



시멘트(개정안)

산업별 평가방법론

Analyst Contacts

선임연구원 최민수
02-2014-6350
minsoochoi@nicerating.com

Date

2020.09.

[의견 요청 사항]

NICE신용평가는 최근 시멘트 산업의 환경 변화 등을 고려하여 기존 내용 중 일부를 수정/보완/개선할 예정입니다. 본 개정안의 주요 변경 내용에 해당하는 아래의 사항에 대해 다른 의견이 있거나 더 나은 개선안이 있으면 기탄없이 제시해 주시기 바랍니다.

(1) 경쟁지위 EBITDA/매출액 지표 구간 세분화

방법론의 대상 및 한계 등

본 평가방법론은 NICE신용평가가 시멘트 업종에 속해 있는 기업을 평가할 때 적용하는 주된 방법론으로, 신용등급을 결정하는 주요 평가요소 및 이들 요소에 대한 일반적 접근방식을 서술하고 있다. 다만, 평가대상의 특성에 따라 본 평가방법론이 제한적으로 적용될 수 있으며, 본 평가방법론 외에 [산업별 평가방법론: 총론1, 총론2] 및 평가방법론 일반론에 기본적인 적용을 받는다.

[평가방법론의 한계]

본 평가방법론은 당사가 신용등급을 결정하는 주요 평가요소 및 이들 요소에 대한 일반적 접근방식을 서술하고 있다. 이는 평가 과정 및 평가 결과에 대한 투자자와 발행자의 이해 가능성 제고를 위해 제공하는 것이다. 다만, 본 평가방법론이 개별 평가과정에서 고려되는 모든 요소들을 포함하고 있는 것은 아니다. 따라서, 실제 신용등급 도출과정에는 주요 평가요소 이외에 개별 특수성에 따른 추가적 평가요소 및 정성적 판단 등이 반영되므로, 본 평가방법론에서 언급된 주요 평가요소에 의해 도출되는 모델 Profile과 자체신용도 그리고 실제 부여된 최종신용등급과는 차이가 발생할 수 있다.

[평가방법론의 주요 가정 또는 주요 지표]

사업위험: 산업위험, 경쟁지위

재무위험: 금융비용 Coverage, 현금흐름, 재무구조 및 자산의 질, 재무적 융통성

[본 방법론으로 공시된 등급이 받는 영향]

본 방법론의 적용으로 기존에 공시되어 있는 등급이 받는 영향은 없다.

[주요 변경 내용]

2014년 이전까지 7개사 과점구도였던 시멘트산업이 2015~2017년의 시멘트기업 간 M&A(쌍용양회공업-대한시멘트, 한일시멘트-현대시멘트, 아세아시멘트-한라시멘트)로 실질적으로 5개사 체제로 재편되었다. 5개사의 시장 점유율은 2018년 기준 94.6%(한국

시멘트협회 총출하량 기준)에 달하여 시멘트산업의 과점적 성격은 더욱 강화된 것으로 판단된다. 이에 따라 변화한 산업 내 경쟁구도를 고려하여 평가요소 및 지표를 재검토하고, EBITDA/매출액의 등급별 기준을 아래와 같이 조정한다.

- (1) EBITDA/매출액: '매우 우수(AA)' 구간을 '극히 우수(AAA)', '매우 우수(AA)' 구간으로 분리하고 해당 구간의 기준 값을 정의.

Summary

- NICE신용평가는 신용등급 결정에 있어 다양한 산업 및 영역의 비교적정성을 제고하기 위하여 평점(Scoring)방식¹을 응용하고 있다. 이 방식은 채무자의 위험을 크게 사업위험과 재무위험으로 범주화하고, 각각의 범주에서 핵심평가요소를 추출하며, 관련되는 위험수준을 평가한 결과를 등급형식으로 표현하고, 이를 Matrix 방식으로 종합하여 모델 Profile을 산출하는 것이다. 한편, 자체신용도는 모델 Profile에 미래 전망을 비롯한 다양한 정성적 요인들을 고려하여 도출하며, 최종신용등급은 자체신용도에서 출발하여 계열관계에 따른 영향을 반영하여 결정한다.
- 본고에서는 국내 시멘트산업에서 핵심적 평가요소가 무엇인지, 그리고 이러한 평가요소에 대하여 어떻게 판단하며, 개별 평가요소에 대한 판단이 어떻게 종합되어 자체신용도로 이어지는지를 살펴보고자 한다.
- 국내 시멘트산업의 위험도는 다른 산업에 비하여 “보통(평균) 수준 [IR-BBB]”²으로 평가된다. 이는 광산 및 물류기지 확보와 대규모 초기 시설투자 부담 등에 따른 높은 진입장벽, 낮은 경상적 투자부담 등의 긍정적 요인이 존재하나, 성숙기 산업으로서의 낮은 수요성장성, 건설투자 증감에 따라 나타나는 출하량 변동, 과잉된 생산능력에 따른 잠재적 경쟁위험, 수입연료 가격 상승 시 가격전가력 수준에 따른 영업실적의 가변성 등의 부정적 요인을 종합적으로 감안한 결과이다.
- 시멘트기업 평가 시 주로 고려되는 핵심평가요소와 가중치, 신용등급 대응관계는 다음의 [표]에서 제시하는 바와 같다. 시멘트방법론상 평가요소별 가중치는 비교적 고르게 분포되어 있다.
- 금번 평가방법론은 당사가 2015년 제시하였던 평가방법론과 비교 시 일부 평가요소를 측정하는데 있어 선정된 지표 및 구간별 기준에 변화가 있다. 변경된 내용 및 그 이유는 다음과 같다.
 - 과거 'EBITDA/매출액' 평가지표가 상위 시멘트기업 간 차별성이 크지 않아 'AA 이상'으로 통합되어 있던 구간을 'AAA'와 'AA' 구간으로 구분하였다. M&A에 따라 시멘트 산업의 과점적 성격이 강화되었고, 전력비 등 원가절감을 위한 투자 효과가 본격화될 경우 해당 구간 내에서도 차별화가 이뤄질 가능성을 고려하여, 'EBITDA/매출액' 지표의 'AAA' 구간 및 'AA' 구간의 구분 기준을 제시하였다.
- 한편, 동 평가방법론은 평가방법론 적용일부터 시멘트기업 평가에 적용되나, 금번 변경으로 인해 기존 개별회사 신용등급에 즉각적인 변동이 발생하지는 않는다.

¹ 이러한 방식은 신용 평점시스템과 유사한 것으로 인식될 수 있으나, 여러 가지 측면에서 근본적으로 다르다. 특정시점의 실적 또는 재무상태("Point In Time")만을 고려하는 것이 아니라 일반 경기순환주기 또는 개별산업 경기순환주기 등 기업이 당면하고 있는 다양한 경기순환주기 전반("Through The Cycle")에 걸친 실적 및 재무상태를 고려하며, 핵심평가요소를 선정, 종합하는 과정이 기본적으로 분석자의 전문가적 식견과 판단에 기초한다는 점이 그것이다.

² 당사의 산업별 등급의 상대적 서열은 '2020 산업전망 및 산업위험 평가-총론'을 참조하기 바란다.

