



조선(개정안)

산업별 평가방법론

Analyst Contacts

책임연구원 박현준
02-2014-6368
hjpark@nicerating.com

Date

2023.11.20

[의견 요청 사항]

NICE 신용평가는 평가실무를 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) 사업위험 평가요소 중 시장지위 지표 관련 평가항목 변경
- (2) 사업위험 평가요소 중 사업안정성 지표 관련 평가항목 변경

방법론의 대상 및 한계 등

본 평가방법론은 당사가 조선업종에 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:총론_자체신용도 결정체계, 계열관계 반영체계] 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 Profile 과 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, 재무적용통성

[본 방법론으로 공시된 등급이 받는 영향]

본 방법론의 적용으로 기존에 공시되어 있는 등급이 받는 영향은 없다.

[주요 변경 내용]

본 방법론은 2020년 1월부터 적용된 [산업별 평가방법론 - 조선]의 사업위험 평가요소 중 시장지위 지표와 사업안정성 지표의 평가항목을 다음과 같이 변경하였다.

- (1) 사업위험 평가요소 중 시장지위 지표를 수주잔고 기준 시장점유율로 측정하고, 시장점유율의 AA 등급 기준을 5.0% 이상에서 6.0% 이상으로 상향 조정하되, 고부가가치 선종 수주 경쟁력 등 질적 측면을 함께 고려하는 것으로 변경
- (2) 사업위험 평가요소 중 사업안정성 지표를 평가할 때, 기존의 수주잔량(진행기준)/연간매출액 비율 뿐만 아니라, 수주잔고 내 선종 구성, 수주 선가 및 예상 수익성 수준 등 질적 측면을 함께 고려하는 것으로 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 Profile 을 산출하는 것이다. 한편, 자체신용도는 모델 Profile 에 미래 전망을 비롯한 다양한 정성적 요인들을 고려하여 도출하며, 최종신용등급은 자체신용도에서 출발하여 계열관계에 따른 영향을 반영하여 결정한다.
- 본고에서는 국내 조선산업에서 핵심적 평가요소가 무엇인지, 그리고 이러한 평가요소에 대하여 어떻게 판단하며, 개별 평가요소에 대한 판단이 어떻게 종합되어 자체신용도로 이어지는지를 살펴보고자 한다.
- 국내 조선산업의 위험도는 다른 산업에 비하여 “**불리한(높은) 수준 [IR-BB]**”²으로 평가된다. 이는 대규모 설비투자 및 건조경험 축적 필요에 따른 높은 진입장벽과 연간 120조원 내외의 큰 시장규모 등의 긍정적 요인에도 불구하고, 수요산업인 해운업의 수급 상황과 유가등락 등에 따른 높은 시황변동성, 공급의 비탄력성으로 인한 큰 폭의 경기순환주기, 낮은 전방산업 교섭력, 글로벌경기 및 환율 변동 위험에의 노출 등의 부정적 요인을 종합적으로 고려한 결과이다.
- 조선사 평가 시 주로 고려되는 핵심평가요소와 가중치, 신용등급 대응관계는 다음의 [표]에서 제시하는 바와 같다. 구체적 상황에 따라 달라질 수 있으나, 조선산업 평가 시 평가요소 중 생산가능 선종, 시장지위, 재무구조 및 자산의 질, 재무적 융통성 등이 상대적으로 중요성이 높은 것으로 고려된다. 이는 수주산업으로서 경기순환에 민감한 조선산업의 특성을 감안할 때, 우수한 시장지위 및 수주경쟁력을 바탕으로 한 안정적인 수주물량 확보 능력과 영업실적 및 자금수지의 높은 변동성에 대응할 수 있는 안정된 재무적 대응역량이 보다 중요하기 때문이다.
- 금번 평가방법론은 당사가 2020년 제시하였던 평가방법론과 큰 차이점은 없으나, 일부 평가 요소를 측정하는데 있어 사용된 지표에 다소 변화가 있다. 변경된 내용 및 그 이유는 다음과 같다.

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 최근 년도 ‘산업위험 등급 평가’를 참조하기 바란다.

- 사업위험 평가 요소 중 시장지위 지표를 수주잔고 기준 시장점유율로 측정하되, AA 등급의 기준을 5.0% 이상에서 6.0%로 상향 변경하여 대형 조선사와 중소형 조선사 간의 시장지위 수준이 보다 명확하게 구분될 수 있도록 하였다. 또한, 시장지위 평가 시 대형 컨테이너선, LNG 선 및 친환경 추진선 등 고부가가치 선종에서의 수주 경쟁력을 함께 고려함으로써, 양적 측면의 점유율 뿐만 아니라 질적 측면의 시장경쟁력도 반영될 수 있도록 변경하였다.
- 사업위험 평가 요소 중 사업안정성 지표를 평가할 때, 기존의 수주잔량(진행기준)/연간매출액 비율 뿐만 아니라, 수주잔고의 선종 구성, 수주 선가 및 예상 마진을 추이 등을 고려하여 수주잔고의 양적, 질적 개선에 따른 사업안정성 확보 정도를 평가할 수 있도록 변경하였다.
- 한편, 동 평가방법론은 적용일부터 조선사 평가에 적용되나, 금번 변경으로 인해 기존 개별회사 신용등급에 즉각적인 변동이 발생하지는 않는다.

[평가요소와 신용등급간 대응관계]

범주	하위 범주	평가지표	가중치	AAA	AA	A	BBB	BB	B 이하
사업 위험	산업위험		10%					◎	
	경쟁 지위	매출액	10%	10조 원 이상	7 ~ 10조 원	2 ~ 7조 원	1 ~ 2조 원	0.5 ~ 1조 원	0.5조 원 미만
		생산가능 선종	25%	전 선종 건조 가능	다수의 선종 건조 가능	주요 선종 건조 가능	일부 선종 건조 가능	소형 단일선종 건조 가능	자체 생산가능 선종 미비
		시장지위	20%	선도적 시장점유율 10% 이상	글로벌 수위권 시장점유율 6 ~ 10%	글로벌 4~10위 시장점유율 2 ~ 6%	글로벌 10~20위 시장점유율 1 ~ 2%	글로벌 20~50위	글로벌 50위 미만
		사업안정성	10%	수주잔량/매출액 3배 이상	수주잔량/매출액 2 ~ 3배	수주잔량/매출액 1.5 ~ 2배	수주잔량/매출액 1 ~ 1.5배	수주잔량/매출액 0.5 ~ 1배	수주잔량/매출액 0.5배 미만
		설계·생산 및 Risk통제 역량	15%	극히 우수	매우 우수	우수	양호	미흡	매우 미흡
		영업수익성	10%	EBITDA/매출액 15% 이상	EBITDA/매출액 10 ~ 15%	EBITDA/매출액 5 ~ 10%	EBITDA/매출액 3 ~ 5%	EBITDA/매출액 1 ~ 3%	EBITDA/매출액 1% 미만
재무 위험	수익성	EBITDA/금융비용	15%	15배 이상	10 ~ 15배	5 ~ 10배	3 ~ 5배	1 ~ 3배	1배 미만
	재무구조 및 자산의 질	조정부채비율	20%	80% 이하	80 ~ 150%	150 ~ 200%	200 ~ 300%	300 ~ 500%	500% 초과
		조정순차입금 의존도	20%	20% 이하	20 ~ 30%	30 ~ 40%	40 ~ 50%	50 ~ 70%	70% 초과
	현금흐름	EBITDA/조정순차입금	20%	50% 이상	30 ~ 50%	15 ~ 30%	10 ~ 15%	0 ~ 10%	0% 미만
	재무적 융통성	재무적 융통성	25%	극히 우수	매우 우수	우수	양호	미흡	매우 미흡

