선해양은 신규수주규모는 30억불로 타사대비 크게 적었지만, 회계이슈로 인하여 강도 높은 구조조정을 진행 중에 있는 상황에서 신규물량이 적은 것이 오히려 저가수주에 대한 부담을 완화시킬 수 있는 점은 긍정적인 요소로 판단된다. 다만 업황의 불황으로 인한 수주절벽 및 회계정보의 신뢰성 하락으로 인하여 업체에 대한 펀더멘탈이 크게 훼손된 상황이어서 향후 신규수주를 통한 수익성의 개선이 필수적인 요소가 될 것으로 예상된다.

[신규수주]

(단위: 억불)

[수주잔고]

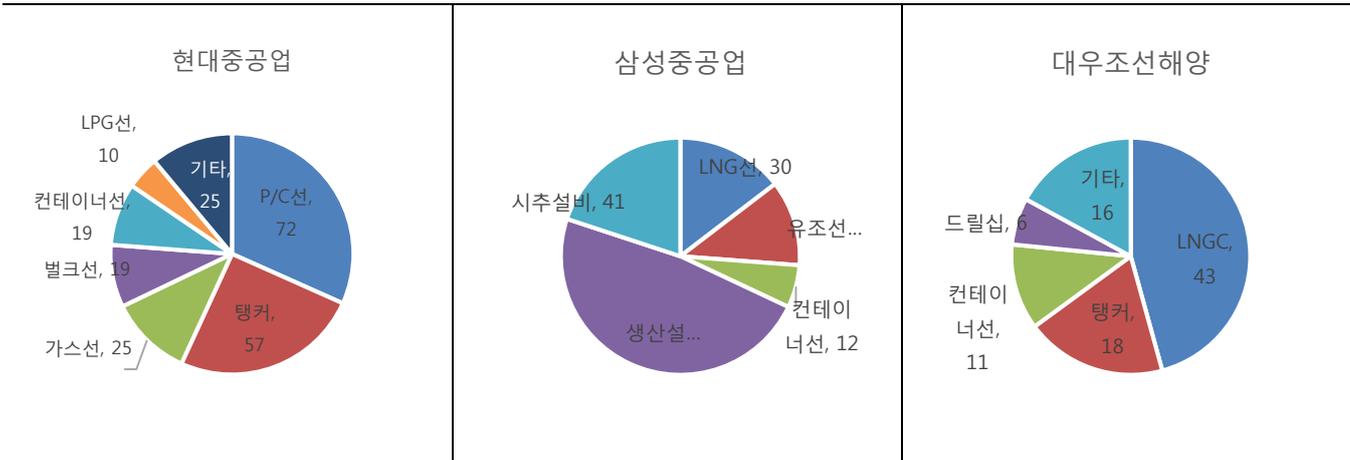
(단위: 억불)



자료: 공시자료(현대중공업, 대우조선해양: 12월기준, 삼성중공업: 10월기준)

[제품별 수주잔고]

(단위: 억불)



자료: 공시자료(현대중공업, 대우조선해양: 12 월기준, 삼성중공업: 10 월기준)

■ 자구계획 및 유상증자를 통한 재무구조 개선에 나선 조선 3사

국내 조선 3사 모두 글로벌경기침체 속에 대규모 영업손실을 기록한 이후 자구계획을 이행하고 있다. 대규모 구조조정 및 유상증자를 통한 재무구조의 개선이 이루어지고 있어 실적감소로 인한 차입금 부담을 어느 정도 해소하고 있는 상황이다. 다만 지속된 업황의 불황 및 업계에 대한 신뢰성 하락으로 인한 자본시장으로의 접근성이 제한되고 있어 궁극적으로 수익성의 개선을 통한 재무안정성이 향상되어야 할 것으로 판단된다.