[평가요소와 신용등급간 대응관계]

범주	하위범주	평가지표	가중치	AAA	AA	A	BBB	BB	B 이하
사업 위험	산업위험		5.0%				◎		
	경쟁지위	매출액	15.0%	2.5조원 이상	1.5조원 이상 2.5조원 미만	8천억원 이상 1.5조원 미만	3천억원 이상 8천억원 미만	1천억원 이상 3천억원 미만	1천억원 미만
		다각화에 의한 위험분산효과	20.0%	극히 우수	매우 우수	우수	보통	미흡	매우 미흡
		시장지위	20.0%	극히 우수	매우 우수	우수	보통	미흡	매우 미흡
		운영효율성	20.0%	'물류기반의 우열', '자가소비기반', '보유 석회광산의 질', '연료 및 전력비 관리능력' 등					
		EBITDA/매출액	20.0%	30% 이상	20% 이상 30% 미만	10% 이상 20% 미만	7% 이상 10% 미만	3% 이상 7% 미만	3% 미만
재무 위험	금융비용 Coverage	EBITDA/금융비용	20.0%	15배 이상	10배 이상 15배 미만	5배 이상 10배 미만	2.5배 이상 5배 미만	1배 이상 2.5배 미만	1배 미만
	현금흐름	총차입금/EBITDA	20.0%	1.5배 이하	1.5배 초과 2.5배 이하	2.5배 초과 4.5배 이하	4.5배 초과 7.5배 이하	7.5배 초과 10배 이하	10배 초과
		잉여현금흐름/총차입금	10.0%	40% 이상	25% 이상 40% 미만	15% 이상 25% 미만	10% 이상 15% 미만	0% 이상 10% 미만	0% 미만
	재무구조 및 자산의 질	부채비율	10.0%	40% 이하	40% 초과 80% 이하	80% 초과 130% 이하	130% 초과 180% 이하	180% 초과 250% 이하	250% 초과
		순차입금의존도	20.0%	0% 이하	0% 초과 15% 이하	15% 초과 25% 이하	25% 초과 40% 이하	40% 초과 50% 이하	50% 초과
	재무적 융통성		20.0%	극히 우수	매우 우수	우수	양호	미흡	매우 미흡

〈주의사항〉

NICE신용평가(주)가 제공하는 신용등급은 특정 금융투자상품, 금융계약 또는 발행주체의 상대적인 신용위험에 대한 NICE신용평가(주) 고유의 평가기준에 따른 독자적인 의견이며, NICE신용평가(주) 외부에 제공하는 보고서 및 연구자료이하 '발간물'은 상대적인 신용위험 현황 및 전망에 대한 견해를 포함할 수 있습니다. NICE신용평가(주)는 신용위험을 미래의 채무불이행 및 손실 가능성으로 정의하고 있습니다. 따라서 NICE신용평가(주)의 신용등급과 발간물은 금단나 환율변동 등에 따른 시장 가치 변동위험, 해당 증권의 유동성위험, 내부절차나 시스템으로 인해 발생하는 운영위험을 표현하지는 않습니다.

NICE신용평가(주)의 신용등급과 발간물은 미래의 채무불이행 및 손실 가능성에 대한 현재 시장에서의 의견으로 예측정보를 중심으로 분석, 평가되고 있으며, 예측정보는 예상치 못한 환경변화 등에 따라 실제 결과와 다르게 나타날 수 있습니다. 또한 신용등급과 발간물은 사실의 진술이 아니라, 미래의 신용위험에 대한 NICE신용평가(주)의 독자적인 의견으로, 특정 유가증권의 투자이사 결정시 매 보유 등을 권고하는 것이 아닙니다. 즉, 신용등급과 발간물은 정보이용자의 투자결정을 대신할 수 없으며, 어떠한 경우에도 정보이용자의 투자결과에 대한 법적 책임소재의 증명자료로 사용될 수 없습니다. 이에 정보이용자들은 각자 유가증권, 발행자, 보강기관 등에 대한 자체적인 분석과 평가를 수행하여야 하며, 개인투자자의 경우 외부 전문가의 도움을 통해 투자에 대한 의사 결정을 해야 한다는 점을 강조합니다.

NICE신용평가(주)는 신용등급 결정에 활용하고 발간물에 주요 판단근거로서 제시하는 정보를 신뢰할 만하다고 판단하는 회사 제시자료 및 각종 공시자료 등의 자료원으로부터 수집하여 분석, 인용하고 있으며, 발행주체로부터 제출 자료에 거짓이 없고 중요사항이 누락되지 않았으며 중대한 오해를 일으키는 내용이 없다는 확인을 받고 있습니다. 따라서 NICE신용평가(주)는 신용평가 대상인 발행주체와 그의 대리인이 정확하고 완전한 정보를 적시에 제공한다는 전제하에 신용평가 업무를 수행하고 있습니다. 그러나, NICE신용평가(주)는 자료원의 정확성 및 완전성에 대해 자체적인 실사를 하지는 않고 있습니다. 또한, 신용평가의 특성 및 자료원의 제한성, 인건적, 기계적 또는 기타 요인에 의한 오류의 가능성이 있습니다.

이에 NICE신용평가(주)는 신용등급 결정 시 활용된 또는 발간물에 주요 판단근거로서 제시된 어떠한 정보에 대해서도 그 정확성, 적합성 또는 충분성을 보증하지 않으며, 정보의 오류, 시기 및 허위, 미제공 등과 관련한 어떠한 형태의 책임도 부담하지 않습니다. 또한, NICE신용평가(주)는 고의 또는 중대한 과실에 기인한 사항을 제외하고 신용등급 및 발간물 정보의 이용으로 발생하는 어떠한 손해 및 결과에 대해서도 책임지지 않습니다.

NICE신용평가(주)에서 작성한 발간물에 수록된 모든 정보의 저작권은 NICE신용평가(주)의 소유입니다. 따라서 NICE신용평가(주)의 사전 서면동의 없이는 본 정보의 무단 전재, 복사, 유포재판매, 인용, 가공재가공, 인쇄재판매, 재판매 등 어떠한 형태로든 저자권에 위배되는 모든 행위를 금합니다.

I. 산업별 평가방법론의 지위 및 적용

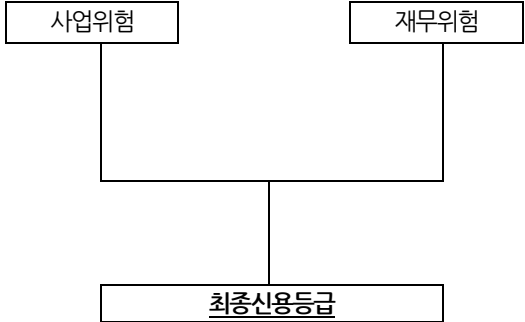

1. 계열관계를 반영한 평가의 접근방식

계열관계를 반영한 최종 신용등급 산출 방법은 일반적 접근법과 단계적 접근법 존재

NICE신용평가는 최종신용등급(Final Public Ratings) 결정에 있어, 계열관계에 따라 발생하는 지원 부담과 지원의 수혜가 신용등급에 미치는 영향을 분석하는 두가지 방법을 활용하고 있다. 개별 기업을 평가할 때 세부평가범주에서 계열관계에 따른 효과를 개별적으로 반영하여 최종신용등급을 부여하는 방법(이하 “일반적 접근법”)과 개별기업의 자체신용도에서 출발하여 계열관계에 따른 영향을 반영하여 최종신용등급을 부여하는 방법(이하 “단계적 접근법”)이 있다. 자체신용도는 개별회사에 대한 계열 등 외부로부터의 경상적인 지원에 따른 영향과 외부에 대한 경상적 지원에 따른 부담을 감안하지만, 위기상황에서 계열 등 외부로부터의 비경상적, 비반복적 지원 가능성을 배제한 가상적, 개념적 등급이다. 따라서 자체신용도에서 출발하여 고려되는 계열관계에 따른 영향은 계열의 지원의지와 지원능력에 의해 결정되는 비경상적, 비반복적 지원가능성을 의미한다.

