

자동차(개정안)

산업별 평가방법론

Analyst Contacts

홍세진 수석연구원
02-2014-6224
sejinhong@nicerating.com

Date

2023.11.08

[의견 요청 사항]

NICE 신용평가는 평가실무를 고려하여 기존 내용 중 일부를 수정/보안/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 경쟁지위 지표의 평가항목 변경

방법론의 대상 및 한계 등

본 평가방법론은 당사가 자동차업종에 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 Profile 과 자체신용도 그리고 실제 부여된 최종신용등급과는 차이가 발생할 수 있다.

[평가방법론의 주요 가정 또는 주요 지표]

사업위험: 산업위험, 경쟁지위

재무위험: 재무구조 및 자산의 질, 현금흐름, 재무적용통성

[본 방법론으로 공시된 등급이 받는 영향]

본 방법론의 개정으로 기존에 공시되어 있는 등급이 받는 영향은 없다.

[주요 변경 내용]

본 방법론은 2018년 3월 제정된 [산업별 평가방법론 - 자동차]의 사업위험 요소 내 경쟁지위 평가요소 중 매출액 기준을 변경하고, 제품 및 지역다각화 평가항목 중 세부요소를 추가하였다.

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 자동차산업에서 핵심적 평가요소가 무엇인지, 그리고 이러한 평가요소에 대하여 어떻게 판단하며, 개별 평가요소에 대한 판단이 어떻게 종합되어 자체신용도로 이어지는지를 살펴보고자 한다.
- 국내 자동차산업의 위험도는 다른 산업에 비하여 “보통(평균) 수준 [IR-BBB]”²으로 평가된다. 이는 글로벌 자동차시장의 높은 경쟁강도, 낮은 시장성장성, 대규모 투자부담, 수요의 높은 경기민감도, 환율변화 등에 따른 수익변동성 및 환경관련 규제 강화 등의 부정적 요인과 매우 큰 시장규모, 국내시장의 높은 산업집중도, 높은 진입장벽, 국가경제적 중요성 등의 긍정적 요인을 종합적으로 고려한 결과이다.
- 자동차기업 평가 시 주로 고려되는 핵심평가요소와 가중치, 신용등급 대응관계는 다음의 [표]에서 제시하는 바와 같다. 가중치 설정과 관련해서는 사업위험의 경우 제품 및 지역다각화와 시장지위가, 재무위험의 경우 현금흐름 관련 지표의 비중이 높게 부여되었다. 이는 자동차산업에 내재하는 높은 경기민감도와 시장별 수요차별화로 인해 현금흐름의 변동 가능성이 높은 점을 반영한 것이다.
- 금번 평가방법론은 당사가 2018년 3월 제시하였던 평가방법론과 비교할 때, 사업위험 내 경쟁지위 평가요소 중 ‘매출액’의 금액 기준을 변경하고 ‘제품(모델 라인업) 및 지역 다각화’ 평가요소 중 세부 요소를 추가 하였다. 변경된 내용 및 그 이유는 다음과 같다.
 - 인건비와 원자재 가격의 상승, 환경 및 안전규제 강화에 따른 비용 증가, 차량 전동화 추세와 진전된 자율주행(주행보조) 기능 채택 확대 등으로 자동차 평균 판매가격이 지속적으로 상승하고 있다. 이와 같은 판매가격 상승 및 완성차 기업들의 매출확대 추세 등을 고려하여 AAA 등급 매출액 기준을 기존 30조원에서 50조원 이상으로 변경하고, 이에 따라 AA 이하 등급 구간에서의 매출액 기준도 조정하였다.
 - 차량 전동화 추세가 이어지고 있는 가운데 업그레이드된 시스템 반도체 및 소프트웨어를 통해 보다 효율적인 자율주행(주행보조) 기능이 실현되면서, 자동차산업의 패러다임이 단순 제조업에서 모빌리티 산업으로 변화하고 있다. 향후 제품 다각화 측면에서도 디지털 기술 등 새로운 기술이 적용된 신규 차량 개발의 중요성이 확대되고 있는 바, 신차 개발능력을 ‘제품 및 지역 다각화’ 세부 요소에 추가하였다.
 - 한편, 동 평가방법론은 적용일부러 자동차기업 평가에 적용되나, 금번 변경으로 인해 기존 개별회사 신용등급에 즉각적인 변동이 발생하지는 않는다.

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.

당사의 산업별 등급의 상대적 서열은 최근 년도 ‘산업위험 평가-총론’을 참조하기 바란다.

[평가요소와 신용등급간 대응관계]

범주	하위 범주	평가지표	가중치	AAA	AA	A	BBB	BB	B	
사업 위험	산업 위험	매출액	5%				○			
		제품(모델 라인업) 및 지역 다각화	15%	50조원 이상	25조원 이상 50조원 미만	10조원 이상 25조원 미만	5조원 이상 10조원 미만	2조원 이상 5조원 미만	2조원 미만	
	경쟁 지위	시장지위	25%	전 차종에 걸쳐 full line-up 보유. 신차 개발능력 및 국내외 현지 생산/판매체계 매우 우수	승용차(양산 및 고급)부문에서 상당 수준의 라인업 보유. 신차 개발능력 및 현지 생산/판매체계가 매우 우수하나, AAA에 비해 열위한 측면 존재	다수의 라인업 확보하고 있으며, 3개 이상의 volume 모델 보유. 신차 개발능력 및 지역별 생산/판매체계 우수한 수준	다수의 라인업 확보하고 있으며, 1개 이상의 volume 모델 보유. 신차 개발능력 및 지역별 생산/판매체계 보통 수준	2개 이상의 세그먼트에 참여. 신차 개발능력 열위. 내수 위주의 생산/판매체계 보유	단일 세그먼트에 참여. 신차 개발능력 매우 열위. 내수위주 영업	
		운영효율성	15%	극히 우수	매우 우수	우수	양호	미흡	매우 미흡	
		EBITDA 마진	15%	10% 이상	8% 이상 10% 미만	6% 이상 8% 미만	4% 이상 6% 미만	2% 이상 4% 미만	2% 미만	
	재무 위험	재무구조 및 자산의 질	부채비율	20%	80% 이하	80% 초과 120% 이하	120% 초과 160% 이하	160% 초과 200% 이하	200% 초과 300% 이하	300% 초과
			순차입 의존도	15%	-10% 이하	-10% 초과 0% 이하	0% 초과 10% 이하	10% 초과 30% 이하	30% 초과 50% 이하	50% 초과
현금흐름 적정성		EBITDA/(금융비용+CAPEX)	20%	2.2배 초과	1.7배 초과 2.2배 이하	1.3배 초과 1.7배 이하	1.0배 초과 1.3배 이하	0.5배 초과 1.0배 이하	0.5배 이하	
		처분가능현금/차입금	30%	40% 이상	30%이상 40%미만	20%이상 30%미만	10% 이상 20%미만	0%이상 10%미만	0% 미만	
재무용통성		15%	극히 우수	매우 우수	우수	양호	미흡	매우 미흡		

〈유의사항〉

NICE신용평가(주)가 제공하는 신용등급은 특정 금융투자상품, 금융계약 또는 발행주체의 상대적인 신용위험에 대한 NICE신용평가(주) 고유의 평가기준에 따른 독자적인 의견입니다. 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, 신용등급은 사실의 진술이 아니라, 미래의 신용위험에 대한 NICE신용평가(주)의 독자적인 의견으로, 특정 유가증권의 투자사결정(매매, 보유 등)을 권고하는 것이 아닙니다. 즉, 신용등급은 정보이용자의 투자결정을 대신할 수 없으며, 어떠한 경우에도 정보이용자의 투자결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 이에 정보이용자들은 각자 유가증권, 발행자, 보증기관 등에 대해 자체적인 분석과 평가를 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. 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, 사기 및 허위, 미제공 등과 관련한 어떠한 형태의 책임도 부담하지 않습니다. 또한, NICE신용평가(주)는 고의 또는 중대한 과실에 기인한 사항을 제외하고 신용등급 및 평가보고서상 정보의 이용으로 발생하는 어떠한 손해 및 결과에 대해서도 책임지지 않습니다.

