

■ 평가담당자

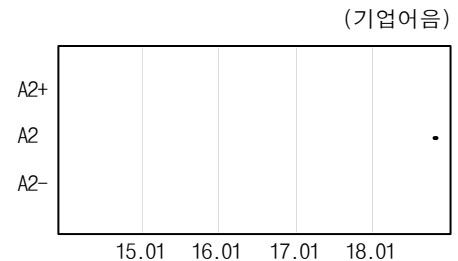
이승구 수석연구원
02-368-5316
sglee@korearatings.com

김병균 평가4실
평가전문위원
02-368-5327
bgkim@korearatings.com

■ 평가 개요

기업어음	A2
평가종류	본평가
무보증사채	A/안정적
후순위사채	NR

■ 등급 추이



■ 주요 재무지표

(단위: 억원, 배, %)

	2014(12)	2015(12)	2016(12)	2017(12)	2018(06)
매출액	7,116	6,890	6,608	7,252	3,608
EBIT(영업이익)	484	145	365	308	238
EBITDA	700	367	588	521	341
총자산	6,304	5,812	5,679	5,840	5,895
총차입금	2,292	1,964	1,332	1,087	1,168
순차입금	1,788	1,465	831	490	912
EBIT/매출액(영업이익률)	6.8	2.1	5.5	4.2	6.6
EBITDA마진	9.8	5.3	8.9	7.2	9.5
EBITDA/금융비용	9.3	6.4	15.0	14.5	19.9
순차입금/EBITDA	2.6	4.0	1.4	0.9	1.3
부채비율	95.4	79.1	63.5	60.0	54.9
차입금의존도	36.4	33.8	23.5	18.6	19.8
적용재무제표	별도	별도	별도	별도	별도

주 1. K-IFRS기반 표준재무지표로 조정 재구성한 수치임

2. EBITDA = EBIT(영업이익)+감가상각비+무형자산상각비

■ 평정요지

한국기업평가는 현대비앤지스틸(이하 '동사')의 기업어음 신용등급을 **A2**로 평가한다. 주요 평정요인은 다음과 같다.

- STS CR시장 내 2위의 시장지위, 계열수요 등에 기반한 양호한 사업안정성
- 철강 및 원자재 경기와 연계된 변동성 잠재되어 있으나 양호한 수준 실적 지속
- 2018년 상반기 중 순차입금 증가했으나 지속성은 제한적
- 양호한 현금흐름 창출 기반 재무안정성 유지 전망
- 유동성 대응능력 우수

▶ 회사 개요

동사는 연산 30만톤의 생산능력을 보유한 현대차그룹 소속 스테인리스 냉연강판(이하 'STS CR') 전문업체이다. 1966년 삼양특수강으로 설립되었으며, 1990년대 경쟁심화 및 금융비용 증가 등으로 1997년 창원특수강(주)(현 (주)세아창원특수강)에 봉강·강관 사업을 양도하였다. 이후 회사정리절차 과정에서 2000년 인천제철(주)(현 현대제철(주))에 인수되었고, 2001년 현대자동차계열에 편입되었다. 한편, 2012년 9월에는 현대위아로부터 모래금형 사업(광주공장)을 약 160억원에 인수하면서 자동차부품 사업으로 외연을 확대하였다.

▶ 평정논거(Key Rating Rationale)

STS CR 시장 내 2 위의 시장지위, 계열수요 등에 기반하여 사업안정성이 양호하다.

동사는 포스코에 이은 국내 STS CR 시장 2 위업체로서 25%내외의 시장점유율을 안정적으로 유지하고 있다. 또한 주요 관계사인 현대·기아차를 중심으로 한 계열사 기반 매출이 상당 수준 꾸준히 발생하고 있어 사업안정성이 양호하다.

철강 및 원자재 경기와 연계된 변동성이 잠재되어 있으나 실적은 양호한 수준이다.

동사 실적은 STS CR 단일제품 생산을 주력사업으로 영위함으로 인해 원재료(열연강판, 니켈) 및 제품 시황에 따라 변동성이 높게 나타나고 있다. 다만, 원자재 시황이 지속적으로 부진했던 2012 년과 2015 년을 제외하고는 연간 500~600 억원대의 EBITDA 를 시현하는 등 전반적으로 수익창출능력은 양호한 수준을 유지하고 있다.

2018 년 상반기 중 순차입금이 증가했으나 지속성은 제한적이다.

