

KIS Credit Weekly(1/27~2/2)

김기명 3276-6206
kkmkim@truefriend.com

권현주 3276-4542
hyunjoo.kwon@truefriend.com

박다희 3276-6172
dahui.park@truefriend.com

안녕하세요, 한국투자증권 크레딧팀입니다.

지난 주 나이스신용평가가 삼성중공업 신용등급을 AA/Stable에서 AA/Negative로 조정했습니다. 한기평은 삼성중공업 등급을 그대로 유지했지만 삼성중공업의 수주 추이나 영업수익성, 재무상황 등을 고려할 때, 중기적 관점에서 한기평이 계속 현 등급을 유지할 것이라고 장담할 수는 없을 것 같습니다. 이번 주 주보에서는 1월 29일 개최된 한신평의 주요 업종 세미나 자료도 요약했으니 자세한 내용은 아래 자료를 참조해주시기 바랍니다. 감사합니다.

1. 신용등급 변동사항 (1/27~2/2)

변동일시	신평사	발행회사	변동전	변동후	변동사유
1/30(금)	NICE	삼성중공업	AA/안정적	AA/부정적	<ul style="list-style-type: none"> - 해양플랜트 시장 민감도 높아진 상태에서 유가급락으로 해양부문 발주 위축되고 있어 불리한 시장환경으로 전반적인 수익창출력 약화가 예상됨 - 수주잔고 연간 매출액 3 배 하회 지속 또는 저하된 수익성(연결기준 EBITDA/매출액 5% 미만) 지속될 것으로 예상되는 경우 등급하향 고려 - 유가 회복에 따른 해양부문 발주환경 개선, 수주단가 확보 등 수익성 개선 예상되고 연결기준 조정순차임금의존도(총자산 대비 순차임금 및 선수금 비중) 30% 하회 추이 예상될 경우 등급전망 안정적으로 변경 고려

2. 지난 주 신평사 스페셜 리포트 주요내용 및 KIS Comment

- 1/29 일 개최된 한국신용평가사의 『석유화학/항공/조선/철강/캐피탈 Credit Issue 점검』 세미나 요약

산업	제목	주요내용	2015년 모니터링 요인
석유화학	석유화학산업, 공급과잉 + Feedstock 경량화 + 저유가 = ?	<ul style="list-style-type: none"> - 공급과잉(중국 자급률 증가 및 중동산 제품 아시아 역내 유통 증가), 수요부족(중국 경제성장률 둔화)으로 수급여건 악화된 상태 - 유가 하락 시에는 재고평가손 발생하나 저유가 유지되면 중국 석탄화학 및 미국 셰일가스 관련 증설 지연될 가능성 높아짐에 따라 스프레드 개선될 가능성 높음 	<ul style="list-style-type: none"> - 일시적인 수익성 저하나 재무지표 변화보다는 구조적인 수익성 변화를 모니터링(M&A, 고부가제품 투자 등을 통한 사업다각화, 저수익사업 정리, 동남아 등 현지진출, Feedstock 유연성 제고) - 수익성 개선을 위한 투자 시 투자성과를 지켜보고 투자 효과 조기시현 될수록 긍정적이며 계열지원 가능성, 매각 가능자산 등 재무부담을 완충할 수 있는 요소 또한 감안
항공	양대 항공사, 저유가의 수혜 정도와 저가항공사 대응방안	<ul style="list-style-type: none"> - 여객 및 화물 증가지속, 항공유가 하락에 따라 수익성 개선될 것으로 예상(유류할증료 감안했을 때 항공유가 30% 하락 시 2015년 영업이익률 2014년 3분기 누적 대비 대한항공 5%p 개선, 아시아나 5.5%p 개선) - LCC 증가했으나 아시아나 점유율(자회사 LCC 포함) 하락 없었고 대한항공은 점유율 하락세 나타났으나 아시아나 대비 고가정책으로 대응하고 있어 인당수입은 높게 유지 	<ul style="list-style-type: none"> - 대한항공: 한진해운 및 호텔, 레저사업 계열사 지원에 따른 리스크/지주회사 전환과정에서의 그룹 지배구조 변화 - 아시아나항공: 대한항공 대비 LCC와 겹치는 노선이 더 많은 만큼 업계 경쟁심화에 따른 영향 및 경영 전략 변화 여부/금호산업 채권단 지분 매각에 따른 그룹 지배구조 변화/ 금호고속 인수 참여과정에서 그룹 재무부담 확대 여부
조선	조선업, 돌파구는?	<ul style="list-style-type: none"> - 현중, 삼중은 2014년 어닝쇼크, 대조양은 어닝쇼크 없었으나 저수익성 고착화, 해양에서 큰 폭 손실 발생했으며 해양 특수선종들 공기지연되며 상선 건조에도 악영향 - 선수금 감소, 매출채권 회수 지연으로 운전자금 부담 확대에 따라 차입금 증가, 선수금/수주잔액 비율 대조양 가장 크게 하락 	<ul style="list-style-type: none"> - 중국 및 세계경기 회복(상선), 유가 상승(해양) 등 수주여건 개선 여부, 선수금 유입 및 매출채권 회수에 따른 운전자금 부담 정도 - 전방산업동향 및 헤비테일화에 따른 운전자금 부담은 공통적으로 작용하는 요소로 개별 업체 신용등급 변화는 재무용성 및 계열지원 여부에 따라 차별화될 것으로 판단