NICE신용평가(주)에서 작성한 보고서에 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), 재판대 등 어떠한 형태든 저작권에 위배되는 모든 행위를 금합니다.

I. 산업별 평가방법론의 지위 및 적용

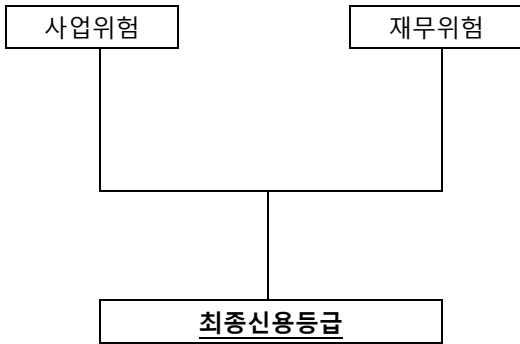
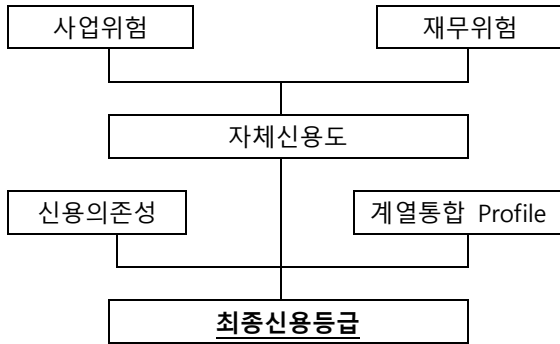
1. 계열관계를 반영한 평가의 접근방식

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 동기와 능력을 구성하는 개념들이 객관성과 명확성 측면에서 일정 수준 한계가 있다는 점 등을 감안하여 다른 방식에 의한 검증이 필요하다는 판단에 따른 것이다.

[최종신용등급 결정구조]

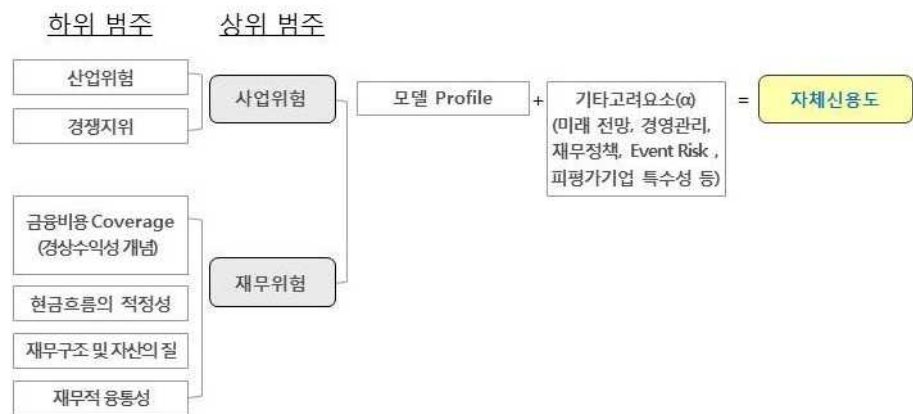
일반적 접근법	단계적 접근법
 <pre> graph TD A[사업위험] --- B[최종신용등급] C[재무위험] --- B </pre>	 <pre> graph TD A[사업위험] --- D[자체신용도] C[재무위험] --- D E[신용의존성] --- F[최종신용등급] G[계열통합 Profile] --- F D --- F </pre>
<p>사업위험, 재무위험 각 평가 범주에 경상적, 비경상적 지원 모두 포함 분석</p>	<p>경상적 지원을 반영한 자체신용도 비경상적 지원을 반영한 최종신용등급</p>

2. 자체신용도의 결정

국내 자동차기업의 자체 신용도 결정 방식

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

[자체신용도의 도출]



모델 Profile은 최종신용등급 산출을 위한 출발점으로서 등급결정 과정의 투명성을 제고하기 위하여 자동차산업의 특성을 일반화한 결과물이다. 즉, 모델 Profile은 자동차산업의 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]를 따른다. 본 평가방법론에서는 자동차기업 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 신용등급을 도출하는 방식을 차용하여 산출한 개념적 신용등급이다. 이렇게 산출된 계열통합 Profile은 개별 계열회사의 자체신용도와 비교되어 계열과 개별 계열회사간의 상호 지원 능력의 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 분석이다. 따라서 지배구조적, 전략적, 거래적 관계에 따라 영향을 분석한다. 계열관계 영향의 반영은 2022년 12월 개정된 [산업별 평가방법론: 총론2]를 따른다.

3. 산업별 평가방법론의 적용

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

자동차산업 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

자동차산업의 위험은 “보통(평균) 수준”

NICE신용평가는 자동차산업의 위험을 “보통(평균) 수준 [IR-BBB]”으로 판단하고 있다. 이는 글로벌 자동차시장의 높은 경쟁강도, 낮은 시장성장성, 대규모 투자부담, 수요의 높은 경기민감도, 환율변화 등에 따른 수익변동성 및 환경관련 규제 강화 등의 부정적 요인과 매우 큰 시장규모, 국내시장의 높은 산업집중도, 높은 진입장벽, 국가경제적 중요성 등의 긍정적 요인을 종합적으로 고려한 결과이다.

2. 산업위험 평가 근거

막대한 시장규모는 사업 및 성장기회 측면에서 긍정적

자동차산업은 전세계적인 경쟁이 일반화된 가운데, 국내 완성차 생산량의 약 60~65%가 다양한 지역으로 수출 판매되고 있고, 해외생산과 투자도 활발히 이루어지고 있다. 특히, 대규모 설비 및 기술투자 등에 따른 규모의 경쟁력 확보가 필수적인 산업으로 특정국 내수만으로 이를 달성하기는 어려우며, 이에 따라 대부분의 완성차기업들은 다수의 해외시장에 적극적으로 진출하고 있다.

시장규모가 매우 크고 신흥시장을 중심으로 양호한 성장잠재력을 보유한 점은 국제적인 규제의 불리한 요소를 상당 수준 상쇄하고 있다. 자동차산업은 조선, 철강, 석유화학산업 등의 주요 기간산업을 상회하는 연간 약 4조 USD 규모의 수요시장을 확보하고 있으며, 이는 개별기업이 규모의 경제에 상대적으로 쉽게 도달할 수 있는 환경을 조성하고 있다. 또한, 인도 등 자동차 대중화 시기(motorization)에 있는 신흥국가들의 판매량이 지속적으로 확대됨에 따라, 개별 기업들에게 새로운 성장기회를 창출하고 있다.