2가지 접근방법은 각기 장단점이 존재하며, 상호 배타적이기보다 보완적 성격을 가지고 있기 때문에 NICE신용평가는 “일반적 접근법”과 “단계적 접근법”을 병행 사용한다. 이는 “단계적 접근법”에서 자체신용도, 계열통합 Profile 등의 개념 자체가 일정한 가정을 전제로 도출된다는 점, 최종신용등급을 조정(notching)시키는 지원 동기과 능력을 구성하는 개념들이 객관성과 명확성 측면에서 일정 수준 한계가 있다는 점 등을 감안하여 다른 방식에 의한 검증이 필요하다는 판단에 따른 것이다.

[최종신용등급 결정구조]

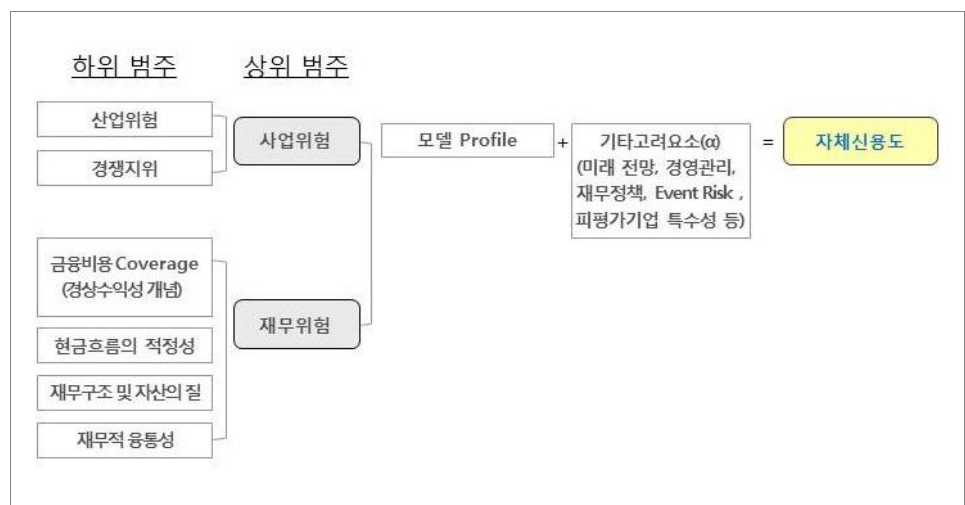
일반적 접근법	단계적 접근법
 <pre> graph TD A[사업위험] --- B[] C[재무위험] --- B B --- D[최종신용등급] </pre>	 <pre> graph TD A[사업위험] --- B[] C[재무위험] --- B B --- D[자체신용도] E[신용의존성] --- F[] G[계열통합 Profile] --- F D --- F F --- H[최종신용등급] </pre>
<p>사업위험, 재무위험 각 평가 범주에 경상적, 비경상적 지원 모두 포함 분석</p>	<p>경상적 지원을 반영한 자체신용도 비경상적 지원을 반영한 최종신용등급</p>

2. 자체신용도의 결정

국내 시멘트 기업의 자체 신용도 결정 방식

본고에서 제시하는 시멘트산업 평가방법론을 비롯한 산업별 평가방법론은 최종신용등급 결정 방법 중 “단계적 접근법” 상 자체신용도 산출에 적용된다. 시멘트기업의 자체신용도는 사업위험과 재무위험을 종합한 모델 Profile에 기타고려요소(α)를 반영하여 결정한다.

[자체신용도의 도출]



모델 Profile은 최종신용등급 산출을 위한 출발점으로서 등급결정 과정의 투명성을 제고하기 위하여 시멘트산업의 특성을 일반화한 결과물이다. 즉, 모델 Profile은 시멘트산업의 특성을 일반화하고 결정요소의 객관적 평가를 도모할 수 있는 영역을 일반화 영역으로 개념화하고 이러한 결정요소의 평가결과를 가중평균하여 산출한 사업위험 등급과 재무위험 등급을 Matrix 방식으로 종합하여 산정한 가상적 신용도이다. 모델 Profile에 반영되기 어려운 개별기업의 특수성, 미래에 대한 전망, 정성적 성격이 강한 요소 등은 기타고려요소(α)로서 Notch 조정 방식으로 자체신용도 도출에 반영된다.

모델 Profile 산출 및 기타고려요소(α)의 반영을 통한 자체신용도 도출 방식은 [산업별 평가방법론: 총론1]을 따른다. 본 평가방법론에서는 국내 시멘트 기업 평가에 있어서 핵심적 요소가 무엇인지, 그리고 이러한 평가요소에 대하여 어떻게 판단하며, 개별 평가요소에 대한 판단이 어떻게 종합되어 자체신용도로 이어지는지를 제시하고자 한다.

자체신용도에 계열관계 영향을 반영하여 최종 신용등급 결정

한편, “단계적 접근법”에서 최종신용등급(Final Public Rating)의 결정은 자체신용도에서 출발하여 계열관계에 따른 영향을 반영하여 이루어진다. 이 때, 계열의 영향 정도는 계열통합 Profile 및 신용의존성을 바탕으로 판단된다.

계열통합 Profile은 각기 독자적으로 운영되는 개별 계열회사들을 단일 회사에 속한 사업부문인 것으로 가정하고 단일 회사의 신용등급을 도출하는 방식을 차용하여 산출한 계열의 지원능력에 대한 개념적 기준(Profile)이다. 계열통합 Profile은 개별 계열 회사의 자체신용도와 비교되어 계열과 개별 계열회사 간 상호 지원능력의 수준을 분석하는 데 사용된다.

신용의존성은 개별 계열회사와 계열 등 외부와 비경상적 지원을 제공하거나 제공받을 수 있는 관계가 있는가 또는 관계로 인한 영향은 어느 정도인가를 판단하기 위한 분석으로서 지배구조적, 사업적, 재무적 긴밀성의 정도를 측정하여 종합한다. 계열관계 영향의 반영은 [산업별 평가방법론: 총론2]를 따른다.

3. 산업별 평가방법론의 적용

과거 실적을 기준으로 모델 Profile 산출 이후, 미래 전망 등 다양한 정성적 요인 고려하여 자체신용도 도출

시멘트 산업 평가방법론을 포함한 산업별 평가방법론은 채무자의 위험을 크게 사업위험과 재무위험으로 범주화하고, 각각의 범주에서 핵심평가요소를 추출하며, 이와 관련되는 위험수준을 평가·종합하여 모델 Profile을 산출하는 구조를 가진다.

이 때, NICE신용평가는 다양한 산업 및 영역의 비교적정성을 제고하기 위하여 평점(Scoring)방식을 응용하고 있다. 이는 핵심평가요소에 위험수준을 평가한 결과를 등급형식으로 표현하여 종합하는 것이다. 신용 평점시스템과 유사한 것으로 인식될 수 있으나 여러 가지 측면에서 근본적으로 다르다. 첫째, 핵심평가요소를 선정하고 종합하는 과정이 기본적으로 분석자의 전문가적 식견과 판단에 기초하고 있다. 둘째, 특정시점의 실적 또는 재무상태(“Point In Time”)만을 고려하는 것이 아니라 일반 경기순환주기 또는 개별산업 경기순환주기 등 기업이 당면하고 있는 다양한 경기순환주기 전반(“Through The Cycle”)에 걸친 실적 및 재무상태를 고려한다. 셋째, 과거실적치에 기반한 평점 방식에 의거하여 모델 Profile을 산출한 이후 미래 전망을 비롯한 다양한 정성적 요인들을 고려하여 자체신용도를 도출한다.

II. 산업위험 수준

1. 산업위험에 대한 종합 평가

시멘트 산업의 위험은
“보통(평균) 수준”

NICE신용평가는 시멘트산업의 위험을 “보통(평균) 수준 [IR-BBB]”으로 판단하고 있다. 이는 광산 및 물류기지 확보와 대규모 초기 시설투자 부담 등에 따른 높은 진입장벽, 낮은 경상적 투자부담 등의 긍정적 요인이 존재하나, 성숙기 산업으로서의 낮은 수요성장성, 건설투자 증감에 따라 나타나는 출하량 변동, 과잉된 생산능력에 따른 잠재적 경쟁위험, 수입연료 가격상승 시 가격전가력 수준에 따른 영업실적의 가변성 등의 부정적 요인을 종합적으로 감안한 결과이다.

