

대동공업(주) Daedong Industrial Co., LTD.

본평가
평가일: 2018.3.28

평가개요	신용등급 A3	평가대상 기업어음	유효기간 2019.06.30
------	------------	--------------	--------------------

Analyst	정정훈 책임연구원	02)6966-2474	jjh07255@scri.co.kr
	박인천 실장	02)6966-2473	iseapark@scri.co.kr

Latest Rating	평가일 -	구분 -	등급 -
---------------	----------	---------	---------

재무요약	(단위: 억원)				
(연결기준)	2013	2014	2015	2016	2017
매출액	5,812	6,032	5,835	5,854	6,101
영업이익	59	65	54	-130	172
EBITDA	304	315	312	116	422
총자산	5,778	7,070	6,883	6,672	7,306
순차입금	1,516	2,150	2,292	2,531	2,751
EBITDA/매출액(%)	5.2	5.2	5.3	2.0	6.9
NCF/경상투자(배)	2.1	-1.0	0.7	0.0	0.6
부채비율(%)	155.8	206.9	195.3	210.1	233.8
차입금커버리지(배)	5.0	6.8	7.4	21.7	6.5
유동성커버리지(%)	32.6	25.0	25.6	9.2	21.0
회계기준	K-IFRS	K-IFRS	K-IFRS	K-IFRS	K-IFRS

주1: 순차입금=총차입금-현금및금융상품

주2: 차입금커버리지=순차입금/EBITDA

주3: 유동성커버리지=(현금및금융상품+EBITDA)/단기성차입금

평가의견

서울신용평가(주)는 대동공업(주)의 기업어음 본평가 신용등급을 A3로 결정하며, 주요 평가요인은 다음과 같다.

- 국내 최상위권 시장지위 및 수직계열화를 바탕으로 한 안정적인 사업기반
- 내수시장의 정체와 해외시장의 외부변수에도 불구하고 매출외형 유지
- 영업이익 마진을 개선 필요
- 부채비율 상승세 불구 금융비용 커버리지 양호

■ 신용등급 논리

대동공업(이하 '동사')은 1947년 설립된 농기계전문업체로서 한국 본사를 거점으로 미국, 중국, 유럽 등 제조 및 판매법인 7개의 종속회사 및 3개의 관계회사를 보유하고 있다.

동사는 국내 최상위권의 시장점유율 및 계열사와의 수직계열화를 바탕으로 양호한 사업안정성을 구축하고 있다. 오랜 업력을 기반으로 국내 과점적 시장구조 하에서 점유율 1위를 유지하고 있으며, 경쟁사 대비 다양한 제품포트폴리오와 계열사(대동기어, 대동금속 등)와의 수직계열화를 기반으로 시장 수요에 탄력적으로 대응할 수 있는 역량을 갖추고 있는 것으로 평가된다.

국내 농업시장의 성장 정체와 해외수출 시장의 정치, 경제적 외부변수에도 불구하고 일정수준의 외형을 유지하고 있다. 전방산업인 국내 농업의 성장 정체로 내수 농기구의 판매량이 감소되는 가운데, 중국의 THAAD, 유럽의 역내경기부진 및 신흥국에 대한 일회성 프로젝트 사업으로 인하여 매출이 가변적인 상황에도 불구하고 미국시장의 양호한 실적을 바탕으로 6,000억원 내외의 외형을 유지하고 있다.

수익성 지표가 대체로 낮은 상태로 매출외형 확대를 통한 개선이 필요하다. 동사의 영업이익률은 과거 5년 평균 0.7%, 감가상각비를 감안한 EBITDA마진율은 과거 5년 평균 5%로 대체로 부진한 상태이다. 2016년 케냐 프로젝트 사업의 무산으로 인하여 발생한 일시적인 실적부진을 감안하더라도 향후 매출외형 확대를 통한 마진율 개선이 필요한 것으로 판단된다.

시설투자 및 운전자금 소요에 따른 부채비율의 상승은 부담요인이다. 환경 규제에 따른 선제적 대응을 위한 CAPEX 증가 및 미국법인에서의 자체 할부금융으로 인하여 운전자금 및 차입금의 규모가 확대되어 동사의 재무구조에 부담이 되고 있다. 다만, 대규모 시설투자 및 해외 법인의 판매방식의 전환이 일단락 되어 추가적인 재무부담의 확대가능성은 낮을 전망이다.

