



철강 (개정안)

산업별 평가방법론

Analyst Contacts

책임연구원 송영진
02-2014-6335
youngjinsong@nicerating.com

Date

2023.11.20

[의견 요청 사항]

NICE 신용평가는 철강업의 산업 현황 등을 고려하여 기존 평가등급 지표 일부를 개정할 예정입니다. 본 개정안의 주요 변경 내용에 해당하는 아래의 사항에 대해 다른 의견이 있거나 더 나은 개선안이 있으면 기탄없이 제시해 주시기 바랍니다.

- (1) 사업위험 평가요소 중 '사업 및 제품다각화' 지표를 '제품다각화'로 변경
- (2) 재무위험 평가요소 중 'EBITDA/(CAPEX+순금융비용)' 지표를 'EBITDA/(CAPEX+금융비용)'으로 변경

방법론의 대상 및 한계 등

본 평가방법론은 당사가 철강업종에 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 이해가능성 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, 재무구조 및 자산의 질, 현금흐름 적정성, 재무적용통성

[본 방법론으로 공시된 등급이 받는 영향]

본 방법론의 적용으로 기존에 공시되어 있는 등급이 받는 영향은 없다.

[주요 변경 내용]

본 방법론은 기본적으로 2018년 3월 공시한 [산업별 평가방법론: 철강]의 주요 평가지표 및 구간을 유지한다. 다만, 금번 개정안에서 사업위험 평가요소 중 '사업 및 제품다각화'

지표를 '제품다각화'로 변경하였으며, 재무위험 평가요소 중 'EBITDA/(CAPEX+순금융비용)' 지표를 'EBITDA/(CAPEX+금융비용)'으로 변경하였다.

- (1) 사업위험 평가요소 중 '사업 및 제품다각화' 지표를 '제품다각화' 지표로 변경
- (2) 재무위험 평가요소 중 'EBITDA/(CAPEX+순금융비용)' 지표를 'EBITDA/(CAPEX+금융비용)' 지표로 변경

Summary

- NICE 신용평가는 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 철강산업에서 핵심적 평가요소가 무엇인지, 그리고 이러한 평가요소에 대하여 어떻게 판단하며, 개별 평가요소에 대한 판단이 어떻게 종합되어 자체신용도로 이어지는지를 살펴보고자 한다.
- 국내 철강산업의 위험도는 다른 산업에 비하여 **"보통(평균) 수준 [IR-BBB-]"**²으로 평가된다. 이는 진입장벽으로 인한 높은 시장집중도, 다양한 전방산업보유로 인한 사업위험의 분산효과 등 긍정적 요인이 존재하나, 생산능력 조절의 비탄력성으로 인한 취약한 경기대응력, 원재료 시장의 과점적 구조로 인해 발생하는 다소 열위한 후방교섭력, 국내외 전반적인 철강수요 부진 및 해외 수입 물량과의 경쟁으로 인한 전방교섭력 저하 등의 부정적 요인을 종합적으로 고려한 결과이다.
- 철강기업 평가 시 주로 고려되는 핵심평가요소와 가중치, 신용등급 대응관계는 다음의 [표]에서 제시하는 바와 같다. 철강회사 평가 시 평가요소 가운데 전후방교섭력, 제품다각화, 수요기반의 안정성 등 경쟁지위 차원의 지표들과 재무적 융통성이 상대적으로 중요성이 높다. 이는 최근 철강업의 성장 정체가 지속되고 있는 가운데 전방산업의 경기변동에 대한 개별 철강기업들의 차별화된 사업 및 재무적 대응력을 적절하게 평가할 필요성이 높은 점을 고려한 것이다.
- 금번 평가방법론은 기본적으로 2018년 3월 공시한 [산업별 평가방법론: 철강]의 주요 평가지표 및 구간을 유지한다. 다만, 금번 개정안에서 기존 평가방법론과 비교하여 평가요소를 측정하는데 있어 사용된 지표에 다소 변화가 있다. 변경된 내용 및 그 이유는 다음과 같다.
 - 사업위험 평가요소 중 '사업 및 제품다각화' 지표를 '제품다각화'로 변경하였다. 이는 철강회사들이 사업부문을 주요 제품(강종)군별로 구분하고 있는 특성을 반영하기 위한 것이다. 또한, 기존 평가방법론 상 사업부문의 수와 같은 정량적인 요소만

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 최근년도 '산업위험 등급 평가'를 참조하기 바란다.

을 반영했던 점을 보완하여 생산하는 제품군과 해당 제품군의 경쟁력을 종합적으로 고려하는 것으로 변경하였다.

- 재무위험 평가요소 중 'EBITDA/(CAPEX+순금융비용)' 지표를 'EBITDA/(CAPEX+금융비용)'으로 변경하였다. 이는 본원적인 현금창출능력을 나타내는 EBITDA 대비 CAPEX 와 금융비용과 같은 주요 현금유출 지표만을 고려하여, 평가지표가 측정하고자 하는 평가요소의 우열관계와 추세 등을 보다 명확하게 나타내기 위한 것이다.
- 한편, 동 평가방법론은 발표 직후부터 철강업 평가에 적용되나, 금번 변경으로 인해 기존 개별 철강사 신용등급에 즉각적인 변동이 발생하지는 않는다.

[평가요소와 신용등급간 대응관계]

범주	하위범주	평가지표	가중치	AAA	AA	A	BBB	BB	B 이하
사업 위험	산업위험		5.0%				◎		
	경쟁지위	매출액	9.5%	15조원 이상	8조 ~ 15조원	2조 ~ 8조원	3천억 ~ 2조원	1천억 ~ 3천억원	1천억원 미만
		전후방교섭력	19.0%	극히 우수	매우 우수	우수	보통	미흡	매우 미흡
		제품다각화	19.0%	다수의 제품군 취급, 극히 우수한 경쟁력 보유	다수의 제품군 취급, 매우 우수한 경쟁력 보유	단일/다수의 제품군 취급, 우수한 경쟁력 보유	단일/다수의 제품군 취급, 양호한 경쟁력 보유	단일/다수의 제품군 취급, 다소 미흡한 경쟁력 보유	단일 제품군 취급, 미흡한 경쟁력 보유
		수요기반의 안정성	19.0%	극히 우수	매우 우수	우수	보통	미흡	매우 미흡
		생산효율성	19.0%	극히 우수	매우 우수	우수	보통	미흡	매우 미흡
		EBITDA마진	9.5%	15% 이상	10% 이상 ~ 15% 미만	7% 이상 ~ 10% 미만	4% 이상 ~ 7% 미만	2% 이상 ~ 4% 미만	2% 미만
재무 위험	금융비용 Coverage	EBITDA/(CAPEX +금융비용)	15.0%	2.5배 초과	2.0배 초과 ~ 2.5배 이하	1.5배 초과 ~ 2.0배 이하	1.0배 초과 ~ 1.5배 이하	0.5배 초과 ~ 1.0배 이하	0.5배 이하
	재무구조 및 자산의 질	부채비율	15.0%	60% 이하	60% 초과 ~ 90% 이하	90% 초과 ~ 120% 이하	120% 초과 ~ 160% 이하	160% 초과 ~ 200% 이하	200% 초과
		순차입금의존도	15.0%	0% 이하	0% 초과 ~ 15% 이하	15% 초과 ~ 30% 이하	30% 초과 ~ 45% 이하	45% 초과 ~ 60% 이하	60% 초과
	현금흐름 적정성	총차입금/EBITDA	15.0%	1.5배 이하	1.5배 초과 ~ 3.0배 이하	3.0배 초과 ~ 5.0배 이하	5.0배 초과 ~ 8.0배 이하	8.0배 초과 ~ 10.0배 이하	10.0배 초과
		조정잉여현금흐름 /총차입금	15.0%	25% 초과	15% 초과 ~ 25% 이하	5% 초과 ~ 15% 이하	-5% 초과 ~ 5% 이하	-15% 초과 ~ -5% 이하	-15% 이하
	재무적용통성		25.0%	극히 우수	매우 우수	우수	양호	취약	매우 취약

〈유의사항〉

NICE신용평가(주)가 제공하는 신용등급은 특정 금융투자상품, 금융계약 또는 발행주체의 상대적인 신용위험에 대한 NICE신용평가(주) 고유의 평가기준에 따른 독자적인 의견이며, NICE신용평가(주)가 외부에 제공하는 보고서 및 연구자료(이하 “발간물”)는 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 신용등급은 금리나 환율변동 등에 따른 시장가치 변동위험, 해당 증권의 유동성위험, 내부절차나 시스템으로 인해 발생하는 운영위험을 표현하지는 않습니다.