2. 산업위험 평가 근거³

장치산업으로서 진입장벽이 다소 높고 내수 위주의 산업 성격을 지님

시멘트 산업은 자본집약적 장치산업으로서 초기에 대규모 설비투자과 신규 석회석광산의 확보 등이 필요하여 진입장벽이 높은 수준이다. 판매가격 대비 중량 및 부피가 커서 물류비 부담이 높아 수입 및 수출이 다소 제한되어 내수 위주의 산업성격을 지니고 있다. 다만, 쌍용양회공업, 삼표시멘트 등 연안에 생산공장 및 수출항구를 보유한 기업들은 해상운송을 통해 일부 물량을 수출하고 있다.

성숙기 산업

시멘트 산업은 사회간접자본 확충에 필수적인 기간산업으로서 1990년대 중반까지 정부의 강력한 시멘트산업 육성정책 및 공공분야 투자 및 주택건설 경기 활성화를 배경으로 높은 성장세를 나타냈고, 2000년대에도 연간 내수출하량이 지속적인 증가세를 보이며 2002~2008년에는 총출하량이 평균적으로 5만 4천톤을 상회하였다. 그러나 글로벌 금융위기 이후 주택 등 건설 경기 침체로부터 비롯된 국내 수요 감소, 슬래그 및 플라이애쉬 등 대체재의 확산 등으로 2009~2014년간 평균 출하량은 4만 9천톤 수준으로 감소하였다. 이후 부동산 경기 활성화에 따라 2015~2018년 평균 출하량은 5만 6천톤을 상회하는 수준으로 회복되었으나, 추가적인 대규모 수요 증가는 어려울 것으로 보이는 성숙기 산업의 특성을 지닌다.

건설투자 증감에 따라 나타나는 출하량 변동

한편, 시멘트가 주로 건설공사에 사용되는 교착재료로서 시멘트산업은 내수경기 중 건설경기에 주된 영향을 받고 있다. 시멘트 수요는 특히 정부의 연도별 SOC 예산

³ 산업위험 평가의 상세근거는 당사가 발간한 산업위험 평가를 참조하기 바란다.

편성 수준, 주택 및 부동산 관련 정책에 따른 착공실적 등의 지표와 높은 상관관계를 나타내고 있다. 2000년대 후반부터 상당기간 지속된 민간주택 경기침체 심화가 시멘트 산업 전반에 부정적 영향을 미쳤으나, 경기 부양을 위한 다양한 정책이 수반되면서 2015년 이후 출하량은 호황기 수준으로 회복되었다. 다만, 2010년대 후반부터 건설경기가 하강 추이를 보임에 따라 출하량이 소폭 감소하는 등 건설 및 부동산 경기순환으로 인한 건설투자 증감에 의해 시멘트 출하량과 업황이 영향을 받고 있다.

가격 경쟁 관련 위험요인이 내재되어 있음

시멘트 산업에는 가격 경쟁 관련 위험요인이 내재되어 있다. 2000년대 시멘트회사 간 공동행위에 대한 정부의 규제강화, 건설투자 감소 시 출하량 확대 경쟁 등으로 경쟁강도가 크게 상승한 바 있고, 유사한 경쟁이 2010년대에도 발생하였다. 특히, 판매단가 인하를 통한 출하량 확대 전략의 경우 특정기업의 중장기적 점유율 확대로 이어지지 못했고, 오히려 산업 전반의 이익창출력 감소 및 전방교섭력 약화라는 부정적 결과를 야기한 것으로 분석된다. 다만, 시장참여기업들의 학습효과와 더불어 최근 정부의 SOC 예산확대 등은 중기적으로 감소세를 보이는 출하량을 보완하는 요인으로 작용하여 단기간 내 가격경쟁이 재발할 가능성은 높지 않은 것으로 판단된다.

판매단가 인상으로 업계 전반의 이익창출 능력이 회복되는 추세와 더불어 2018년 하반기부터 유연탄 가격 하락 효과 발생

산업 내 수익성 개선을 위한 점유율 경쟁 지양 분위기가 조성된 가운데, 시멘트 판매 가격 인상, 유연탄 단가하락 등에 따른 연료비 감소 등에 힘입어 업계 전반의 이익창출력이 큰 폭으로 회복되는 추세를 보였다.

최근 정부의 SOC 예산확대 기조 등의 산업환경을 고려할 때 시멘트 출하량 감소폭은 주택 및 부동산 경기가 다소 둔화되더라도 제한적인 양상을 보일 것으로 예상된다. 이와 함께 과거 건설 경기침체 발생 시 판매단가 인상에 어려움을 겪은 바 있으나, 최근 급격한 유연탄 가격 하락에도 불구하고 시멘트 가격 하락폭은 안정적인 모습을 보이고 있음을 살펴볼 때 가격교섭력은 상당 수준 회복된 것으로 판단되며, 단기적으로 시멘트사들의 이익창출능력은 현 수준에서 크게 벗어나지 않을 것으로 전망된다.

모니터링 포인트: 특정 기업의 지배구조 변동 시 경쟁강도 변화 가능성. 주요 연료의 가격 및 환율 변동

본고 작성일 현재 쌍용양회공업의 최대주주는 한앤컴퍼니(PEF)이며, 향후 투자금 회수를 위한 매각 가능성이 존재하는 것으로 보인다. 이에 따른 지배구조의 변동가능성, 해당 지배구조가 산업 내 경쟁강도에 미치는 영향 등에 대해서는 추적 관찰이 필요한 상태이다.

한편, 수입에 의존하는 유연탄(소성연료), 유류(수송연료) 등의 원가 및 비용 부담이 타 산업 대비 크기 때문에 관련 가격 및 환율 변동이 수익성에 미치는 영향이 높은 수준이다. 예년 대비 큰 폭으로 하락한 유연탄 및 유류 가격으로 부담이 완화되어 있으나, 향후 주요 연료의 가격 및 환율 변동은 지속적인 모니터링 대상이다.

III. 신용등급 추이

과거 관계사 관련 지원 부담으로 재무위험이 크게 확대된 사례 존재. 업계의 이익창출능력 확대로 신용위험 완화 추세

국내 시멘트 회사들의 신용등급은 업계 내 경쟁강도 상승, 관계사 지원 부담 등에 따른 재무안정성 저하 등의 영향으로 2013년까지 정체되거나 하락하는 추세를 보였다. 관계사 지원부담으로 재무위험이 크게 확대된 현대시멘트, 동양시멘트는 각각 경영정상화 계획의 이행약정 체결, 회생절차 개시신청을 한 바 있으며, 이후 동양시멘트는 2015년 9월 삼표 그룹에 인수되어 삼표시멘트로 사명이 변경되었고, 2017년 현대시멘트는 한일시멘트에, 한라시멘트는 아세아시멘트에 인수되었다. 업계가 5개사 체제로 재편되는 과정에서 일부 기업의 인수자금으로 인한 차입부담은 상승하였으나, 이익 창출능력이 확대되어 전반적인 신용위험은 다소 완화되는 추세를 보이고 있다.