■ 모니터링 요소

서울신용평가(주)는 동사의 사업현황과 재무안정성 등을 면밀히 모니터링 하여 향후 신용등급에 반영할 계획이다.

아래와 같은 요건을 충족할 경우에는 신용등급 상향을 검토할 수 있다.

- 국내의 시장에서 매출 증가로 EBITDA마진율이 확대되면서
- 부채비율이 200%이하로 안정적으로 유지되는 경우

반면, 아래와 같은 변화가 있을 경우에는 신용등급 하향을 검토할 수 있다.

- 내수 및 해외시장에서의 실적 부진으로 매출이 감소하고 EBITDA마진율이 축소되면서
- 부채비율이 300%이상을 상회하는 경우

■ 주요 평가요소별 검토

시장점유율 1위의 농기구 전문업체

대동공업(이하 '동사')은 1947년 설립된 트랙터, 콤바인, 이앙기 등을 주력 제품으로 하는 시장 점유율 1위의 농기구 전문업체로서 한국 본사를 거점으로 7개의 연결중속회사(미국, 중국, 유럽 현지법인 포함)와 3개의 관계회사를 운영하고 있다. 2017.12월말 기준 동사의 지분 분포는 대표 이사와 특수관계자가 각각 21.2%, 5.9%를 보유하고 있으며, 동사가 자사주로서 12.6%를 보유하고 있다.

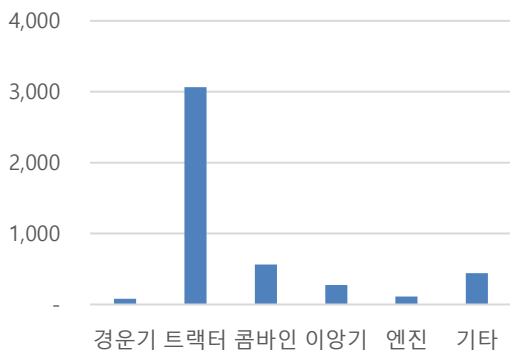
우수한 브랜드 인지도, 제품별 지역별 다각화 및 수직계열화를 통한 안정적인 사업기반

오랜 업력을 기반으로 우수한 브랜드 인지도, 경쟁사 대비 다양한 제품포트폴리오, 그리고 계열사와 관계사를 통한 수직계열화(핵심부품~완성농기구)를 바탕으로 국내 최상위권 시장지위와 양호한 사업기반을 구축하고 있다.

- 동사는 70년간의 오랜 사업경험과 더불어 전국 150여개의 대리점 및 농협과의 안정적인 거래 관계를 기반으로 국내 농기계 시장에서 점유율 1위(약 30%대)를 기록하고 있음. 참고로 국내 농기계 시장은 동사를 비롯하여 LS엠트론, 동양물산, 국제종합기계 등 4개사가 80% 이상의 시장점유율을 차지하는 과점적 시장구조의 형태를 보이고 있음.
- 주력 제품인 트랙터, 콤바인(2017년 별도기준 매출비중 각각 67.6%, 12.4%) 이외에도 친환경 엔진, 이앙기, 경운기 등 다양한 제품 포트폴리오를 제공하고 있으며, 이는 경쟁사인 LS엠트론이 트랙터 단일 제품만을 공급하고 있는 것과 대조됨.
- 동사는 관계회사인 대동기어(트랜스미션) 및 연결중속회사인 대동금속(실린더블록) 등으로부터 핵심 부품을 조달 받는 등 수직계열화를 구축하고 있음. 참고로 동양물산은 2016년 국제종합기계 인수를 통하여 외형확대와 더불어 수직계열화(핵심부품 조달 등)를 추진하고 있음.
- 한편, 동사는 국내 시장규모 정체에 대한 대응책으로서 수출 증대에 주력하고 있는 바, 1993년 미국을 시작으로 중국(2007년)과 유럽(2010년)에 현지법인을 설립하였음. 현재 동사 매출의 50% 내외는 수출을 통하여 실현하고 있음.

