



SI(개정안)

산업별 평가방법론

Analyst Contacts

선임연구원 육성훈
02-2014-6351
shyouk@nicerating.com

Date

2023.11.28

[의견 요청 사항]

NICE신용평가는 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 '그룹기반요인' 지표를 '수요기반'으로 변경
- (2) 사업위험 평가요소 중 '사업구조의 안정성' 지표를 '사업포트폴리오의 안정성'으로 변경

방법론의 대상 및 한계 등

본 평가방법론은 당사가 SI 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 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, 재무적 융통성

[본 방법론으로 공시된 등급이 받는 영향]

본 방법론의 적용으로 기존에 공시되어 있는 등급이 받는 영향은 없다.

[주요 변경 내용]

지표간 의미의 명확성 개선과 SI 기업의 사업영역 확장추세를 반영하기 위하여 평가요소를 아래와 같이 조정하였다.

- (1) 사업위험 평가요소 중 '그룹기반요인' 지표를 '수요기반'으로 변경

(2) 사업위험 평가요소 중 '사업구조의 안정성' 지표를 '사업포트폴리오의 안정성'으로 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 SI 산업에서 핵심적 평가요소가 무엇인지, 그리고 이러한 평가요소에 대하여 어떻게 판단하며, 개별 평가요소에 대한 판단이 어떻게 종합되어 자체신용도로 이어지는지를 살펴보고자 한다.
- 국내 SI 산업의 위험도는 다른 산업에 비하여 “**불리한(높은) 수준 [IR-BB+]**”²으로 평가된다. 이는 경기변동에 따른 SI 수요의 높은 변동성, 낮은 진입장벽 및 높은 경쟁강도, 빠른 기술변화 등이 SI 기업의 수익성과 재무안정성 개선을 제약하고 있는 점에 기반한다. 다만, 계열에 소속된 SI 기업(이하 '계열 SI 기업')의 경우, 계열 수요를 기반으로 상대적으로 높은 사업안정성과 우수한 수익성을 유지하고 있다.
- SI 기업 평가 시 주로 고려되는 핵심평가요소와 가중치, 신용등급 대응관계는 다음의 [표]에서 제시하는 바와 같다. SI 기업 평가 시 중요하게 반영된 평가지표는 수요기반, 사업포트폴리오의 안정성, EBITDA/금융비용 배수, 재무적 융통성이다. 수요기반은 안정적인 고정거래처의 확보를 통해 SI 산업의 높은 산업위험을 완화할 수 있는 요인으로 작용한다. 사업포트폴리오의 안정성은 경기변동의 영향을 분산하여 전체적인 사업위험 수준을 안정화 시킬 수 있다. EBITDA/금융비용 배수, 재무적 융통성 등으로 재무적 부담에 대한 대응능력을 평가한다.
- 금번 평가방법론은 당사가 2018년 제시하였던 평가방법론과 비교하여 평가 요소 측정과 관련한 지표의 변화가 있다. 사업위험 평가요인 중 '그룹기반요인'을 '수요기반'으로, '사업구조의 안정성'을 '사업포트폴리오 안정성'으로 변경하였다. 구체적인 내용 및 그 이유는 다음과 같다.
 - '그룹기반요인'을 '수요기반'으로 변경하였다. 이는 기존의 '그룹기반요인'이 그룹 외 고정거래처의 존재를 포괄하기에 의미가 협소하고, 다른 사업위험 평가요인인 '사업구조의 안정성'에서 수요기반을 고려하는 등 지표간 의미가 중첩되었기 때문이다.
 - 따라서 의미의 중첩을 배제하고 최근 SI 기업의 시스템 구축/유지보수 외 분야로의 사업확장추세를 반영하기 위하여 사업위험 지표 중 '사업구조의 안정성'을 '사업포트폴리오 안정성'으로 변경하였다.

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.

- 지표의 의미 명료화 및 SI 산업의 최근 특성 반영으로 기업간 비교가능성이 개선될 것으로 예상된다.
- 한편, 동 평가방법론은 발표 직후부터 SI 기업 평가에 적용되나, 금번 변경으로 인해 기존 개별 회사 신용등급에 즉각적인 변동이 발생하지는 않는다.

