

신한벽지(주) SHINHAN WALLCOVERINGS CO., LTD.

본평가

평가일: 2018.04.05

평가개요	신용등급	평가대상	유효기간
	A1	지급보증부 기업어음 (㈜신한은행 지급보증)	2019.04.06
Analyst	김새롬 책임연구원	02)6966-2455	saerom610@scri.co.kr
	박춘성 실장	02)6966-2467	cspark1113@scri.co.kr
Latest Rating	평가일	구분	등급
	-	-	-

재무요약

(단위: 억원)

(개별기준)	2013.12	2014.12	2015.12	2016.12	2017.12
매출액	814	817	791	685	660
영업이익	185	210	157	165	104
EBITDA	197	222	166	175	116
총자산	773	935	1,018	1,034	508
순차입금	-253	-256	-415	-139	-63
EBITDA/매출액(%)	24.2	27.1	21.1	25.6	17.6
NCF/경상투자(배)	1.1	25.4	14.0	1.2	N/A
부채비율(%)	15.4	14.7	8.4	9.8	21.4
차입금커버리지(배)	-1.3	-1.2	-2.5	-0.8	-0.6
유동성커버리지(%)	6,231.6	7,486.7	N/A	N/A	N/A
회계기준	일반	일반	일반	일반	일반

주1: 차입금커버리지=순차입금/EBITDA

주2: 유동성커버리지=(현금및금융상품+EBITDA)/단기성차입금

평가의견

서울신용평가(주)는 신한벽지(주)(이하 '동사')의 지급보증부(㈜신한은행 지급보증, 보증한도 120억원) 기업어음 신용등급을 **A1**으로 평가하며, 주요 평가요인은 다음과 같다.

- 본 보증부 기업어음에 대한 (주)신한은행의 지급보증
- (주)신한은행의 신용도 및 지급보증 약정 조건

본 보증부 기업어음은 동사와 (주)신한은행 간의 지급보증거래약정에 근거하여 어음권면에 (주)신한은행이 지급보증문구를 명기하고 기명날인한 어음보증 형식으로 발행된 것이다. 지급보증 한도금액은 120억원이며, 보증거래기간은 2018년 4월 6일부터 2019년 4월 6일까지이다. 보증 한도와 기간 내에서 수시로 발행이 가능하며, 발행 건 별로 어음권면에 (주)신한은행의 지급보증문구(직인 날인)를 명기하여 지급보증의무를 나타낸다.

■ 신용등급 논리

동사가 발행하는 지급보증부 기업어음(보증한도 120억원)의 신용등급은 **보증기관인 (주)신한은행의 신용도에 연동된다.** 이는 지급보증거래약정서 등을 근거로 (주)신한은행이 지급보증의무를 부담하고, 보증한도 내에서 기업어음의 발행 건 별로 어음증서에 (주)신한은행이 지급보증문구를 명기하고 기명날인한 어음보증 형식을 감안한 것이다.

■ 주요 평가요소별 검토

(주)신한은행(지급보증기관)의 최고 수준의 신용도

(주)신한은행은 2006.4월 舊(주)신한은행과 舊조흥은행(주)의 합병으로 출범한 총자산 기준 최상위권의 은행이다. 일반고객을 대상으로 한 소매금융과 기업고객에 대한 대출금융 및 통합자금관리서비스 등을 주요사업으로 영위하고 있으며, 평가일 현재 (주)신한금융지주가 지분 100%를 보유하고 있다.

국내 최상위권의 시장지위와 균형 잡힌 대출포트폴리오로 사업안정성이 높은 수준이다. (주)신한금융지주 산하의 시중은행으로 신용카드사, 증권사 등 계열사간 사업연계성이 높은 수준이며, 2017.9월말 총여신 및 총수신 시장점유율(전체은행합계 기준, 수출입은행과 인터넷전문은행 제외)은 각각 12.2% (4위), 15.0% (2위)로 최상위권의 지위를 유지하고 있다. 대출구성 또한 기업여신 및 가계여신 비중이 각각 55.4% 와 44.6%로 특정부문에 쏠림없이 안정적으로 유지되고 있다.