시설투자가 유지·보수 또는 생산성 향상 목적의 경상투자 위주로 진행되면서 자본적지출 부담이 크지 않은 가운데, 운전자본 부담 완화로 잉여현금흐름 흑자가 지속되면서 2017 년말 순차입금은 490 억원까지 감소하였다.

2018 년 상반기에는 운전자본 부담 확대 및 자본적지출 증가로 순차입금이 912 억원으로 증가하였다. 그러나 순차입금 증가의 지속성은 중기적으로 제한적이다. 동사가 유동화 등을 통해 운전자본 규모를 일정수준 통제할 수 있고, 자본적지출 역시 보수적인 투자정책을 감안할 때 부담되는 수준으로 확대되지는 않을 것으로 예상되기 때문이다.

양호한 현금흐름 창출에 기반하여 재무안정성이 유지될 전망이다.

시장지위 및 계열 판매기반 감안 시 향후에도 양호한 수준의 영업현금 창출이 가능할 것으로 예상된다. 단기적으로 2018 년 중 투자를 확대할 방침이나, 중기적으로는 유지·보수 위주의 투자방침 하에 현금지출을 줄이는 보수적인 경영정책을 취하고 있어 재무안정성이 저하될 가능성은 낮은 것으로 판단된다.

유동성 대응능력이 우수하다.

1 년이내 상환해야 하는 차입금이 671 억원으로 차입금 기간구조는 다소 단기화되어 있다. 그러나 단기차입금이 운전자본 성격이 높은 유산스 차입금으로 차환이 가능한 가운데, 안정적인 사업기반에 근거한 양호한 실적흐름, 충분한 여신한도(일반대출 등 원화 1,360 억원, 수입자금대출 등 외화 2.3 억달러), 보유자산을 활용한 담보제공 능력, 현대차그룹 계열신인도 등을 감안하면 유동성 대응능력은 우수하다.

■ 주요 평정요인(Key Rating Factors)

▶ 사업 요인

STS CR 시장내 2 위의 시장지위, 계열 수요에 기반한 양호한 사업안정성

국내 STS CR 시장은 생산능력 기준으로 포스코계열(포스코, 포스코대우(구 포스코 AST))과 동사계열(동사, 현대제철)이 약 80%를 점유하고 있는 것으로 추정되는 등 실질적인 독점 구조가 장기간 지속되고 있다.

동사는 포스코에 이은 2 위 업체로서 25% 내외의 시장점유율을 유지하고 있다. 국내 STS CR 업계의 공급과잉 기조, 수입 증가 흐름을 감안할 때 신규업체 참여 및 대규모 증설이 쉽지 않을 것으로 보여 향후에도 현 시점에 형성되어 있는 독점구조에는 큰 변화가 없을 것으로 전망된다.

【STS CR 내수시장 점유율 추이】

(단위: %)

구 분	2014	2015	2016	2017	'18.1H
시장점유율	25.70	25.72	24.53	24.16	24.26

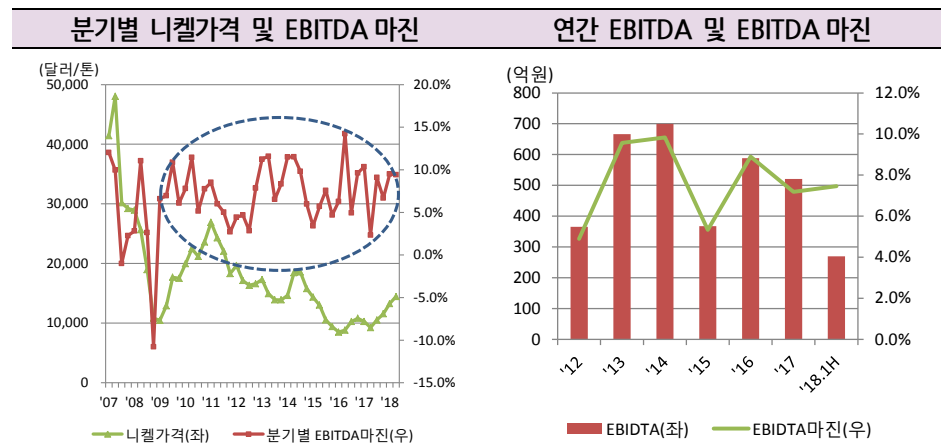
주: 스테인리스 냉연강판 기준이며 임가공 및 부산물 제외
자료: 사업보고서

그리고 현대차그룹의 주축기업인 현대·기아차를 중심으로 계열사 기반 매출이 상당수 준 꾸준히 발생하고 있는 점도 우수한 시장지위와 함께 동사의 사업안정성을 제고시키는 요인으로 작용하고 있다.