당사는 2020년 7월말 기준 한일시멘트, 쌍용양회공업 2개사에 대해서 신용등급을 부여하고 있다. 2011년 이후의 판매단가 인상, 부동산 활황으로 인한 건설경기 상승기를 거쳐 본원적 영업활동에서의 현금창출력이 큰 폭으로 개선되면서 관계사에 대한 지원부담이 크지 않은 기업의 경우 재무안정성이 향상되는 모습을 보였다. 쌍용양회공업은 점진적인 차입금 감축으로 2015년 중 등급이 BBB에서 BBB+로 상향되었으며, 재무안정성 개선 지속으로 2017년 중 등급이 A-로 상향되었다. 한편, 한일시멘트의 경우 현대시멘트를 인수하는 과정에서 계열의 차입 부담이 증가하였으나, 제품 다각화 효과로 인한 시멘트 자가소비 물량증가, 드라이몰탈 제품의 시장지위에 기반한 교섭력 확대, 고부가가치 품목으로의 다각화 등의 영향으로 현금흐름 및 재무구조가 안정적인 흐름을 보이고 있음을 감안하여 A+등급을 유지하고 있다.

과거 시멘트회사의 신용위험 확대는 본원적 사업에서 파생되었기보다는 성장동력 확보를 위한 신규사업 인수 및 다각화 과정에서 나타난 결과로 해석된다. 최근 시멘트 산업 내 인수합병 과정에서는 사모투자펀드(PEF)가 핵심적 역할을 수행하였으며 투자금 회수(한일현대시멘트, 한라시멘트)가 이루어졌다. 향후 쌍용양회공업(PEF 한앤컴퍼니 보유) 또한 재매각 가능성이 존재하는 것으로 판단된다. 이에 각 시멘트사들의 관련 재무정책, 인수합병 이후의 재무위험 대응능력, 주요 관계사들에 대한 지원 의지 및 가능성, 사모투자펀드의 재매각 여부 및 방식 등에 대해 면밀히 관찰할 계획이다.

[주요 시멘트기업의 장기 신용등급 추이(2020년 7월말 당사 보유 유효등급 기준)]

기업명	2013.12	2014.12	2015.12	2016.12	2017.12	2018.12	2019.12	2020.07
한일시멘트(주)	A+/S	A+/S	A+/S	A+/S	A+/S	A+/S	A+/S	A+/S
쌍용양회공업(주)	BBB/S	BBB/P	BBB+/S	BBB+/S	A-/S	A-/S	A-/P	A-/P

주 1: 등급전망의 의미는 다음과 같음. S: Stable, P: Positive, N: Negative

주 2: 현재의 한일시멘트는 2018년 7월 구 한일시멘트에서 인적분할되어 신설되었으며, 2018년 이전 등급은 존속법인인 한일홀딩스(구 한일시멘트)의 등급 내역임

IV. 시멘트 산업 신용평가요소와 적용

[시멘트 기업의 신용평가 요소]

범주	하위범주	평가요소 및 평가지표
사업위험	산업위험	
	경쟁지위	매출액
		다각화에 의한 위험분산효과
		시장지위
		운영효율성
	EBITDA/매출액	
재무위험	금융비용 Coverage	EBITDA/금융비용
	현금흐름	총차입금/EBITDA
		잉여현금흐름/총차입금
	재무구조 및 자산의 질	부채비율
		순차입금의존도
재무적 융통성		

시멘트 기업의 등급평가는 기본적으로 당사의 일반적인 등급결정 방식 및 과정을 따른다. 시멘트 업종을 영위하는 피평가사의 사업위험 관련 하위범주(산업위험, 경쟁지위)와 재무위험 관련 하위범주(금융비용 Coverage, 현금흐름, 재무구조 및 자산의 질, 재무적 융통성 등)에 대해 각각의 평가가 이루어지며, 이를 종합하여 최종 등급을 확정한다. 단, 각 요인별 등급구간 정의와 핵심 평가요소는 여타 산업과 달리 시멘트 산업이 갖는 사업특성을 고려하여 특정한 범위의 값, 특정 요소를 적용하고 있다. 아래에서는 시멘트기업에 적용되는 핵심 평가요소와 각 요소별 등급구간 정의, 당사 주요 피평가기업에 대한 적용을 제시하고 비교한다.

NICE신용평가는 평가요소를 개별기업에 실제 적용함에 있어서, 해당기업에 대한 미래 전망치를 과거 실적치와 함께 반영하고 있으나, 본 고에서는 설명의 편의상 과거 실적치를 기반으로 한다. 과거 실적치는 평가요소별로 필요에 따라 3년 평균, 또는 최근 수치를 제시하였다. 한편 핵심평가요소의 우열을 판단하는 데 있어 AAA, AA, A, BBB, BB, B와 같은 기호를 사용하고 있다. 이는 신용도에 영향을 미치는 주요 요소의 상대적 수준을 나타내는 요소등급으로서 기업의 채무불이행 발생가능성을 나타내는 신용 평가등급체계상 기호를 의미하는 것은 아니다.

1. 사업위험 핵심평가요소와 적용

가. 산업위험

NICE신용평가는 신용평가방법론 상 산업위험을 사업위험의 한 하위범주로 고려하여 특정기업의 사업위험 평가에 적극적으로 반영하고 있다. 따라서 시멘트업종 기업의 사업위험을 평가함에 있어서도 시멘트산업의 위험도인 “보통(평균) 수준 [IR-BBB]”를 다른 하위범주들의 평가요소에 대한 요소등급과 함께 종합하여 반영한다.

나. 경쟁지위

시멘트기업 경쟁지위를 평가하는 항목으로는 '다각화에 의한 위험분산효과', '시장지위', '운영효율성', 'EBITDA/매출액'이 있다. 경쟁지위 범주 내 평가요소 및 지표의 선정은 피평가기업간의 사업구조 차이에서 나타나는 현금창출능력이자 그 성과물인 'EBITDA' 및 'EBITDA의 변동성'의 상대적 서열을 도출 및 설명하는 것을 목표로 하고 있다.

매출액

평가요소의 분석적 의의

평가지표는 기업별 규모를 나타내는 지표와 관계형 지표로 나눌 수 있다. 산업별 주요 범주의 평가지표 상당부분은 관계형 비율 지표로 구성되어 있으나, 기업규모를 나타내는 매출, EBIT, EBITDA, 자기자본 등의 지표 역시 여러 변수와 상관 관계를 가지며 우회 경로를 통해 기업의 신용도에 직·간접적인 영향을 미치고 있다. 일반적으로 그 규모가 클수록 신용위험이 낮아지고 작을수록 신용위험이 높아지는 특성이 있다.

본 시멘트 방법론에서는 기업의 내부현금 창출능력 분석의 출발점인 '매출액'을 규모지표로 사용하도록 한다. 시멘트 산업에서는 매출규모 차이에 의한 영업레버리지 비교분석이 의미가 있어 피평가기업간의 현금창출능력의 차이를 설명하는 지표로 '매출액'을 활용할 수 있다. 다만, 기업별 이익창출능력의 격차는 시멘트 출하량, 레미콘 및 몰탈 사업비중, 기타 사업부문으로의 다각화 수준, 해안사 또는 내륙사간 운영효율성 차이 등 다양한 요인에 의해 결정되고 있기 때문에 다각화(전방통합, 비관련 다각화 등)에 의한 위험분산효과, 시장지위, 운영효율성 평가항목에서 관련 요인을 추가적으로 검토한다.

평가지표의 기준 및 적용

시멘트 출하량 기준 1위의 시장지위를 보유한 쌍용양회공업(연결재무제표 기준)이 1.5조원 이상, 레미콘 및 레미탈 부문으로의 전방통합수준이 우수한 한일시멘트(개별

제무제표 기준)가 1조원 내외의 매출을 기록하고 있다.