〈유의사항〉

NICE신용평가사가 제공하는 신용등급은 특정 금융투자상품, 금융계약 또는 발행주체의 상대적인 신용위험에 대한 NICE신용평가사 고유의 평가기준에 따른 독자적인 의견이며, NICE신용평가사가 외부에 제공하는 보고서 및 연구자료(이하 “발간물”)는 상대적인 신용위험 현황 및 전망에 대한 견해를 포함할 수 있습니다. NICE신용평가사는 신용위험을 미래의 채무불이행 및 손실 가능성으로 정의하고 있습니다. 따라서 NICE신용평가사의 신용등급과 발간물은 금리나 환율변동 등에 따른 시장가치 변동위험, 해당 증권이 유동성위험, 내부절차나 시스템으로 인해 발생하는 운영위험을 표현하지는 않습니다.

NICE신용평가사의 신용등급과 발간물은 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 NICE신용평가사의 독자적인 의견으로, 특정 유가증권의 투자의사결정(매매, 보유 등)을 권고하는 것이 아닙니다. 즉, 신용등급과 발간물은 정보이용자의 투자결정을 대신할 수 없으며, 어떠한 경우에도 정보이용자 의 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.

NICE신용평가사는 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 NICE신용평가사는 신용평가 대상인 발행주체와 그의 대리인이 정확하고 완전한 정보를 적시에 제공한다는 전제하에 신용평가업무를 수행하고 있습니다. 그러나, NICE신용평가사는 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 NICE신용평가사는 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, NICE신용평가사는 고의 또는 중대한 과실에 기인한 사항을 제외하고 신용등급 및 발간물 정보의 이용으로 발생하는 어떠한 손해 및 결과에 대해서도 책임지지 않습니다.

NICE신용평가사에서 작성한 발간물에 수록된 모든 정보의 저작권은 NICE신용평가사의 소유입니다. 따라서 NICE신용평가사의 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

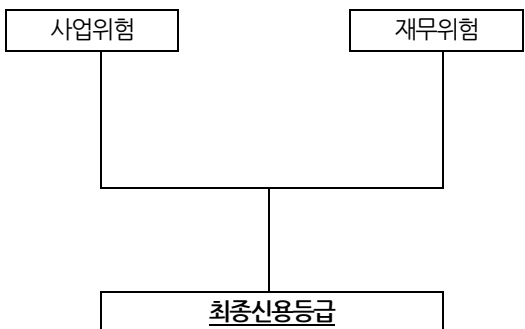
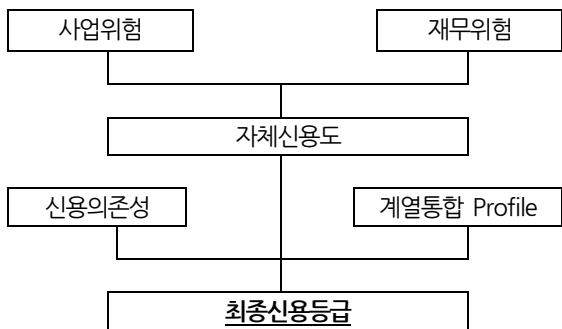
1. 계열관계를 반영한 평가의 접근방식

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]

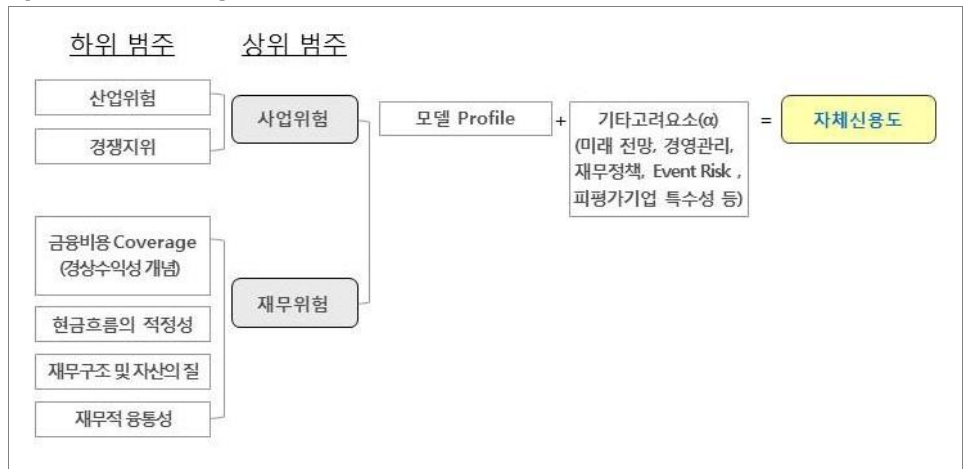
일반적 접근법	단계적 접근법
 <pre> graph TD A[사업위험] --- B[] C[재무위험] --- B B --- D[최종신용등급] </pre>	 <pre> graph TD A[사업위험] --- B[] C[재무위험] --- B B --- D[자체신용도] E[신용의존성] --- F[] G[계열통합 Profile] --- F D --- F F --- H[최종신용등급] </pre>
<p>사업위험, 재무위험 각 평가 범주에 경상적, 비경상적 지원 모두 포함 분석</p>	<p>경상적 지원을 반영한 자체신용도 비경상적 지원을 반영한 최종신용등급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

2. 자체신용도의 결정

국내 조선사의 자체신용도 결정 방식

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

[자체신용도의 도출]



모델 Profile은 최종신용등급 산출을 위한 출발점으로서 등급결정 과정의 투명성을 제고하기 위하여 조선산업의 특성을 일반화한 결과물이다. 즉, 모델 Profile은 조선산업의 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:총론_자체신용도 결정체계]를 따른다. 본 평가방법론에서는 국내 조선사 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 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 지배구조적, 사업적, 재무적 긴밀성의 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

조선산업 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.