NICE신용평가(주)의 신용등급은 미래의 채무불이행 및 손실 가능성에 대한 현재 시점에서의 의견으로 예측정보를 중심으로 분석, 평가되고 있으며, 예측정보는 예상치 못한 환경변화 등에 따라 실제 결과치와 다르게 나타날 수 있습니다. 또한, 신용등급과 발간물은 사실의 진술이 아니라, 미래의 신용위험에 대한 NICE신용평가(주)의 독자적인 의견으로, 특정 유가증권의 투자의사결정(매매, 보유 등)을 권고하는 것이 아닙니다. 즉, 신용등급과 발간물은 정보이용자의 투자결정을 대신할 수 없으며, 어떠한 경우에도 정보이용자의 투자결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 이에 정보이용자들은 각자 유가증권, 발행자, 보증기관 등에 대한 자체적인 분석과 평가를 수행하여야 하며, 개인투자자의 경우 외부 전문가의 도움을 통해 투자에 대한 의사결정을 해야 한다는 점을 강조합니다.

NICE신용평가(주)는 신용등급 결정에 활용하고 보고서에 주요 판단근거로서 제시하는 정보를 신뢰할 만하다고 판단하는 회사 제시자료 및 각종 공시자료 등의 자료원으로부터 수집하여 분석, 인용하고 있으며, 발행주체로부터 제출자료에 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 신용평가업무를 수행하고 있습니다. 그러나, NICE신용평가(주)는 자료원의 정확성 및 완전성에 대해 자체적인 실사를 하지는 않고 있습니다. 또한, 신용평가의 특성 및 자료원의 제한성, 인간적, 기계적 또는 기타 요인에 의한 오류의 가능성이 있습니다.

이에 NICE신용평가(주)는 신용등급 결정 시 활용된 또는 평가보고서에 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, 유포(재배포), 인용, 가공(재가공), 인쇄(재인쇄), 재판매 등 어떠한 형태든 저작권에 위배되는 모든 행위를 금합니다.

I. 산업별 평가방법론의 지위 및 적용

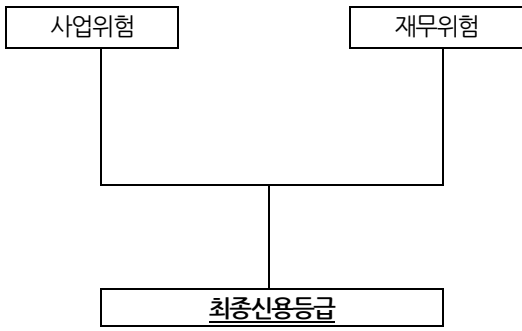
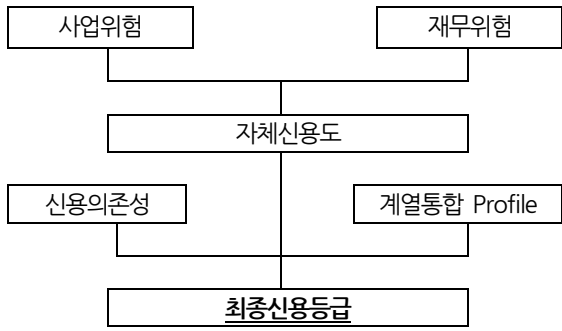
1. 계열관계를 반영한 평가의 접근방식

계열관계를 반영한 최종 신용등급 산출 방법은 일반적 접근법과 단계적 접근법 존재

NICE신용평가는 최종신용등급(Final Public Ratings) 결정에 있어, 계열관계에 따라 발생하는 지원 부담 및 손해가 신용등급에 미치는 영향을 분석하는 두가지 방법을 활용하고 있다. 개별기업을 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 개별기업에 대한 계열 등 외부로부터의 경상적인 지원에 따른 영향과 외부에 대한 경상적 지원에 따른 부담을 감안하되, 위기상황에서 계열 등 외부로부터의 비경상적, 비반복적 지원 가능성을 배제한 가상적, 개념적 기준(Profile)이다. 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]

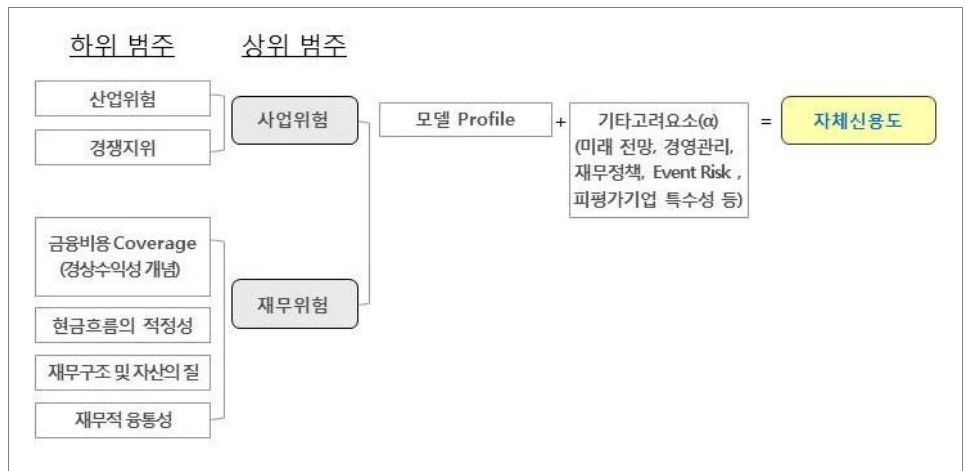
일반적 접근법	단계적 접근법
 <pre> graph TD A[사업위험] --- C[최종신용등급] B[재무위험] --- C </pre>	 <pre> graph TD A[사업위험] --- D[자체신용도] B[재무위험] --- D C[신용의존성] --- E[최종신용등급] F[계열통합 Profile] --- E D --- E </pre>
<p>사업위험, 재무위험 각 평가 범주에 경상적, 비경상적 지원 모두 포함 분석</p>	<p>경상적 지원을 반영한 자체신용도 비경상적 지원을 반영한 최종신용등급</p>

2. 자체신용도의 결정

국내 철강기업의 자체신용도 결정 방식

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

[자체신용도의 도출]



모델 Profile은 최종신용등급 산출을 위한 출발점으로서 등급결정 과정의 투명성을 제고하기 위하여 철강산업의 특성을 일반화한 결과물이다. 즉, 모델 Profile은 철강산업의 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 철강기업 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 최종신용등급 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 신용등급 도출 방식을 차용하여 산출한 계열의 지원능력에 대한 개념적 기준(Profile)이다. 계열통합 Profile은 개별 계열회사의 자체신용도와 비교되어 계열과 개별 계열회사간 상호 지원능력의 수준을 분석하는데 사용된다.

신용의존성은 개별 계열회사와 계열 등 외부와 비경상적 지원을 제공하거나 제공받을 수 있는 관계가 있는가 또는 관계로 인한 영향은 어느 정도인가를 판단하기 위한 분석으로서 지배적, 사업적, 재무적 중요성의 정도를 측정하여 종합한다.

계열관계 영향의 반영은 [산업별 평가방법론:총론2]를 따른다.

3. 산업별 평가방법론의 적용

과거실적치 기준 모델 Profile 산출 이후, 미래 전망 등 다양한 정성적 요인 고려하여 자체신용도 도출

철강산업 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

철강산업의 위험은
“보통(평균) 수준”

NICE신용평가는 철강산업의 위험을 “보통(평균) 수준 [IR-BBB-]”으로 판단하고 있다. 이는 진입장벽으로 인한 높은 시장집중도, 다양한 전방산업보유로 인한 사업위험의 분산효과 등 긍정적 요인이 존재하나, 생산능력 조절의 비탄력성으로 인한 취약한 경기대응력, 원재료 시장의 과점적 구조로 인해 발생하는 다소 열위한 후방교섭력, 국내외 전반적인 철강수요 변동에 따른 전방교섭력 저하 등의 부정적 요인을 종합적으로 고려한 결과이다.

2. 산업위험 평가 근거³

공급과잉으로 인하여 철강재 교역이 확대되고 세계 전역에서 수입규제가 강화되는 추세

철강재는 일반적으로 부가가치 대비 높은 운반비로 인하여 대표적인 비교역재로 알려져 왔다. 그러나 중국, 한국 등에서의 경쟁적인 설비 증설과 전방수요 둔화에 따른 공급과잉 문제가 심화되면서, 한·중·일 3개국은 인접국에 대한 수출 확대를 통하여 대응하여 왔다. 한편, 인도 및 동남아시아 국가들이 높은 경제성장률을 보이며 철강수요가 증가함에 따라 철강재의 아시아 역내 교역이 과거 대비 증가한 수준을 보이고 있으며, 해당 국가에서 자체적인 철강생산능력을 확대하려는 움직임을 보이고 있어 아시아 지역에서의 철강생산량은 증가 추세를 지속할 것으로 전망된다.