현대중공업은 최근 2017년 4분기 대규모 적자 및 유상증자(1.3조원)를 공시하였다. 지주회사로의 체제를 전환하고 있었으며, 부채비율 등 재무구조가 개선(부채비율: 2016년 175%, 2017년 3분기 부채비율: 144%)되는 와중에 다시 한번 유상증자를 통해 실적 저하에 따른 고정비 부담과 원자재 가격인상분에 대한 예정원가의 증가 및 제한된 자본시장의 접근성에 선제적 대응을 한 것으로 판단된다. 유상증자를 통해 유입된 대금을 바탕으로 재무안정성은 크게 증가할 것으로 전망되며, 이를 바탕으로 국내 3사 중 가장 안정적인 재무구조를 구축할 것으로 예상된다.

삼성중공업도 최근 공시를 통해 2017, 2018년 적자를 예상하였으며 1.5조원의 유상증자를 계획하고 있다. 이는 2015년 대규모 영업손실 이후 지속된 흑자의 기조가 급격하게 꺾인 것으로 공개된 자료에 의하면 실적저하 및 인력구조조정 지연에 따른 고정비 부담으로 인한 예정원가의 증가 및 2018년 만기도래하는 차입금의 상환을 위한 것으로 추정된다. 결국 중단기적인 매출의 감소가 예상되는 상황에서 삼성중공업은 향후 실적 및 수익성 개선을 위한 기반으로 예상되는 손실을 선반영한 것으로 분석된다. 예정대로 유상증자가 이루어지게 된다면 2018년 재무안정성은 개선될 것으로 예상되며, 추후 실적변동성 여부에 따른 재무구조의 안정화에 대해선 모니터링이 필요할 것으로 판단된다.

반면, 회계부정으로 인한 강도높은 구조조정을 진행하고 있는 대우조선해양은 채권단의 출자 전환 및 수익성 개선으로 인하여 재무구조가 크게 개선 되었다. 또한 분기보고서에서 적정의견을 받아 회계정보의 투명성도 일부 회복되고 있는 상황이다. 다만, 채권단의 감독이 강화된

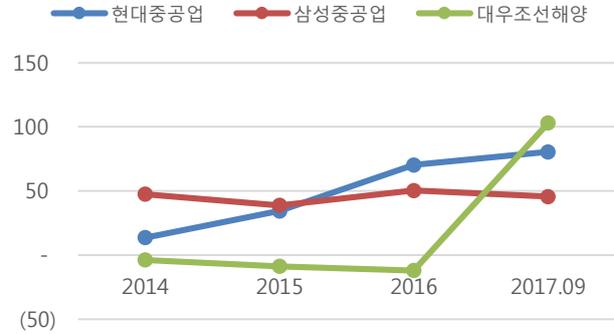
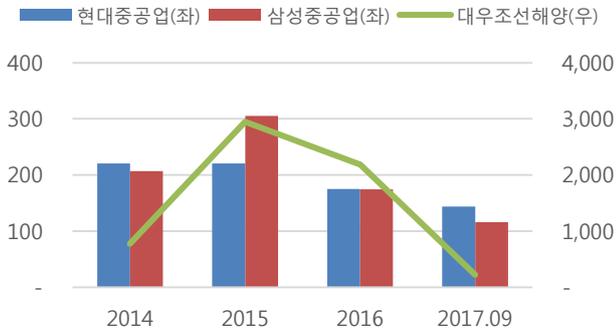
상황에서 향후 회사의 경영 목표에 맞게 실적을 개선 시킬 수 있는지 여부가 동사의 오랜 불확실성을 해소시켜주기 위해 중요하다고 판단된다.

[부채비율]

(단위: %)

[유동성커버리지]

(단위: %)



자료: 감사보고서,

항공운송

대한항공·아시아나항공

기정우 기업평가3실장
02.6966.2464 / jwki@scri.co.kr

[Peers' Credit Profile]



- **성장성(→):** 해외여행 선호 증가 등으로 항공수요의 구조적 성장세는 유효하나, 가격경쟁으로 기업들의 실질적인 매출성장은 제한적
- **변동성(↑):** 금리·환율·유가 및 외교 이슈 등 산업외적 변수에 따른 수익구조의 민감도가 높고, 글로벌 금리인상과 유가상승 전환 등으로 변동성은 다소 확대될 전망
- **경쟁강도(↑):** 중단거리 노선을 중심으로 LCC/외항사와의 경쟁강도가 더욱 심화될 전망
- **수익성(↓):** 국제유가 상승 전환 등으로 영업마진율은 과거대비 축소될 것으로 판단
- **레버리지(↓) 및 커버리지(↓):** 기재확충에 따른 투자부담으로 재무구조가 취약하지만, 우호적 사업환경 및 사업외적 재무부담 축소로 일부 개선 전망