철강 및 원자재 경기와 연계된 변동성 잠재되어 있으나 양호한 수준 실적 지속

동사 실적은 STS CR 단일제품 생산을 주력사업으로 영위함으로 인해 원재료(열연강판, 니켈) 및 제품 시황에 따라 변동성이 높게 나타나고 있다.

이러한 현상은 분기별 니켈가격과 EBITDA 마진 추이에서 뚜렷하게 나타나고 있는데, 400 계 제품 매출비중 확대 등을 통해 2009 년 이후 다소 완화되기는 하였으나 2013 년~2018 년 2 분기 중 분기 EBITDA 마진 최대치와 최저치간 차이가 11.9%p 에 달하는 등 시황에 따른 수익창출력 변동성은 여전히 높은 수준이 지속되고 있다.



주: 별도기준
자료: 한국비철금속협회, 사업보고서

최근 흐름을 살펴보면, 2014 년 하반기 이후 2016 년초까지 니켈가격이 추세적으로 하락하면서 부(-)의 재고효과가 나타나면서 채산성이 하락하였으며, 2016 년 2 분기에는 철강시황이 회복되는 과정에서 나타난 물마진 개선과 판매량 증가에 따른 영업레버리지 효과로 수익성이 크게 개선되었다. 2016 년 하반기에도 시황회복 기조는 이어졌으나 3 분기 수익성이 2 분기와 4 분기 비해 낮게 나타난 것은 현대·기아차 파업 등의 영향으로 상대적으로 판매량이 적은 가운데 통상임금 소송 등에 따른 일시적 비용이 계상됨에 기인한다.

2017 년에는 2 분기 중 원자재 가격 및 판가하락과 시황저하에 따른 판매부진으로 실적이 저하되었고, 이후 3 분기부터 2018 년 2 분기까지 원자재 시황이 개선되면서 수익성은 다시 회복되는 흐름을 나타냈다.

원자재 시황이 지속적으로 부진했던 2012 년과 2015 년을 제외하고는 연간 500~600 억원대의 EBITDA 를 시현하는 등 전반적인 수익창출능력은 양호한 수준을 유지하고 있다.

재무 요인

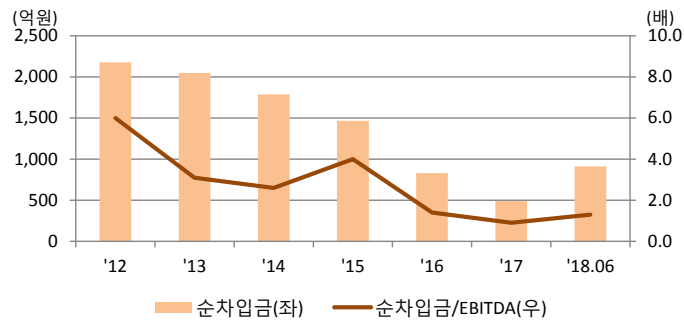
2018 년 상반기 중 순차입금이 증가했으나 지속성은 제한적

잉여현금흐름(FCF)이 2017 년까지 흑자를 유지하였고, 이로 인해 순차입금은 2017 년말 490 억원까지 감소하였다. 시설투자가 유지·보수 또는 생산성 향상 목적의 경장 투자 위주로 진행되면서 자본적지출 부담이 크지 않은 가운데, 2015 년에는 판가 및 원재료가격 하락, 2016 년에는 기말 시점 판매 증가에 따른 재고감소, 2017 년에는 매출채권 양도 확대 등의 이유로 운전자본 부담이 완화된 것이 잉여현금흐름 흑자 지속의 주요인이다.

2018 년 상반기에는 운전자본 부담 확대 및 자본적지출 증가로 순차입금이 912 억원으로 증가하였다. 그러나 순차입금 증가의 지속성은 중기적으로 제한적이다. 동사가 유동화 등을 통해 운전자본 규모를 일정수준 통제할 수 있고, 자본적지출 역시 보수적인 투자정책을 감안할 때 부담되는 수준으로 확대되지는 않을 것으로 예상되기 때문이다.

한편, 커버리지 지표인 순차입금/EBITDA 의 경우, 영업현금창출력의 등락으로 변동성이 다소 높아진 상태이나 2016 년 이후 수익창출력 개선 및 차입금 부담 축소를 바탕으로 개선되는 추세이다.