철강산업은 대규모 장치산업으로서 지속적인 CAPEX가 요구되는 자본집약적 산업이며, 소재산업의 특성 상 전후방산업과의 연관효과가 매우 크다. 또한 건설, 자동차, 조선 등 수요산업에 대한 안정적인 철강소재 공급을 담당하는 국가기간산업으로서, 경제성장, 고용창출 등에 대한 파급효과가 매우 크다. 최근 글로벌 철강업계에 공급과잉 기조가 지속되면서 미국, 유럽 등 선진국과 더불어 동남아, 중남미 등 신흥국은 자국 철강산업 보호를 목적으로 반덤핑·상계관세, 긴급수입제한조치(Safeguard) 등 적극적인 철강제품 수입규제를 실시하고 있다. 특히, 미국은 2015년 무역특혜연장법 2015(TPEA; Trade Preferences Extension Act of 2015) 제정 이후 한국에 대해 높은 수준의 반덤핑/상계관세율을 산정한 바 있으며, 2018년 무역확장법 232조 (Section 232 of the Trade Expansion)를 한국산 철강재에 적용하며 현재까지 한국

³ 산업위험 평가의 상세근거는 당사가 발간한 산업위험 평가를 참조하기 바란다.

산 철강재에 대해 수입물량 쿼터제를 지속하고 있다. 이렇듯 각국의 수입규제의 강도가 높아지며 수출규제의 예측가능성 또한 낮아진 가운데, 글로벌 무역규제 강화의 근본적인 원인인 글로벌 철강산업의 생산능력 과잉 및 무역수지 불균형은 중단기적으로 해소되기 어려운 구조적인 문제로 세계 각국 정부의 규제 강도는 높은 수준을 지속할 전망이다.

다양한 전방산업 보유로 인한 위험 분산효과 존재

소재산업으로서의 철강산업은 2022년 실수요처 출하비중 기준 건설업 36.5%, 자동차 27.7%, 조선 16.5% 등 다양한 전방산업을 보유하고 있으며, 이들 산업에 소재를 공급하기 위해 봉형강, 판재, 강관 등 여러 세부산업이 형성되어 있다. 열연강판은 냉연강판의 원재료로 공급되거나 조립금속, 산업기계, 건설업 등에 소재로 공급되며, 냉연강판은 자동차, 가전, 건설 등에 주로 사용된다. 또한 후판은 대체로 조선업에 사용되고 건설업 등에서도 일부 수요가 존재하며, 봉형강류 제품은 주로 건설자재로 사용된다. 이와 같은 다양한 전방수요산업으로 인하여 위험분산 효과가 존재하며, 이들 국내 산업의 국제경쟁력이 양호하다는 점은 국내 철강산업의 사업기반에 긍정적으로 작용하고 있다.

한편, 철강사들은 제품별 비중에 따라 수요산업 비중이 상이하여 개별 철강사들이 직면하는 업황에는 다소간의 차이가 있으나, 전반적인 철강수요는 경제성장률과 대체로 밀접한 관계를 지니고 있다. 최근 코로나19로 인하여 세계 철강수요는 글로벌 경기 상황에 따라 높은 변동성을 보인 바 있으며, 이후 전세계적인 경기둔화로 인해 글로벌 철강 수요증가 추세도 부진한 모습을 보이고 있다.

공급조절능력의 비탄력성

철강산업은 설비투자단위가 크고 증설에 장기간이 소요된다. 일관제철의 경우 신규 설비투자가 통상 연간 생산능력 기준 300~400만 톤 단위로 이루어지므로 호황기에 즉각적인 증설이 어려울 뿐 아니라 불황기에도 설비 폐쇄 및 제거에 거액의 손실이 발생하여 생산감축이 용이하지 않다. 따라서 경기 변동 시 적절한 대응이 어려운 산업으로서 불황기에는 만성적인 적자가 지속될 위험을 내포하고 있다. 반면, 철강 수요는 국가 경제성장에 따라 완만한 증가속도를 보이는 것이 일반적이기 때문에 업계의 증설투자가 집중될 경우 공급과잉이 발생하면서 가격이 급락할 수 있다. 이와 같은 구조적인 수급 불일치 발생 가능성이 존재하며, 이는 철강재 가격의 변동성을 높이고 철강업계 수익성의 안정성을 저해하는 위험요소로 볼 수 있다.

철강산업은 장기적인 수요성장성이 낮은 수준

2008년까지 꾸준히 증가하여 왔던 국내 철강소비는 2009년 금융위기 당시 수요가 급격히 위축된 이후 과거 수준에 미치지 못하고 있다(국내 철강재 명목수요 2008년 58.6백만톤, 2016년 57.1백만톤, 2022년 51.3백만톤). 최근에는 2020년 코로나19로 인한 수요 급감 이후 2021~2022년 상반기까지 철강 수요가 확대되기도 하였으

나 2022년 하반기 이후 국내 철강 수요 성장률은 조선 업황 개선에도 불구하고 건설업 및 기타 산업 내 전반적인 수요 둔화 등의 영향으로 완만한 하향세를 보이고 있다. 한편, 글로벌 철강소비 증가율은 세계 철강소비의 50% 내외의 비중을 차지하고 있는 중국의 성장률 둔화로 낮은 수준에 머무르고 있다. 반면, 인도, 동남아시아 국가 등 신흥국의 설비 증설이 진행 중에 있어 향후 철강재 공급과잉으로 인한 수급환경 저하가 예상된다. 이에 따라 아시아 시장을 중심으로 한 글로벌 철강시장에서 국내 철강회사들과 중국 및 일본 철강사들 간 경쟁 강도가 높아질 전망이다, 이는 철강업계의 전반적인 수익성에도 부정적인 요인으로 작용할 전망이다.

수급환경 저하로 인하여 전방교섭력이 약화되는 추세

최근 국내외 수급환경 저하로 철강산업의 전방교섭력은 약화되는 추세를 보이고 있다. 2010년 이전까지 상공정을 보유한 고로 및 전기로사가 생산하는 열연강판, 후판, 봉형강은 대체로 국내 공급이 부족하거나 수급이 균형상태인 품목이었기 때문에, 시장 경쟁강도가 하공정 제품에 비해 상대적으로 약하고 전방산업에 대한 가격교섭력도 양호한 수준이었다. 반면, 하공정에 위치한 냉연사들이 생산하는 냉연강판 시장은 만성적인 공급과잉 품목으로 경쟁이 치열하고 전방교섭력 또한 취약한 모습을 보여왔다. 그러나 수요 부진과 중국산 저가 철강재 유입 증대 등으로 국내 철강시장은 수요자의 협상력이 확대되고 있으며, 철강업계 전반의 전방교섭력이 점차 하락 중인 것으로 판단된다. 특히, 공급부족으로 과거 전방교섭력이 매우 우수하였던 열연강판, 후판 등의 제품 군에서 교섭력 약화가 두드러지게 나타나고 있다.

한편, 국내 철강제품의 유통경로 가운데 건설사, 조선사, 자동차사 등 대형 실수요자 대상 직거래가 60% 내외를 차지하며 나머지는 판매대리점(Steel Service Center), 도소매업체 등 유통업체를 경유하여 소형 실수요자에게 공급된다. SSC는 대형 철강사가 전국 각지에 운영하고 있는 대리점으로 단순 유통기능 이외에도 절단공정 등 가공기능을 가지고 있으며, 보유 재고물량을 활용한 수급조정의 역할도 수행한다. 사업구조 상 대형철강사는 SSC에 대하여 가격교섭력 등의 측면에서 우위를 점하고 있다.

원재료 조달의 해외의존 도가 높아 후방교섭력은 열위

국내 고로사 및 전기로사들은 철광석, 원료탄, 철스크랩, 니켈 등 주요 원재료를 해외시장에 크게 의존하고 있다. 이들 원재료의 국제시장은 생산자들에 의하여 가격 및 물량이 주도되는 Seller's Market이기 때문에, 국내 철강회사들은 후방교섭력이 열위하고 원재료 조달 위험이 높은 수준이다. 대부분을 수입에 의존하는 철광석의 경우, VALE, Rio Tinto, BHP Billiton, FMG 등 상위 4개사가 세계 시장의 약 70% 내외를 점유하고 있다. 철광석을 대체할 수 있는 투입요소가 사실상 존재하지 않고 원재료가 철강사의 원가에 미치는 영향이 크기 때문에 철광석 공급자의 교섭력은 구조적으로 글로벌 주요 철강사 대비 우위에 있는 상황이다. 한편, 2010년 이후 냉연강판사들은 현대제철의 고로 준공으로 국내 열연강판 공급이 확대되고 중국산 소재 유입이 확대됨에 따라 과거 절대적인 지배력을 보유했

고 있던 포스코의 제품 이외에도 선택의 폭이 넓어지고 원재료 관련 가격교섭력이 강화되었다.