국제적 사업영위로 환율, 무역규제 등의 영향이 크게 나타남

국내 완성차기업들의 경우 전체 판매에서 수출이 차지하는 비중이 높아 미국 달러화를 비롯한 이종 통화의 환율 변동이 수익성에 미치는 영향이 큰 것으로 나타난다. 또한 각국의 정부는 자동차산업이 경제, 환경 등에 미치는 지대한 영향력을 감안하여 다수의 관련 법규와 규제를 마련해 놓고 있다. 이 때문에 자동차기업들은 개별국가의 법규, 규제 변화가 미치는 영향을 지속적으로 고려할 필요가 있다.

산업위험 평가의 상세근거는 당사가 발간한 산업위험 평가를 참조하기 바란다.

대체재 위험은 낮은 수준	자동차는 타 운송수단과 대체가 어려운 독특한 장점을 확보하고 있어 타 운송수단 등에 의한 대체 위험은 비교적 낮은 편이다. 다만, 전기차나 수소차 같이 다양한 동력을 가진 친환경차가 확산되고 IT산업 등 이종산업과의 융합으로 자율형 자동차 개발이 활발해지면서, 기존 내연기관 중심의 자동차기업의 차세대 기술 확보를 위한 투자 부담이 확대되고 있는 상황이다.
자동차수요의 경기민감도는 높은 수준	자동차 수요는 전반적인 경기(景氣) 상황은 물론, 대출금리, 유가, 자동차세제(취득세, 자동차세, 관세 등) 등의 다양한 변수 변화에 영향을 받고 있다. 이 중 대표적인 변수는 경기변동으로, 전형적인 내구소비재인 자동차의 수요의 경우 대체로 경기에 민감한 모습을 보여주고 있다. 이러한 특성은 리먼사태로 인한 글로벌 금융위기 시기(2008~2009년) 및 코로나 사태로 인한 경기 불확실성이 심화된 시기(2020년)에 완성차 판매량이 감소한 사례에서 잘 드러나고 있다. 산업의 높은 경기민감도는 신규수요보다는 대체수요 및 추가수요가 대세인 성숙기 시장일수록 심화되는 경향이 있는데, 이는 고가의 소비재인 자동차의 특성상 구매시기의 탄력적 조정 여지가 크기 때문이다. 다만, 경제규모가 성장 단계에 있는 신흥시장의 경우 경기민감도가 상대적으로 낮은 모습을 보이는 것이 보통이다.
세부시장 별 수요의 경기민감도는 상이	동일 지역 내에서도 소득수준과 연령, 가족구성 등에 따라 다양한 소비층이 존재하며, 선호되는 차종, 차형 등의 세그먼트(segment)도 차별적인 모습을 보인다. 또한, 경기 등의 변수에 대한 각 세그먼트별 민감도가 상이하고, 라이프 사이클(life cycle)과 인구통계적 변화 등에 따라 그 구성이 끊임없이 변화하는 특성을 보이고 있다. 이러한 특수성은 자동차산업을 동질화된 단일시장으로 간주할 수 없게 하고 있다. 개별 기업입장에서는 지역별/세그먼트별 특수성을 감안한 고유의 목표시장에서 충분한 경쟁우위를 확보하고 성장지역 및 세그먼트를 선점하는 것이 중요한 전략적 고려 요소가 되고 있다.
부품산업 등 후방산업에 대해 양호한 교섭력 보유	자동차산업의 후방산업 교섭력은 대체로 우수한 편이다. 이는 자동차산업이 일반적으로 생산측면에서 각 국가별 과점시장을 형성하고 있는 반면, 대표적 후방산업인 자동차부품업의 경우 대체로 규모가 영세한 수많은 기업으로 이루어져 있으며, 세부업종별 경쟁강도도 상대적으로 높기 때문이다. 또한, 자본, 기술, 투자가 완성차기업에 집중되어 있어, 역사적으로 자동차기업에 부품기업이 종속적인 사업관계를 형성하여 온 점도 후방교섭력을 강화하는 요인으로 작용하고 있다. 다만, 전자제어, 엔진, 변속기 등의 핵심부품을 제조하고 다변화된 매출처를 확보한 Bosch, Denso, ZF 등의 대형 부품업체들의 경우 높은 기술력과 투자 능력을 바탕으로 자동차기업과 대등한 수준의 영향력을 행사하고 있다.

자동차산업은 국가별로 독과점 지위를 형성하고 있는 철강, 비철금속 등의 소재 가공산업에 대해서도 비교적 양호한 후방교섭력을 확보하고 있다. 자동차산업은 국내 철강 총수요의 약 25~30% 내외를 차지하고 있고, 건설, 조선업 등 여타 철강 수요산업에 비해 수요가 안정적이어서 소재 가공산업에 있어 양적, 질적인 중요성이 높은 편이다. 최근에는 글로벌 철강기술 수준의 상향화와 철강재 공급량 확대의 영향으로 자동차기업에 있어 철강기업의 교체비용이 낮아지면서 자동차산업의 교섭력이 일정 수준 강화되는 추세를 보이고 있다.

자본집약적 산업으로 진입장벽과 퇴출장벽이 높음

자동차산업의 자본, 노동, 기술집약적인 특성은 진입장벽을 높여, 산업의 경쟁강도를 완화하는 요인으로 작용한다. 자동차산업은 타 산업 대비 대규모 기초 투자자본이 소요되며, 지속적인 연구개발 및 마케팅, 품질보증 등에 막대한 자본 및 시간 투입이 요구된다. 이와 같은 자본집약적 특성은 자동차산업에 대한 신규사업자의 진입을 어렵게 하고 있다. 또한, 자동차산업은 공장자동화에 한계가 있어 인력의 숙련도에 따라 생산성 및 품질 수준이 다르게 나타나는 노동집약적인 특성도 보이고 있다. 특히, 프레스 → 차체 → 도장 → 조립공정으로 이루어진 완성차 생산 과정 중 조립공정은 자동화율이 낮아 대부분 숙련된 노동력에 의존할 수 밖에 없다. 마지막으로 자동차산업은 목표 성능, 품질, 원가수준 달성을 위해 고도의 제품설계기술과 제조기술 및 조업관리기술이 필요한 기술집약적인 특성도 보유하고 있다.

자동차산업은 진입장벽뿐 아니라 퇴출장벽도 높은 특성을 보인다. 고용창출력이 높은 자동차기업이 퇴출될 경우 나타날 수 있는 경제 및 사회적 영향력이 커, 정부 입장에서 직간접적인 지원 유인이 크기 때문이다. 대표적으로 2008~2009년 GM과 Chrysler의 유동성 위기 시 미국 정부가 대규모 직접 지원을 수행한 사례를 들 수 있다. 높은 퇴출장벽은 공급능력 및 경쟁자 감소를 통한 시장의 수급조정능력을 약화하여 산업의 전반적인 경쟁강도를 상승시키는 것으로 판단된다.

세부시장 별 경쟁수단과 경쟁강도는 차별적

전세계적으로 자동차산업은 상위 10개 기업집단이 약 70%의 판매비중을 차지하고 있으나, 판매량 기준 Big 3 제조사인 Toyota, Volkswagen, 현대기아의 시장점유율이 각각 8~12%에 지나지 않을 만큼 산업집중도는 높지 않은 편이다. 그러나, 지역별로 시장의 특성이 상이하므로, 동일 지역 내에서도 차급 및 차형 별로 다양한 세그먼트가 존재함에 따라 개별 세부시장별 집중도는 차별적으로 나타나고 있다. 예를 들어, 중국 소형 승용차 세그먼트의 경우 다수의 자국 및 외자기업이 참여하는 경쟁시장의 모습을 보이는 반면, 고급차시장은 Mercedes-Benz, BMW, Audi 등 소수기업이 과점에 가까운 경쟁구도를 형성하고 있다. 중소형 상용차의 경우 로컬기업 위주의 치열한 가격경쟁이 나타나고 있다.