안정적인 수익구조와 효율적인 비용관리능력에 기반하여 양호한 수익성을 유지하고 있다. 2016년 총자산순이익률은 0.6%, NIM은 1.5%를 기록하며 시중은행 평균 (총자산순이익률 0.4%, NIM 1.6%) 대비 양호한 수익성을 유지하고 있다. 2018년에도 2017.11월 기준금리 상승에 따른 대출금리 상승과 풍부한 저 원가성 예금에 기인한 순이자마진 상승효과로 수익성 개선 추세가 이어질 것으로 예상된다. 여기에 2015년 이후 큰 폭으로 증가하였던 대우조선해양 관련 대손비용 등이 경감 (2015년 5,920억원, 2016년 6,386억원, 2017.1~3분기 2,537억원)되고 있는 점도 수익성에 긍정적인 요인이다.

우수한 자산건전성 및 자본적정성을 보유하고 있다. 고정이하여신비율은 2017.9월말 기준 0.7%로 부실채권의 상각 및 매각정책에 따라 1% 내외 수준에서 안정적으로 관리하고 있으며, 대손충당금적립비율은 104.6%로 시중은행 평균 96.4% 대비 높은 수준의 충당금적립률을 유지하고 있다. 강화된 가계대출 규제 등으로 향후 대출 성장세는 둔화될 것으로 전망되는 가운데, 기업여신의 특정업종에 대한 집중도가 낮고 주택담보대출 중심의 가계여신 비중(44.6%)이 높은 점을 감안할 때 향후 여신부실화로 인한 자산건전성 저하가능성은 낮은 수준이다.

BIS자본비율 및 보통주자본비율은 2017.9월말 기준 각각 16.1%, 13.2%로 2019년까지 최소 준수해야 할 자본보전완충자본 포함 보통주 자본비율 8.0%를 충분히 상회하고 있으며, 국내 시중은행 평균 (BIS자본비율 16.1%, 보통주자본비율 14.0%) 수준의 자본적정성을 보유하고 있다.

정부의 높은 지원가능성이 인정된다. 국내 금융시장에서 차지하는 중요도와 영향력이 상당한 시스템적 중요한 금융기관 (Systemically Important Financial Institutions)으로, 과거 위기 발생 시 은행업에 대한 정부의 지원사례와 금융시스템 안정 및 유지와 관련한 정부의 지원의지 등을 감안할 때 유사시 정부의 지원가능성은 매우 높은 수준으로 판단된다.

[신한은행 재무요약]

(단위: 십억원)

(별도기준)	2014.12	2015.12	2016.12	2016.9	2017.9
총자산	237,149	263,727	276,014	281,221	299,421
총대출채권	179,606	199,078	206,218	208,796	216,889
총예수부채	171,672	192,986	203,996	204,417	215,127
자기자본	20,372	20,468	20,961	20,682	22,130
당기순이익	1,433	1,216	1,777	1,444	1,569
대손준비금조정순이익	1,391	1,248	1,729	1,278	1,514
총자산순이익률(%)	0.6	0.5	0.6	0.7	0.7
순이자마진비율(%)	1.7	1.5	1.5	1.5	1.6
고정이하여신비율(%)	1.0	0.8	0.7	0.8	0.6
대손충당금적립비율(%)	154.2	172.8	96.6	178.3	104.6
BIS자본비율(%)	15.4	14.8	15.7	15.1	16.1
유동성커버리지비율(%)	-	104.1	101.0	99.7	95.8
회계기준	K-IFRS	K-IFRS	K-IFRS	K-IFRS	K-IFRS

자료: 금융감독원 금융통계정보시스템(은행계정)

주1: 대손충당금적립비율=대손충당금적립잔액/고정이하여신, 은행업감독규정 개정에 따라 2016.12월부터는 대손준비금을 제외하고 산출

주2: 유동성커버리지비율=고유동성자산/순현금유출액

지급보증약정 조건

본 보증부 기업어음은 동사와 (주)신한은행 간의 지급보증약정에 근거하여 어음권면에 보증인인 (주)신한은행이 지급보증문구를 명기하고 기명날인한 어음보증 형식으로 발행된 것이다. 지급보증 한도금액은 120억원이며, 보증기간은 2018년 4월 6일부터 2019년 4월 6일까지이다. 보증 한도와 기간 내에서 수시로 발행이 가능하며, 발행 건 별로 어음증서에 (주)신한은행의 지급보증문구(직인 날인)를 명기하여 지급보증의무를 나타낸다.