[평가요소와 신용등급간 대응관계]

범주	하위범주	평가표	가중치	AAA	AA	A	BBB	BB	B 이하
사업 위험	산업위험		10%					◎	
	경쟁자위	매출액	20%	3.5조원 이상	1.5조원 이상 3.5조원 미만	5천억원 이상 1.5조원 미만	2천억원 이상 5천억원 미만	5백억원 이상 2천억원 미만	5백억원 미만
		수요기반	25%	극히 우수	매우 우수	우수	양호	미흡	매우 미흡
		사업포트폴리오의 안 정성	25%	극히 안정적	매우 안정적	안정적	보통	취약	매우 취약
		EBITDA마진율	20%	12% 이상	7% 이상 12% 미만	5% 이상 7% 미만	3% 이상 5% 미만	1% 이상 3% 미만	1% 미만
재무 위험	금융비용 Coverage	EBITDA/금융비용	25%	12배 이상	7 배 이상 12 배 미만	3 배 이상 7 배 미만	1 배 이상 3 배 미만	0.3배 이상 1배 미만	0.3배 미만
	재무구조 및 자산의 질	부채비율	20%	30% 미만	30% 이상 100% 미만	100% 이상 150% 미만	150% 이상 200% 미만	200% 이상 300% 미만	300% 이상
		총차입금의존도	10%	10% 이하	10% 초과 20% 이하	20% 초과 30% 이하	30% 초과 40% 이하	40% 초과 50% 이하	50% 초과
	현금흐름 적정성	총차입금/EBITDA	20%	1.5 이하	1.5 초과 3.0 이하	3.0 초과 5.0 이하	5.0 초과 8.0 이하	8.0 초과 10.0 이하	10.0 초과
	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 증권의 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 결과와 다르게 나타날 수 있습니다. 또한, 신용등급과 발간물은 사실의 진술이 아니라, 미래의 신용위험에 대한 NICE신용평가사의 독자적인 의견으로, 특정 유가증권의 투자사결정(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.

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 서면동의의 없이는 본 정보의 무단 전재, 복사, 유포(재배포), 인용, 가공(재가공), 인쇄(재인쇄), 재판배 등 어떠한 형태든 저작권에 위배되는 모든 행위를 금합니다.

I. 산업별 평가방법론의 지위 및 적용

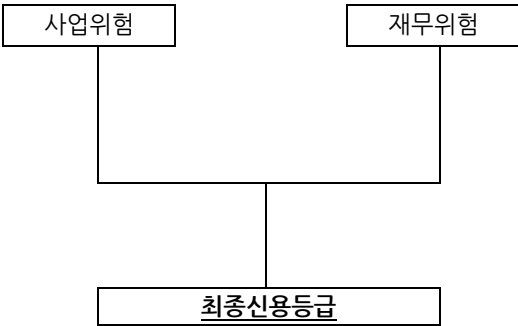
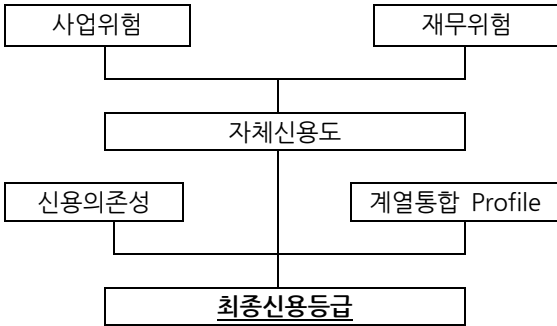
1. 계열관계를 반영한 평가의 접근방식

계열관계를 반영한 최종 신용등급 산출 방법은 일반적 접근법과 단계적 접근법 존재

NICE신용평가는 최종신용등급(Final Public Ratings) 결정에 있어, 계열관계에 따라 발생하는 지원 부담 및 수혜가 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] --- D F[계열통합 Profile] --- D D --- B[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 SI기업의 자체신용도 결정 방식

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

[자체신용도의 도출]



모델 Profile은 최종신용등급 산출을 위한 출발점으로서 등급결정 과정의 투명성을 제고하기 위하여 SI산업의 특성을 일반화한 결과물이다. 즉, 모델 Profile은 SI산업의 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 국내 SI기업 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 지배구조적, 사업적, 재무적 긴밀성의 정도를 측정하여 종합한다.

계열관계 영향의 반영은 [산업별 평가방법론:총론2]를 따른다.