한편, 본고에서는 독자의 이해를 돕기 위하여 NICE신용평가로부터 등급을 부여받고 있는 일부 기업에 대하여 평가요소별 등급을 적용하여 제시하고 있다. 다만, 제시된

평가요소별 등급은 평가방법론 적용을 위한 테스트 과정상 수치로서 본 평가방법론 공시 이후 NICE신용평가 등급평정위원회의 평정 절차를 통해 변경될 수 있다.

II. 산업위험 수준

1. 산업위험에 대한 종합 평가

조선산업의 위험은
“불리한(높은) 수준”

NICE신용평가는 조선산업의 위험을 “불리한(높은) 수준 [IR-BB]”으로 판단하고 있다. 이는 대규모 설비투자 및 건조경험 축적 필요에 따른 높은 진입장벽과 연간 120조원 내외의 큰 시장규모 등의 긍정적 요인에도 불구하고, 수요산업인 해운업의 수급 상황과 유가등락 등에 따른 높은 시황변동성, 공급의 비탄력성으로 인한 큰 폭의 경기순환주기, 낮은 전방산업 교섭력, 글로벌경기 및 환율 변동 위험에의 노출 등의 부정적 요인을 종합적으로 고려한 결과이다.

2. 산업위험 평가 근거³

낮은 수출입규제 장벽 등으로 인해 전세계가 단일 시장으로 형성

조선산업은 지역적으로 전세계시장을 분석범주로 한다. 이는 국가간의 낮은 수출입 규제 장벽으로 인하여 전세계가 단일시장으로 형성되는 글로벌 경쟁산업의 특성을 지니고 있기 때문이다. 특히, 대규모 설비 및 기술투자 등에 따른 규모의 경쟁력 확보가 요구되는 산업으로 특정국 내수만으로 이를 달성하기는 어렵다. 실제로 전세계 선박발주의 40% 내외가 유럽 지역에서 발생하는 반면, 선박 건조의 약 80%는 한국, 중국, 일본 등 아시아 지역에서 이루어지고 있다.

수요의 경기민감도는 높은 수준이며, 세분화된 시장 구성으로 인해 선종별로 수요주기 불일치

세계가 단일시장으로 이루어져 있는 조선산업의 특성상 국제경기에 대한 민감도가 높으며, 특히 전세계 교역량 변동, 국제 원자재 수요 변동에 민감하게 반응하는 해운산업의 영향을 크게 받고 있다. 조선산업 시장은 선종별로 구분되며, 각 선종별로 수요 변동에 영향을 미치는 주요 요소에는 차이가 존재한다. 벌커는 전세계 원재료의 수요와 공급의 상황, 원재료 생산지와 소비지의 불일치 정도 등의 요소, 탱커, LNG선 및 해양플랜트는 유류, LNG 가격 등의 요소, 컨테이너선은 공산품 교역량 등의 요소, 초호화여객선은 소득수준 등의 요소에 따라 선박의 수요 변동성이 나타난다. 이와 같이 각 선종별로 영향을 미치는 요소의 차이로 인해 수요 주기가 불일치하여, 각 선

³ 산업위험 평가의 상세근거는 당사가 발간한 산업위험 평가를 참조하기 바란다.

종별로 신조선 발주가 차별화되어 나타나는 특성이 있다.

공급의 비탄력성으로 인해 큰 폭의 경기순환주기 발생

조선산업은 전방산업인 해운업의 영향을 크게 받고 있으며 해운업이 세계 경기 및 교역량에 민감하게 반응하는 산업임에 따라, 조선산업 역시 국제경기, 교역량 변동, 국제 원자재가격 및 원자재 수요 변동 등에 따라 수요가 민감하게 반응하는 경기민감도가 높은 산업 특성을 나타내고 있다. 반면, 선박공급 능력의 확충에는 장기간이 소요되며, 선박 한 척을 건조하기 위해서는 설계기간 6개월을 포함하여 총 1.5년 가량이 소요됨에 따라 수요공급의 불일치가 비교적 장기간에 걸쳐서 나타나게 된다. 따라서 호황기에는 발주량이 증가하나 기존에 구축된 건조설비가 부족하여 선가가 상승하고 다수의 신규 경쟁자도 시장에 진입하게 된다. 반면, 불황기에는 발주량이 감소하는 가운데 호황기 때 증가한 다수의 신규 경쟁자들로 인해 수주경쟁이 심화되고 선가가 하락하며, 경쟁력이 열위한 조선사는 사업 및 재무적으로 어려움에 직면하게 된다.

전방산업에 대한 교섭력은 열위한 수준이나 일부 보완 요인 존재

조선산업은 대표적인 수주산업으로서 선주의 다양한 요구사항에 대한 설계 대응능력, 선박건조의 기술적 신뢰도, 가격 및 납기준수능력이 중요한 수주 요소로 고려되고 있으며, 고부가가치 특수선을 제외한 벌커 또는 탱커 등의 일반상선 건조는 필요 기술수준이 높지 않아 선주의 요구에 대한 대응능력, 원가경쟁력 및 납기준수능력이 수주의 중요한 요소로 작용하는 편이다. 선박구매자는 그리스, 독일, 노르웨이 등의 대형 해운사 또는 용선주 등으로 구성되며, 조선사간 동일 선종 내 제품의 차별화 정도가 낮아 일반적으로 전방교섭력은 다소 열위한 수준으로 인식된다. 이에 따라 선박 가격은 대체로 시장 수급환경의 변화에 의해 결정되고 있으며, 경기순환주기가 크게 나타나는 조선산업 특성상 선박가격의 변동성 또한 크게 나타나고 있다. 다만, 높은 기술력 및 생산효율성을 바탕으로 선주들의 다양한 요구(품질, 납기, 고기능화 등)를 충족시킬 수 있을 경우에는 전방교섭력이 개선될 수 있다. 특히, LNG선, 초대형 유조선 및 컨테이너선 등 상대적으로 높은 기술력과 제작역량이 요구되는 선박의 경우 건조 가능한 조선사가 제한되어 전방교섭력이 일반상선 대비 상대적으로 양호한 수준이다.