높은 진입장벽 및 시장집중도

철강산업은 자본집약적 장치산업으로 초기에 막대한 설비투자가 요구되는 특성을 지닌다. 이는 신규기업에게 높은 진입장벽으로 작용하며 철강산업의 높은 시장집중도로 연결되고 있어, 신규 경쟁기업의 출현 위험을 완화시키는 유리한 산업위험 요소라 할 수 있다.

막대한 설비투자규모로 인해 진입장벽이 가장 높은 고로사의 경우 미국, 러시아, 일본, 중국 등 철강소비규모가 큰 국가를 제외하고는 대부분 1국 1기업의 형태로 운영되어 국가 단위에서는 독점적 특성을 보이고 있다. 국내에서도 포스코가 사실상 독점적으로 사업을 영위하여 왔으나 현대제철이 2010년 고로를 준공함으로써 양사체제가 되었다. 고로에 비해 상대적으로 투자부담이 작은 전기로의 경우 생산능력 기준 상위 4개사(현대제철, 동국제강, 포스코, 세아베스틸)의 시장집중도가 높은 모습이다. 한편, 상공정이 없는 압연, 도금, 칼라강판사의 경우 압연 또는 가공 설비만 투자하면 되므로 진입장벽은 상대적으로 낮은 것으로 분석된다.

산업주기상 경쟁이 치열하고 성장성이 낮은 성숙기 단계

국내 철강산업은 산업수명주기 상 성숙기 단계에 있다. 국가 경제성장률과 상관관계가 높은 조강생산 증가율은 2010년 현대제철의 고로 준공 이후 크게 상승한 바 있으나, 중장기적으로 증가율이 하락할 것으로 전망된다. 성장 정체로 인한 경쟁심화로 인해 국내 철강사들에게 생산효율성 제고, 제품 차별화, 판매 다각화 등을 통한 경쟁력 강화의 중요성이 증가하고 있다. 세계 철강산업 또한 중국 등 주요 소비국에서의 수요 둔화 및 과도한 잉여생산능력으로 인하여 성숙기에 접어들고 있는 모습이다. 2008~2009년 글로벌 경제위기를 제외할 경우 세계 철강산업은 중국의 고도 성장을 배경으로 대체로 고성장을 구가하여 왔으며, 2002~2011년 사이 조강생산량 증가율(CAGR)은 6.1%에 달하였다. 그러나 2012~2022년 조강생산량 증가율(CAGR)은 1.6%로 글로벌 경제성장률 둔화, 전통 제조업 비중의 하락, 소재 대체 가능성 등으로 인해 국내외 철강산업의 성장성은 낮은 수준에 머무르고 있다.

탄소중립에 대한 중요성 증가

전세계적인 기후변화에 따른 영향 등으로 탄소 중립 요구에 대한 목소리가 커지고 있다. 철강업은 대표적으로 탄소배출량이 많은 산업으로 특히 고로에서 생산되는 탄소배출량이 전기로 대비 큰 것으로 알려져 있다. 국내 철강사 중 고로를 보유하고 있는 포스코, 현대제철의 탄소중립 관련 투자부담은 전기로 보유 철강사 대비 높을 것으로 보이며, 이와 관련한 자금소요는 중장기적으로 지속될 전망이다. 이와 관련하여 포스코는 HyREX를 통한 수소환원제철 방식의 개발을, 현대제철은 Hycube를 통한 전기로에서의 탄소 감축을 발표한 상황이며, 양사는 2050년까지 탄소중립을 목표로 관련 기술 개발을 진행 중에 있다. 다만, 유럽에서 수입품의 이산화탄소 배출량에 대해 요금을 부과하는 CBAM(Carbon

Border Adjustment Mechanism, 탄소국경조정제도)이 2026년 시행될 예정에 있어 제조 기술 개발 부담 외 직접적인 탄소중립 관련 부담 또한 발생할 전망이다. 또한 미국에서도 CCA(Clean Competition Act, 청정경쟁법안) 등 CBAM과 유사한 법안이 발의되어 있어 유사한 규제가 타 국가에까지 확대될 가능성을 배제할 수 없을 것으로 판단되며, 이와 같은 전세계적인 변화를 고려할 때 철강산업 내 탄소중립에 대한 중요성은 지속적으로 증가할 것으로 전망된다.

III. 신용등급 추이

철강업종 신용등급은 회사별 사업 및 재무위험 변동에 따라 차별화

국내 철강회사의 신용등급은 일관제철사인 포스코 및 현대제철부터 하공정사인 티씨씨스틸까지 다양하게 분포되어 있다. 2014~2015년 수요 둔화, 공급과잉 심화, 중국산 철강재의 유입 등 철강산업의 부정적 경쟁환경이 지속됨에 따라 포스코, 동국제강, 동부제철 등 주요 철강사의 신용등급이 하락하고 현대비앤지스틸, 세아특수강의 등급 전망이 하향조정되는 등 철강업계 전반의 등급하향 추세가 나타났다. 그러나 부정적인 환경요인에 따른 신용등급 차별화가 이미 상당 수준 진행된 2016년 이후 철강사의 신용등급 및 등급전망이 대체로 유지되고 있으며, 개별적인 사업 및 재무 위험 변동에 따라 철강사별로 등급 방향성이 차별화되는 모습을 보이고 있다.

포스코의 경우 2021년 8월 국내외 우호적인 산업환경이 조성될 전망이다 점 등을 반영하여 AA+/Stable에서 AA+/Positive로 등급전망을 상향하였다. 이후 2022년 지주회사인 포스코홀딩스와 포스코 등 자회사로의 물적분할이 진행되었으나, 신설법인 포스코의 경우 분할 전 연결실체 내 철강부문의 영향이 절대적이었던 점을 고려하여 기존 등급이 유지되었다. 그러나, 2022년 12월 글로벌 경기 둔화에 따른 철강수요 위축, 냉천 범람 피해에 따른 영향 등을 고려하여 AA+/Stable로 등급전망을 하향하였으며, 현재까지 동 신용등급을 유지하고 있다.

한편, 동국제강의 경우 2016년 업황악화, CSP에 대한 투자부담에 따른 유동성위험 확대 등으로 BB+/Stable까지 신용등급이 하향되었으나 이후 지속적인 개선세를 보였다. 전방수요 회복 등으로 수익성 및 재무안정성이 개선되어 2022년 BBB+/Stable까지 신용등급이 회복되었으며, 2023년 5월 인적분할 진행과 함께 신용등급을 취소하여 신용등급이 소멸되었다.

현대비앤지스틸은 2017년 12월 A-/Stable에서 A-/Positive로 등급전망이 상향된 뒤 2018년 A/Stable로 신용등급이 상향되었다. 이는 STS냉연강판 시장 내 안정적인 시장 지위, 잉여현금창출을 통한 재무안정성 개선이 지속될 전망이다 점 등을 고려한 것이다. 2022년 현대제철의 STS사업부문 양수 이후 경쟁지위 향상이 예상되는 점 등을 감안하여 A/Positive까지 등급전망이 상향되었으나, 실적 저하 및 높은 차입부담 등으로 인해 2023년 A/Stable로 등급전망이 하향되었다. 한편, 현대종합특수강은 2015년 2월 A-/Stable의 신규등급이 부여된 이후 2019년까지 신용등급을 유지하여 왔으나 2020년 대규모 신규투자에 따른 차입부담 확대 등으로 A-/Negative로 신용등급이 저하되었다. 2022년 A-/Stable로 등급전망을 회복한 이후 현재까지 동 신용등급을 유지하고 있다. 현대비앤지스틸 및 현대종합특수강은 현대제철의 종속회사로 사업

및 재무현황 변동에 따라 신용등급 변동이 발생하였으나, 현대제철의 경우 AA/Stable, A1의 신용등급을 장기간 유지하고 있다.