3. 산업별 평가방법론의 적용

과거실적치를 기준으로
모델 Profile을 추출하되,
자체신용도 도출시는 미
래 전망을 비롯한 다양한
정성적인 요인들을 반영

SI산업 평가방법론을 포함한 산업별 평가방법론은 채무자의 위험을 크게 사업위험과 재무위험으로 범주화하고, 각각의 범주에서 핵심평가요소를 추출하며, 이와 관련되는 위험수준을 평가종합하여 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

SI산업의 위험은 “불리한 (높은) 수준”

NICE신용평가(주)는 SI산업의 위험을 “불리한(높은) 수준 [IR-BB+]”으로 판단하고 있다. 이는 경기변동에 따른 SI수요의 높은 변동성, 낮은 진입장벽 및 높은 경쟁강도, 빠른 기술변화 등이 SI기업의 수익성과 재무안정성 개선을 제약하고 있는 점에 기반한다. 다만, 계열에 소속된 SI기업(이하 ‘계열SI기업’)의 경우, 계열 수요를 기반으로 상대적으로 높은 사업안정성과 우수한 수익성을 유지하고 있다.

2. 산업위험 평가 근거³

전 산업의 디지털 전환 가속화로 성장세를 지속 중

전 산업의 디지털 전환(Digital Transformation, 이하 DT) 가속화로 IT서비스 시장은 성장세를 지속하고 있다. 클라우드, 스마트팩토리·물류 등의 도입은 경쟁우위 확보에 있어 필수적인 요소가 되고 있으며 이에 따라 SI 시장의 성숙화에도 불구하고 기존 사업모델을 디지털 기반으로 전환하는 움직임은 지속될 것으로 판단된다.

대내/대외시장간 차별화 된 경쟁강도

낮은 진입장벽으로 인해 SI산업의 전반적인 경쟁강도는 매우 높다. 다만, 완전경쟁에 가까운 대외시장(Non-captive Market)에 비해 계열사 물량의 안정적 확보가 가능한 대내시장(Captive Market)의 경쟁강도는 차별화 되어있다. 양 시장에 존재하는 경쟁강도의 차이는 각 시장 내에서 나타나는 전방교섭력, 수익성, 현금흐름 안정성 등에 일차적 차이를 유발시키며, 결과적으로 재무안정성의 차이로 나타난다.

국내 SI사업을 영위하는 기업수는 2020년 기준 9,582⁴개에 달하여 사실상 완전경쟁에 가까운 경쟁구도를 보이고 있다. 이는 신고제로 신규 설립 시 제도적 진입장벽이 없고, 초기 대규모 시설투자가 불필요하여 자본적 진입장벽이 낮기 때문이다. 반면, 대내시장은 대부분 계열 SI기업에 의해 독점되고 있어 진입장벽이 높고 실질적인 경쟁강도가 매우 낮다. 이러한 대내시장의 높은 진입장벽을 유지시켜주는 주요 요인으로는 ①관계특화성에 기인하는 시스템 운영 및 기술상의 비교우위 ②기존 서비스 제공기업이 보유한 시간적, 비용적 비용 우위 ③정보보호 필요성 등을 들 수 있다.

³ 산업위험 평가의 상세근거는 당사가 발간한 산업위험 평가를 참조하기 바란다.

⁴ 한국전자정보통신산업진흥회. 「2023년 7월 ICT주요품목동향조사」, 2023.09.

[대내시장 VS 대외시장간 차이 요약]

구분	대내시장(Captive)	대외시장(Non-captive)
1. 기존기업의 경쟁강도	낮음	높음
관계특화성	높음	낮음(대내시장 대비)
전환비용 & Lock-in 효과	높음	낮음(대내시장 대비)
2. 잠재적 진입기업의 위협	낮음	높음
초기진입장벽	높음	낮음
3. 對 구매자 교섭력	높음(대외시장 대비)	낮음
4. 對 공급자 교섭력	비교적 높음	낮음
5. 주된 기업형태	계열 대형 SI기업	독립 중소SI기업

대외시장의 낮은 수익성

비교적 양호한 수익성 향유가 가능한 대내시장과는 달리, 대외시장은 치열한 경쟁환경 등에 따라 저조한 수익성을 보인다. 다만, 최근 상위 SI기업들을 필두로 수익성이 우수한 사업을 선별적으로 수주하고 있으며, 중소 소프트웨어 사업자 육성을 위한 정부의 공정거래 및 상생 정책 기조가 지속되고 있어 대외시장에서의 중소 SI기업의 경쟁입지가 과거 대비 개선될 전망이다.