지급기일에 주채무를 이행하지 못하거나, 지급기일 전이라도 사전지급요건(어음교환소의 거래 정지 처분이 있는 때, 파산·화의개시나 회사정리절차 개시의 신청이 있는 때)에 해당되는 경우, (주)신한은행은 보증채무 이행 의무(지급보증거래약정서 제6조 보증채무의 이행 등)가 발생한다.

동사와 (주)신한은행 간 지급보증거래약정서 등을 근거로 보증인인 (주)신한은행이 지급보증의무를 부담하고, 보증한도 내에서 기업어음의 발행 건 별로 어음증서에 (주)신한은행의 지급보증문구(직인 날인)를 명기한 점 등을 감안할 때 본 보증부 기업어음 신용도는 (주)신한은행의 신용도와 동일한 것으로 평가한다.

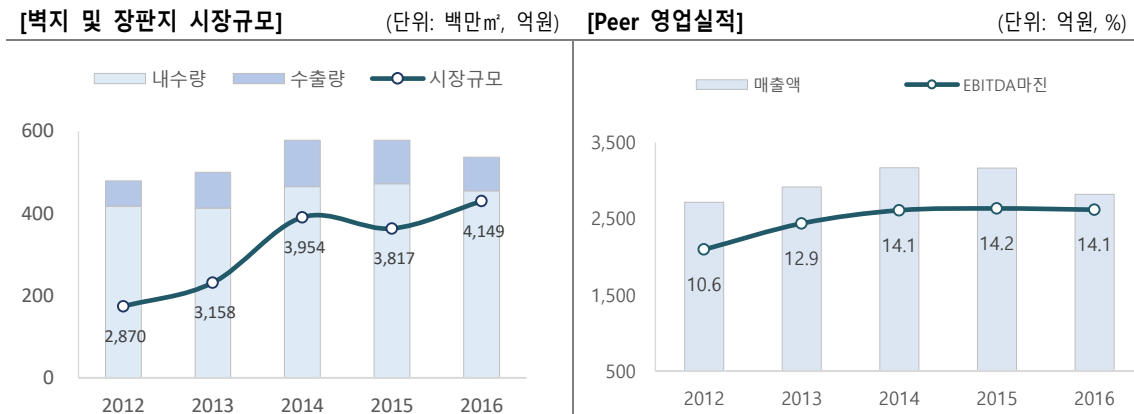
■ 기타 고려 사항(발행사: 신한벽지(주))

양호한 시장지위를 보유한 벽지전문 제조업체

1996.8월 설립된 동사는 벽지제조 사업을 영위하고 있다. 국내판매 및 세계 40여개국에 제품을 수출하고 있으며, 벽지제조 전문기업 기준으로 상위권의 시장지위를 확보하고 있다. 2017년말 기준 최대주주는 98.0%의 지분을 보유한 글로벌아트월(주)이다.

전방산업 수요호조로 양호한 성장성을 시현하였으나, 향후 사업여건은 저하 불가피

동사가 속한 벽지 및 장판지 제조산업은 2016년 매출액 기준 4,100억원 내외의 시장규모를 기록하고 있다. 중견기업을 중심으로 경쟁구도가 형성되어 있는 가운데, 동사를 포함한 상위 3사가 70%이상의 매출을 차지하고 있다. 최근 주택경기 호황에 따른 내수증가와 품질경쟁력을 바탕으로 한 수출 호조로 높은 성장세를 기록하였으며, 동사를 포함한 선발업체들의 영업실적 또한 양호한 수준을 시현하였다.



주1: 내수량 및 수출량은 면적기준이며, 시장규모는 표준산업분류상 벽지 및 장판지 제조산업의 합산매출액 기준임.

주2: Peer 영업실적은 개나리벽지, 동사, 서울벽지, 제일벽지, 코스모스벽지, 에스대우벽지, 에프티벽지 7개사 합산 실적

자료: 통계청, 감사보고서 등

그러나, 향후에는 주택경기 하강과 전자재 전문 대기업의 시장진출 확대로 동사를 비롯한 중견기업의 사업여건이 크게 저하될 것으로 전망된다. 특히 중소기업으로부터 OEM 공급을 통해 시장진출을 확대하고 있는 대기업과의 경쟁이 심화되는 가운데 펄프·PVC등의 주요 원자재 가격이 상승 추세를 보이고 있어 매출성장 둔화와 함께 업계 수익성도 하향기조를 보일 것으로 예상된다.