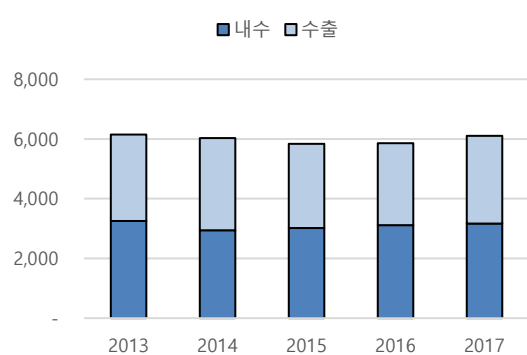
[제품별 매출 구성]

(단위: 억원)



[연도별 내수, 수출 금액]

(단위: 억원)



자료: 동사제시(2017년 별도 매출기준)

자료: 감사보고서

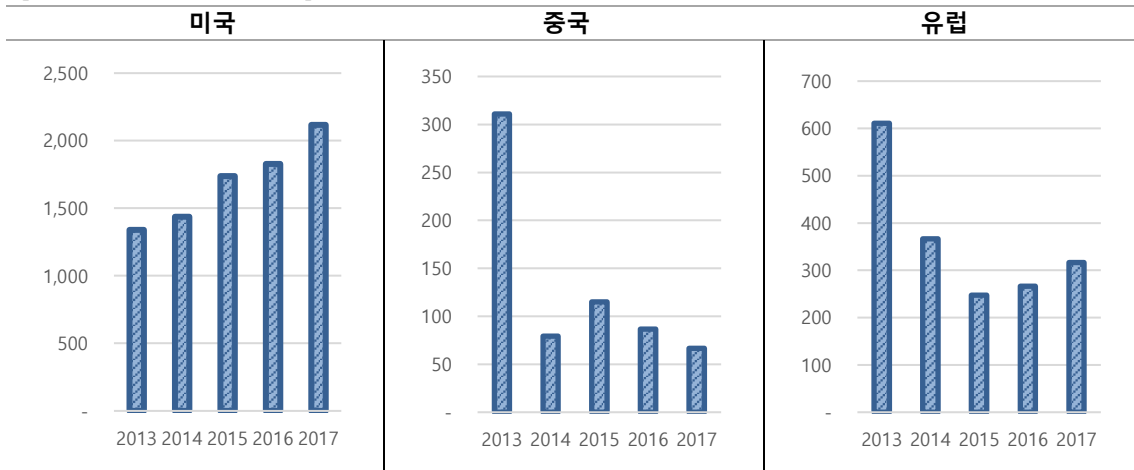
내수시장의 정체와 해외시장의 외부변수에도 불구하고 일정 수준의 외형 유지

국내 농업의 성장 정체 및 해외시장에서의 경제적·경제외적 외생변수의 불확실성에도 불구하고 일정 수준의 외형을 유지하고 있다.

- 국내 농업의 성장이 침체되면서 농기계 보급률이 저하되고 있어 농기계 내수의 성장은 한계가 있으며, 최근에는 교체수요 중심으로 매출이 발생하고 있는 것으로 분석됨.
- 동사 또한 국내매출 부진을 해외 수출로써 보완하고 있으며, 해외 수출은 미국 지역(동사의 최대 수출지역) 중심의 성장세가 여타 지역(유럽, 중국)의 실적 부진을 커버하는 양상을 보이고 있음. 한편, 미국, 유럽, 중국 이외 이머징 국가에 대하여 프로젝트 성격의 수출(약 1억달러 규모)을 간헐적으로 추진하고 있음.
- 주요 수출지역별 차별적인 매출 추이, 이머징 국가에 대한 프로젝트 성격의 수출 등으로 동사의 매출규모는 다소 등락이 발생하였으나, 평균적으로 6,000억원(5년 평균 연결기준) 내외의 매출을 유지하고 있음.
- 현재는 앙골라 프로젝트 사업(총 1억불 규모)을 추진하고 있으며(수출입은행과의 여신계약 진행 중), 2018년 매출로 인식될 가능성이 존재함.