Monitoring Factor

시장 구조적 변동 하에서 경쟁심화 등 부정적 사업환경이 각사의 본원적인 현금창출력에 미치는 영향과 이에 따른 재무안정성 지표의 변동에 따라 업체별 신용등급이 차별화 될 것으로 판단되며, 이와 관련한 주요 모니터링 요인은 아래와 같다.

- 1) 기재경쟁력 강화 및 장거리노선 확대를 통한 실적변동 완충력 확보 정도
- 2) 시장지배력 변동 여부
- 3) 국내외 항공수요와 거시경제변수(유가·환율 등)가 실적변동에 미치는 영향

[Peer to Peer]

■ 산업 구조적 변화 속에 양대 항공사 경쟁양태 차별화

- LCC 와 외국계항공사의 시장잠식으로 경쟁 심화, 양사 시장지배력 약화
- 대한항공은 사업경쟁력 견지 vs 아시아나항공은 사업리스크 확대

■ 업계 전반의 재무지표는 개선되었으나, 양대 항공사의 개선 폭은 상이

- 대한항공은 양호한 영업실적과 자본확충 통한 재무안정성 지표 개선, 향후 재무부담 완화가가능성
- 아시아나항공은 수익성 개선폭 제한적, 과중한 재무부담 및 유동성 위험 확대

■ 계열사에 대한 재무적 지원주체로서의 부담이 상존하나, 최근 양사간 상반된 입장

- 대한항공은 본업외적인 불확실성 완화 vs 아시아나항공은 계열위험 전이가능성 내재

[Peer to Peer – 대한항공 對 아시아나항공]

■ 고마진의 장거리 노선 비중과 원가구조의 유가 민감도에 있어 대한항공 우위

항공산업은 여객 및 화물 수송량이 증가하면서 우호적인 영업환경이 지속되고 있다. 다만, LCC(저비용항공사) 및 외국계항공사와의 공격적인 영업전략으로 산업 경쟁구도는 더욱 치열해지는 양상이다.

이에 양대 국적항공사의 시장지배력이 지속적으로 약화되고 있으며, 운임인상 여력도 제한적인 상황이 이어지고 있다. LCC 및 외국계항공사의 기재확충 및 노선확대가 여전히 진행중인 점을 감안하면 경쟁강도는 보다 높아질 것으로 전망된다.

대한항공은 고마진 사업부문에서의 사업기반을 비교적 견조하게 유지하고 있는 것으로 분석된다. 장거리노선 비중이 상대적으로 높고 화물부문에서의 경쟁력(국내시장 점유율 약 35%, 글로벌 운송실적(FTK) 기준 5~6위권/대한항공 31대, 아시아나항공 11대)을 보유하고 있어 시장경쟁 패러다임 속에서도 안정적인 사업기반을 구축하고 있다.