개별 자동차메이커는 일반적으로 일정 세그먼트에서 사업역량을 집중하여 높은 시장점유율 보유와 초과이익을 실현하며, 사업 확장을 통해 실적변동성 완화와 성장기회 확보를 도모한다. 현대자동차그룹이 내수 시장에서의 지배적인 영향력을 행사하는 가운데, 북미와 유럽 등 성숙기시장은 물론, 인도 등 성장성이 높은 신흥시장에 대한 사업기반 확대를 추진하는 것이 대표적인 경우이다. 내수시장의 경우 오랜 사업경험과 상대적으로 우수한 시장지위를 보유한 경우가 일반적이므로, 내수시장의 시장지위와 주요 경쟁요소에 대한 고려는 중요한 의미를 갖는다.

III. 신용등급 추이

현대자동차는 2019년 이후 AA+/S로 신용등급이 유지되고 있으며, 기아는 2023년 상반기 AA+/S로 등급 상향

현대자동차는 장기신용등급이 2019년 이후 AA+/S로 유지되고 있다. 기아는 코로나 19 상황 하에서 여타 완성차 OEM 대비 공급망 경색에 원활히 대응하여 브랜드 가치 및 제품 경쟁력이 제고된 점, 반도체 공급망 정상화 등으로 우수한 영업실적이 유지될 것으로 전망되는 가운데 재무안정성이 개선된 점 등이 고려되어 2023년 상반기 장기신용등급이 기존 AA/P에서 AA+/S로 상향되었다.

현대자동차와 기아는 동일한 그룹 목표와 전략 하에서 R&D와 생산방식(차량 플랫폼)을 공유하고 있으며, 각자의 사업역량에 근거해 출시 출시모델과 판매방식 등의 조정 및 분담이 이루어지고 있다. 국제적인 사업경쟁력 확보를 위해서는 글로벌 경쟁자 수준의 생산/판매 규모와 제품라인업 보유가 필수적이었기 때문에 양 사는 지배구조적 측면뿐 아니라 사업적으로 매우 긴밀한 관계이다. 이러한 점에 근거하여 현대자동차와 기아의 신용등급은 유사한 모습을 보이고 있다.

[신용등급 분포 및 추이 - 자동차]

기업명		2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
현대자동차	장기	AAA/S	AAA/S	AAA/S	AA+/S	AA+/S	AA+/S	AA+/S	AA+/S
	단기	-	-	-	-	-	-	-	-
기아	장기	AA+/S	AA+/S	AA+/S	AA/S	AA/S	AA/S	AA/P	AA+/S
	단기	-	-	-	-	-	-	-	-

주: 신용등급은 각 년도 말 NICE신용평가 보유 유효등급 기준임.

IV. 자동차산업 신용평가요소와 적용

[자동차기업의 신용평가 요소]

범주	하위범주	평가요소 및 평가지표
사업위험	산업위험	
	경쟁지위	매출액
		제품(모델 라인업) 및 지역다각화
		시장지위
		운영효율성
	EBITDA마진	
재무위험	재무구조 및 자산의 질	부채비율
		순차입의존도
	현금흐름 적정성	EBITDA/(금융비용+CAPEX)
		처분가능현금/차입금
	재무적 융통성	

자동차기업의 등급평가는 기본적으로 당사의 일반적인 등급결정 방식 및 과정을 따른다. 자동차업종을 영위하는 피평가사의 사업위험 관련 하위범주(산업위험, 경쟁지위)와 재무위험 관련 하위범주(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 자동차산업이 갖는 사업특성을 고려하여 특정한 범위의 값, 특정 요소를 적용하고 있다. 한편 자동차기업은 일반적으로 할부금융 등 금융자회사를 보유하고 있음에 따라 재무지표 적용에 주의해야 한다. 비자동차부문의 실적비중이 크지 않거나 자동차부문의 재무실적 구분이 어려운 경우에만 비자동차부문이 포함된 재무자료를 활용하여야 자동차산업의 사업특성을 충분히 고려할 수 있다. 아래에서는 자동차기업에 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 5년 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 신용평가등급 체계상 기호를 의미하는 것은 아니다.

1. 사업위험 핵심평가요소와 적용

가. 산업위험

NICE신용평가(주)는 신용평가방법론 상 산업위험을 사업위험의 한 하위범주로 고려하여 특정기업의 사업위험 평가에 적극적으로 반영하고 있다. 따라서 자동차기업의 사업위험을 평가함에 있어서도 자동차산업의 위험도인 “보통(평균) 수준 [R-BBB]”를 다른 하위범주들의 평가요소에 대한 요소등급과 함께 종합하여 반영한다.

나. 경쟁지위

자동차기업 경쟁지위를 평가하는 항목으로는 매출액, 제품(모델 라인업) 및 지역다각화, 시장지위, 운영효율성, EBITDA/매출액이 있다.

규모: 매출액

평가요소의 분석적 의의

자동차산업은 대규모 초기 투자가 소요되며, 설비의 유지보수와 신차개발을 위한 R&D, 브랜드파워 유지 등으로 매년 상당 수준의 투자를 지속해야 한다. 과잉 투자가 문제가 될 때도 있지만, 정상적인 판매활동이 이루어지는 경우 (생산)규모가 클수록 장기평균비용은 감소(규모의 경제 효과)하는 것이 일반적이다. 글로벌 자동차기업간 경쟁강도가 심화됨에 따라 품질 및 원가경쟁력 유지의 전제 요건인 규모 확보의 중요성이 높아지고 있다.

평가지표의 등급별 기준 및 적용

규모 지표로는 매출액을 사용한다. 판매대수와 생산규모 등도 규모 지표로 고려될 수 있으나, 매출액 지표가 판매단가에 대한 고려와 적용의 편의성 측면에서 우위에 있는 것으로 판단된다. 법률상 제약으로 인해 해외 현지법인의 매출액이 본사 연결대상에 포함되지 않을 경우 본사의 지분율만큼 해당 현지법인의 매출액을 포함시킬 수 있다. 합작법인 형태가 일반적인 완성차기업의 중국 현지법인이 이에 해당한다.

매출액 평가 지표의 AAA등급은 50조 원 이상으로, 그 규모는 차량 한 대 가격을 3.5천만 원으로 가정할 경우 연 국내 수요에 육박하는 140만대 이상을 판매해야 달성할 수 있다. 현대자동차와 기아의 경우 최근 5개년(2018~2022년) 평균 연결매출액이 각각 89조 원, 66조 원으로, AAA등급에 위치해 있다.

[매출액 등급별 기준 및 적용]

구분	AAA	AA	A	BBB	BB	B
매출액	50조원 이상	25조원 이상 50조원 미만	10조원 이상 25조원 미만	5조원 이상 10조원 미만	2조원 이상 5조원 미만	2조원 미만
현대자동차	◎					
기아	◎					

주: 현대자동차는 자동차부문 연결

제품(모델 line-up) 및 지역다각화

평가요소의 분석적 의의

자동차산업은 경기변동에 대한 민감도가 크며, 연령, 지역, 소득수준, 라이프스타일 등에 따라 다양한 수요 특성이 존재하고 있다. 또한 과거 동질적인 모습을 보였던 시장이라도, 경기순환 주기 또는 라이프사이클 변화에 따라 그 수요특성이 끊임없이 변화되는 동적인 모습을 보이고 있다. 이러한 이유로 특정 세그먼트나 지역에 대한 사업편중도가 높을 경우, 자동차기업의 실적 및 현금흐름 변동성은 클 수 밖에 없다. 최근 수년간 recall이나 법규/환경 관련 위반이 빈번해지면서, 지역 및 모델 편중에 따른 우발위험도 점증하는 추세이다.