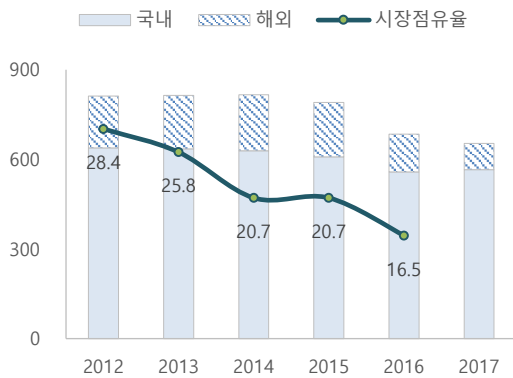
고부가가치 매출비중 확대와 원가경쟁력을 바탕으로 양호한 수익성 시현

동사는 합지·실크·천연벽지의 제품라인과 우수한 브랜드인지도를 바탕으로 벽지제조에 특화된 사업구조를 보유하고 있으며, 시판(대리점)·특판(건설사 등)·해외 등으로 안정적인 판매네트워크를 구축하고 있다.

최근 대기업 진출확대에 따른 경쟁심화로 인해 시판부문의 매출이 축소되고 있으나, 판매단가가 높은 특판 매출비중 확대와 원가경쟁력을 바탕으로 경쟁사 대비 양호한 수익성을 유지하고 있다. 향후에도 고부가가치 제품생산능력 확대를 위한 설비투자를 바탕으로 수익구조의 안정성을 유지할 것으로 예상되나, 전방수요 정체 및 대기업과의 경쟁요인 등으로 수익성 개선가능성은 제한적일 것으로 전망된다.

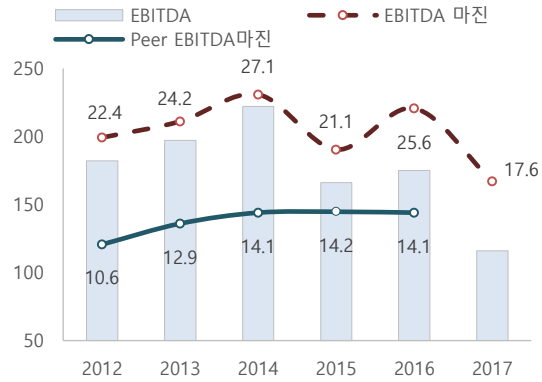
[부문별 매출 및 시장점유율]

(단위: 억원, %)



[수익성]

(단위: 억원, %)



주: 시장규모는 표준산업분류상 벽지 및 장판지 제조산업의 합산매출액 기준임.

자료: 감사보고서 등

영업현금창출에 기반한 자체 현금흐름은 양호하나, 대규모 배당으로 자금부족 확대

시판 대리점에 대한 적극적인 재고 및 매출채권 관리와 특관부문의 수주관리로 운전자금부담이 크지 않아 양호한 수익창출력에 기반한 영업현금창출이 견실하게 유지되고 있다. 이에 따라 영업에서 창출된 자금으로 투자관련 자금소요를 전액 충당하는 현금흐름 패턴을 유지하고 있으나, 최근 2년간 대규모 배당에 따른 영업외 자금소요로 자금부족 규모는 오히려 확대되었다.

[현금흐름 추이]

(단위: 억원)

구분	2013	2014	2015	2016	2017
EBITDA	197	222	166	175	116
NCF	148	165	65	188	24
자본적지출	-140	-7	-6	-162	-26
유무형자산매각	0	0	1	1	288
배당금지급	0	0	-21	-189	-629
FCF	8	158	39	-162	-342

자료: 감사보고서

대규모 배당으로 인한 거액의 현금유출은 부정적 요인

2016.7월 경영권 변동(사모투자펀드 운용사 카무르파트너스 인수) 이후, 2017년 말까지 대규모 배당(818억원)이 이루어졌으며, 이로 인해 내부유보자금이 거의 소진되었다. 아직까지 무차입 상태이고, 영업에서의 자금창출능력 또한 안정적으로 유지되고 있어 지표상 재무안정성은 우수한 수준이다. 다만, 향후 변동성이 확대될 것으로 보이는 영업여건을 감안할 때, 대규모 배당으로 인한 현금유출은 영업 및 재무측면에서의 대응력을 축소시키는 것으로 부정적인 요인이다.