높은 경기 민감도

SI산업은 경기민감도가 비교적 높다. 이는 대다수의 기업들이 경기침체 시 IT투자를 포함한 투자지출을 축소하거나 집행시기를 지연하는 등 보수적으로 예산지출을 관리하기 때문이다. 또한 통상적으로 IT투자를 영업활동에 대한 보조 수단으로 인식하여 경기침체시 관련 지출을 투자삭감 우선순위로 간주하는 점도 SI산업의 경기민감도를 높이는 요인이다.

한편, 계열 SI기업의 경우 계열의 경상적인 IT수요가 경기변동에 대한 최소한의 안전망으로 작용한다. 반면 중소 SI기업은 고정 발주물량의 한계로 영업기반이 취약하고, 경기변동에 큰 영향을 받는다. 이에 계열 SI기업에 비해 중소SI기업들의 경기 민감도가 더욱 높다.

일감 몰아주기 관련 규제 존재

공정거래위원회는 2017년 9월 '공시 대상 기업집단'을 지정하였다. 이에 따라, 2016년 상호출자제한기업집단 기준 상향(자산 5조원→10조원)으로 제외된 자산 5조원 이상의 기업집단이 규제 대상에 포함되어 일감몰아주기 등 대주주의 사익편취 및 계열사간 내부거래에 대한 규제 대상이 확대되었다. 이에 대상 기업들의 지배구조 개편, 사업구조 변경 등이 빈번히 이루어지고 있다. 향후 일감몰아주기 관련 규제 및 계열 SI기업들의 지배구조 개편 등에 대한 지속적인 모니터링이 필요하다.

Ⅲ. 신용등급 추이

2023년 10월 31일 기준 NICE신용평가가 유효신용등급을 보유한 SI기업은 삼성SDS, 엘지씨엔에스, 현대오트모에버, 포스코디엑스, 우리에프아이에스의 총 5개사 이다. 해당 5개 기업은 각각 삼성, 엘지, 현대자동차, 포스코, 우리금융지주의 계열 SI법인이며, 신용등급은 안정적인 수요기반을 바탕으로 우수한 수준을 유지하고 있다. 한편, 계열 SI기업의 신용등급은 계열 신인도에 상당한 영향을 받고 있으며, 그룹 내 주요 계열사의 실적 추이와 재무상태 변동의 영향을 받기도 한다.

[신용등급 분포 및 추이 - SI]

기업명		2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
삼성SDS	장기	-	AA+/S	AA+/S	AA+/S	-	-	-
	단기	-	-	-	-	A1	A1	A1
엘지씨엔에스	장기	AA-/S	AA-/S	AA-/S	AA-/S	AA-/S	AA-/S	AA-/S
	단기	-	-	-	-	-	-	-
현대오트모에버	장기	-	-	-	-	AA-/S	AA-/S	AA-/S
	단기	-	-	-	-	-	-	-
포스코디엑스	장기	-	-	-	-	-	-	-
	단기	A2+	A2+	A2+	A2+	A2+	A2+	A2+
우리에프아이에스	장기	-	-	-	-	-	-	-
	단기	-	-	-	A2+	A2+	A2+	A2+

주1: 2023년 등급은 2023년 10월 31일 NICE신용평가(주) 보유 유효등급 기준임.

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

주3: 등급감시(Credit Watch는 등급상향 검토], 등급하향 검토], 불확실 검토◆)로 구분됨

주4: 지급보증 또는 담보부보증 등을 바탕으로 부여된 신용등급은 표기를 생략함

IV. SI산업 신용평가요소와 적용

[SI산업의 신용평가 요소]

범주	하위범주	평가지표
사업위험	산업위험	
	경쟁지위	매출액
		수요기반
		사업포트폴리오의 안정성
	EBITDA/매출액	
재무위험	금융비용 Coverage	EBITDA/금융비용
	재무구조 및 자산의 질	부채비율
		총차입금의존도
	현금흐름 적정성	총차입금/EBITDA
재무적 융통성		

SI기업의 등급평가는 기본적으로 당사의 일반적인 등급결정 방식 및 과정을 따른다. SI산업을 영위하는 피평가사의 사업위험 관련 하위범주(산업위험, 경쟁지위)와 재무위험 관련 하위범주(재무정책, 재무구조 및 자산의 질, 현금흐름, 재무적 융통성 등)에 대해 각각의 평가가 이루어지며, 이를 종합하여 최종 등급을 확정한다. 단, 각 요인별 등급범주와 핵심 평가요소는 SI산업이 갖는 사업특성을 고려하여 특정한 범위의 값, 특정 요소를 적용하고 있다. 아래에서는 SI기업에 적용되는 핵심 평가요소와 각 요소별 등급범주, 당사 주요 피평가기업에 대한 적용을 제시하고 비교한다.