이 때문에 자동차기업의 지역 및 차종 다각화 수준은 특정시장의 수요변동에 대한 개별기업의 미래 대응력을 살펴보는 데 핵심적인 판단 요소가 된다. 지역 및 차종다각화 수준이 우수한 경우 특정 모델이나 지역의 실적이 저하되더라도 다른 부문에서 보전함으로써 수익 및 현금창출의 안정성을 유지하기가 쉽다.

평가지표의 등급별 기준 및 적용

제품라인업 측면에서는 승용, 상용차 내 적절한 차급, 차형별 분산 수준을 갖추어, 개별 제품의 수요 변동성이 서로 완화될 수 있는지를 평가한다. 구체적으로 소형에서 대형 차급의 승용, SUV, 상용 차종에 걸쳐 풀라인업(Full line-up)을 갖추고 있는 경우 매우 우수한 제품 라인업을 보유한 것으로 평가된다. 이 때 20~30만 대 이상(내수의 경우 2~3만 대 이상)의 양산(Volume) 모델의 확보 여부도 중요한 고려 요소가 되는데, 표면적으로 다양한 수의 라인업을 확보하고 있더라도, 양산모델 보유가 부실한 경우 마이너스 요인이 된다. 또한, 양산차와 고급차간 비중과 모델 수명주기에 따른 적절한 교체 여부도 중요한 고려 요인이다.

한편, 차량 전동화 추세가 이어지고 있는 가운데 업그레이드된 시스템 반도체 및 소프트웨어를 통해 보다 효율적인 주행보조가 실현되면서, 자동차산업의 패러다임이 단순 제조업에서 모빌리티 산업으로 변화하고 있다. 전기차 등의 신차 개발능력은 전기차 품질 제고 및 차량 모델의 다각화는 물론, 디지털 기술의 적용 확대로 내연차의 완성도도 빠르게 향상시키며 다양한 모델의 생산을 가능하게 할 것으로 전망된다. 이에 따라, 향후 전기차를 포함한 신차

개발능력에서 우위를 점하는 완성차 OEM이 친환경 부문은 물론 내연차 부문에서도 제품 다각화를 이끌어 시장을 주도할 것으로 예상된다. 과거 내연기관 위주의 자동차 산업은 기술적 변화가 느린 속도로 진행되었으나, 디지털 기술이 확대되는 최근 자동차 산업은 변화 속도가 매우 빠른 수준이다. 우수한 신차 개발능력이 확보되어야만 빠르게 변화하는 자동차 산업 흐름 속에서 지속적으로 제품을 다각화시킬 수 있는 바, 신차 개발능력을 제품 다각화의 세부 요소에 추가하였다.

지역다각화 측면에서는 내수시장과 북미/유럽(EU+EFTA)/중국의 세계 3대 자동차시장, 인도, 브라질 등 기타시장의 판매 및 현지생산 수준을 평가한다. 내수와 해외, 전통적 선진시장과 신흥시장 간의 판매/생산기반 분산 수준이 기본적인 고려 요소가 된다. 각 지역별 특성에 맞는 현지 모델라인업 구축과 현지 생산기지 확보 여부도 중요한 평가 요소이다.

현대자동차와 기아는 승용에서 상용차에 이르는 전 차종에 걸쳐 풀라인업을 구축하고 있으며, 판매/생산의 지역 다변화 측면에서는 세계 최상위권의 역량을 보유하고 있다. 세부 segment별로 경쟁력 있는 다수의 양산 모델을 보유하고 있으며, 특히 지역별 수요 특성에 맞게 현지화 모델을 지속적으로 출시하고 있다. 또한, 현대자동차그룹이 2021년 공개한 모듈형 전기차 전용 플랫폼인 E-GMP가 자동차 시장에서 호평을 받고 있는 가운데 다양한 전기자동차 라인업을 바탕으로 자동차 선진 시장인 미국에서 현대차그룹의 전기차 판매량이 3위(2022년 기준, 1위 Tesla, 2위 Ford Group)를 기록한 점을 고려 시, 현대자동차와 기아의 신차 개발능력이 매우 우수한 수준인 것으로 파악된다.

[제품(모델라인업) 및 지역다각화 등급별 기준 및 적용]

구분	AAA	AA	A	BBB	BB	B 이하
제품(모델라인업) 및 지역 다각화	전 차종에 걸쳐 full line-up 보유. 신차 개발능력 및 국내외 현지 생산/판매체계가 매우 우수	승용차(양산 및 고급)부문에서 상당 수준의 라인업보유. 신차 개발능력 및 현지 생산/판매체계가 매우 우수하나, AAA에 비해 열위한 측면 존재	다수의 라인업 확보하고 있으며, 3개 이상의 volume 모델 보유. 신차 개발능력 및 지역별 생산/판매체계가 우수한 수준	다수의 라인업 확보하고 있으며, 1개 이상의 volume 모델 보유. 신차 개발능력 및 지역별 생산/판매체계가 보통 수준	2개 이상의 세그먼트에 참여. 신차 개발능력 열위. 내수 위주의 생산/판매체계 보유	단일 세그먼트에 참여. 신차 개발능력 매우 열위. 내수위주 영업
현대자동차	◎					
기아	◎					

시장지위

평가요소의 분석적 의의

시장지위는 산업 내에서 경쟁자 및 수요자와의 관계에서 나타나는 경쟁적 지위로서 매출 창출능력에 일차적인 영향을 미치는 신용평가의 핵심 고려요소이다. 시장지위를 나타내는 대표적인 핵심 지표(Key indicator)로는 시장지배력 및 가격결정력과 연관성이 높은 시장 점유율을 들 수 있다.

상위권 자동차기업을 중심으로 내수판매의 비중이 감소하고 있는 추세이나, 근원적인 사업 기반으로서 내수시장에서의 시장점유율이 여전히 중요하게 고려된다. 이와 함께 주요 자동차시장인 북미, 유럽, 중국, 인도시장에서의 전반적인 시장점유율 보유 수준을 중점적으로 평가한다. 북미와 유럽과 같은 전통적 선진시장의 경우 안정적 수요기반과 브랜드인지도 확보 차원에서 안정적인 시장지위를 확보할 필요가 있으며, 중국과 인도시장의 경우 성장동력 확보 측면에서 그 중요성이 높은 편이다.

평가지표의 등급별 기준 및 적용

현대자동차와 기아는 지속적인 수출확대 및 현지 생산공장 설립 등으로 북미, 유럽 및 인도시장에서 현지 주요 메이커와 경쟁 가능한 수준의 점유율을 확보한 것으로 평가된다. 사드 여파 및 중국 내 애국 소비 열풍 등으로 현대차그룹의 중국시장 판매실적이 최근 수년간 급격하게 하락하였음에도 불구하고, 그 외 북미 및 유럽, 인도 시장 등에서의 우수한 판매실적 기록으로 글로벌 전체 판매 점유율은 수년 간 전반적으로 상승하는 추세이다. 특히, 북미와 유럽과 같은 자동차 선진시장에서의 안정적 점유율 확보는 현지 시장에서의 마케팅, 물류 및 A/S서비스 제공에 있어서의 효율성 확보가 가능하고, 브랜드 인지도가 높은 현지 기업과 동등한 경쟁관계를 형성할 수 있다는 점에서 의미가 크다.