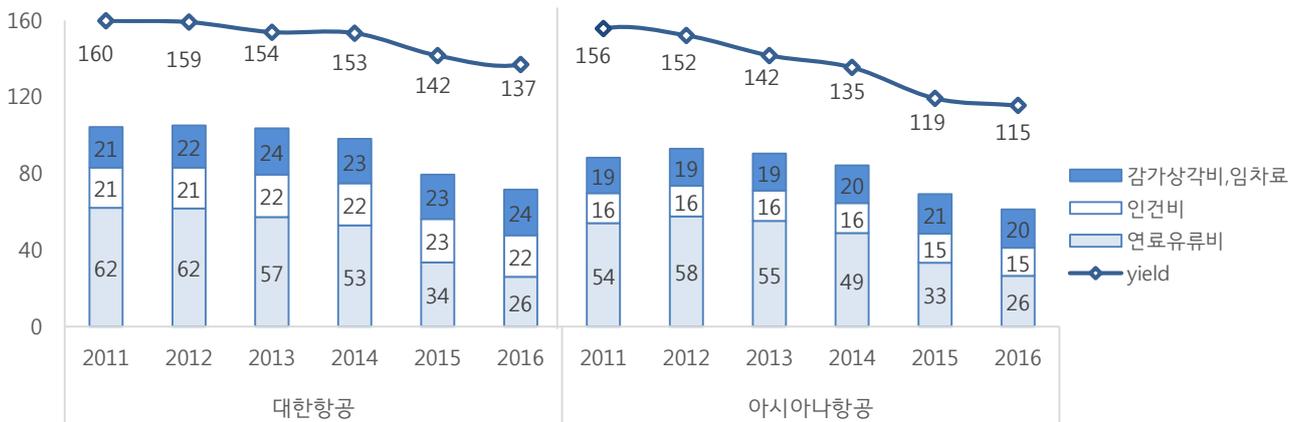
반면, 아시아나항공은 경쟁심화기조로 인해 전반적인 사업리스크가 확대되고 있다. 아시아나항공은 LCC의 주력 사업지역인 중단거리 노선에서의 매출비중이 높아(아시아노선 매출비중: 대한항공 51.3%, 아시아나항공 65.0%) 경쟁심화에 따른 부정적 영향에 크게 노출되어 있다.

최근 사업경쟁력 제고를 위한 기재경쟁력 및 장거리노선 강화를 추진하고 있으나, 동사가 속한 Star Alliance 내의 미국·독일 등의 항공사가 이미 일본·중국과 JV를 체결하여 향후에도 장거리노선에서의 경쟁력이 약화될 가능성이 큰 것으로 판단된다.

한편, 전반적인 항공기규모 및 최신 항공기 확충 지연 등으로 대한항공 대비 유류비 부담이 높아 비용구조 측면에서도 다소 열위하다.

[운행거리(1km)당 yield /주요cost 추이]

(단위: 원)



자료: 각사 감사보고서

■ **共に 재무구조 개선 필요하나, 우호적 환경 속 대한항공의 개선 속도에 주목**

항공운송업은 기재경쟁력 유지를 위한 투자가 불가피한 측면이 있으나, 양대 항공사의 경우에는 이를 감안하더라도 재무부담이 매우 과중한 수준이다. 양사 모두 확장적 재무정책기조로 차입금 규모가 빠르게 확대된 상태이며, 추가로 계열관련 지원이 반복되면서 과중한 재무부담이 지속되고 있다.

우호적 사업환경과 저유가에 의한 현금창출력 개선으로 양사 모두 최근 4~5년 간 수익성 및 차입금커버리지 개선 등의 공통된 방향성을 보이고 있다. 다만, 2016년 하반기부터 유가 및 환율의 상승흐름이 전개되는 등 외부변수의 불확실성이 존재하여 양사의 수익성 및 재무부담 측면에서 부정적 요인으로 작용할 가능성이 있다.

대한항공은 양호한 영업실적과 더불어 재무안정성 지표도 꾸준히 개선되고 있다. 계열지원 및 항공기 투자부담으로 재무부담이 크게 확대된 바 있으나, 2013년 이후 유가하락에 따른 수익성 개선과 2017년 상반기 자본확충(유상증자 4,500억원, 영구채 발행 3억달러)에 힘입어 재무안정성 지표는 2013년 이후 개선세가 이어지고 있다.

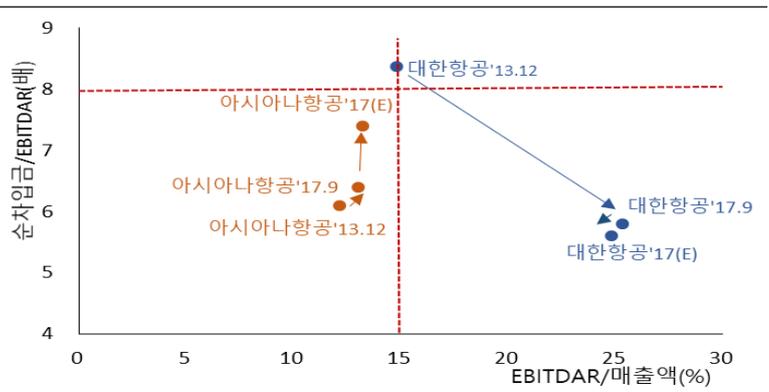
우수한 사업경쟁력을 기반으로 양호한 현금창출능력 유지가 가능할 것으로 보이며, 과거대비 완화된 계열부담과 2019년 이후 항공기 투자규모 감소 등을 고려하면 재무부담이 완화추세가 이어질 것으로 전망된다.