NICE신용평가는 평가요소를 개별기업에 실제 적용함에 있어서, 해당기업에 대한 미래 전망치를 과거 실적치와 함께 적극적으로 반영하고 있으나, 본고에서는 설명의 편의상 과거 실적치만을 기초로 한다. 과거 실적 적용기간은 산업적 요인을 감안해 3년을 기본으로 하되, 기업 특수성 요인 등을 감안하여 기간을 달리 적용할 수 있다. 한편 핵심평가요소의 우열을 판단하는 데 있어 AA, A, BBB, BB와 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

NICE신용평가는 신용평가방법론 상 산업위험을 사업위험의 한 하위범주로 고려하여 특정 기업의 사업위험 평가에 적극적으로 반영하고 있다. 따라서 SI기업의 사업위험을 평가함에 있어서도 SI산업의 위험도인 “불리한(높은) 수준 [IR-BB+]”를 다른 하위범주들의 평가요소에 대한 요소등급과 함께 종합하여 반영한다.

나. 경쟁지위

SI기업 경쟁지위를 평가하는 항목으로는 매출액, 수요기반, 사업포트폴리오의 안정성, EBITDA/매출액이 있다.

매출액

평가요소의 분석적 의의

시장지위를 규정하는 주요 지표(Key barometer)로는 시장 내 Reference 구축 정도, 매출액 규모, 시장점유율, 수요자 선호도 등이 있으나, 당사는 계량화가 용이하고 객관성이 인정되는 기준인 ‘매출액 규모’ 지표를 주로 활용하고 있다. 매출액 규모가 큰 경우 시장인지도가 높아져 매출 확보가 용이해지며, 규모의 경제 효과가 발생하는 등 경쟁지위 개선이 이루어지기 때문이다.

평가지표의 기준 및 적용

매출액 규모 지표는 평균적인 수준(BBB)을 2천억원 이상, 5천억원 미만으로 하였으며, 이외 상하위 구간을 SI기업들의 시장지배력과 경쟁력 수준을 충분히 반영할 수 있도록 차별화하여 설정하였다.

피평가기업 대부분이 계열 사업기반 확보를 통해 평균 수준 이상의 매출액을 기록하고 있다. 다만 매출의 안정성, 전방산업별 전문화 역량 등에서 차이가 존재하며, 실제 개별 기업 평가시 이러한 정성적 요소는 수요기반, 사업포트폴리오의 안정성 지표에서 반영하였다.

[매출액 등급별 기준 및 적용]

구분	AAA	AA	A	BBB	BB	BB 이하
매출액	3.5 조원 이상	1.5 조원 이상 3.5 조원 미만	5 천억원 이상 1.5 조원 미만	2 천억원 이상 5 천억원 미만	5 백억원 이상 2 천억원 미만	5 백억원 미만

수요기반

평가요소의 분석적 의의

낮은 진입장벽 및 높은 경쟁강도로 SI산업의 산업위험은 높은 수준이다. 따라서 안정적인 수요기반의 확보는 높은 산업위험을 완화할 수 있는 핵심요인이다. 수요기반을 판단함에 있어서는 고정거래처에 대한 매출규모, 전체 매출대비 비중과 같은 양적인 측면 뿐만 아니라 고정거래처의 우량도, 사업연관성, 장기거래 가능성 등을 종합적으로 판단한다.

대내시장의 진입장벽은 매우 높은 수준이다. 이로 인해 대내시장을 수요기반으로 보유하고 있는 계열 SI기업들의 경우 안정적인 수요기반을 확보하고 있는 것으로 판단된다. 다만 수요기반의 수준을 판단함에 있어 계열의 전반적 신용도, 성장성 및 SI기업과의 사업연관성 등이 함께 고려되어야 한다. 또한 지분관계, 그룹내 지배구조에서 SI기업에 대한 특수성이 존재할 경우 수요기반의 안정성이 높은 것으로 판단된다.

한편, 계열기반이 취약한 중견·중소 SI 기업이라도 특화된 솔루션, 고정거래처와 다년간의 협업관계 구축을 통해 거래처에 대한 높은 전환비용과 관계특화성을 구축한 경우 일정 수준의 수요기반을 구축하고 있는 것으로 판단할 수 있다.