철강	철강 수급 개선 가능성과 업체별 불황 대응력 점검	<ul style="list-style-type: none"> - 원재료 가격 하락으로 수익성 다소 회복하고 있으나 중국산 저가 철강재 수입 확대에 따른 가격전가력 약화, 증설에 따른 철강재 공급과잉 지속에 따라 업황 개선은 지연될 것으로 전망 - 현재 철강업체 구조 재편 중, 전방산업 중 자동차용 시장이 2014년에 이어 가장 우호적일 것으로 전망됨에 따라 captive market 보유하고 있는 현대제철이 가장 유리 	<ul style="list-style-type: none"> - 공통: 원재료 가격 하락에 따른 수익성 회복 정도 - 포스코: 비핵심자산 매각 및 주요 자회사 차입금 관리에 따른 재무구조 개선 여부 - 현대제철: 완성차 업체 단가인하 요구 방어 여부 - 동국제강: 유니온스틸(냉연) 합병 시너지, 재무구조 악화되고 있어 본사사옥(페럼타워) 활용 여부 - 세아베스틸: 현대제철 특수강 투자 대응력 마련(2016년 본격적 영향 예상), 포스코특수강 합병 시너지 여부
		<ul style="list-style-type: none"> - 규제 강화로 수익성 하락세, 향후 금리 인상으로 조달 비용 증가 시 수익성 하락세 심화될 것으로 전망(조달에 유리한 은행계 업체 차별화) 	<ul style="list-style-type: none"> - 레버리지 규제 2015년 12월부터 적용되며 하나캐피탈(12.4배, 2014년 9월말), 메르세데스벤츠FSK(11.1배) 규제비율 10배 초과 상태 - 여전법 개정에 따른 가계신용대출 총자산 20%(자산2조 이상 업체는 10%) 이내 규제 시행 시 롯데(22.3%, 2014년 9월말), NH(15.2%), 씨티(29.8%), 아프로(22.8%) 규제비율 초과 상태

3. 지난 주 회사채 수요예측 결과

수요예측일	발행회사	등급	만기	발행금액	발행조건(수요예측전)	발행조건(최종)	참여수량
1/27(화)	한화케미칼	A+	3년	1,030억	3년 -0.27%~0.10%p	3년 +0.10%p	1,130억
1/28(수)	SK	AA+	5년	1,500억	5년 -0.17%~0.03%p	5년 +0.02%p	3,200억
			7년	1,000억	7년 -0.17%~0.03%p	7년 -0.03%p	2,600억
1/29(목)	LG생활건강	AA	3년	500억	3년 -0.19%~0.01%p	3년 -0.07%p	1,200억
			5년	1,000억	5년 -0.19%~0.01%p	5년 -0.05%p	3,000억