[매출액 등급별 기준 및 적용]

구분	AAA	AA	A	BBB	BB	BB 이하
매출액	2.5조원 이상	1.5조원 이상 2.5조원 미만	8천억원 이상 1.5조원 미만	3천억원 이상 8천억원 미만	1천억원 이상 3천억원 미만	1천억원 미만

다각화에 의한 위험분산 효과

평가요소의 분석적 의의

다각화에 대한 평가는 먼저 시멘트 산업과 순환주기가 다른 비관련 부문으로의 사업 다각화가 진행된 경우 그 부문의 이익비중과 실적변동성을 확인하여 위험분산에 일정 수준 기여하고 있는지를 확인하여 이를 적절히 반영하고 있다. 다음으로 시멘트 및 그 2차 제품으로의 다각화 수준을 평가하는데, 시멘트 산업 내 주요 환경변화 중 하나가 2000년대 후반 재무여력이 있는 기업들의 레미콘 및 몰탈 부문으로의 전방통합 강화, 몰탈 시장의 복잡화 등이다. 특히, 몰탈 및 고부가가치 품목으로 다각화가 진행된 기업들이 EBITDA의 회복 규모 및 변동성 측면에서 유리한 특성을 보여 이러한 영향 역시 주요 검토 대상이다. 한편, 레미콘 사업의 영위는 자가 혹은 계열 레미콘 매출을 통해 매출 변동성을 소폭 완화할 수 있으나, 다른 전략에 비해 위험분산효과에 기여하는 바가 상대적으로 크지 않은 것으로 분석된다. 다만, 보유 레미콘 공장의 지역분포가 다양하고 다수일 경우 일정 수준 이상의 매출기반 및 사업구조 측면에서 안정성을 제고하는 요인으로 작용할 수 있다.

평가지표의 기준 및 적용

다각화에 의한 위험분산효과를 평가하기 위해 상기 요소들을 차례로 분석하며 실질적으로 위험분산효과가 나타났는지 판단하기 위해 기업이 영위 중인 주요 사업부문의 비중과 각 사업의 경기순환주기별 대응능력을 비교, 검토한다. 다각화에 의한 위험분산효과는 산업 내 타 기업과 변동성 수준을 비교하여 정성적으로 판단하고 있으며, 사업 및 재무 실적의 변동 패턴과 주기를 추가로 검토한 후 평가지표의 요소등급을 결정하게 된다.

[다각화에 의한 위험분산효과]

구분	AAA	AA	A	BBB	BB	B 이하
다각화에 의한 위험분산효과	극히 우수	매우 우수	우수	보통	미흡	매우 미흡

시장지위

평가요소의 분석적 의의

시장지위는 외부환경 변화에 대해 탄력적으로 대응하게 하는 기반으로 작용하며, 시장지위가 높을수록 중기적 관점에서의 매출안정성, 가격결정력 등에서 우위를 갖는 특성이 있다. 또한 규모의 경제가 뚜렷한 자본집약적 장치산업의 경우 시장지배력이 높은 기업일수록 산업 내 원가경쟁력 측면에서도 비교우위를 점하여 경기저점에서도 경쟁사 대비 실적변동성을 관리할 수 있는 장점이 있다. 시장지위에 대한 평가는 정량적으로 드러나는 시장점유율로부터 출발하여, 이러한 시장점유율이 가격선도력, 이익창출규모의 우위 등으로 이어지는가를 정성적으로 검토하는 방식으로 진행된다. 이러한 과정은 수평적 접근 외에도 전후방산업을 중심으로 분석하는 수직적 접근 역시 포함하고 있다.

평가지표의 기준 및 적용

시멘트 산업 내 시장지위를 가늠하기 위해서는 회사별 클링커 생산량 점유율, 내수시장 출하 점유율 등을 1차적으로 검토한다. 시멘트 산업은 상위 5개사가 전체 내수시장의 90% 이상을 차지하고 있는 과점구조를 보이고 있으며, 품질의 차별성이 크지 않고 각 사가 생산능력에 비례하는 수준의 점유율을 차지하는 가운데 그 변동폭이 미미한 특성을 보인다.

쌍용양회공업(계열 내 대한시멘트 합산)은 2018년 클링커&시멘트 내수출하량 기준 23.7%의 점유율을 기록하였으며, 1위의 내수 시장지위를 안정적으로 유지하고 있다. 한일시멘트(계열 내 한일현대시멘트 합산)는 21.8%로 2위의 시장점유율을 보유하고 있다. 해안사 1, 2위인 쌍용양회공업과 동양시멘트, 내륙사 1위인 한일시멘트의 가격 선도력이 인정되는 가운데, 고정비 대응 측면에서의 장점으로 인해 단가인상에 따른 이익창출력의 회복 규모가 이들 기업에게서 보다 크게 나타난 것으로 분석된다. 한편, 드라이 몰탈 시장은 한일시멘트와 아세아시멘트의 복점 체제에서 삼표산업의 진입으로 인해 3개사 과점 체제로 변화하였으나, 관련 시장 규모가 지속적으로 성장하고 있는 점은 한일시멘트의 시장지위를 보강하는 요인으로 작용하고 있는 것으로 판단된다.

시장지위와 이어서 설명하는 운영효율성에 대한 평가는 현재 및 미래의 이익창출능력에 대한 종합적 판단을 위함이다. 시장지위 및 운영효율성에 대한 판단은 시장점유율, 수익성의 변동성 등의 서열 데이터 분석에서 출발하나 상기 언급한 바와 같이 정성적 고려가 함께 이루어진다.

[시장지위]

구분	AAA	AA	A	BBB	BB	B 이하
시장지위	극히 우수	매우 우수	우수	보통	미흡	매우 미흡

운영효율성**평가요소의 분석적 의의**

시장지위가 외적 관계 측면에서의 경쟁지위에 초점을 둔 것이라면, 운영효율성은 기업 내부적 측면에서 경쟁지위를 살펴보는 분석 범주이다. 판매 및 관리, 생산효율성의 질적인 특성을 평가하는데 매출액 대비 원가 및 비용 계정의 비중을 검토하고 그 수준과 변동성을 관찰하여 주요한 변화요인을 기업의 경쟁지위와 연관지어 분석, 설명하는데 평가지표의 의의가 있다.

평가지표의 기준 및 적용

시멘트 기업의 운영효율성에 대한 평가는 (1) 판매단가 대비 중량이 큰 시멘트산업의 특성으로 인해 물류 효율화 및 해운 활용 가능성에 따라 운송비 부담이 차별화될 수 있으며, (2) 자가소비기반을 확보하는 경우 경기변동에 대한 대응능력을 제고할 수 있고, (3) 안정적인 고품위 석회석 광산 조달 여부가 장기적으로 시멘트 기업의 운영 경쟁력과 직결되어 있는 점, (4) 친환경 규제의 강화에 따라 규제 충족과 동시에 생산 효율성 증대(연료, 전력비 절감)가 가능하도록 하기 위한 투자가 증가하여 관련 비용 관리능력이 효율성의 차별화 요소로 작용하고 있으며, (5) 수입에 의존하는 유연탄(소성연료), 유류(수송연료) 등의 원가 부담이 타 산업 대비 크기 때문에 관련 가격 변동에 대한 대응능력이 각 기업의 운영효율성을 차별화할 수 있다는 특성 등을 종합적으로 고려하여 판단한다.

[운영효율성]

구분	AAA	AA	A	BBB	BB	B 이하
운영효율성	'물류기반의 우열', '자가소비기반', '보유 석회광산의 질', '연료 및 전력비 관리능력' 등					
	극히 우수	매우 우수	우수	보통	미흡	매우 미흡

EBITDA/매출액**평가요소의 분석적 의의**

당사는 시멘트 기업의 영업수익성을 판단하는 지표로 EBITDA/매출액을 사용한다. EBITDA/매출액은 EBITDA를 매출액으로 나눈 것이며 매출단위당 이익창출능력을 의미한다. EBITDA 지표는 감가상각정책, 자금조달방식 등에 의한 기업별 차이를 조절할 수 있어 비교적정성이 높다. 또한 시멘트 산업의 경우 장치산업으로서 감가상각비 비중이 상대적으로 높고 산업 내 M&A, 지분투자 등이 활발하게 나타나고 있는 점 등의 영향을 제거할 수 있어 회사별 비교가능성 측면에서도 EBITDA/매출액 지표는 유용하다.