후방산업에 대한 교섭력은 다소 열위한 수준

선박 종류 및 규모에 따라 일부 비중에 차이는 있으나 통상적으로 철강재가 선박 제조원가에서 차지하는 비중은 15~30% 내외로 파악되고 있으며, 철강재 중 후판의 비중은 90% 내외로 알려져 있다. 주요 원재료인 후판 가격은 기본적으로 후판의 주요 원재료인 철광석, 유연탄 등의 가격 등락에 따라 결정되며 후판의 수급 상황도 후판 가격에 영향을 미치고 있다. 후판은 과거 시장에서 공급부족 품목이어서 중국산 후판 유입이 증가하였고 중국 시장의 수급환경 변화가 후판 가격에 미치는 영향이 확대되었다. 그러나, 최근 수년간 국내 조선업 수주 부진에 따른 후판 공급과잉 전환 및 중국 철강산업 구조조정 등에 따른 후판 수입감소로 후판 가격에 대한 중국 시장

의 영향이 다소 약화되고 있다. 한편, 조선기자재 등 규모가 작고 다수의 공급자로 구성된 원재료의 경우 조선사의 교섭력이 상대적으로 우위에 있다.

대규모 설비투자, 건조경 험 축적 필요 등이 진입 장벽으로 작용

조선산업은 야드, 도크, 크레인 등 대형건조설비를 확보하는데 대규모 자금과 오랜 기간이 소요된다. 또한, 대형 구조물을 건조하는 산업으로서 건조공법상의 노하우, 후방산업의 발전수준, 숙련된 선박설계 및 생산인력 보유 등이 필수적인 산업이다. 이와 같이 조선산업은 자본·노동·기술의 복합집약적 산업으로서 진입장벽이 높고, 보유 설비·생산능력·기술수준 등에 따라 선종별·규모별로 해당 건조능력을 보유한 조선사가 제한적이다. 다만, 최근에는 자국 조선산업 성장을 위해 중국 등에서 정부차원의 적극적인 지원이 이루어지고 있고, 선박 건조 기술의 발달로 인한 설비투자 기간이 단축되는 등 과거 대비 진입장벽이 낮아진 상태이다.

중국 조선업 성장에 따른 경쟁강도 심화

2000년대 이후 중국 조선업은 견조한 경제성장에 따른 해상물동량 증가, 국수국조 정책, 국가차원에서의 선박기지 건설 등의 적극적인 지원 등을 바탕으로 높은 성장세를 보여왔다. 전세계 물량 중 중국 조선업의 신규수주, 인도, 수주잔고 비중은 2002년 10% 내외에 불과하였으나 2000년대 중반 이후 빠르게 성장하여 최근에는 세계 1위의 시장지위를 확보하고 있다. 중국 조선업의 질적인 경쟁력 수준은 아직 국내 조선사 대비 열위한 것으로 파악되며, 이에 따라 LNG선 및 해양플랜트 등 고부가가치 선종 분야에서 국내 조선사의 우수한 시장지위는 지속되고 있다. 다만, 중국 조선사들은 풍부한 저임금 노동력 및 저렴한 철강재 가격 등을 통해 국내 조선사 대비 우월한 원가경쟁력을 확보하고 있는 것으로 파악되며, 이는 범용선박 시장에서 국내 조선사들의 수주경쟁력을 약화시킬 뿐만 아니라 선박가격 상승을 제한하는 요인으로도 작용하고 있다. 또한, 안정적인 자국선박 수요 및 정부의 적극적인 지원 등을 바탕으로 고부가가치 선종의 제작경험을 축적하고 동 시장에 점진적으로 진입하고 있다.

선박건조능력, 제작역량 등에 따른 차별화 요인 존재

절대적인 발주량 규모가 크게 감소한 상황에서는 조선사별 경쟁력 수준에 따라 업황 침체에 대한 대응력의 차이가 발생할 수 있다. 수주경쟁이 치열한 중소형 벌커, 탱커선 건조에 국한된 조선사는 조선업 불황에 대한 대응력이 상대적으로 약할 수 밖에 없다. 반면, 기술적 난이도가 높은 LNG선, 초대형 유조선 및 컨테이너선 등의 건조가 가능한 조선사의 경우에는 범용선박의 수주감소를 보완하면서 일정수준의 사업안정성을 유지할 수 있다. 또한, 해운산업 내 경쟁이 심화되고 환경규제가 강화되면서 친환경·고효율 선박 발주유인이 지속되고 있어, 이러한 기술력을 확보한 조선사의 경우 추가적인 수주경쟁력 확보가 가능하다.

경기변동에 따른 높은 실 적변동성

선박의 가격은 전세계 건조능력(공급)과 선박의 발주량(수요)의 수준에 따라 결정된다. 호황기에는 발주량이 크게 증가함에도 불구하고, 건조능력이 증가한 발주량을 감

당하지 못하여 선박가격이 상승하게 되고, 반대로 불황기에는 건조능력은 충분하나 발주량이 크게 감소하면서 선박가격은 하락하게 된다. 이와 같은 선박가격의 높은 변동성으로 인해 조선사의 수익성 변동폭도 크게 나타나게 된다. 또한 선박가격은 계약시점에 확정되는 반면, 선박건조는 일정기간 이후부터 장기간에 걸쳐 진행되기 때문에 건조시점에서의 원자재(후판 등) 가격 수준, 대금수령 시점에서의 환율 수준 등에 의해 수익성이 영향을 받게 된다. 조선사들 간의 생산효율성 차이에 따라 수익성의 고저가 발생할 수는 있으나, 이와 같은 요인에 의한 효과는 조선사 전체적으로 유사한 모습으로 나타나고 있다.

대규모 선수금 계상에 따른 부채비율 및 현금유출입 변동

선박은 고가이고, 건조에 장기간이 소요되므로 선박대금은 일정별로 분할하여 수금되며, 선박대금 수령조건에 따라 Standard, Top-Heavy, Heavy-Tail로 구분된다. 선박수주시 선가의 일정액을 선수금으로 수령하는 계약의 특성상, 호황기에는 대규모 선수금(부채항목) 유입으로 부채비율이 높게 나타나고, 반대의 경우에는 오히려 부채비율이 안정적으로 나타난다. 또한, 선수금 유입액을 이용한 차입금의 상황이 가능하여 선수금이 증가하는 대신 총차입금, 순차입금의 규모가 작아지는 등 선수금과 차입금 간의 Trade-off 관계가 존재한다. 따라서 조선사의 실질적인 재무안정성을 판단하기 위해서는 부채비율, 총차입금 또는 순차입금 규모, 선수금 수령액의 사용처 및 내부 유보 비율 등을 종합적으로 고려할 필요가 있다.

조선사는 호황기에 대규모 선수금이 유입되면서 영업현금 및 잉여현금창출력이 개선되며, 불황기에는 반대로 선수금이 감소하면서 현금창출력이 저하되는 모습이 주기적으로 나타나게 된다. 특히, 불황기에는 선수금 감소 외에도 자금결제조건인 Heavy-Tail화 등에 따라 전반적인 운전자금 부담이 확대되는 모습을 보이게 되며, 이에 따라 호황기에 수령한 선수금의 사용처 및 내부 유보 수준에 따라 조선사별로 불황기에 대한 대응력에 차이가 발생하게 된다.