4. 이번 주 관심종목

발행회사	등급	KIS Comment
현대위아	AA/ 안정적	<p>개요: 당사는 2014.9월 연결매출기준 자동차부품부문, 기계사업부문이 각각 81%(그룹비중 95%이상), 19%(그룹비중 45%)로 구성되는 자동차/기계부품제조사로, 현대자동차그룹 내 확고한 사업지위 보유함. 2014.11월, 자동차부품 제조계열사인 현대메티아(주)와 현대위스코(주)를 합병함. 2014.9월 기준 현대차 및 기아차 지분은 41%로 경영권 안정적임 수준임</p> <p>현황: 완성차 계열사의 판매규모 확대와 당사의 그룹 내 사업지위 제고에 힘입어 연결매출규모는 최근 3개년 평균 매출성장률 6.0%를 기록하며, 2014년말 연결기준 7.6조원으로 확대. 또한 고마진의 엔진, 변속기 해외매출비중이 확대되고, 판매비 절감노력 지속되면서 2014년 영업이익률 7.0%로 양호한 수익성 실현(자료: 현대위아 14년말 IR). 2014.9월말 연결기준 부채비율 및 차입금의존도는 각각 104.3%, 20.0%로 재무안정성도 우수</p> <p>전망: 당사는 현대/기아차의 해외공장 증설에 따른 계열 수주 증가 및 고마진 제품 판매 확대에 따라 양호한 수준의 매출성장 가능할 전망이며, 회사의 설비 신/증설 및 R&D투자 지속되었으나, 우수한 현금창출력 내에서 실행될 계획으로 재무안정성 유지도 가능함. 또한 현대자동차그룹의 핵심부품계열사로 사업 상 중요한 위치를 점하고 있어, 그룹의 지원가능성도 높은 수준</p>
		<p>개요: 2001년 우리금융그룹의 부실채권관리를 목적으로 설립되었으나, 2014년 5월 대신증권(지분 100%)에 인수됨. 대주주변경에 따른 모회사의 지원가능성이 이전에 비해 상대적으로 저하된 것이 반영됨에 따라 신용등급은 AA-에서 A+로 하향 조정됨</p> <p>현황: 부실채권 투자시장의 경쟁이 심화되고 있는 가운데, 당사는 2014년 9월 기준 시장점유율(국내은행 부실채권 입찰매각 금액 기준)이 약 23%로 연합자산관리와 함께 상위권 지위를 보유함. 2014.9월말 기준 순이익 및 ROA는 각각 618억원, 3.8%로 양호한 수익성 지속. 경영권 변동 과정에서 자산감소세를 보인 점은 영업 측면에서 볼 때 다소 부정적이며, 향후 모니터링 필요</p> <p>전망: 업계 내 경쟁 격화되고 있으나, 당사는 상위권 시장지배력을 바탕으로 투자자산이 대부분 1금융권 담보채권 위주로 구성되어 있고, 투자원금 회수기간도 3~4년으로 우수한 회수를 보유하는 등 관리 능력도 양호하므로, 추후에도 비교적 안정적인 영업수익성 실현할 것으로 전망</p>
		<p>개요: 국내 최대 종합전선업체로 수위의 시장지배력 유지한 가운데 일반전선, 전력선, 통신선, 전선소재, 해저케이블 등 다양한 제품포트폴리오 보유함. 관계사이자 국내 유일의 전기동 제련업체인 LS니코동제련으로부터 원재료 조달 후, 당사 제품 제조나 계열 동종업체(가운전선 등)에 판매하는 수직계열화를 구축하고 있어 사업안정성이 우수함. 2014.9월말 기준 (주)LS가 87% 지분 보유</p> <p>현황: 2012년 이후 전기동가격 하락세 및 글로벌 경기부진에 따른 판매량 위축으로 매출규모 감소추세로 2014.9월 연결기준 3.1조원(전년동기 3.5조원)시현함. 단, 선진국의 교체수요 및 개발도상국의 신규수요를 기반으로 전력선 수요가 꾸준한 가운데, 전력선 부문 영업이익률이 약 8%에 달하며, 전체 영업수익성 2.8%를 유지함. 2012년 이후 해저케이블 프로젝트 수주 및 사업안정화에 따라</p>