내수시장에서 현대자동차가 40%, 기아가 약 30%의 점유율 보이는 등 합산 판매대수 기준으로 현대, 기아는 수입차시장의 확대에도 불구하고 내수시장에서 점유율 70% 내외의 시장지배력을 견지하고 있다. 또한, 현대자동차와 기아 합산 기준, 미국과 유럽(EU+EFTA) 등 주요시장에서도 7~10% 수준의 점유율을 안정적으로 유지하고 있다.

[시장지위 등급별 기준 및 적용]

구분	AAA	AA	A	BBB	BB	B 이하
시장지위	내수시장에서 점유율 최상위권이 며, 주요시장에서도 상위권의 시장 지위 보유	상위권의 내수시장 점유율 확보하고 있으며, 주요시장에서도 비교적 안정적인 지위 보유	내수시장 시장지위 양호하며, 주요시장에 상당 수준의 수출판매 지속	내수시장에서 안정적인 시장지위 보유	국내외 시장지위 열위	시장지위 매우 열위
현대자동차		◎				
기아		◎				

운영효율성**평가요소의 분석적 의의**

자동차산업은 수요의 경기민감도가 높고 고정비부담이 높은 특성상, 효율적인 운영관리의 필요성이 매우 높은 편이다. 최근 생산/판매의 현지화 수준 증대로 자동차기업의 효율적인 관리가 더욱 어려워지고 있는 가운데, 글로벌 경쟁 심화와 환경·안전규제 강화로 원가 경쟁력 확보에 대한 필요성이 높아지고 있는 것도 운영효율성을 평가지표로 사용하는 근거가 된다.

운영효율성은 크게 설계/개발단계와 생산단계, 판매단계로 나누어 운영효율성을 살펴볼 수 있다. 설계/개발 단계에서는 부품의 공용화와 플랫폼 통합 능력, 신차개발 소요기간 등을 통한 근원적인 원가절감능력을 살펴본다. 생산단계에서는 전반적인 설비 가동률과 차량 1대당 직접노동시간(HPV: hour per vehicle), 1시간당 생산대수(UPH: unit per hour), 원재료 및 주요 부품의 안정적인 조달 수준, 노사관계 등을 평가한다. 판매단계에서는 딜러당 판매대수, 지역별 판매인프라 확보와 판매 관련 금융상품의 접근성 및 사용 편의성 등을 고려한다. 운전자금회전을, 총자산회전을 등의 회전을 지표도 추가적인 고려사항이 될 수 있다.

평가지표의 등급별 기준 및 적용

대표적인 정량적 지표로는 가동률, 플랫폼 당 모델 수 및 판매수량 등을 들 수 있다. 예컨대, 주요 생산거점의 가동률이 100% 이상의 풀가동(full capacity)에 가깝다면, 생산측면에서 극히 우수한 운영효율성을 보유하고 있다고 볼 수 있다. 그러나, 운영효율성에 대한 종합적 판단은 동종기업과의 비교를 포함한 정성적 고려가 불가피하다. 극히 우수, 매우 우수, 우수, 보통, 미흡, 매우 미흡으로 구분한다.

현대자동차는 가동률, 각종 회전을 등 운영효율성 지표가 전반적으로 매우 우수하게 나타나고 있으며, 기아도 현대자동차그룹에 편입된 이후 연구개발부문의 통합, 부품 공용화 및 플랫폼 통합 등으로 시너지효과가 있다. 다만, 고질적인 생산차질 이벤트인 생산직 근로자의 파업문제는 양사의 생산 효율성에 불안 요인으로 잠재되어 있다.

[운영효율성 등급별 기준 및 적용]

구분	AAA	AA	A	BBB	BB	B 이하
운영효율성	극히 우수	매우 우수	우수	양호	미흡	매우 미흡
현대자동차		◎				
기아		◎				

영업수익성: EBITDAmargin**평가요소의 분석적 의의**

당사는 자동차기업의 영업수익성을 판단하는 지표로 EBITDAmargin(%)을 사용한다. EBITDA는 영업이익(EBIT)에서 감가상각비와 무형자산상각비를 가산하여 산출하는 지표로, 상각 관련한 회계정책의 차이를 보정하여 기간 및 기업간 비교를 용이하게 하는 장점이 있다.

평가지표의 등급별 기준 및 적용

EBITDAmargin 평가 지표의 AAA등급은 10%이상이며, B등급은 2% 미만이다. EBITDAmargin 10%이상을 장기간 유지해온 자동차기업은 소수에 불과하며 우수한 영업수익성을 바탕으로 대규모 잉여현금을 창출할 수 있는 수준이다. 한편 자동차부문의 EBITDA 산출이 어려운 경우 EBITmargin 지표를 활용하여 글로벌 주요 경쟁사와 비교한 상대적인 수준을 적용할 수 있다(극히우수~매우미흡의 6단계).

현대자동차와 기아의 최근 5개년(2018~2022년) 평균 EBITDAmargin은 AA수준(8%이상 10%미만)이다. 글로벌 완성차 시장의 성장둔화 및 경쟁강도 심화, 친환경차 개발 관련 R&D비용 부담 증가, 코로나 사태 등으로 2018~2020년에는 예년 대비 영업수익성이 저조한 수준이었다. 다만, 2021년에는 반도체의 공급부족으로 완성차 생산량이 수요에 미치지 못함에 따라 재고수준 및 인센티브가 하락하면서 영업수익성이 개선되었고, 2022년 이후에는 생산 정상화에 따른 매출 확대로 고정비 부담이 감소하면서 현대자동차와 기아 모두 EBITDAmargin이 AAA수준(10% 이상)을 기록하고 있다.

[EBITDAmargin 등급별 기준 및 적용]

구분	AAA	AA	A	BBB	BB	B 이하
EBITDAmargin	10% 이상	8% 이상 10% 미만	6% 이상 8% 미만	4% 이상 6% 미만	2% 이상 4% 미만	2% 미만
현대자동차		◎				
기아		◎				

[회사별 EBITDAmargin 추이]

(단위: %)

회 사	2018	2019	2020	2021	2022	5년 평균
현대자동차	5.9	7.4	5.6	9.0	11.1	8.1
기아	5.7	7.1	7.2	10.4	11.2	8.7

주: 현대자동차는 자동차부문 연결

2. 재무위험 핵심평가요소와 적용

가. 재무구조 및 자산의 질

재무구조를 보수적으로 유지하는 것은 영업실적의 가변성, 인수합병, 급격한 외부환경변화 등에 따른 충격을 흡수하는 완충역할을 하기 때문에 신용평가에 있어 중요한 의미를 갖는다. 재무구조 및 자산의 질에 대한 평가는 부채비율, 순차입금의존도에 대한 검토를 통하여 이루어지고 있다.