III. 신용등급 추이

2023년 10월말 기준으로 NICE신용평가가 신용등급을 부여하고 있는 조선사는 HD현대중공업, 현대삼호중공업, 삼성중공업, HD한국조선해양이다.

HD현대중공업은 2019년 6월 3일부로 HD한국조선해양(구 현대중공업)으로부터 물적분할되어 설립되었다. 2021년에 조선 시장 내 발주환경 개선으로 수주확대가 예상

되는 점과 우수한 재무안정성을 유지할 것으로 전망되는 점 등을 감안해 장단기 신용 등급을 각각 A/Stable, A2로 부여하였으며 현재까지 유지하고 있다. 현대삼호중공업은 1998년 설립된 HD현대 계열의 조선사이다. 2021년에 수주잔고 회복세를 바탕으로 영업수익성이 점진적으로 개선되는 추세를 보이는 점 등을 감안해 장단기 신용 등급을 각각 A-/Stable, A2-로 부여하였으며 현재까지 유지하고 있다.

삼성중공업은 2018년 4월 대규모 유상증자대금 유입으로 유동성 Risk가 현저히 완화된 점을 반영하여 단기신용등급을 하향검토(↓) 등급감시대상에서 제외하고 A3+로 평가하였다. 2021년에는 지속적인 영업적자 시현과 함께 소송관련 총당금 설정 등 비경상적인 비용 발생으로 대규모 당기순손실이 지속되는 점, 지속적인 손실 시현에 따른 자본 규모 감소, 차입 부담 증가로 재무안정성이 저하되고 있는 점, 중단기적으로 영업수익성과 재무안정성이 의미있는 수준으로 개선되기 어려울 것으로 판단되는 점 등을 고려하여 단기신용등급을 A3로 하향조정하였다. 이후 2023년 들어서 1분기 기준 영업흑자 전환한 가운데, 수주잔고의 양적, 질적 향상을 바탕으로 수익성 개선세가 이어질 것으로 전망되는 점 등을 감안해 기업신용등급과 단기신용등급을 각각 BBB/Positive, A3로 부여하였다.

HD한국조선해양은 2019년 6월 투자 부문 등을 제외한 조선 관련 사업 전부를 물적 분할 하여 현재의 HD현대중공업을 신설하고 동년 8월에 HD현대그룹의 조선계열 중간지주회사로 전환되었다. 사업 구성은 조선, 해양플랜트, 엔진기계 등 조선 계열사들이 영위하는 사업과, HD현대에너지솔루션이 영위하는 그린에너지(태양광) 부문으로 일정 수준 다변화 되어 있다. 조선 기자재 사업 등을 통한 매출 확대를 바탕으로 경상적 경비 지출 대부분에 원활한 대응이 가능할 전망이며, 연결기준 재무안정성이 매우 우수한 수준임을 고려해 2023년 6월 장기신용등급을 A/Stable로 부여하였다.

신용등급 분포 및 추이 - 조선								
기업명		2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
HD현대중공업	장기					A/S	A/S	A/S
	단기					A2		A2
현대삼호중공업	장기	BBB+/N	BBB+/N			A-/S	A-/S	A-/S
	단기	A3+				A2-	A2-	
삼성중공업	장기	BBB+ ↓						BBB/P
	단기	A3+ ↓	A3+	A3+	A3+	A3+	A3	A3
HD한국조선해양	장기	A-/N(*)						A/S
	단기	A2-(*)						

주1: 2023년 등급은 2023년 10월 30일 NICE신용평가㈜ 보유 유효등급 기준이며, (*)표시는 연대보증 채권 대상

주2: 등급전망Rating Outlook은 P(Positive:긍정적), S(Stable:안정적), N(Negative:부정적), D(Developing:유동적)으로 구분됨

주3: 등급감시Credit Watch는 등급상향 검토, 등급하향 검토, 불확실 검토◆로 구분됨

IV. 조선산업 신용평가요소와 적용

[조선사의 신용평가 요소]

범주	하위범주	평가요소 및 평가지표
사업위험	산업위험	
	경쟁지위	매출액
		생산가능 선종
		시장지위
		사업안정성
		설계·생산 및 Risk통제 역량
EBITDA/매출액		
재무위험	금융비용 Coverage	EBITDA/금융비용
	재무구조 및 자산의 질	조정부채비율
		조정순차입금의존도
	현금흐름	EBITDA/조정순차입금
재무적 융통성		

조선사의 등급평가는 기본적으로 당사의 일반적인 등급결정 방식 및 과정을 따른다. 조선업종을 영위하는 피평가사의 사업위험 관련 하위범주(산업위험, 경쟁지위)와 재무 위험 관련 하위범주(금융비용 Coverage, 재무구조 및 자산의 질, 현금흐름, 재무적 융통성 등)에 대해 각각의 평가가 이루어지며, 이를 종합하여 최종 등급을 확정한다. 단, 각 요인별 등급구간 정의와 핵심 평가요소는 여타 산업과 달리 조선산업이 갖는 사업특성을 고려하여 특정한 범위의 값, 특정 요소를 적용하고 있다. 아래에서는 조선사에 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 조선업종 기업의 사업위험을 평가함에 있어서도 조선산업의 위험도인 “**불리한(높은) 수준 [IR-BB]**”를 다른 하위범주들의 평가요소에 대한 요소등급과 함께 종합하여 반영한다.

나. 경쟁지위

조선사의 경쟁지위를 평가하는 항목으로는 매출액, 생산가능 선종, 시장지위, 사업안정성, 설계·생산 및 Risk통제 역량, EBITDA/매출액이 있다.

매출액

평가요소의 분석적 의의

조선산업의 경우 매출규모가 시장점유율에 직접적으로 연동되고 있어 경쟁지위를 결정하는 핵심평가요소로 작용한다. 매출액 규모가 클 경우 규모의 경제 효과로 우월한 수익 및 현금흐름을 창출할 수 있고, 이를 활용한 설비 및 연구개발 투자 등으로 전반적인 경쟁지위에 긍정적인 요인으로 작용하게 된다.

평가요소의 기준 및 적용

조선산업은 경기변동에의 영향을 크게 받는 특성이 있어 있으며, 이는 조선사들의 매출실적에도 영향을 미치고 있다. 이러한 매출실적의 변동성을 감안하여 과거 5개년 연평균 매출액을 기준으로 하여 평가요소를 적용하고 있다.