점진적인 수익성 개선 가능할 전망. 반면, 2014.9월말 연결기준 부채비율 및 차입금의존도는 556.5%, 46.9%로 미흡한 수준	
전망: 동사는 2013년 해저케이블 확장투자 일단락으로 당분간 경상투자 규모로 투자규모가 안정화되어 있고, 초고압전력선 및 해저케이블 등 고부가가치제품 비중이 확대되고 있으며 수직계열화를 바탕으로 한 사업 안정성을 감안하면, 추후에도 안정적인 사업경쟁력 및 수익성을 유지할 수 있을 것으로 전망되어 재무부담도 점진적으로 완화될 것으로 예상됨	
삼성중공업	개요: 글로벌 수위의 조선업체로(2014년 9월말 수주잔량 기준 세계 3위) 2008년 금융위기 이후 해양수주를 늘려왔으며 2014년 11월말 기준 수주잔고 조선 66%, 해양 34%로 구성되어 해양플랜트 시장 민감도 높은 편
	현황: 금융위기 이후 해양플랜트 시장 민감도 높아진 상태에서 2014년 하반기 이후 유가 급락으로 해양플랜트 발주 감소하며 2014년 11월말 기준 해양 신규수주 29억불로 전년 87억불 대비 크게 축소, 2014년말 수주잔고 연간 매출액의 2.5배 수준으로 3배를 하회하고 있어 향후 유가회복 등 수주환경 개선 지켜볼 필요, Itchthys CPF, Egina FPSO 해양프로젝트 손실로 2013년 4분기, 2014년 1분기 적자 발생했으나 2분기 흑자 전환해 손실 마무리된 것으로 추정되나 절대적 수익성은 2010년 이후 하락세
	전망: 금융위기 이후 업황침체로 해비테일 계약이 증가하면서 선수금 감소, 매출채권 회수 부담 증가로 운전자금부담 확대, 연결기준 총 차입금 규모 2008년 0.6조에서 2014년 9월말 3.2조로 증가, 순차입금 규모 2008년 -1.9조에서 2014년 9월말 1.7조로 증가, 총 차입금/EBITDA 비율도 2014년 9월말 기준 8배로 증가(연율화), 다만 차입금 중 정책자금 비중이 높고 2015년 해비테일 비중이 높은 드릴쉽, LNG선 다수 인도에 따라 현금 유입 증가 예상됨에 따라 현재 재무비율 수준 유지할 것으로 전망