[주요 해외시장 매출 추이]

(단위: 억원)



자료: 감사보고서

수익성 개선을 위해서는 매출외형 확대가 관건

동사의 영업이익률은 2013~2017년 5개년 평균 0.7% 수준(매출액 가중평균 기준)으로 2016년 일시적인 요인에 따른 실적 저조를 감안하더라도 대체로 낮은 수준이다. 다만, 감가상각비를 감안한 EBITDA 마진율은 과거 5개년 평균 5.0% 수준으로 상대적으로 양호한 수준을 보이고 있다

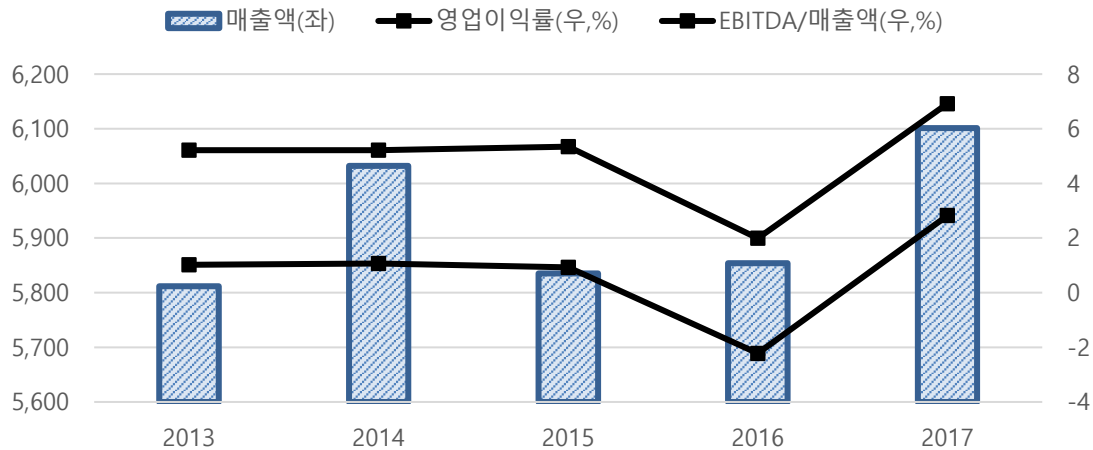
- 2016년 케냐와의 프로젝트사업 진행과정에서 제품의 선적 후 수출계약의 무산으로 인하여 동사의 재고자산 부담 증가와 더불어 일회성 비용(컨테이너 야드 사용료 등 약 180억원) 발생으로 영업적자를 기록한 바 있음.

동사는 선제적인 CAPEX 투자를 통하여 생산능력을 확충한 상태(2017년 가동률 69%)로서 감가상각비 등 원가구조상 고정비 비중이 높은 수준임을 감안할 때 마진을 확대를 위해서는 기본적으로 매출외형 확대가 관건인 것으로 판단된다.

- 매출외형 확대와 더불어, 표준부품에 대한 글로벌 아웃소싱을 통한 원가절감을 추진하고 있음.

[매출액, 영업이익률, EBITDA/매출액 추이]

(단위: 억원)



자료: 감사보고서

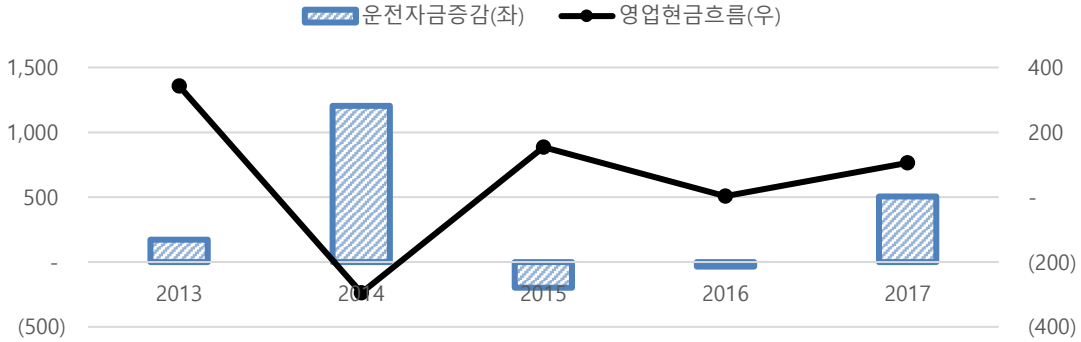
영업현금흐름 창출에 부담요인이었던 운전자금 증가는 다소 완화 전망

현금흐름 관점에서 지난 수년간 운전자금 부담 증가가 영업현금흐름의 창출에 주된 부담요인이 되어 왔으며, 이는 신흥국에 대한 프로젝트 성격의 수출 및 2016년 이후 미국법인의 자체 할부 금융 실시에 주로 기인한 것으로 분석된다.