평가지표의 기준 및 적용

수요기반을 분석함에 있어 고정거래처에 대한 매출 규모, 매출 비중 및 거래처의 우량도 등을 종합적으로 고려한다. 또한 거래처와 평가기업이 제공하는 서비스의 사업연관성 등을 분석하여 장기적 거래관계의 안정성 수준을 판단한다.

[수요기반]

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

사업포트폴리오의 안정성

평가요소의 분석적 의의

높은 산업위험 하에서도 개별 기업이 구축한 사업 및 시장다각화 수준에 따라 경기변동에 대한 대응력이 차별화 될 수 있다. 따라서 사업 및 시장다각화의 양적·질적 수준을 의미하는 '사업포트폴리오의 안정성'은 매출안정성에 영향을 미치는 주요 요인이다. 사업포트폴리오의 안정성 수준이 높을 수록 경기변동의 영향을 분산하며 전체적인 사업위험 수준을 안정화 시킬 수 있다.

한편, 최근 대기업 소속 SI기업을 중심으로 전통적인 시스템 구축·유지보수 사업외에 IT역량을 활용할 수 있는 신규사업에 대한 진출이 증가하고 있다. 따라서 SI 사업부문 자체의 사업구조 안정성 뿐만 아니라 사업부문 다각화에 따른 성장성, 분산효과가 사업포트폴리오에 미치는 영향을 종합적으로 고려할 필요성이 증가하고 있다.

평가지표의 기준 및 적용

경기변동의 영향을 보완하는 다수의 사업부문을 보유하고 있는 경우 사업다각화 측면에서 사업포트폴리오 안정성이 높다. 한편, 시스템 구축·유지보수를 영위하는 전통적인 SI사업부문의 경우 사업구조의 질적인 측면을 고려하여야 한다. 일반적으로 단발성 프로젝트 성격이 강한 SI(시스템 구축, 협의의 SI) 보다는 지속적이고 장기간 거래관계가 유지될 수 있는 SM(System Management, 시스템 유지·관리)과 IT 아웃소싱 매출 비중이 높을수록 안정적인 사업구조를 보유한 것으로 평가된다. 또한 공공 금융 제조 통신 유통 서비스 등 다각화된 수요시장을 확보하고 있는 경우 전방산업군의 차별적인 경기영향을 완화하여 시장 다각화 측면에서 사업포트폴리오의 안정성이 높은 것으로 평가한다.

[사업포트폴리오의 안정성]

구분	AAA	AA	A	BBB	BB	B 이하
사업포트폴리오의 안정성	극히 우수	매우 우수	우수	양호	미흡	매우 미흡

EBITDA/매출액**평가요소의 분석적 의의**

영업수익성은 산업위험과 이에 대한 개별기업의 대응능력, 즉 경쟁지위와 경영관리능력이 종합된 결과이다. EBIT/매출액 비율, EBITDA/매출액 비율, 투자자본수익률(ROIC) 등 영업수익성 분석에 활용되는 다양한 재무지표 중 SI산업에서는 EBITDA/매출액 비율을 사용한다. 최근 IDC 등의 투자로 SI기업들의 유형자산이 증가하는 가운데, 기업별로 투자시기 및 규모가 상이하고, 내용연수 등의 차이가 발생하고 있다. 따라서 기업간 비교가능성을 높이기 위해 EBITDA/매출액 비율(EBITDA마진율)을 사용하는 것이 적절하다. 기업별 특수성이 존재하는 가운데, 대규모 투자가 비경상적인 경우가 많아 보조지표 등을 활용하는 종합적인 평가도 필요하다.

평가지표의 기준 및 적용

EBITDA/매출액은 3% 이상, 5% 미만을 평균적(BBB) 수준으로 하며, 높을수록 상위 구간, 낮을수록 하위 구간으로 평가한다. 기준 구간의 설정에 있어 SI기업 전반의 수익성 수준을 고려하여, 기업별 평가의 차별화를 도모하고자 하였다.