[매출액 등급별 기준]

구분	AAA	AA	A	BBB	BB	B 이하
매출액	10조 원 이상	7조 원 이상 10조 원 미만	2조 원 이상 7조 원 미만	1조 원 이상 2조 원 미만	0.5조 원 이상 1조 원 미만	0.5조 원 미만

생산가능 선종

평가요소의 분석적 의의

조선시장은 벌커선, 탱커선, 컨테이너선, 가스선 등 선종별로 구분되며, 각 선종별로 수요 변동에 영향을 미치는 주요 요소에는 차이가 존재한다. 벌커는 전세계 원재료의 수요와 공급의 상황, 원재료 생산지와 소비지의 불일치 정도 등의 요소, 탱커 및 LNG선은 유류, LNG 가격 등의 요소, 컨테이너선은 공산품 교역량 등의 요소, 초호화

여객선은 소득수준 등의 요소에 따라 선박의 수요 변동성이 나타난다. 이러한 선종별 수요불일치로 인해 다수의 선종에 대한 건조경험을 확보한 조선사의 경우 단일선종 수요변동에 따른 실적변동성을 완화시켜 사업위험을 보완할 수 있는 것으로 평가된다.

평가요소의 기준 및 적용

국내 대형조선사들은 장기간의 생산경험 및 기술개발 등을 바탕으로 다수의 선종에서 우수한 제작역량 및 수주 경쟁력을 확보하고 있는 것으로 파악된다. 특히, 상대적으로 고부가 선종인 LNG선, 초대형 컨테이너선, VLCC 등의 건조능력 및 다수의 건조경험을 보유하고 있어 그렇지 못한 조선사 대비 수주경쟁력이 존재하는 것으로 판단되며, 이에 따라 사업안정성도 우수한 편으로 판단하고 있다. 한편, 해양플랜트 공사 능력도 조선사의 건조능력을 보여주는 지표 중 하나로 조선사의 상선 발주 변동성을 다소 보완할 수 있는 평가요소로 고려될 수 있으나, 과거 국내 조선사들이 수주한 해양플랜트 공사들로부터 대규모의 비경상적 손실을 인식한 이후 상선 부문의 사업비중이 재차 확대되는 추세이다. 이에, 해양플랜트 건조능력 확보 여부가 사업위험 완화에 미치는 영향이 크게 감소한 것을 감안해 해당 요소는 고려하지 않고 있다.

[생산가능 선종 등급별 기준]

구분	AAA	AA	A	BBB	BB	B 이하
생산가능 선종	전 선종 건조 가능	다수의 선종 건조 가능	주요 선종 건조 가능	일부 선종 건조 가능	소형 단일 선종 건조 가능	자체 생산가능 선종 미비

시장지위

평가요소의 분석적 의의

조선사의 시장지위는 수주량, 수주잔량, 인도량 등의 지표를 통해 측정되며, 전세계가 단일시장으로서 그 순위가 명확하게 확인된다. 특히, 대표적인 수주산업인 조선산업에서 풍부한 수주잔량은 안정적인 사업의 영위가 가능함을 의미하고, 우수한 시장지위를 바탕으로 수요처인 선사와 공급처인 부품사에 대해 양호한 교섭력을 보유할 수 있다. 따라서, 시장지위는 조선사의 사업경쟁력을 측정하는 주요 지표라고 할 수 있으며, 등급평가지 핵심요인 중 하나로 적용하고 있다.

평가요소의 기준 및 적용

시장지위의 양적 측면은 과거 5개년 평균 수주잔고 기준 글로벌 시장 내 점유율을 통해 측정한다. 다만, 선종별로 선가 수준 및 부가가치 창출력이 다양하기 때문에, 수주잔고 기준 점유율 뿐만 아니라 대형 컨테이너선, LNG선 및 친환경 추진선 등 고부가가치 선종의 수주 경쟁력을 질적 측면으로 함께 고려하여 시장지위를 평가하고 있다.

[시장지위 등급별 기준]

구분	AAA	AA	A	BBB	BB	B 이하
시장지위	선도적 시장점유율 10% 이상	글로벌 수위권 시장점유율 6~10%	글로벌 10위 이내 시장점유율 2~6%	글로벌 10~20위 시장점유율 1~2%	글로벌 20~50위	글로벌 50위 미만

사업안정성**평가요소의 분석적 의의**

선박은 건조에 1~2년의 장기간이 소요되므로 선수주 후건조 방식으로 계약이 이루어진다. 따라서, 풍부한 수주잔량(일감)을 확보한 경우에는 동 일감이 잔존하는 기간 동안 안정적인 매출 및 수익을 실현할 수 있으며, 부수적으로 신규수주 시 선가 등에 대한 선주와의 협상에서 유리한 위치를 점할 수도 있다. 따라서, 당사는 조선사가 보유하고 있는 수주잔량의 절대규모와 수주잔량의 수준을 비교할 수 있는 “수주잔량(진행기준)/연간매출액” 비율을 종합하여 사업안정성 수준을 평가하고 있다.

평가요소의 기준 및 적용

수주잔량(진행기준)/연간매출액 지표를 계산할 때, 조선사별 잔여 수주물량의 실질적인 수준을 보다 정확하게 반영하기 위하여 수주잔량을 인도기준 대신 제작이 진행된 부분을 제외하는 진행기준을 활용하고 있으며, 해양플랜트 부문을 함께 영위하는 조선사를 감안하여 CGT 대신 금액기준을 평가 요소로 활용하고 있다. 또한, 신규 수주에서 매출발생으로 이어지는 시차가 다소 존재함에 따라 연도별 변동 폭이 크게 나타날 수 있어, 과거 5개년 평균 수주잔량 및 매출액을 활용하고 있다. 한편, 수주잔고 내 선종 구성, 수주 선가 및 예상 마진을 수준 등 수주잔고의 질적 요소도 함께 고려함으로써, 수주잔고의 양적, 질적 개선에 따른 사업안정성 확보 정도를 종합적으로 평가하고 있다.

[사업안정성 등급별 기준]

구분	AAA	AA	A	BBB	BB	B 이하
사업안정성	수주잔량/매출액 3 배 이상	수주잔량/매출액 2배 이상 3배 미만	수주잔량/매출액 1.5배 이상 2배 미만	수주잔량/매출액 1배 이상 1.5배 미만	수주잔량/매출액 0.5배 이상 1배 미만	수주잔량/매출액 0.5배 미만

설계·생산 및 Risk통제 역량**평가요소의 분석적 의의**

적정수준의 품질, 납기관리 및 원가경쟁력 확보를 위해 다양한 선종 건조경험을 바탕으로 한 설계·생산역량은 중요한 요소로 평가된다. 선주의 다양한 요구사항과 고부가가치 선박 수주를 위해 고급 설계인력, 원천기술, 건조기술 개발 능력 등을 보유한 경우 긍정적 평가를 받게 된다. 또한, 안정적인 수익성 및 원활한 현금흐름을 제고하기 위해서는 조선회사가 환리스크 관리, 보수적인 계약관리 및 원가관리, 협력업체 관리를 포함한 Risk 통제역량을 확보하여야 함에 따라 이에 대한 분석이 필요하다.