- 2014년 미얀마사업(총 1억달러 규모)의 연말 매출(700억원)로 인하여 동년말 매출채권의 규모가 크게 증가하였으며, 2015년에는 케냐 프로젝트 진행으로 재고자산 규모가 크게 증대됨.
- 미국법인은 미국내 달러사에 대한 매출채권을 현지 금융사에 실질적으로 양도함으로써 운전자금 관리를 하였으나, 2016년 이후에는 외부 차입을 기반으로 자체적인 할부금융을 실행하고 있음. 이는 연결 재무제표 기준 운전자금(매출채권)의 증대로 나타났음.
- 먼저 신흥국 프로젝트 성격의 수출에 의한 운전자금 증가는 일시적인 요인으로 판단된다. 또한, 미국법인의 자체 할부금융 실시에 따른 운전자금 증가 요인은 2017년까지 상당부분 반영된 점을 감안할 때 2018년부터는 추가 매출확대에 따른 매출채권 증가분을 중심으로 반영되면서 전반적인 운전자금 증가요인은 다소 완화될 것으로 전망됨.

[운전자금 증감 및 영업현금흐름 추이]

(단위: 억원)



자료: 감사보고서

부채비율 상승세가 부담요인이지만, 금융비용 커버리지는 양호한 수준

시설투자 및 자체 할부금융을 위하여 조달한 차입금의 증가로 인하여 부채비율이 증가 추세에 있는 것은 부담요인으로 판단된다. 다만, 대규모 시설투자 및 해외법인의 판매방식 전환이 일단락 된 점을 감안할 때 부채비율 상승세는 다소 완화될 것으로 전망된다.

- 환경규제에 대응하기 위한 자체적인 엔진개발(TIER 4) 투자가 2013년 일단락됨에 따라 이후 CAPEX 소요에 따른 차입금 부담 확대요인은 감소되었음.
- 2016년 이후 미국 법인의 자체 할부금융 시행으로 인하여 발생한 차입금의 확대요인도 2017년까지 상당부분 이미 반영된 것으로 분석됨.
- 부채비율 상승세 불구, 금융비용 커버리지(EBITDA/금융비용)는 2017년 5.5배 수준으로 양호한 수준을 보이고 있음.

[재무안정성지표]

(단위: 억원)

구분	2013	2014	2015	2016	2017
총차입금	1,626	2,264	2,405	2,605	2,843
순차입금	1,516	2,150	2,292	2,531	2,751
부채비율(%)	155.8	206.9	195.3	210.1	233.8
차입금커버리지(배)	5.0	6.8	7.4	21.7	6.5

자료: 감사보고서

[금융비용커버리지]

(단위: 억원)

구분	2013	2014	2015	2016	2017
EBITDA	304	315	312	116	422
금융비용	59	64	67	71	77
EBITDA/금융비용(배)	5.2	4.9	4.7	1.6	5.5

자료: 감사보고서

단기차입 비중이 높은 수준이나, 은행권과의 거래관계 감안시 차환가능성 양호

단기차입비중이 2017년말 86% 수준으로 높은 수준이지만, 자금 조달처가 주로 은행권의 담보차입으로 구성되어 있어 차환가능성이 높은 점을 감안할 때 유동성 관리능력은 대체로 양호한 것으로 판단된다.