세아베스틸의 경우 2022년 물적분할 이후 장기신용등급은 세아베스틸지주 연대보증 신용등급 A+/Stable을 보유하고 있으며 단기신용등급은 2023년 신규평가를 통해 A2+를 보유하고 있다. 세아창원특수강(구, 포스코특수강)은 2015년 세아그룹 편입시 장기신용등급 A+/Stable, 단기신용등급 A2+를 보유하고 있으며, 2018년 이후 동일 신용등급을 현재까지 유지하고 있다. 세아제강의 경우 2018년 인적분할이 진행되었으나 분할 전과 동일한 A+/Stable, A2+ 신용등급을 유지하고 있다.

동국산업의 경우 2011년부터 2020년까지 BBB+/Stable의 신용등급을 유지하였으나, 보수적인 투자 집행 등을 바탕으로 차입부담이 크게 완화된 점, 자회사 실적 안정화 등을 통해 양호한 영업실적을 지속할 것으로 전망되는 점 등을 감안하여 2021년 BBB+/Positive, 2022년 A-/Stable로 각각 등급전망 및 신용등급이 상향되었다. 다만, 2023년 철강 및 건설부문의 업황 악화, 건설부문의 재무부담 확대 등으로 인해 A-/Negative로 등급전망이 하향되었다.

한편, 2020년 10월 주석도금강판 생산기업인 티씨씨스틸에 BB+/Stable의 신규등급이 부여되었으며, 현재까지 동 신용등급을 유지하고 있다.

[주요 철강사 신용등급 분포 및 추이]

기업명		2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
포스코	장기	AA+/S	AA+/S	AA+/S	AA+/S	AA+/S	AA+/P	AA+/S	AA+/S
	단기	-	-	-	-	-	-	-	-
현대제철	장기	AA/S	AA/S	AA/S	AA/S	AA/S	AA/S	AA/S	AA/S
	단기	-	A1	A1	A1	A1	A1	-	A1
동국제강	장기	BB+/S	-	BBB-/S	BBB-/S	BBB-/S	BBB/S	BBB+/S	-
	단기	-	-	-	-	-	-	-	-
세아베스틸	장기	A+/S	A+/S	A+/S	A+/S	A+/N	A+/S	A+/S(*)	A+/S(*)
	단기	A2+	A2+	A2+	A2+	A2+	A2+	-	A2+
세아창원 특수강	장기	-	-	A+/S	A+/S	A+/S	A+/S	A+/S	A+/S
	단기	A2+	-	A2+	A2+	-	A2+	-	A2+
세아제강	장기	A+/S	A+/S	A+/S	A+/S	A+/S	A+/S	A+/S	A+/S
	단기	A2+	A2+	A2+	A2+	A2+	A2+	A2+	-
현대 비앤지스틸	장기	A-/S	A-/P	A-/S	-	-	A/S	A/S	A/S
	단기	-	-	-	A2	-	-	-	-
현대 종합특수강	장기	A-/S	A-/S	A-/S	A-/S	A-/S	-	A-/S	A-/S
	단기	-	-	-	-	-	A2-	A2-	-
동국산업	장기	BBB/S	BBB+/S	BBB+/S	BBB+/S	BBB+/S	BBB+/P	A-/S	A-/N
	단기	-	-	-	-	-	-	-	-
티씨씨스틸	장기	-	-	-	-	BB+/S	BB+/S	BB+/S	BB+/S
	단기	-	-	-	-	-	-	-	-

주1 : 2023년 등급은 2023년 10월 31일 NICE신용평가㈜ 보유 유효등급 기준임.

주2 : 등급전망(Rating Outlook)은 P(Positive:긍정적), S(Stable:안정적), N(Negative:부정적), D(Developing:유동적)으로 구분됨.

주3 : 등급감시(Credit Watch)는 등급상향 검토(!), 등급하향 검토(!), 불확실 검토(◆)로 구분됨

주4 : 분할을 진행한 회사의 경우 분할 전 신용등급을 기재하였으며, 세아베스틸의 2022년 이후 장기신용등급의 경우 세아베스틸지주 연대보증 신용등급임.

IV. 철강산업 신용평가요소와 적용

[철강기업의 신용평가 요소]

범주	하위범주	평가요소 및 평가지표
사업위험	산업위험	
	경쟁지위	매출액
		전후방교섭력
		제품다각화
		수요기반의 안정성
		생산효율성
EBITDA 마진		
재무위험	금융비용 Coverage	EBITDA/(CAPEX+금융비용)
	재무구조 및 자산의 질	부채비율
		순차입금의존도
	현금흐름 적정성	총차입금/EBITDA
재무적용통성	조정잉여현금흐름/총차입금	

철강기업의 등급평가는 기본적으로 당사의 일반적인 등급결정 방식 및 과정을 따른다. 철강업종을 영위하는 피평가사의 사업위험 관련 하위범주(산업위험, 경쟁지위)와 재무위험 관련 하위범주(금융비용 Coverage, 재무구조 및 자산의 질, 현금흐름 적정성, 재무적 융통성 등)에 대해 각각의 평가가 이루어지며, 이를 종합하여 최종 등급을 확정한다. 단, 각 요인별 등급구간 정의와 핵심 평가요소는 여타 산업과 달리 철강산업이 갖는 사업특성을 고려하여 특정한 범위의 값, 특정 요소를 적용하고 있다. 아래에서는 철강기업에 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 실적 적용기간은 산업적 요인을 감안해 5년을 기본으로 하되, 기업 특수성 요인 등을 감안하여 기간을 달리 적용할 수 있다. 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 철강업종 기업의 사업위험을 평가함에 있어서도 철강산업의 위험도인 “보통(평균) 수준 [IR-BBB-]”를 다른 하위범주들의 평가요소에 대한 요소등급과 함께 종합하여 반영한다.

나. 경쟁지위

철강기업 경쟁지위를 평가하는 항목으로는 매출액, 전후방교섭력, 제품다각화, 수요기반의 안정성, 생산효율성, EBITDA마진이 있다.

매출액

평가요소의 분석적 의의

대규모 설비투자가 요구되는 장치산업인 철강산업에 있어 시장지위는 기업의 전반적인 경쟁력을 판단하기 위한 핵심적인 사업위험 평가요소이다. 매출규모는 여타 사업지표가 종합된 중요한 평가지표이면서 객관화가 용이한 장점이 있다. 매출규모가 클 경우 경쟁기업에 비해 우월한 시장지위를 확보할 수 있으며, 규모의 경제효과 등을 통해 수익성의 우위가 발생할 수 있다. 또한 다수의 고정 거래처를 바탕으로 사업환경의 악화 시에도 실적저하의 폭이 상대적으로 작을 가능성이 높다.

평가지표의 기준 및 적용

매출액은 고로사인 포스코와 현대제철이 국내 철강사 중 각각 1,2위이다. 2022년 분할을 진행한 세아베스틸의 경우 연간 2조원 이상의 매출이 전망되며, 세아창원특수강, 세아제강의 경우 1~2조원 수준의 매출규모를 보이고 있다. 하공정사업(압연, 압출 등)을 영위하는 현대비앤지스틸, 현대종합특수강, 동국산업 등은 상대적으로 작은 매출규모를 보이고 있다.

[매출액 등급별 기준]

구분	AAA	AA	A	BBB	BB	BB 이하
매출액	15 조원 이상	8 조~15 조원	2 조~8 조원	3 천억~2 조원	1 천억~3 천억원	1 천억원 미만

전후방교섭력**평가요소의 분석적 의의**

전후방에 대한 우월한 교섭력은 가격결정력에서 우위를 갖게 하여 상대적으로 높은 수익성과 낮은 변동성을 확보할 수 있으므로 매우 중요한 의미를 갖는다. 철강사들은 매출액 대비 원재료 매입비용이 차지하는 비중이 커 원자재가격의 변동분을 판매가격에 전가할 수 있는 전후방교섭력을 확보할 경우 원재료 가격 등락에 따른 실적변동을 보다 완화할 수 있다. 전후방교섭력은 주요 전방수요산업의 경기상황, 제품별 국내외 수급, 해당 기업이 생산하는 제품의 차별화 수준, 시장에서의 수요 및 공급자 수, 상위공급기업의 시장지배력 정도 등 다양한 요인에 의해 결정된다. 철강기업들은 강종별로 상이한 전방산업을 보유함에 따라 전방교섭력에 있어 다소 차별화된 특징이 있다. 한편, 주요 원재료인 철광석, 유연탄 등의 경우 일부 글로벌 광산기업에 의한 시장지배력 수준이 매우 높아 통상 후방교섭력을 확보하기 어렵다. 하공정 철강기업의 경우에도 상공정 철강기업에 대한 원자재의 구매교섭력은 대체로 미흡한 수준이다.