평가요소의 기준 및 적용

설계·생산 및 Risk통제 역량에 대한 종합적 판단은 정성적 고려가 불가피하며, 극히 우수, 매우 우수, 우수, 보통, 미흡, 매우 미흡으로 구분한다. 상선 및 플랜트 공사 관련 설계 능력 및 건조 이력, 고급 설계인력 및 숙련공 확보 수준, 새로운 공정기법 개발 추이 등을 종합적으로 고려하여 설계 및 생산 능력을 평가한다. 아울러, 계약대금 환해지 방식, 납기 관리 및 지체상금(L/D) 부담 이력, 공사 관련 중재 및 소송 대응 추이, 원재료, 기자재 등을 공급하는 협력사와의 교섭력 등을 종합적으로 감안해 Risk 통제역량의 수준을 평가한다.

[설계·생산 및 Risk통제 역량 등급별 기준]

구분	AAA	AA	A	BBB	BB	B 이하
설계·생산 및 Risk통제 역량	극히 우수	매우 우수	우수	양호	미흡	매우 미흡

영업수익성**평가요소의 분석적 의의**

조선산업은 글로벌 단일시장으로 운영되어 조선사의 수주선가는 상당부분 시장에서 형성되는 수준에서 결정되며, 환율 변동에 따른 영향을 크게 받고 있다. 조선사별로 선박을 동일한 선가로 수주하더라도 원재료 구입 가격, 인력의 생산효율성, 기술 수준 등에 따라서 수익성에 차이가 발생할 수 있다. 이에 따라, 사업활동을 통해 창출하는 수익성은 채무 상환재원을 확보하는 근원적인 대응 능력으로 평가할 수 있다.

평가요소의 기준 및 적용

당사는 조선사 영업수익성 판단의 주요지표로 매출외형 대비 EBITDA(영업이익+감가상각비+무형자산상각비) 창출규모를 비교한 EBITDA/매출액 비율을 활용한다. 영업이익은 회사별로 적용하는 회계정책에 따라 비교가능성이 저하될 우려가 있기 때문에, 비현금유출항목인 유,무형자산 감가상각비를 가산한 EBITDA를 이용하여 보다 실질적인 영업수익성을 측정하고자 한다.

[영업수익성 등급별 기준]

구분	AAA	AA	A	BBB	BB	B 이하
영업수익성	EBITDA/매출액 15% 이상	EBITDA/매출액 10% 이상 15% 미만	EBITDA/매출액 5% 이상 10% 미만	EBITDA/매출액 3% 이상 5% 미만	EBITDA/매출액 1% 이상 3% 미만	EBITDA/매출액 1% 미만

2. 재무위험 핵심평가요소와 적용

조선사의 재무위험을 평가하는 하위범주로는 금융비용 Coverage, 재무구조 및 자산의 질, 현금흐름 적정성, 재무적 융통성이 있다. 각 하위범주별 세부 평가요소 및 평가요소를 살펴보면, 수익성은 EBITDA/금융비용, 재무구조 및 자산의 질은 조정부채 비율, 조정순차입금의존도, 현금흐름 적정성은 EBITDA/조정순차입금이 있다.

가. 금융비용 Coverage

금융비용 Coverage 는 기업이 이익을 창출할 수 있는 능력이며 현금흐름 창출의 기반이 된다. 조선사의 금융비용 Coverage를 평가하는 항목으로는 회사가 창출하는 현금수익(EBITDA)과 회사의 금융비용 간의 상대적 차이를 측정하는 EBITDA/금융비용이 있다.

EBITDA/금융비용

평가요소의 분석적 의의

금융비용 Coverage 비율은 개별 회사의 금융비용부담 대비 현금기준 수익창출력을 측정하기 위한 지표이다. 과거 조선산업 호황기에는 건조능력 확대를 위한 대규모 시설투자가 각 사별로 경쟁적으로 이루어짐에 따라 EBITDA에서 유형자산투자금액을 차감한 금액 대비 금융비용 부담을 평가 지표로 사용하였다. 그러나 최근에는 대규모 증설투자가 일단락되고 업황 침체로 추가적인 설비투자가 지연됨에 따라 유형자산 투자금액을 감안하지 않은 EBITDA 대비 금융비용 배수로 측정하고 있다.

평가요소의 기준 및 적용

EBITDA/금융비용은 개별 기업의 금융비용 부담 대비 수익창출력을 측정하기 위한 지표로서, 보통 수준(BBB)을 3~5배로 산정하며, 이보다 높을수록 상위 구간, 낮을 경우 하위 구간에 적용하고 있다. 한편, 국내 조선사의 경우 K-IFRS 도입 이후 2018년 기준서 일부 개정전까지 금융비용의 상당부분을 프로젝트 제작원가에 반영 후 자본화한 점을 고려해, 과거 자본화된 부분을 금융비용에 가산하여 평가요소를 산출하였다.

[금융비용 Coverage 등급별 기준]

구분	AAA	AA	A	BBB	BB	B 이하
EBITDA/금융비용	15 배 이상	10배 이상 15배 미만	5배 이상 10배 미만	3배 이상 5배 미만	1배 이상 3배 미만	1배 미만

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. 재무구조 및 자산·부채의 질에 대한 주요 평가요소로 조정부채비율(선수금의 영향을 배제한 부채비율) 및 조정순차입금의존도(선수금의 영향을 배제한 순차입금의존도)를 활용하고 있다.

조정부채비율

: (총부채-선수금)/자본

조정순차입금의존도

: (순차입금+선수금)/

총자산

평가요소의 분석적 의의

조선산업은 선박 수주시 선가의 일정액을 선수금(계약부채 포함)으로 수령하는 계약의 특성상 호황기일수록 대규모의 선수금으로 인해 부채비율이 높게 나타나고, 신규 수주 부진으로 선수금이 감소할 경우에는 오히려 부채비율이 낮게 나타난다. 반면, 선수금 유입으로 현금유동성이 풍부할 경우 동 자금을 이용해 기존의 차입금을 상환할 수 있어 실질적인 재무안정성은 개선될 수 있다. 이에 따라, 조선사의 재무위험 수준을 올바르게 판단하기 위해서는 차입금 규모, 현금유동성 보유액, 선수금 규모 등을 종합적으로 고려할 필요가 있다. 이에 총부채에서 선수금을 차감한 조정부채와 총자본을 비교한 조정부채비율과 순차입금에서 선수금을 가산한 조정순차입금과 총자산을 비교한 조정순차입금의존도를 평가요소로 활용하고 있다.