[재무안정성 지표]

(단위: 억원, %)

구분	2013	2014	2015	2016	2017
부채총계	103	119	79	92	89
자본총계	670	815	939	942	418
부채비율(%)	15.4	14.7	8.4	9.8	21.4
총차입금	7	6	0	0	0
현금및금융상품	260	263	415	139	63
순차입금	-253	-256	-415	-139	-63

자료: 감사보고서

본 평가에 적용된 주요 평가방법론은 특정채무 신용평가방법론(2016)이고, 참고한 평가방법론은 산업별 평가방법론 은행(2016) 등입니다. 공시된 신용평가방법론은 서울신용평가(주) 홈페이지 www.scri.co.kr 의 Research/평가방법론에서 찾아볼 수 있습니다.

본 건 신용평가등급 산정에 이용한 중요자료는 감사보고서, 경영공시자료, 차입금 현황, 지급보증거래약정서 등입니다.

[단기채무 신용등급의 정의]

신용등급	정 의
A1	적기 상환능력이 최상이며, 상환능력의 안정성 또한 최상이어서 투자위험도가 극히 낮음.
A2	적기 상환능력이 우수하지만, 그 안정성은 A1등급에 비하여 다소 열등한 요소가 있음.
A3	적기 상환능력은 양호하나, 장래의 급격한 환경변화에 따라 그 안정성이 다소 영향을 받을 가능성이 있음.
B	적기 상환능력은 인정되지만, 그 안정성에 다소 투기적인 요소가 내포되어 있음.
C	적기 상환능력이 의문시되어 투기적 요소가 강함.
D	현재 채무불이행 상태에 있음.

주1: 상기 등급 중 A2등급에서 B등급까지는 당해 등급 내에서의 상대적 우열 정도에 따라 +, - 기호를 부기할 수 있음.

주2: 상기 등급 중 A1등급에서 A3등급까지는 적기 상환능력이 인정되는 투자등급으로, B, C 등급은 환경변화에 따라 적기 상환능력이 크게 영향을 받을 수 있는 투기등급으로 분류됨.

- 본 신용평가의 평가개시일은 2018년 3월 26일이고, 계약체결일은 2018년 3월 23일이며, 평가완료일은 2018년 4월 5일입니다.
- 최근 2년간 평가요청인과 체결한 다른 신용평가 건수 및 수수료총액은 각각 0건, 0백만원입니다. 당사는 평가완료일 현재 평가요청인의 다른 신용평가용역을 수행하고 있지 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, 구조화 금융상품의 신용등급은 법령, 조세제도의 변경 등에 따라 발생하는 위험을 반영하지 않습니다. 또한 신용등급 및 당사 간행물에 포함된 견해는 현재 또는 과거 사실에 관한 서술이 아니며, 당사 고유의 평가기준에 따라 신용위험에 대하여 예측한 의견으로서, 이러한 예측정보는 실제 결과치와 다르게 나타날 수 있습니다. 신용등급 및 당사 간행물에 포함된 견해는 환경변화 및 당사가 정한 기준에 따라 변경 또는 취소될 수 있습니다.
- 2) 신용등급, 평가의견 및 간행물은 금융투자상품에 대한 투자자문을 의미하지 않으며, 특정 증권의 투자의사결정(매매, 보유 등)을 권유하는 것이 아닙니다. 신용등급이나 평가의견, 간행물 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. 특히 당사의 신용등급과 간행물은 개인투자자들이 이용하는 것을 전제로 하고 있지 않으며, 따라서 개인투자자들이 당사의 신용등급과 간행물을 이용하여 투자의사결정을 하는 것은 바람직하지 않습니다.
- 3) 신용평가서, 평가의견, 간행물 등 보고서는 평가대상자 또는 의뢰인이 제출한 자료와 각종 공시자료 등 당사가 객관적으로 정확하고 신뢰할 수 있다고 판단한 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 제공한다든 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 본 보고서에 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) 신용등급 및 본 보고서에 반영되었거나 포함되어 있는 정보 및 기재내용의 정확성, 완전성 및 적합성을 당사가 보증하거나 약속하지 않습니다. 본 보고서에 포함된 모든 정보들은 신용등급 부여에 필요한 주요 판단 근거로서 제시된 것이며, 평가대상에 대한 모든 정보가 기재된 것은 아닙니다. 또한, 당사는 고의 또는 중대한 과실에 기인한 사항을 제외하고 신용등급 및 본 보고서에 포함된 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.