평가지표의 기준 및 적용

철강기업들의 전후방교섭력을 살펴보면, 포스코는 우수한 시장지배력, 차별화된 제품 경쟁력 등을 토대로 극히 우수한 수준으로 판단된다. 현대제철, 세아베스틸은 자동차용 강종의 제품 경쟁력 등을 토대로 매우 우수한 전후방교섭력을 보유한 것으로 분석된다. 세아창원특수강은 스테인리스강과 공구강 부문 중심으로 준독점적인 경쟁지위를 확보하고 있는 점 등을, 세아제강은 유정용강관 등 고부가가치 제품군과 다변화된 매출처 등을 고려할 경우 우수한 수준의 전후방교섭력을 보유하고 있는 것으로 판단된다. 한편, 하공정에 해당하는 냉연판재류 기업이나 철강재 유통업을 영위하는 판매대리점(SSC)의 경우 상대적으로 시장집중도가 낮고, 전방산업 업황 부진 등으로 인해 전후방교섭력이 보통 또는 그 이하인 수준으로 파악된다. 다만, 현대비앤지스틸의 경우 냉연판재류 기업임에도 불구하고 2022년 현대제철의 STS부문 양수로 인해 시장지배력이 강화되며 우수한 전후방교섭력을 보유하고 있는 것으로 분석된다.

[전후방교섭력 등급별 기준]

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

제품다각화**평가요소의 분석적 의의**

장치산업인 철강산업은 호황기의 즉각적인 증설 또는 불황기의 생산감축이 용이하지 않은 점이 위험요인으로 작용하고 있으나, 다변화되고 안정적인 사업구조를 확보하고 있는 철강기업의 경우 국내외 경기변화에 따른 실적변동을 완화할 수 있다. 제품다각화 수준은 경기변동에 따른 사업실적의 민감도를 판단할 수 있는 지표이다. 성격이 상이한 전방 수요산업을 대상으로 다양한 강종을 생산하는 기업은 특정산업에 편중된

제품을 중심으로 하는 사업구조를 보유한 기업에 비해 매출 및 영업이익 규모가 안정적으로 유지될 가능성이 높다. 제품다각화 지표의 경우 기업이 생산하는 제품군의 수와 더불어 각 제품군들의 경쟁력까지 포괄하는 개념이며, 다양한 전방산업을 보유함으로써 발생하는 사업의 안정성을 평가하기 위한 지표의 특성상 단일 제품군만을 생산하는 기업의 경우 제품다각화 지표에서 AA 이상의 평가를 받기 어렵다.

평가지표의 기준 및 적용

제품다각화 수준을 살펴보면, 포스코는 오랜 시간 특정 수요산업에 편중되지 않은 다각화된 사업구조를 바탕으로 극히 우수한 경쟁력을 보유한 것으로 평가된다. 봉형강, 판재류, 강관 등 제품 구성이 다양하며, 각 제품의 경쟁력 또한 극히 우수한 경쟁력을 보유하고 있는 것으로 판단된다. 스테인리스강과 공구강 부문에서 준독점적인 지위를 보유하고 있는 세아창원특수강의 경우 매우 우수한 경쟁력을 보유하고 있는 것으로 판단되며, 특수강봉강과 단조품을 생산하는 세아베스틸과 강관류를 생산하는 세아제강은 제품경쟁력이 우수한 수준인 것으로 평가된다. 한편, 냉연판재류 기업들의 경우 제품다각화 수준이 양호 또는 그 이하 수준인 것으로 판단된다.

[제품다각화 등급별 기준]

구분	AAA	AA	A	BBB	BB	B 이하
제품다각화	다수의 제품군 취급, 극히 우수한 경쟁력 보유	다수의 제품군 취급, 매우 우수한 경쟁력 보유	단일/다수의 제품군 취급, 우수한 경쟁력 보유	단일/다수의 제품군 취급, 양호한 경쟁력 보유	단일/다수의 제품군 취급, 다소 미흡한 경쟁력 보유	단일 제품군 취급, 미흡한 경쟁력 보유

수요기반의 안정성

평가요소의 분석적 의의

철강 수요 부진이 장기화되고 있는 상황에서 수요기반을 안정적으로 확보하고 있을 경우 거시경제 침체 등의 영향을 완화할 수 있다. 수요기반의 안정성은 수직계열화 수준, 고정거래처 확보 여부, 수요 산업의 경기전망 및 변동성 등을 종합적으로 고려하여 판단할 수 있다. 구체적으로, 하공정을 직접 영위하거나 전방수요산업을 영위하는 계열사를 보유하는 등 수직계열화 수준이 우수할 경우 수요산업의 경기 변동에 따른 영향을 완화할 수 있다. 또한, 품질경쟁력 또는 기술력 등 차별화 요소에 기초하여 글로벌 자동차사, 가전사 등 우량 수요처를 고정거래처로 확보하고 있을 경우 이익창출력의 안정성을 제고할 수 있으며, 핵심 수요 산업의 중단기 실적 전망이 양호하거나 수요 산업의 특성상 변동성이 작은 경우 관련 철강사의 실적 또한 안정적인 실적 시현이 가능하다. 수요기반의 안정성은 계열 매출 또는 매입 비중을 살펴보거나 주요 거래처별 매출(또는 매입) 추이, 핵심 수요산업 전망 등의 자료에 기초하여 판단한다.

평가지표의 기준 및 적용

포스코는 대부분의 글로벌 최상위권 자동차사, 가전사와 장기간 거래관계를 유지하고 있으며, 해외법인 등 계열사를 통해 방대한 글로벌 가공, 판매망을 확보하고 있어 수요기반이 매우 안정적이다. 현대제철은 자동차용 철강재 부문에서 매우 높은 수준의 수직계열화를 갖추고 있다. 한편, 세아베스틸은 국내 완성차기업 및 다수의 자동차부품사를 고정거래처로 확보하고 있고, 세아창원특수강의 경우 다양한 전방산업을 보유하고 있어 수요기반의 안정성이 우수한 수준인 것으로 평가된다. 세아제강은 에너지용 강관, 구조용 강관 제품군에서 각각 글로벌 에너지기업, 국내외 건설사들을 고정거래처로 확보하고 있는 점을 고려할 때 안정적인 수요기반을 보유하고 있는 것으로 판단된다. 한편, 대부분의 하공정 철강기업들과 철강재 유통업의 경우 수요기반의 안정성이 보통 또는 미흡한 수준으로 평가된다.

[수요기반의 안정성 등급별 기준]

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

생산효율성**평가요소의 분석적 의의**

생산효율성은 설비가동률, 단위 생산량당 소요원재료, 자산회전율, 유무형자산투자 대비 매출액 등 여러 지표로 파악될 수 있다. 정량적 지표 외에도 산업 및 제품의 경기 변동주기에 대한 전략적 대응능력, 경영안정성 및 전문성, 업무프로세스의 합리성, 원재료 조달의 안정성, 노무 및 물류관리 등도 주요 고려대상이 될 수 있다. 철강산업은 장기간에 걸쳐 투자가 이루어지는 점을 감안할 때, 전문성을 가진 경영진에 의한 적절한 의사결정 및 추진이 요구된다. 또한 철강산업의 경기변동주기가 단축되고 후방 수요가로부터의 요구사항이 다양해짐에 따라 이에 적극적으로 대처하는 전략적 대응능력이 필요하다.

평가지표의 기준 및 적용

생산효율성을 살펴보면, 포스코는 오랜 기간 조강생산능력 기준 90% 내외의 가동률을 보이고 있으며, WSD(World Steel Dynamics)가 선정하는 글로벌 철강사 경쟁력 순위에서 최근 13년간 1위를 차지하는 등 생산효율성이 극히 우수한 수준으로 평가된다. 또한 현대제철, 세아베스틸, 세아창원특수강, 세아제강 등은 규모의 경제 등에 기초하여 매우 우수한 생산효율성을 보유한 것으로 판단된다. 반면, 고로, 전기로 등의 생산시설을 보유하지 못한 대부분의 하공정사의 경우 보통 또는 그 이하의 생산효율성을 보유하고 있는 것으로 평가된다.

[생산효율성 등급별 기준]

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

**EBITDAmargin
(EBITDA/매출액)****평가요소의 분석적 의의**

EBITDAmargin은 기본적으로 수익성 지표이지만 동시에 운영효율성의 척도이기도 하다. 유사한 지표로 EBITmargin이 있으나 장기산업으로서 감가상각비 비중이 큰 철강업의 특성상 회사별 비교가능성 측면에서는 EBITDAmargin이 보다 유용하다. EBITDAmargin이 우수한 기업은 통상 전후방 산업에 대해 양호한 교섭력을 갖고 있고 원가절감능력이 뛰어나며 설비가동률이 높게 유지되는 특성을 가진다. 동 지표는 중장기적으로 지속 가능한 수치일 때 의미를 가지므로 특정연도가 아닌 최근 수년간 또는 그 이상의 실적 추이를 감안하여 판단한다.