평가요소의 기준 및 적용

당사는 조선사의 실질적인 재무안정성을 파악하고자 조선산업 특성으로 인한 효과(선수금)를 제거한 조정부채비율 및 조정순차입금의존도 등을 산정하여 평가에 이용하고 있다. 조정부채비율은 보통 수준(BBB)을 200%~300% 수준으로 측정하는 가운데, 동 수준을 중심으로 상하위 구간을 구분하였으며, 조선 기업들의 재무적 역량을 명확히 평가할 수 있도록 각 구간별 범위를 산출하였다. 조정순차입금의존도는 보통 수준(BBB)을 40%~50% 수준으로 하였으며, 동 지표에서 최고 수준(AAA)의 평가를 받기 위해서는 자산규모 대비 순차입금 및 선수금 비중이 20% 이하여야 한다.

[조정부채비율 등급별 기준]

구분	AAA	AA	A	BBB	BB	B 이하
조정부채비율	80% 이하	80% 초과 150% 이하	150% 초과 200% 이하	200% 초과 300% 이하	300% 초과 500% 이하	500% 초과

[조정순차입금의존도 등급별 기준]

구분	AAA	AA	A	BBB	BB	B 이하
조정순차입금의존도	20% 이하	20% 초과 30% 이하	30% 초과 40% 이하	40% 초과 50% 이하	50% 초과 70% 이하	70% 초과

다. 현금흐름 적정성

현금흐름의 적정성은 경상적인 영업활동으로부터 창출되는 자금으로 차입금상환과 투자활동상 소요자금을 조달할 수 있는 능력을 평가하는 요소이다. 이는 외부조달자금에 비해 지속적인 발생가능성이 높다는 점에서 효과적 재무위험 방어수단이다. 또한 수익성 지표에 비해 회계처리의 차이에 의한 기업간 격차를 축소시켜 보다 정확하게 상환불능위험을 측정할 수 있는 장점이 있다.

EBITDA/조정순차입금

평가요소의 분석적 의의

회사의 EBITDA 규모 대비 조정순차입금 비율은 회사의 레버리지 포지션의 적정성 여부를 파악하는 중요한 지표로 활용된다. 현금흐름표상 영업활동현금흐름이 기말시점의 운전자금변동에 영향 받는 점을 감안하여 차입금의 상환재원으로는 EBITDA를 사용하였다. 또한 회사별 현금성자산 보유선호도와 선수금 유출입에 따른 차이를 배제하기 위해 조정순차입금(순차입금+선수금)을 평가요소로 활용하였다.

평가요소의 기준 및 적용

EBITDA/조정순차입금 지표는 보통 수준(BBB)을 10%~15%로 평가하며, 동 수치가 높을수록 상위 구간, 낮을수록 조정순차입금 부담능력이 열위하다고 판단하여 하위 구간으로 구분한다.

[현금흐름 적정성 등급별 기준]

구분	AAA	AA	A	BBB	BB	B 이하
EBITDA/조정순차입금	50% 이상	30% 이상 50% 미만	15% 이상 30% 미만	10% 이상 15% 미만	0% 이상 10% 미만	0% 미만

라. 재무적 융통성

평가요소의 분석적 의의

재무적 융통성은 기업이 직면할 수 있는 경기하락, 금융시장 경색, 대규모 투자수요 발생 등에 따른 자금소요에 대해, 영업활동 및 신용도에 영향을 미치지 않는 범위 내에서 부족자금을 충당할 수 있는 능력을 의미한다. 조선경기 침체가 나타난 이후 결제조건의 Heavy-Tail화 등으로 인해 운전자금 부담 확대 및 현금유동성 감소가 나타나면서 조선사들의 외부 유동성 조달규모가 확대되고 있다. 이와 같이 조선사의 재무적 융통성은 조선산업 침체가 장기화 될수록 보다 중요한 평가요소로 부각되고 있다.

사용 가능한 자금조달의 원천에 따라 자체적인 자금조달능력과 계열 및 주주의 지원 가능성으로 구분할 수 있으며, 자체적인 자금조달능력으로는 보유 현금성 자산, 비업

무용·유휴 자산 및 이의 담보제공여력과 운전자금 및 투자규모의 탄력적인 조정 가능성 등이 있다.

한편, 조선회사 중 일부는 소속그룹의 주력회사들로, 이들 회사들이 재무적인 어려움을 겪을 경우 자금력이 있는 주주 및 계열사로부터의 지원 가능성은 회사의 재무적 융통성을 강화시키는 요인이다. 반대로, 그룹 주력사로서 그룹 소속 관계사에 대한 재무적 지원 부담이 존재하는 경우도 있는데 이는 회사의 재무적 융통성을 약화시키는 요인이다.

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

재무적 융통성은 재무제표상에 나타나는 회사의 재무적 역량 이외에 추가적인 자금조달 가능성 등을 평가하는 요소로서 현금성자산의 보유 수준, 보유 자산의 질과 담보여력, 자본시장에 대한 접근성 등 다양한 측면의 평가가 필요하다. 재무적 융통성을 평가하기 위해서는 정성적인 지표가 많이 사용되나, 보유 부동산의 공시지가, 보유 유가증권 가치 등을 재무적융통성 평가에 사용하는 것도 유용한 것으로 판단된다. 아울러, 계열기반의 대외신인도를 토대로한 금융기관에 대한 교섭력 및 접근성도 종합적으로 고려하고 있다.

[재무적융통성 등급별 기준]

구분	AAA	AA	A	BBB	BB	B 이하
재무적융통성	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 조선사는 [산업별 평가방법론:총론1]을 적용하고 있어 별도의 제시를 생략한다.

V. 요약 및 결론

조선사의 핵심 평가요소는 지금까지 서술한 바와 같이 매출액, 생산가능 선종, 시장지위, 사업안정성, 설계·생산 및 Risk통제 역량, 영업수익성 등 사업위험 관련 요소들과 금융비용 Coverage, 현금흐름 적정성, 재무구조 및 자산의 질, 재무적 융통성 등 재무위험 관련 요소들로 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, 재무융통성 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, 평가요소별로 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.

구체적 상황에 따라 달라질 수 있으나, 조선산업 평가 시 평가요소 중 생산가능 선종, 시장지위, 재무구조 및 자산의 질, 재무적 융통성 등이 상대적으로 중요성이 높은 것으로 고려된다. 이는 수주산업으로서 경기순환에 민감한 조선산업의 특성을 감안할 때, 우수한 시장지위 및 수주경쟁력을 바탕으로 한 안정적인 수주물량 확보 능력과 영업실적 및 자금수지의 높은 변동성에 대응할 수 있는 안정된 재무적 대응역량이 보다 중요하기 때문이다.