또한 EBITDA/매출액은 운영효율성의 척도이기도 하다. 경쟁지위 내 정성적 평가요소들의 판단은 동 지표의 우열과 연결되어야 한다. 다시 말해 다양한 운영효율성 평가요소에 대한 통찰결과를 EBITDA/매출액 지표의 수준과 변동성의 분석을 통해 점검하는 것이다.

평가지표의 기준 및 적용

고정비부담 및 감가상각비가 높은 시멘트산업의 특성을 감안하여 EBITDA/매출액 30% 이상을 AAA, 20~30%를 AA, 10~20%를 A, 7~10%를 BBB, 3~7%를 BB, 3% 미만을 B로 평가한다.

한편 기존 평가방법론에서 'AA이상'으로 통합되어 있던 구간을 'AAA'와 'AA' 구간으로 구분하였다. 이는 M&A에 따라 시멘트 산업의 과점적 성격이 강화되었고, 전력비 등 원가절감을 위한 투자 효과가 본격화될 경우 해당 구간 내에서도 차별화가 이뤄질 가능성을 고려하였기 때문이다.

[EBITDA/매출액 등급별 기준 및 적용]

구분	AAA	AA	A	BBB	BB	B 이하
EBITDA/매출액	30% 이상	20% 이상 30% 미만	10% 이상 20% 미만	7% 이상 10% 미만	3% 이상 7% 미만	3% 미만

2. 재무위험 핵심평가요소와 적용

시멘트기업의 재무위험을 평가하는 하위범주로는 금융비용 Coverage, 현금흐름, 재무구조 및 자산의 질, 재무적 융통성이 있다. 각 하위범주별 평가지표를 살펴보면, 금융비용 Coverage는 EBITDA/금융비용, 현금흐름은 총차입금/EBITDA, 잉여현금흐름/총차입금, 재무구조 및 자산의 질은 부채비율, 순차입금의존도로 구성되어 있다.

가. 금융비용 Coverage

회사가 창출하는 현금기준 수익창출력과 금융비용 간의 상대적 차이를 측정하기 위한 재무위험 내 하위범주이다. 기업이 창출하는 이익은 자본조달과 관련된 고정비 부담과 관련하여 검토된다. 기본적인 영업활동의 수익성이 경쟁기업에 비하여 아무리 우수하다고 하더라도 차입금과 이에 따른 금융비용 부담이 과중하면 본원적 영업활동으로 창출된 이익에 의한 원리금 상환능력은 상대적으로 열위하다고 할 수 있다.

EBITDA/금융비용**평가요소의 분석적 의의**

국내 시멘트산업의 경우 EBITDA를 이자비용으로 나눈 'EBITDA/금융비용'을 금융비용부담능력 지표로 활용하고 있다. 이는 장치산업으로서 감가상각비 비중이 상대적으로 높으나, 추가적인 설비투자 부담이 크지 않은 점을 고려한 것이다. 한편, 금융비용은 손익계산서상 이자비용뿐만 아니라 매출채권 처분손실 등이 포함되며, 자본화 금융비용 역시 분석 필요성에 따라 반영하고 있다.

평가지표의 기준 및 적용

쌍용양회공업의 경우 생산효율성 향상을 위한 투자와 배당 자금 소요로 인해 최근 3년간 차입금 규모가 증가하였으나 EBITDA 규모의 증가, 저금리 기조 지속 및 신용등급 상승에 따른 차입 이자율 하락 효과로 EBITDA/금융비용 요소등급은 AA가 부여되었다. 한일시멘트는 인적분할 과정에서 한일홀딩스(구 한일시멘트)가 상당 부분의 차입금을 부담한 효과로 금융비용 부담이 낮아 AAA가 부여되었다.

[EBITDA/금융비용 지표의 등급별 기준]

구분	AAA	AA	A	BBB	BB	B 이하
EBITDA/금융비용	15배 이상	10배 이상 15배 미만	5배 이상 10배 미만	2.5배 이상 5배 미만	1배 이상 2.5배 미만	1배 미만

나. 현금흐름의 적정성

현금흐름은 경상적인 영업활동으로부터 창출되는 자금으로 차입금상환과 투자활동상 소요자금을 조달할 수 있는 능력을 평가하는 평가요소이다. 이는 외부조달자금에 비해 지속적인 발생가능성이 높다는 점에서 효과적 재무위험 방어수단이다. 수익성 지표에 비해 회계처리방법의 차이에 의한 기업간 격차를 축소시켜 보다 정확하게 상환 불능위험을 측정할 수 있는 장점이 있다. 현금흐름 지표의 적용은 신용도가 낮은 기업 분석 시 보다 유용하다. 이는 낮은 신용도로 인하여 외부적 재무용동여력이 미려하여 자체적 자금창출능력에 대한 의존도가 높은 점에 따른 것이다.

총차입금/EBITDA**잉여현금흐름/총차입금****평가요소의 분석적 의의**

현금흐름에 미치는 다양한 요인을 추가로 검토하는데 이 때 현금흐름을 나타내는 다양한 지표와 차입금 수준을 비교한다. 먼저 영업활동 현금흐름의 기초가 되는 EBITDA를 통해 차입부담에 어떠한 수준으로 대응가능한가를 가늠하기 위해 '총차입금/EBITDA' 지표를 활용한다. 또한, 운전자금 변동과 유·무형자산 투자가 경상적으로 발생하고 있는 점을 감안하여 운전자금 변동이 포함되어 있는 영업활동현금흐름에서 자본적 지출을 차감한 잉여현금흐름을 사용한다. 차입금은 현금성자산의 충분한 보유에도 불구하고 각 기업의 자금운용 정책에 따라 총 규모가 증가하고 재무위험에 영향을 미칠 수 있어 순차입금이 아닌 총차입금 항목을 사용하였다.

평가지표의 기준 및 적용

시멘트 기업들은 대부분 2010년대 중반 부동산 경기 활성화에 따른 건설경기 상승 시기를 거쳐 이익창출능력이 향상되면서 제반 자금소요에 대한 대응능력이 제고된 것으로 평가된다. 과거 시멘트회사의 현금흐름 변동성 확대는 본원적 사업에서 파생되었기 보다는 성장동력 확보를 위한 신규사업 인수 및 다각화를 시도하는 과정에서 나

타난 결과로 해석된다. 차입부담에 따라 기업별 현금흐름 내 주요 지표의 요소등급이 다르게 나타나고 있으나, 전반적으로 우수한 지표를 보이고 있다.

[현금흐름 내 평가지표의 등급별 기준 및 적용]

구분	AAA	AA	A	BBB	BB	B 이하
총차입금/EBITDA	1.5배 이하	1.5배 초과 2.5배 이하	2.5배 초과 4.5배 이하	4.5배 초과 7.5배 이하	7.5배 초과 10배 이하	10배 초과
잉여현금흐름/총차입금	40% 이상	25% 이상 40% 미만	15% 이상 25% 미만	10% 이상 15% 미만	0% 이상 10% 미만	0% 미만

다. 재무구조 및 자산의 질

재무구조 및 자산의 질을 분석하는 작업은 회사의 재무위험, 재무안정성을 평가하는 핵심적 과정에 해당한다. 재무구조는 자본조달 원천과 자산·현금흐름에 대한 청구권 순위를 나타내고 있는데 총자본 가운데 자기자본과 타인자본의 구성 형태, 타인자본의 양적·질적 성격에 따라 재무위험 수준이 큰 영향을 받고 있다.