- 농기계 매출의 특성상 계절에 따른 운전자금의 변동이 심하게 발생하는 점을 감안하여 차입금 구성 또한 역시 탄력적인 자금조달이 가능한 단기차입금 비중이 높은 수준을 유지하고 있음. 이에 따라 유동성 커버리지 역시 낮은 수준을 나타내고 있음(3년평균 유동성 커버리지: 18.6%).
- 다만, 자금조달의 질적인 성격은 제1금융권의 분산된 조달처(국책은행 및 시중은행 중심) 및 대체로 낮은 차입금리(조달금리 약 1%~5%)를 감안할 때 양호한 것으로 평가됨.
- 단기차입의 대부분이 은행권의 담보차입으로 구성되어 있어 차환 가능성이 높은 것으로 판단되며, 은행권의 잔여 여신한도(2017.12월 기준 여신한도 1,457억원, 미사용액 966억원) 등을 감안할 때 유동성 관리능력 또한 양호한 수준으로 판단됨.

[유동성 지표]

(단위: 억원)

구 분	2013	2014	2015	2016	2017
단기성차입금	1,267	1,715	1,658	2,067	2,450
현금 및 금융상품	110	114	113	73	92
EBITDA	304	315	312	116	422
단기성차입금/총차입금(%)	77.9	75.8	68.9	79.4	86.2
유동성커버리지(%)	32.6	25.0	25.6	9.2	21.0

자료: 감사보고서

주 1: 현금 및 금융상품: 현금 및 현금성 자산+장단기금융상품

주 2: 유동성커버리지 = (현금및금융상품+EBITDA)/단기성차입금

Fundamental Review

단기신용도 A3	Fundamental bbb
-------------	--------------------

Mapping Grid: 대동공업(연결)

사업위험		aaa	aa	a	bbb	bb	b
매출액(조원)					√		
매출 및 이익 변동성					√		
사업기반	시장지위			√			
	다각화			√			
	경쟁역량			√			
재무위험		aaa	aa	a	bbb	bb	b
수익성	EBITDA/매출액(%)					√	
재무정책	투자정책 및 자금조달방식						
	유동성 리스크 관리				√		
	투명성 및 안정성						
레버리지	부채비율(%)					√	
커버리지	차입금커버리지(배)					√	
모형신용도		aaa	aa	a	bbb	bb	b

유동성위험: 대동공업

유동성위험 관리 수준	양호	보통	미흡
-------------	----	----	----

Mapping Grid: 제조업 일반

사업위험		가중치	aaa	aa	a	bbb	bb	b
매출액(조원)		10%	≥5	≥25	≥1	≥0.2	≥0.05	<0.05
매출 및 이익 변동성		15%	매우 낮음	상당히 낮음	낮음	다소 높음	높음	매우 높음
사업기반	시장지위	9%	확고한 독점적 시장지위	과점시장내 최상위권의 견고한 시장지위	과점시장내 상위권의 우수한 시장지위	경쟁시장내 중상위권의 우수한 시장지위	경쟁시장내 중하위권의 시장지위	시장지배력 결여
	다각화	8%	매우 높음	상당히 높음	높음	다소 낮음	낮음	매우 낮음
	경쟁역량	8%	매우 높음	상당히 높음	높음	다소 낮음	낮음	매우 낮음
재무위험		가중치	aaa	aa	a	bbb	bb	b
수익성	EBITDA/매출액(%)	10%	≥20	≥12	≥8	≥5	≥2	<2
재무정책	투자정책 및 자금조달방식	20%	매우 보수적	상당히 보수적	보수적	비교적 보수적	공격적	매우 공격적
	유동성 리스크 관리							
	투명성 및 안정성							
레버리지	부채비율(%)	10%	≤50	≤100	≤150	≤200	≤300	>300
커버리지	차입금커버리지(배)	10%	≤0.5	≤1.5	≤4	≤7	≤10	>10

본 평가에 적용된 주요 평가방법론은 서울신용평가(주) 공시한 제조업 일반 평가방법론(2016)입니다. 공시된 신용평가방법론은 서울신용평가(주) 홈페이지 www.scri.co.kr의 Research/평가방법론에서 찾아볼 수 있습니다.

본 건 신용평가등급 산정에 이용한 중요자료는 감사보고서, 경영공시자료, 차입금 현황 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 16일이고, 계약체결일은 2018년 3월 15일이며, 평가완료일은 2018년 3월 28일입니다.
- 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, 구조화금융상품의 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 증권에 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 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 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.