부채비율: 부채/자기자본

평가요소의 분석적 의의

부채비율은 회사의 자본 구성을 평가하는 기본적인 지표로서, 차입금뿐 아니라 무이자부채까지 포함하는 전체 부채규모를 자기자본과 비교한다. 자동차산업은 대표적인 부채항목인 차입금과 함께 노동자의 퇴직 및 판매보증 관련 총당금 규모가 여타 산업에 비해 큰 편이다. 이를 반영하여 등급별 Grid가 일반 비금융방법론의 Grid에 비해 완화되어 적용되어 있다. 자기자본은 납입자본금과 회사의 누적 이익, 배당금 지급 등에 따른 자금의 내부유보에 의해 결정되며, 회사의 실적 및 재무정책 등에 따라 차이를 보인다.

평가지표의 등급별 기준 및 적용

부채비율 AAA등급은 80%이하, BBB등급은 160~200%, B등급은 300% 초과이다. 자동차기업은 사업경쟁력에 따라 상위기업과 하위기업간 부채비율의 격차가 크게 나타나고 있는데, 국내 대표기업인 현대자동차와 기아의 경우 지속적인 이익축적과 잉여현금흐름 창출에 힘입어 부채비율 등급이 각각 'AAA', 'AA'에 위치해 있다.

[부채비율의 등급별 기준 및 적용]

구분	AAA	AA	A	BBB	BB	B 이하
부채비율	80% 이하	80% 초과 120% 이하	120% 초과 160% 이하	160% 초과 200% 이하	200% 초과 300% 이하	300% 초과
현대자동차	◎					
기아		◎				

[회사별 부채비율 추이]

(단위: %)

회 사	2018	2019	2020	2021	2022	5년 평균
현대자동차	58.2	64.7	78.7	80.0	78.4	72.3
기아	90.1	91.0	102.4	91.5	87.4	92.2

주: 현대자동차는 자동차부문 연결

**순차입금의존도 (총차입금
-현금성자산)/총자산**

평가요소의 분석적 의의

순차입금의존도는 회사의 적정차입금 규모에 대한 분석과 더불어, 영업 및 비영업적 투자 활동과 관련한 소요자금의 조달원천에 대한 적정성을 파악하는 중요한 지표로 활용된다. 개별 회사의 현금성자산 보유 선호도가 상당한 차이를 보이므로, 총차입금 대신 순차입금을 사용하여 측정한다.

평가지표의 등급별 기준 및 적용

순차입금의존도는 10~30%를 보통수준(BBB)로 하여 상·하위 구간별 등급을 적용한다. 자동차기업은 판매한 제품의 보증수리, 리콜(recall), 소송 등에 대비한 충당부채를 설정하고 이에 상응하는 현금성자산을 보유하는 것이 일반적으로, 대체로 순차입금의존도가 낮은 성향을 보인다.

친환경차 개발 관련 R&D비용 부담 증가 및 대규모 설비투자로 현대자동차는 2019~2020년 순차입금이 증가하는 추세를 나타냈다. 다만, 이후 매출 확대에 기반한 대규모 잉여현금 창출에 힘입어 차입부담이 감소하는 추세이며, 최근 5개년(2018~2022년) 평균 순차입금 의존도는 AAA등급 구간이다. 기아의 최근 5개년 평균 순차입금 의존도는 AA등급 구간이다. 2018~2020년에는 순차입금의존도가 -10%를 상회하였으나, 풍부한 현금창출이 지속되면서 2021년 이후에는 순차입금의존도가 -10%를 하회하고 있다.

[순차입금의존도 등급별 기준 및 적용]

구분	AAA	AA	A	BBB	BB	B 이하
순차입금의존도	-10% 이하	-10% 초과 0% 이하	0% 초과 10% 이하	10% 초과 30% 이하	30% 초과 50% 이하	50% 초과
현대자동차	◎					
기아		◎				

[회사별 순차입금의존도 추이]

(단위: %)

회 사	2018	2019	2020	2021	2022	5년 평균
현대자동차	-14.2	-11.8	-10.8	-10.4	-9.9	-11.3
기아	-3.5	-4.2	-7.1	-11.9	-15.8	-9.1

주: 현대자동차는 자동차부문 연결

나. Cash-Flow

현금흐름의 적정성은 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 회계처리 방법의 차이에 의한 기업간 격차를 축소시켜 보다 정확하게 상환 불능 위험을 측정할 수 있는 장점이 있다. 현금흐름 지표의 적용은 신용도가 낮은 기업 분석 시 보다 유용하다. 이는 낮은 신용도로 인하여 외부적 재무유동여력이 미력하여 자체적 자금 창출능력에 대한 의존도가 높은 점에 따른 것이다.

현금흐름의 적정성에 대한 분석은 주로 차입금, 금융비용, 투자자금유출에 대한 현금흐름의 상대적 수준을 평가하는데 주안점을 두고 있다. 이에 적용되는 지표로 EBITDA/(금융비용+CAPEX)와 함께 처분가능현금흐름/차입금 지표를 활용한다.

EBITDA/(금융비용+CAPEX)

평가요소의 분석적 의의

신용평가에서 가장 중요한 고려 요소 중 하나가 계속기업의 관점에서 해당 산업의 경기순환주기 동안 영업활동과정을 통하여 회사가 창출할 수 있는 현금흐름의 수준과 변동성이다. 자동차산업은 통상 3~5년 단위로 이루어지는 신차 출시(model change)의 성패에 따라 개별 기업의 수익변동성이 매우 높게 나타나고 있으며, 경쟁력 유지를 위해 신차개발, 친환경 기술 및 차량개발, 설비의 효율화 등에 매년 대규모 재투자가 필요하다.

따라서 경쟁력이 약한 메이커의 경우 경기하강국면에서 현금흐름의 부족현상이 발생할 가능성이 높다. 경기하강 국면에서도 추가적인 차입 없이 경상적인 자금소요를 충당하고 적정수준의 유동성 유지가 가능할 정도의 현금창출능력을 보유하고 있으면 신용도가 높게 평가된다. 일시적인 자금관리능력 측면에서 운전자금관리능력, 투자금액 및 시기의 조절 능력 등도 중요한 고려요소가 된다. EBITDA/(금융비용+CAPEX)은 영업창출현금을 통해 자동차산업의 주요 자금소요 항목인 금융비용과 자본적지출에 대한 대응수준을 검토하는데 유용하다.

평가지표의 등급별 기준 및 적용

EBITDA/(금융비용+CAPEX) AAA등급은 2.2배 초과, BBB등급은 1.0~1.3배, B등급은 0.5배 미만이다. EBITDA/(금융비용+CAPEX) 1.0배 미만을 보일 경우 현금창출력이 경상적인 자금소요에 비해 미흡하다는 것을 의미하며 차입부담이 증가할 가능성이 높다고 할 수 있다.

현대자동차의 2018~2022년 평균 EBITDA/(금융비용+CAPEX) 지표는 BBB등급 구간이다. 2018~2020년 대규모 시설투자 등으로 인해 금융비용과 CAPEX를 합한 값이 EBITDA를 상회하였으나, 이후 시설투자규모의 축소 및 판매실적 개선으로 EBITDA가 금융비용 및 CAPEX를 큰 폭으로 상회하고 있다. 기아는 현대자동차 대비 낮은 투자부담으로 인해 최근 5개년 평균 EBITDA/(금융비용+CAPEX) 지표가 AAA등급 구간이다.