재무구조 및 자산의 질 범주에서 사용하는 평가지표로 부채비율, 순차입금의존도를 활용한다. 동 지표들은 재무안정성을 평가하는 전통적인 재무비율이나, 자산재평가, 감가상각정책 등 회계처리 방식의 차이, 부외자산 및 부외부채 등에 의하여 영향을 받을 수 있으므로 지표해석에 있어 주의를 기울이고 있다.

부채비율

순차입금의존도

평가요소의 분석적 의의

부채비율은 재무구조의 안정성을 나타내는 재무비율로서 자본구성의 합리성과 균형정도를 측정하는 지표로 활용된다. 순차입금의존도는 회사의 적정차입금 규모에 대한 분석과 더불어 영업 및 비영업 투자활동과 관련한 소요자금의 조달원천에 대한 적정성을 파악하는 중요한 지표로 이용된다.

평가지표의 기준 및 적용

국내 시멘트 사의 경우 재무구조 측면에서 기업별 차이가 분명하게 나타나고 있다. 이러한 차이의 이유는 여러가지이나 몇 가지 범주로 묶어 볼 수 있다. 첫째, 업계 내 경쟁강도가 상승하여 이익창출능력이 예년 대비 하락한 2000년대 후반 관계사 지원 부담이 확대되면서 큰 폭의 재무안정성 저하가 나타났었던 경우이다. 둘째, 대규모 시설투자, 사업양수 및 M&A 등에 따른 자금부족으로 타인자본의 조달이 이뤄져 시멘트 기업 및 소속 계열의 재무안정성의 저하가 발생하였으나 중장기적으로는 회복 추이를 보이고 있는 경우이다. 마지막으로 자본적 지출 및 지분출자 등의 자금소요를 적절히 관리하면서 순현금상태를 보이거나 이에 가까운 수준의 재무정책을 유지해온 기업이 있다.

한편, 2010년대 중반 이후 사모투자펀드(PEF)에 의한 시멘트 기업의 인수 및 재매각, 동종 업계 내 인수합병 등의 요인으로 시멘트 기업들의 차입부담이 상승하고 재무안정성이 다소 저하되었으나, 관련 지표는 양호한 수준을 유지하고 있다.

[재무구조 및 자산의 질 평가지표의 등급별 기준 및 적용]

구분	AAA	AA	A	BBB	BB	B 이하
부채비율	40% 이하	40% 초과 80% 이하	80% 초과 130% 이하	130% 초과 180% 이하	180% 초과 250% 이하	250% 초과
순차입금의존도	0% 이하	0% 초과 15% 이하	15% 초과 25% 이하	25% 초과 40% 이하	40% 초과 50% 이하	50% 초과

라. 재무적 융통성

재무적 융통성

평가요소의 분석적 의의

재무적 융통성 범주에서는 기업이 직면할 수 있는 경기하락, 금융시장 경색, 대규모 투자수요 발생 등과 같은 자금압박 시 정상적인 영업활동 및 신용도에 영향을 미치지 않는 범위 내에서 자금사용계획의 수정능력, 부족자금 충당능력, 자금조달수단의 대체 가능성 등을 평가한다. 재무적 융통성은 대부분의 경우 기업의 지급불능위험에 대한 최종적인 방어수단이다.

한편, 자금조달의 원천에 따라 자체적인 자금조달능력과 계열 및 주주의 지원가능성으로 구분할 수 있다. 전자로는 보유 현금성 자산, 처분가능자산, 담보제공여력, 자체적 자금조달 대체수단(금융기관 차입한도, 자산유동화, 직접금융 활용능력 등), 자금사용계획의 융통성 등이 주요 검토 대상이다. 후자의 경우 사업 및 재무적인 측면 모두에서 발생할 수 있으며, 지원의지 및 능력도 평가요소가 된다. 자체신용도를 도출하는 과정에서 계열 및 주주로부터 지원가능성은 경상적으로 이루어지는 수준의 지원만을 고려하고, 비경상적으로 이루어질 수 있는 주주의 지원가능성은 자체신용도를 바탕으로 최종신용등급을 산출하는 과정에서 반영한다.

평가지표의 기준 및 적용

앞서 언급한 요인들을 반영하여 재무적 융통성을 결정하는 다양한 요소에 대해 정량적, 정성적 분석을 진행하고 있다. 시멘트 산업의 특성상 소속 기업들은 대규모 유형 자산(광산, 공장 등)을 보유하고 있어 해당 자산의 담보 여력에 대해 우선적으로 고려하고 있다. 이외 보유 중인 투자부동산 등을 활용한 유동성 확보 가능성, 직·간접 금융시장의 활용을 통한 자금 조달 여력 및 미소진 여신한도 등을 종합적으로 고려하여 재무적 융통성 지표를 판단한다.

[재무적 융통성의 등급별 기준 및 적용]

구분	AAA	AA	A	BBB	BB	B 이하
재무적 융통성	극히 우수	매우 우수	우수	양호	미흡	매우 미흡

3. 기타 일반적 평가요소

위에서 제시된 사업위험 및 재무위험의 평가요소 이외에도 미래의 사업/재무실적에 대한 전망, 경영관리, 재무정책 등과 같이 일반화, 정량화가 어려운 평가요소 및 특수성의 영역으로서 기타고려요소(α)가 자체신용도 산출시 반영되고 있다. 동 평가요소의 판단에 있어 시멘트기업은 [산업별 평가방법론: 총론1]을 적용하고 있어 별도의 제시를 생략한다.

V. 요약 및 결론

시멘트기업의 핵심 평가요소는 지금까지 서술한 바와 같이 '매출액', '다각화에 의한 위험분산효과', '시장지위', '운영효율성', 'EBITDA/매출액'으로 구성된 사업위험 관련 평가 항목들과 금융비용 Coverage, 현금흐름, 재무구조 및 자산의 질, 재무적 융통성 등의 재무위험 관련 하위범주들로 구성되어 있다.

기업의 신용등급 도출은 산업위험을 포함한 사업위험, 재무위험에 대한 종합적 판단 하에 이루어진다. 사업분석과 재무분석이 상호 작용하고 있으나, 각 핵심 평가요소 및 지표별 범주에 대한 분석을 종합한 사업위험 종합등급과 재무위험 종합등급을 Matrix 방식으로 결합하여 모델 Profile을 산출하며, 이후 기타고려요소(α)를 추가 반영하여 자체신용도를 산출하게 된다.

사업경쟁역량이 취약한 기업이, 강한 사업경쟁역량을 보유한 기업과 동일한 신용등급을 획득하기 위해서는 재무위험에 대하여 더욱 강화된 대응역량이 요구되며, 그 반대의 경우 또한 성립한다. 종합 판단에 있어 사업, 재무위험 수준에 따라 사업, 재무위험에 대한 상대적 중요도는 다소 차이가 있다. 사업, 재무위험이 모두 높은 기업의 경우 재무경쟁력 특히 현금흐름, 재무안정성, 재무적 융통성 분석에 대한 상대적 중요도가 높으며 사업, 재무위험이 모두 낮은 기업의 경우 사업경쟁역량, 정성적 평가요소에 대한 상대적 중요도가 높은 편이다.

사업위험, 재무위험 분석에 있어 각 핵심 평가요소, 평가지표별로 동일한 상대적 중요도를 부여하는 것이 아니며 경중에 따라 차이가 있다. 개별 기업의 각 핵심 요소, 지표별 평가는 최종 등급과는 차이가 발생할 수 있다. 특히 특정 핵심요소의 취약성은 다른 상당수 핵심요소가 양호하더라도 최종등급에 부정적 영향을 미칠 수 있다.