[영업수익성 등급별 기준]

구분	AAA	AA	A	BBB	BB	B 이하
EBITDA마진율	12% 이상	7% 이상 12% 미만	5% 이상 7% 미만	3% 이상 5% 미만	1% 이상 3% 미만	1% 미만

2. 재무위험 핵심평가요소와 적용

SI기업의 재무위험을 평가하는 하위범주로는 금융비용 Coverage, 재무구조 및 자산부채의 질, 현금흐름 적정성, 재무적 융통성이 있다. 하위범주별 평가지표의 경우, 금융비용 Coverage는 EBITDA/금융비용 배수, 재무구조 및 자산의 질은 부채비율과 총차입금의존도, 현금흐름 적정성은 총차입금/EBITDA 배수를 사용한다.

가. 금융비용 Coverage

금융비용 Coverage는 기업이 창출하는 이익과 기업이 부담하는 금융비용 간의 상대적 차이를 나타낸다.

EBITDA/금융비용

평가요소의 분석적 의의

EBITDA/금융비용 배수는 기업의 이익창출력이 금융비용을 감내하는 수준을 측정하기 위한 지표이다.

평가지표의 기준 및 적용

EBITDA/금융비용 배수는 보통 수준(BBB)을 1배 이상, 3배 미만으로 산정하며, 높을수록 상위 구간, 낮을수록 하위 구간으로 평가한다. NICE 신용평가가 등급을 보유하고 있는 5개 기업 모두 계열수요를 기반으로 한 우수한 수익성 및 현금창출력을 기반으로 제한적인 차입수준을 유지하며 극히 우수한 금융비용 총당능력을 시현하고 있다.

[EBITDA/금융비용 배수의 등급별 기준]

구분	AAA	AA	A	BBB	BB	B 이하
EBITDA/금융비용	12 배 이상	7 배 이상 12 배 미만	3 배 이상 7 배 미만	1 배 이상 3 배 미만	0.3 배 이상 배 미만	0.3 배 미만

나. 재무구조 및 자산의 질

재무구조 및 자산부채의 질에 대한 평가지표로 부채비율과 차입금의존도를 활용한다.

부채비율

평가요소의 분석적 의의

부채비율은 기업의 자본구성을 평가하는 기본적인 지표로서 차입금뿐만 아니라 무이자부채까지 포함하는 전체 부채규모를 자기자본과 비교하여 재무안정성을 평가한다.

평가지표의 기준 및 적용

부채비율은 보통 수준(BBB)을 150% 초과, 230% 이하로 보며 동 구간을 중심으로 상하 위 구간을 구분한다. 대부분의 계열 SI 기업들이 제한적인 투자부담 및 우수한 수익성을 바탕으로 매우 우수한 부채비율 수준을 유지하고 있다. 마곡사이언스파크 관련 투자부담이 있었던 엘지씨엔에스, 상대적으로 영업수익성이 저조한 우리에프아이에스의 경우에만 부채비율 100%이상 ~ 150%미만 구간에 위치해 있으며, 이외 기업들의 경우 부채비율 30%이상 ~ 100% 미만 구간에 위치해 있다.

[부채비율의 등급별 기준 및 적용]

구분	AAA	AA	A	BBB	BB	B 이하
부채비율	30% 미만	30% 이상 100% 미만	100% 이상 150% 미만	150% 이상 200% 미만	200% 이상 300% 미만	300% 이상

차입금의존도**평가요소의 분석적 의미**

만기가 있고 관련한 고정적 금융비용 지출이 수반되는 채무인 차입금의 총자본에 대한 비율로서 부채비율과 유사하게 재무위험 수준을 평가하는데 유용한 지표이다.

평가지표의 기준 및 적용

차입금의존도는 보통 수준(BBB)을 30% 초과, 40% 이하로 하여, 동 구간을 중심으로 상하 위 구간을 구분한다. NICE 신용평가가 등급을 보유하고 있는 5개 기업 모두 계열수요를 기반으로 한 우수한 수익성 및 현금창출력을 기반으로 실질적인 무차입 기초를 유지하고 있으며, 이에 따라 매우 낮은 차입금의존도 수준을 유지하고 있다.

[차입금의존도의 등급별 기준 및 적용]

구분	AAA	AA	A	BBB	BB	B 이하
차입금의존도	10% 이하	10% 초과 20% 이하	20% 초과 30% 이하	30% 초과 40% 이하	40% 초과 50% 이하	50% 초과

다. Cash-Flow

현금흐름의 적정성 분석을 통해 차입금상환 부담과 투자 관련 소요자금에 대응할 수 있는 능력을 평가한다. SI산업의 현금흐름을 평가함에 있어서 총차입금/EBITDA 배수를 주요 지표로 활용하고 있다.