[EBITDA/(금융비용+CAPEX) 평가요소의 등급별 기준]

구분	AAA	AA	A	BBB	BB	B 이하
EBITDA/ (금융비용+CAPEX)	2.2배 초과	1.7배 초과 2.2배 이하	1.3배 초과 1.7배 이하	1.0배 초과 1.3배 이하	0.5배 초과 1.0배 이하	0.5배 이하
현대자동차				◎		
기아	◎					

[회사별 EBITDA/(금융비용+CAPEX) 추이]

(단위: %)

회 사	2018	2019	2020	2021	2022	5년 평균
현대자동차	0.9	1.0	0.7	1.5	2.2	1.2
기아	1.0	1.6	1.7	3.6	4.2	2.3

주: 현대자동차는 자동차부문 연결

처분가능현금흐름/차입금

평가요소의 분석적 의의

처분가능현금흐름(DCF: Discretionary Cash Flow)은 금융비용, 법인세, 자본적지출, 배당금 지급 등 자동차기업의 경상적인 자금수지를 모두 반영한 후 실제 차입금 상환재원으로 사용할 수 있는 현금흐름이다. 따라서 처분가능현금흐름/차입금은 자동차기업의 실질적인 차입금 상환능력을 가늠하게 해준다는 점에서 유용성이 높은 지표이다. 처분가능현금흐름은 영업활동현금흐름에서 자본적지출(CAPEX)과 배당금지급을 차감하여 도출한다.

평가지표의 등급별 기준 및 적용

처분가능현금흐름/차입금의 보통(BBB) 수준을 10~20%로 평가하며, 높을수록 상위 구간, 낮을수록 하위 구간으로 구분한다. 현대자동차의 경우 대규모 시설투자 및 업황 저하에 따른 영업활동현금흐름의 감소 등으로 2018~2020년 처분가능현금흐름이 적자를 기록하였다. 이로 인해 최근 5년(2018~2022년) 평균 처분가능현금흐름/차입금 지표는 저조한 수준이다. 다만, 2021년 이후 영업실적 개선으로 영업현금흐름이 증가하면서 현금흐름지표가 개선되는 추세이다. 기아는 현대자동차 대비 낮은 시설투자부담으로 최근 5개년 평균 기준 처분가능현금흐름/차입금 지표가 AA등급 구간이다.

[처분가능현금흐름/차입금 평가요소의 등급별 기준]

구분	AAA	AA	A	BBB	BB	B 이하
처분가능현금흐름 /차입금	40% 이상	30%이상 40%미만	20%이상 30%미만	10% 이상 20%미만	0%이상 10%미만	0% 미만
현대자동차						◎
기아		◎				

[회사별 처분가능현금흐름/차입금 추이]

(단위: %)

회 사	2018	2019	2020	2021	2022	5년 평균
현대자동차	-9.7	-28.9	-13.0	10.2	29.1	-0.4
기아	17.2	13.7	25.9	53.3	78.6	38.8

주: 현대자동차는 자동차부문 연결

다. 재무적 융통성**평가요소의 분석적 의의**

재무융통성에 대한 평가는 정성적 요소에 해당한다. 자동차는 고가의 내구소비재로 경기변화에 따른 판매실적 변동성이 크게 나타나며, 차종 및 모델별로 경쟁환경이 지속적으로 변화하고 있다. 이런 특성으로 인해 자동차산업은 여타 산업에 비해 현금흐름의 안정성 및 예측가능성이 낮다. 또한 연구개발비 투자 및 설비비 투자 등에 따른 고정성 경비의 비중이 높아 경기침체에 유동성과 재무적 융통성이 빠른 속도로 감소하는 경향이 있다. 이에 따라 자동차기업은 재무적 대응력 확보의 일환으로 풍부한 유동성을 보유하고 있는 것이 일반적이다.

평가요소의 등급별 기준 및 적용

여타 산업과 마찬가지로 당좌비율, 유동비율, 차환 또는 추가차입 가능성(금융권 차입한도(credit line), 담보제공여력), 증자가능성, 자산매각여력, 대외신인도 등이 주요 검토 요소로, 정성적인 면을 고려하여 종합적으로 평가된다. 대규모 재투자가 이루어지는 산업특성상 CAPEX의 조정 또는 이연가능성에 대해서도 충분히 고려할 필요가 있다.

산업특성상 대부분의 메이커가 대규모 현금성자산 보유 등 우수한 재무적 융통성을 보유하고 있다. 현대자동차와 기아 또한 풍부한 유동성을 비롯해, 토지와 건물, 지분증권, 추가 차입능력, 대외신인도 등을 고려할 때 재무적 융통성이 극히 우수한 수준으로 평가된다.

[재무적 융통성의 등급별 기준 및 적용]

구분	AAA	AA	A	BBB	BB	B 이하
재무적 융통성	극히 우수	매우 우수	우수	보통	미흡	매우 미흡
현대자동차	◎					
기아	◎					

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 자동차기업은 [산업별 평가방법론: 총론1]를 적용하고 있어 별도의 제시를 생략한다.

자동차기업의 금융자회사는 다양한 자금지원 프로그램을 통해 메이커의 자동차판매를 지원한다는 측면에서 마케팅의 한 축으로서 중요한 역할을 담당하고 있다. 이에 따라, 완성차와 사업·재무적으로 밀접한 관계에 있는 금융자회사에 대한 별도의 위험평가가 필요하며, 자산의 건전성(부실채권 비율, 총당금 적립 수준 등), 자금조달의 안정성 및 다양성, 수익성, 유동성 등이 평가요소로서 중요시 된다. 그러나 금융자회사는 완성차업체와 영업상 밀접한 관계를 가지나 필수적 요소는 아니며 따라서 한계 상황 발생시 우선적 매각대상이 될 수 있다.

V. 요약 및 결론

자동차기업의 핵심 평가요소는 지금까지 서술한 바와 같이 사업플트폴리오·안정성, 시장 지위, 운영효율성 등의 사업위험 관련 평가 항목들과 현금흐름, 재무안정성, 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 전망 및 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, 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. 구체적 상황에 따라 달라질 수 있으나, 자동차회사 평가 시, 평가요소 중 제품 및 지역 다각화, 시장지위와 현금흐름 관련 지표, 재무적 융통성이 상대적으로 중요하게 고려된다. 이는 자동차산업에 내재하는 높은 경기민감도와 시장별 수요차별화로 인해 현금흐름의 변동 가능성이 높은 점을 반영한 것이다.

앞서 각 평가지표의 적용에서 살펴본 현대자동차와 기아의 사업위험 및 재무위험 산출을 요약해 보면 아래 표와 같다. 다만 이는 과거 실적치를 적용한 모델 Profile에 해당하는 결과이며, 이에 더해 미래전망 및 기타고려요소, 계열요인을 반영하여 최종신용등급을 산출하게 된다.

[주요 자동차기업의 평가요소별 실적 기준 등급현황]

구 분		가중치	현대자동차	기아	
사업 위험	산업위험	5%	BBB	BBB	
	경쟁지위	매출액	15%	AAA	AAA
		제품(모델 라인업) 및 지역다각화	25%	AAA	AAA
		시장지위	25%	AA	AA
		운영효율성	15%	AA	AA
		EBITDA마진	15%	AA	AA
	사업위험 종합등급		100%	AA	AA
재무 위험	재무구조 및 자산의 질	부채비율	20%	AAA	AA
		순차입의존도	15%	AAA	AA
	현금흐름 적정성	EBITDA/(금융비용+CAPEX)	20%	BBB	AAA
		처분가능현금흐름/차입금	30%	B	AA
	재무적 융통성		15%	AAA	AAA
	재무위험 종합등급		100%	A	AA

주: 상기 평가요소별 등급현황은 2018~2022년 누적 실적을 기준으로 산출한 결과임