반면, 아시아나항공은 상대적으로 실적개선 폭이 제한적이며, 재무안정성 지표는 최근 다시 저하되고 있는 양상이다. 산업 내 경쟁구도 변화와 상대적으로 열위한 비용구조로 대한항공 대비 실적개선 폭이 미미하며, 양사 격차도 유가하락기 이후 더욱 커지고 있는 양상이다. 또한 경쟁력 유지를 위한 대형항공기 도입으로 과중한 재무부담이 지속되고 있으며, 차입구조 단기화가 진행되고 있어 선제적인 유동성 대응능력이 필요한 상황이다.

영업환경이 과거대비 다소 비우호적으로 전개될 것으로 예상되는 가운데, 2021년까지 예정된 대형기 도입(2018년~ 9대 예정) 계획과 금융비용 등을 고려하면 중단기적으로 차입금 감축을 통한 재무부담 완화는 쉽지 않을 전망이다.

[주요 재무지표 변화]

구분	대한항공		아시아나항공	
	EBITDAR/ 매출액	순차입금 /EBITDAR	EBITDAR /매출액	순차입금 /EBITDAR
2013	14.8	8.4	12.1	6.1
2014	17.6	8.3	14.8	6.9
2015	23.5	7.2	16.9	8.2
2016	26.9	6.2	20.3	6.6
2017.9	25.3	5.8	13.0	6.4
2017(E)	24.8	5.6	13.2	7.4



자료: 각사 감사보고서

자료: 각사 감사보고서

주: 2017(E)은 2016.4분기와 2015.4분기 자료를 고려하여 추정

■ 본원적 사업 외 불확실성은 아시아나항공이 아직 과중

양대 항공사는 각 그룹의 주력사로서 계열사에 대한 재무적 지원을 지속적으로 수행하고 있는 가운데, 그로 인한 그룹 전반적인 신용위험이 상승한 바 있으며 추가 지원가능성 측면에서 불확실성이 내재되어 있다.

최근 대한항공은 본업 외적인 불확실성(계열지원 및 호텔업 투자 관련)이 완화되었다. 2017.2월 한진해운의 파산에 따른 계열위험 완화와 더불어 2017.6월 HIC호텔 개장으로 건설 관련 자금지원 일단락, 대한항공이 지급보증한 차입금(8.1억불)이 하반기 리파이낸싱되면서 추가 출자 및 지원 부담 역시 크게 감소하였다. 또한 2016.12월 계열사인 진에어 IPO 마무리로 한진칼의 재무여력이 보강(처분이익 약 2,800억원 발생)됨에 따라 동사의 계열지원주체로서의 부담이 이전 대비 완화되었다.

다만, 호텔 운영초기로 영업정상화까지 운전자금 지원을 위한 동사의 직·간접적 재무부담 가능성은 지속적인 모니터링 요소이다.

반면, 아시아나항공은 계열관련 직·간접적 부담이 여전히 존재한다. 아시아나항공은 2017.6월 금호고속을 재인수하는 과정에서 자회사(아시아나IDT, 아시아나에어포트, 아시아나세이버)를 통해 간접적인 자금부담(출자 및 대여, 자금보충 약정 등)이 발생한 바 있으며, 이로 인한 그룹 전반의 신용위험 연계성이 확대되었다.

그룹 지주사인 금호홀딩스는 자체 현금창출력이 미흡한 가운데 그룹 재건과정에서 확대된 재무부담으로 재무지표가 열위하여 향후 그룹 지배구조 변화 과정에서 아시아나항공의 재무부담이 가중될 가능성을 배제할 수 없다.