평가지표의 기준 및 적용

EBITDAmargin을 살펴보면 현대제철, 세아차원특수강의 최근 5년간 평균값이 10%를 상회하는 등 매우 우수한 수준으로 판단되며, 포스코의 경우 분할 이후 10% 내외의 EBITDAmargin이 전망된다. 세아제강, 현대비앤지스틸 등은 우수한 EBITDAmargin을 시현하고 있으며, 현대종합특수강, 동국산업 등은 EBITDAmargin이 보통 혹은 그 이하 수준으로 평가된다.

[EBITDAmargin 등급별 기준]

구분	AAA	AA	A	BBB	BB	B 이하
EBITDAmargin	15% 이상	10% 이상 ~ 15% 미만	7% 이상 ~ 10% 미만	4% 이상 ~ 7% 미만	2% 이상 ~ 4% 미만	2% 미만

2. 재무위험 핵심평가요소와 적용

철강기업의 재무위험을 평가하는 하위범주로는 금융비용 Coverage, 재무구조 및 자산의 질, 현금흐름, 재무적 융통성이 있다. 각 하위범주별 세부 평가요소 및 평가지표의 경우 금융비용 Coverage는 EBITDA/(CAPEX+금융비용), 재무구조 및 자산의 질은 부채비율 및 순차입금의존도, 현금흐름 적정성은 총차입금/EBITDA 및 조정잉여 현금흐름/총차입금을 사용한다.

가. 금융비용 Coverage

금융비용 Coverage 는 기업이 이익을 창출할 수 있는 능력이며 현금흐름 창출의 기반이 된다. 당사는 철강기업의 금융비용 Coverage에 대한 평가지표로 회사가 창출하는 본원적인 현금수익(EBITDA)과 회사의 주요 현금지출 항목인 투자부담(CAPEX) 및 금융비용(이자비용) 간 상대적 차이를 측정하는 EBITDA/(CAPEX+금융비용) 지표를 활용한다.

EBITDA/(CAPEX+금융비용)

평가요소의 분석적 의의

EBITDA/(CAPEX+금융비용) 지표는 유무형자산에 대한 투자부담 및 금융비용부담 대비 현금창출력을 측정하기 위한 지표이다. 철강산업은 규모의 경제가 작용하는 산업으로 초기 설비투자 이후에도 증설 및 설비합리화 투자 수요가 지속적으로 발생하는 점을 고려하여 금융비용 부담 뿐만 아니라 투자부담을 포함하여 현금창출력의 수준을 평가한다. 이자비용에는 손익계산서상 이자비용 뿐만 아니라 매출채권 처분손실이 포함되며, 자본화 금융비용 또한 분석 필요성에 따라 반영할 수 있다.

평가지표의 기준 및 적용

EBITDA/(CAPEX+금융비용)의 보통 수준(BBB)을 1.0배 초과 및 1.5배 이하로 산정하며, 높을수록 상위 구간, 낮을수록 하위 구간에 적용하고 있다. 포스코의 경우 2022년 냉천 범람으로 인한 영향에도 불구하고 향후 우수한 수준 이상의 지표를 보일 전망이며, 현대제철은 단기적으로 극히 우수한 지표를 보이기도 하였으나 투자주기 및 경기순환주기를 감안한 5년 평균으로는 우수한 수준을 유지하고 있다. 세아창원특수강, 세아제강은 EBITDA 창출력 대비 CAPEX, 금융비용 부담이 높지 않아 매우 우수한 수준의 지표를 보이고 있다. 현대비앤지스틸의 경우 최근 5년 평균 EBITDA 창출 규모가 투자부담 및 순금융비용 대비 2배를 상회하여 Coverage 지표가 매우 우수한 수준이다.

[금융비용 Coverage 등급별 기준]

구분	AAA	AA	A	BBB	BB	B 이하
EBITDA/ (CAPEX+금융비용)	2.5배 초과	2.0배 초과 ~2.5배 이하	1.5배 초과 ~2.0배 이하	1.0배 초과 ~1.5배 이하	0.5배 초과 ~1.0배 이하	0.5배 이하

나. 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 있으며 타인자본의 양적·질적 성격에 따라 재무위험 수준이 큰 영향을 받고 있다. 또한 자산, 부채를 구성하는 계정 요소에 따라 실질적 재무안정성은 차별화된다. 당사는 철강기업의 재무구조 및 자산의 질에 대한 주요 평가지표로 부채비율, 순차입금의존도를 활용한다.

부채비율**평가요소의 분석적 의의**

부채비율은 회사의 자본 구성을 평가하는 기본적인 평가지표로서 자기자본 대비 부채 부담수준을 평가하기 위한 지표이다. 차입금과 더불어 무이자부채까지 포함하는 전체 부채규모를 자기자본과 비교하여 부채에 대한 총당능력을 평가한다.

평가지표의 등급별 기준 및 적용

부채비율의 경우 보통 수준(BBB)을 120% 초과 및 160% 이하로 산정하고, 높을수록 상위 구간, 낮을수록 하위 구간에 적용하고 있다. 한편, 순차입금의존도는 보통 수준(BBB)을 30% 초과 45% 이하로 산정하고, 15%p를 기준으로 급간을 설정하였다.

포스코, 세아창원특수강, 세아제강, 현대비앤지스틸 등은 낮은 차입부담 및 이익의 내 부유보를 통한 자본축적 지속으로 부채비율이 매우 우수한 수준으로 분석된다. 다만, 세아베스틸은 분할 이후 이전 대비 부채비율이 다소 증가하였으나 우수한 수준을 보일 전망이며, 현대제철은 100% 내외의 부채비율을 유지하고 있다.

[부채비율의 등급별 기준]

구분	AAA	AA	A	BBB	BB	B 이하
부채비율	60% 이하	60% 초과 ~90% 이하	90% 초과 ~120% 이하	120% 초과 ~160% 이하	160% 초과 ~200% 이하	200% 초과

순차입금의존도**평가요소의 분석적 의의**

총자산 대비 순차입금의 비중인 순차입금의존도는 차입금 규모에 대한 분석과 더불어, 투자 관련 소요자금의 조달원천에 대한 걱정성을 파악하는 중요한 지표로 활용된다. 다만, 개별 기업의 재무정책에 따라 현금성자산의 보유 수준에 차이가 발생함을 감안하여 총차입금에서 현금성자산을 차감한 순차입금 지표를 사용한다.

평가지표의 등급별 기준 및 적용

순차입금의존도는 보통 수준(BBB)을 30% 초과 45% 이하로 산정하고, 지표가 낮을수록 상위 구간, 높을수록 하위 구간을 적용한다.

포스코, 세아제강 등은 매우 우수한 수준의 순차입금의존도를 보이고 있으며, 현대제철, 세아베스틸, 세아창원특수강 등은 우수한 수준의 순차입금의존도를 보이고 있다. 현대중합특수강의 경우 상대적으로 과중한 수준의 차입부담을 지속하고 있어 보통 수준의 순차입금의존도 지표를 유지하고 있다.

[순차입금의존도의 등급별 기준]

구분	AAA	AA	A	BBB	BB	B 이하
순차입금의존도	0% 이하	0% 초과 ~ 15% 이하	15% 초과 ~ 30% 이하	30% 초과 ~ 45% 이하	45% 초과 ~ 60% 이하	60% 초과

다. 현금흐름의 적정성

현금흐름의 적정성은 경상적인 영업활동으로부터 창출되는 자금으로 차입금 상환과 투자활동 상 소요자금을 조달할 수 있는 능력을 평가하는 요소이다. 회사의 자체적인 창출 현금의 외부조달자금에 비해 지속적인 발생가능성이 높다는 점에서 효과적인 재무위험 방어수단이며, 수익성 지표에 비해 회계처리방법의 차이에 의한 기업간 격차를 축소시켜 보다 정확하게 상환불능위험을 측정할 수 있다는 장점을 지닌다. 현금흐름 지표의 적용은 신용도가 낮은 기업 분석 시 보다 유용하다. 이는 낮은 신용도로 인하여 외부적 재무용통여력이 미약하여 자체적 자금창출능력에 대한 의존도가 높은 점에 따른 것이다.

당사는 철강기업의 현금흐름 분석을 위해 총차입금/EBITDA 지표와 조정잉여현금흐름/총차입금 지표를 활용한다.