총차입금/EBITDA**평가요소의 분석적 의미**

차입금 부담능력은 평가대상 기업의 존속과 성장의 기반이 된다. SI기업들의 자체 수익창출력을 통한 차입금 부담능력을 평가에 총차입금/EBITDA 배수를 사용한다.

평가지표의 기준 및 적용

총차입금/EBITDA 배수 지표는 보통(BBB) 수준을 5.0배 초과, 8.0배 이하로 평가하며, 수치가 낮을수록 상위 구간, 높을수록 하위 구간으로 구분한다. NICE 신용평가가 등급을 보유하고 있는 5개 기업 모두 계열수요를 기반으로 한 우수한 수익성 및 현금창출력을 바탕으로 제한적인 차입수준을 유지하고 있으며 이에 따라 총차입금/EBITDA는 매우 우수한 수준 이상인 3.0 이하를 유지하고 있다.

[현금흐름 평가요소의 등급별 기준]

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

라. 재무적 융통성**평가요소의 분석적 의의**

재무적 융통성은 기업이 직면할 수 있는 경기하락, 금융시장 경색, 대규모 투자자금 소요 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 지원 가능성으로 구분할 수 있다. 자체적인 자금조달능력으로는 보유 현금성자산, 비업무용/유휴자산 및 이의 담보제공 여력, 운전자금 및 투자규모의 탄력적인 조정 가능성 등이 있다.

계열 및 주주로부터 지원은 사업 및 재무적인 측면 모두에서 발생할 수 있으며, 계열 등의 지원 의지 및 능력이 평가요소이다. 경상적으로 이루어지는 계열 등의 지원 가능성은 자체신용도를 도출하는 과정에서 고려되며, 비경상적으로 이루어질 수 있는 지원 가능성은 자체신용도를 바탕으로 최종신용등급을 산출하는 과정에서 반영된다.

평가지표의 기준 및 적용

재무적 융통성은 재무제표상에 나타나는 회사의 재무적 역량 이외에 추가적인 자금 조달 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 가치, 보유 유가증권의 가치 등도 유용한 것으로 판단된다. 아울러, 계열기반의 대외신인도를 토대로 한 금융기관에 대한 교섭력 및 접근성도 종합적으로 고려하고 있다.

[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

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 SI기업은 [산업별 평가방법론:총론1]을 적용하고 있어 별도의 제시를 생략한다.

V. 요약 및 결론

SI기업의 핵심평가요소는 지금까지 서술한 바와 같이 산업위험, 시장지위, 사업안정성, 영업수익성 등의 사업위험 관련 요소들과 금융비용 충당능력, 현금창출력, 차입금 부담능력, 재무적 융통성 등의 재무위험 관련 요소들로 구성되어 있다.

기업의 신용등급 도출은 산업위험을 포함한 사업위험, 재무위험에 대한 종합적 판단 하에 이루어진다. 사업분석과 재무분석이 상호 작용하고 있으나, 각 핵심평가요소 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 융통성에 대한 상대적 중요도가 높으며 사업, 재무위험이 모두 낮은 기업의 경우 사업경쟁역량, 정성적 평가요소에 대한 상대적 중요도가 높은 편이다.

사업위험, 재무위험 분석에 있어 각 핵심평가요소, 평가지표별로 동일한 상대적 중요도를 부여하는 것이 아니며 경중에 따라 차이가 있다. 개별기업의 각 핵심요소, 지표별 평가는 최종등급과는 차이가 발생하기 마련이며 특히 특정 핵심요소의 취약성은 다른 상당수 핵심요소가 양호하더라도 최종등급에 부정적 영향을 미칠 수 있다. SI기업 평가 시 중요하게 반영된 평가지표는 수요기반, 사업포트폴리오의 안정성, EBITDA/금융비용 배수, 재무적 융통성이다. 수요기반은 안정적인 고정거래처의 확보를 통해 SI산업의 높은 산업위험을 완화할 수 있는 요인으로 작용한다. 사업포트폴리오의 안정성은 경기변동의 영향을 분산하여 전체적인 사업위험 수준을 안정화 시킬 수 있다. EBITDA/금융비용 배수, 재무적 융통성 등으로 재무적 부담에 대한 대응능력을 평가한다.

각 핵심평가요소별 등급범주와 각 기업의 정량 및 정성적 상황을 감안하여 각 요소별로 등급을 부여하였으며, 이를 종합하여 사업위험 종합등급, 재무위험 종합등급을 산출하였다.