〈지난 주 회사채 등급공시(1/27~2/2)〉

회사명	신평가	직전등급(Outlook)	현재등급(Outlook)	평가일	비고
국민은행	한기평		AAA(안정적)	2015-01-30	
	한신평		AAA(안정적)	2015-01-30	
	NICE		AAA(안정적)	2015-01-30	
나투라미디어	NICE	BB-(안정적)	취소	2015-01-27	
농협은행	한신평		AAA(안정적)	2015-01-30	
대구은행	한기평		AAA(안정적)	2015-01-29	
	NICE		AAA(안정적)	2015-01-29	
롯데캐피탈	한기평		AA-(안정적)	2015-01-30	
	NICE		AA-(안정적)	2015-01-30	
메리츠캐피탈	한신평		A(안정적)	2015-01-30	
	NICE		A(안정적)	2015-01-30	
삼성중공업	한기평		AA(안정적)	2015-01-30	
	NICE	AA(안정적)	AA(부정적)	2015-01-30	
삼성카드	한기평		AA+(안정적)	2015-01-30	
	한신평		AA+(안정적)	2015-01-30	
	NICE		AA+(안정적)	2015-01-30	
신한금융지주회사	한기평		AAA(안정적)	2015-02-02	
	한신평		AAA(안정적)	2015-01-30	
	NICE		AAA(안정적)	2015-02-02	
신한은행	한기평		AAA(안정적)	2015-01-30	
	한신평		AAA(안정적)	2015-01-30	
	NICE		AAA(안정적)	2015-01-30	
신한카드	한기평		AA+(안정적)	2015-01-30	
	한신평		AA+(안정적)	2015-01-29	
	NICE		AA+(안정적)	2015-01-30	
신한캐피탈	한기평		AA-(안정적)	2015-01-30	
	한신평		AA-(안정적)	2015-01-30	
	NICE		AA-(안정적)	2015-01-30	
아이비케이투자증권	한신평		A+(안정적)	2015-01-29	
	NICE		A+(안정적)	2015-01-29	
에이치엠씨투자증권	한신평		A+(안정적)	2015-01-29	
	NICE		A+(안정적)	2015-01-29	
엔에이치농협캐피탈	한기평		A+(안정적)	2015-01-30	
	한신평		A+(안정적)	2015-01-30	
엘에스전선	한기평		A+(안정적)	2015-01-29	
	한신평		A+(안정적)	2015-01-28	
외환에프앤아이	한기평		A-(부정적)	2015-01-27	
	한신평		A-(안정적)	2015-01-27	
우리은행	한기평		AAA(안정적)	2015-01-30	
	한신평		AAA(안정적)	2015-01-30	
	NICE		AAA(안정적)	2015-01-30	
우리카드	한기평		AA(긍정적)	2015-01-29	
	한신평		AA(긍정적)	2015-01-29	
	NICE		AA(긍정적)	2015-01-29	
유안타증권	NICE		A-(안정적)	2015-02-02	
이랜드월드	한신평		BBB+(안정적)	2015-01-30	
	NICE		BBB+(안정적)	2015-01-30	
케이비국민카드	한기평		AA+(안정적)	2015-01-30	
	한신평		AA+(안정적)	2015-01-30	
	NICE		AA+(안정적)	2015-01-30	
케이비투자증권	한신평		A+(안정적)	2015-01-29	
	NICE		A+(안정적)	2015-01-29	
하나대투증권	한신평		AA(안정적)	2015-01-29	
	NICE		AA(안정적)	2015-01-29	
하나은행	한기평		AAA(안정적)	2015-01-29	
	한신평		AAA(안정적)	2015-01-30	

	NICE	AAA(안정적)	2015-01-30
한국석유공사	한기평	AAA(안정적)	2015-01-30
	한신평	AAA(안정적)	2015-01-28
한국스탠다드차타드은행	한기평	AAA(안정적)	2015-01-30
	한신평	AAA(안정적)	2015-01-30
	NICE	AAA(부정적)	2015-01-30
한국씨티은행	한기평	AAA(안정적)	2015-01-30
	한신평	AAA(안정적)	2015-01-30
	NICE	AAA(부정적)	2015-01-30
한국외환은행	한기평	AAA(안정적)	2015-01-29
	한신평	AAA(안정적)	2015-01-30
	NICE	AAA(안정적)	2015-01-30
한국캐피탈	한기평	A(안정적)	2015-01-28
	한신평	A(안정적)	2015-01-27
	NICE	A(안정적)	2015-01-28
한국토지주택공사	한기평	AAA(안정적)	2015-01-29
	NICE	AAA(안정적)	2015-01-30
현대위아	한기평	AA(안정적)	2015-01-28
	한신평	AA(안정적)	2015-01-28
현대카드	한기평	AA+(안정적)	2015-01-30
	한신평	AA+(안정적)	2015-01-29
	NICE	AA+(안정적)	2015-01-30
현대캐피탈	한기평	AA+(안정적)	2015-01-30
	한신평	AA+(안정적)	2015-01-30
	NICE	AA+(안정적)	2015-01-30
현대커머셜	한기평	AA-(안정적)	2015-01-30
	한신평	AA-(안정적)	2015-01-30
	NICE	AA-(안정적)	2015-01-30
효성캐피탈	한신평	A(안정적)	2015-01-30
	NICE	A(안정적)	2015-01-30

*2/2 오후 6시 이전 공시 기준

〈지난 주 기업어음 등급공시(1/27~2/2)〉

회사명	신평사	직전등급	현재등급	평가일
한국증권금융	한기평	A1	A1	2015-02-02
	한신평	A1	A1	2015-02-02

*2/2 오후 6시 이전 공시 기준