총차입금/EBITDA**평가요소의 분석적 의의**

동일한 내용의 자산을 보유하여도 자산평가방법, 자산재평가 실시 여부 등에 따라 부

채비율 등 재무레버리지 지표에 차이가 존재할 수 있다. 수익창출력 대비 상환부담이 존재하는 차입금의 비율 분석을 통해 재무안정성을 평가하기 위해 총차입금/EBITDA 지표를 사용한다.

평가지표의 기준 및 적용

총차입금/EBITDA의 보통(BBB) 수준을 5.0배 초과 및 8.0배 이하로 평가하며 낮을수록 상위 구간, 높을수록 하위 구간으로 구분한다. 또한 조정잉여현금흐름/총차입금 지표는 보통(BBB) 수준을 -5% 초과 및 5% 이하로 평가하며 높을수록 상위 구간, 낮을수록 하위구간으로 구분한다.

포스코는 분할 이후 다소 증가한 수준의 총차입금/EBITDA를 보일 전망이나 매우 우수한 수준을 유지할 것으로 전망되며, 현대제철은 과거 보통 수준의 지표를 보였으나 동 지표의 개선세가 지속되며 현재 우수한 수준을 보이고 있다. 한편, 세아제강 및 세아창원특수강의 경우 2배 내외의 매우 우수한 수준의 총차입금/EBITDA를 유지하고 있다.

[총차입금/EBITDA의 등급별 기준]

구분	AAA	AA	A	BBB	BB	B 이하
총차입금/EBITDA	1.5배 이하	1.5배 초과 ~ 3.0배 이하	3.0배 초과 ~ 5.0배 이하	5.0배 초과 ~ 8.0배 이하	8.0배 초과 ~ 10.0배 이하	10.0배 초과

조정잉여현금흐름/총차입금

평가요소의 분석적 의의

회사의 영업활동에서 투자를 제하고 창출되는 현금을 통하여 외부 차입금에 어느 정도 대응할 수 있는지 그 대응력을 평가하기 위하여 조정잉여현금흐름/총차입금 지표를 활용한다. 조정잉여현금흐름은 잉여현금흐름을 기본으로 하며, 분석 필요성에 따라 CAPEX 이외의 방법으로 생산능력 확보를 위해 순지출되는 금액을 추가적으로 차감하는 방법으로 산출한다. 이는 저성장 국면이 장기화되고 있는 철강업의 특성 상 자체적인 설비 신증설뿐만 아니라 자산 매입, M&A, 관계기업투자 등의 다양한 형태로 실질적인 설비투자 부담이 발생하고 있음을 감안한 것이다. 조정 대상 금액은 관계기업 또는 종속기업에 대한 지분 취득의 형태로 분석대상 외부로 유출되는 것이 일반적이지만, 자산인수, M&A 구조에 따라 대여금 제공, 전환사채 인수, NPL 매입 등 다양한 형태로 발생할 수 있다. 단, 조정대상 금액의 산출이 불가능하거나 규모가 과소하여 분석상 의미가 미미할 경우 관계기업, 종속기업 지분투자 금액 일체를 조정대상금액으로 간주하거나 별도의 조정절차를 생략할 수 있다.

평가지표의 기준 및 적용

조정잉여현금흐름/총차입금 지표는 보통(BBB) 수준을 -5% 초과 및 5% 이하로 평가하며 높을수록 상위 구간, 낮을수록 하위구간으로 구분한다.

세아제강, 세아창원특수강은 차입금 및 투자부담 확대가 제한적인 수준에 머무른 가운데 우수한 수준 이상의 조정잉여현금흐름/총차입금을 시현하였으며, 현대제철은 보통 수준을 지속하고 있다. 포스코, 세아베스틸은 분할 이후 보통 수준의 조정잉여현금흐름 지표를 시현할 것으로 전망되며, 현대비앤지스틸과 현대중합특수강은 조정잉여현금흐름 지표가 다소 열위한 수준을 보이고 있다.

[조정잉여현금흐름/총차입금의 등급별 기준]

구분	AAA	AA	A	BBB	BB	B 이하
조정잉여현금흐름 /총차입금	25% 초과	15% 초과 ~ 25% 이하	5% 초과 ~ 15% 이하	-5% 초과 ~ 5% 이하	-15% 초과 ~ -5% 이하	-15% 이하

라. 재무적 융통성**재무적 융통성****평가요소의 분석적 의의**

재무적 융통성에 대한 평가는 정성적 요소에 해당한다. 재무적 융통성 분석은 특히 단기신용등급 평가와 신용도가 낮은 기업 평가 시에 보다 높은 상대적 중요도를 지닌다.

재무적 융통성은 기업이 직면할 수 있는 경기하락, 금융시장 경색, 대규모 투자수요 발생 등과 같은 자금압박 시 정상적인 영업활동 및 신용도에 영향을 미치지 않는 범위 내에서 부족자금을 충당할 수 있는 능력을 의미한다. 사용 가능한 자금조달의 원천에 따라 자체적인 자금조달능력과 계열 및 주주의 지원가능성으로 구분할 수 있으며, 자체적인 자금조달능력으로는 보유 현금성 자산, 비업무용/유휴 자산 및 이의 담보제공여력과 운전자금 및 투자규모의 탄력적인 조정 가능성 등이 있다. 철강기업은 원재료의 상당부분을 수입에 의존하면서 유산스 규모가 상대적으로 크며, 일부 기업들의 경우 유산스의 탄력적인 운용을 통해 현금흐름을 조정하기도 한다. 또한, 공장의 유지보수를 위한 자본적 지출 이외에 신규 투자활동의 탄력적인 조절이 가능하다.

주주로부터의 지원은 사업 및 재무위험 측면 모두에서 발생할 수 있으며, 주주의 지원의지 및 능력도 평가요소가 된다. 자체신용도를 도출하는 과정에서의 주주로부터의 지원 가능성은 경상적으로 이루어지는 수준의 지원만을 고려하고, 비경상적으로 이루어질 수 있는 주주의 지원 가능성은 자체신용도를 바탕으로 최종신용등급을 산출하는

과정에서 반영한다.

평가요소의 기준 및 적용

각 회사의 재무적 융통성은 위에 언급한 바와 같이 현금성자산 보유의 현황, 보유 자산의 질, 자본시장 접근성, 주주 및 계열 요인 등을 종합적으로 검토하여 평가한다.

포스코는 국내외 최고 수준의 경쟁력을 바탕으로 자체적인 자금조달역력이 극히 우수한 수준이며, 또한 높은 대외신인도를 바탕으로 필요 시 국내외 금융시장을 통한 대규모 자금조달이 용이하다. 현대제철, 현대비앤지스틸, 현대중합특수강은 현대자동차 그룹의 계열사이며, 특히 현대제철의 경우 계열에 대한 영업의존도가 증가하고 있다. 현대자동차, 기아와 같은 Captive Market을 보유하고 있다는 것은 단기적 측면에서 안정적인 수요처 확보를 의미하며 장기적 측면에서도 지속적 거래를 통한 기술개발 및 생산성 향상을 가져올 수 있다는 측면에서 유리하다. 또한 사업상 수혜 외에도 현대자동차그룹의 재무적 지원가능성 역시 이들 회사에게는 재무적인 융통성으로 인정될 수 있다.

세아베스틸, 세아창원특수강, 세아제강 등 세아그룹 계열사들 또한 우수한 재무구조, 보유 중인 유형자산의 추가 담보제공 여력, 높은 대외신인도 등을 고려할 때 재무적 융통성이 우수한 수준으로 평가된다.

[재무적 융통성의 등급별 기준]

구분	AAA	AA	A	BBB	BB	B 이하
재무적 융통성	극히 우수	매우 우수	우수	보통	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 철강기업은 [산업별 평가방법론:총론1]을 적용하고 있어 별도의 제시를 생략한다.

V. 요약 및 결론

철강기업의 핵심 평가요소는 지금까지 서술한 바와 같이 전후방교섭력, 제품다각화, 수요기반의 안정성, 생산효율성 등 사업위험 관련 평가 항목들과 금융비용 Coverage, 재무구조 및 자산의 질, 현금흐름 적정성, 재무적 융통성 등 재무위험 관련 하위범주들로 구성되어 있다.

기업의 신용등급 도출은 사업위험을 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 및 재무위험이 모두 높은 기업의 경우 재무경쟁력 특히 현금흐름, 재무안정성, 재무적 융통성 분석에 대한 상대적 중요도가 높으며 사업 및 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. 개별기업의 각 핵심 요소, 지표별 평가는 최종 등급과는 차이가 발생하기 마련이며 특히 특정 핵심요소의 취약성은 다른 상당수 핵심요소가 양호하더라도 최종등급에 부정적 영향을 미칠 수 있다.