순차입금 및 순차입금/EBITDA 추이



주: 별도기준

자료: 감사보고서

향후 전망

안정적인 영업현금 창출에 기반하여 재무안정성 유지 전망

국내외 철강경기는 양호한 세계 경제흐름, 중국의 철강산업 구조조정에 따른 공급여건 개선 등에 힘입어 2015 년의 부진국면에서 벗어나 2016 년~2017 년 중 회복되는 모습을 나타냈으며, 2018 년에도 중반까지 긍정적인 기조가 이어졌다.

미국의 금리인상과 미국-중국 간 무역분쟁 심화 등 철강경기를 위축시킬 수 있는 몇 가지 불안요인이 잠재되어 있으나, 최근 철강경기 회복의 주원인이 한계상황에 처했던 공급 측면에서의 개선이라는 점을 감안하면 2015 년말에 형성되었던 기존 저점을 갱신하면서 악화되기는 쉽지 않을 것으로 판단된다.

따라서 향후 철강경기 및 니켈 등 원재료 가격에 따른 물마진 변화, 중국산 STS 수입제품과의 경쟁 등이 제약요인으로 실적을 변동시킬 수 있으나, 우수한 국내 시장지위와 현대차그룹 계열 기반 판매안정성 등을 감안하면 전반적으로는 영업현금창출력을 양호한 수준에서 유지할 수 있을 것으로 전망된다.

그리고 동사 내부적으로는 단기적으로 2018 년 중 투자를 확대할 방침이나, 중기적으로는 유지·보수 위주의 투자방침 하에 현금지출을 줄이는 보수적인 경영정책을 취하

고 있어 재무안정성이 저하될 가능성은 낮은 것으로 판단된다.

▣ 계열 요인

계열의 지원의지 양호한 수준이며, 계열 지원가능성은 동사 신용도상 긍정적인 요인
동사는 현대차그룹에 소속되어 있다. 계열 내에서 지배구조 및 사업상 지위는 다소 낮지만, 자동차부품에 사용되는 주요 철강재인 STS 냉연강판을 생산하고 있고 상장 기업으로 현대차그룹 브랜드에 미치는 영향력이 높은 점을 감안할 때 계열 지원의지는 양호한 수준이다. 계열의 지원가능성은 동사 신용도상 긍정적인 요인으로 작용하고 있다.

구분		주요 검토 사항
지원능력		현대차그룹은 자동차 및 자동차부품 제조 등을 주력으로 영위하고 있으며, 중심기업인 현대차와 기아차는 각각 매우 우수한 신용도(당사 신용등급 현대차 AAA, 기아차 AA+) 를 보유하고 있음.
지원 의지	중요도	계열 지배구조 상 하위에 위치하고 있고, 규모(매출, 자산 등)도 주력 기업들 대비 작아 그룹내 중요도는 낮음.
	통합도	자동차부품에 사용되는 주요 철강재인 STS냉연강판을 생산하고 있고, 상장기업으로 현대차그룹 브랜드에 미치는 영향력이 높아 양호한 통합도가 인정됨.
	지원의 실행가능성	2008년 중 현대제철로부터 제공받은 차입금 지급보증이 소멸된 이후 계열기업 또는 모기업에 의한 구체적인 재무적 지원사례는 없음.
		지원의지는 양호한 수준
지원가능성		자체신용도 대비 1노치 상향조정 요소로 반영

▣ 유동성 분석

유동성 대응능력 우수

2018년 6월말 별도기준 총차입금은 1,171억원(회사채 할인발행 차금 등 제외한 명목금액 기준)으로, 단기차입금 371억원, 회사채 800억원으로 구성되어 있다. 이중 1년 이내 상환해야 하는 차입금이 671억원(단기차입금 371억원, 유동성사채 300억원)으로 차입금 기간구조는 다소 단기화되어 있다.

그러나 단기차입금이 운전자본 성격이 높은 유산스 차입금으로 차환이 가능한 가운데, 안정적인 사업기반에 근거한 양호한 실적흐름, 충분한 여신한도(일반대출 등 원화 1,360억원, 수입자금대출 등 외화 2.3억달러), 보유자산을 활용한 담보제공 여력, 현대차그룹 계열신인도 등을 감안하면 유동성 대응능력은 우수하다.

【차입금 만기구조】

(단위: 억원, %)

구분	2018.06 잔액	연도별 만기도래 금액			
		2018	2019	2020	이후
단기차입금	371	360	11	-	-
장기차입금	-	-	-	-	-
회사채	800	-	300	200	300
총차입금(B/S)	1,171	360	311	200	300
(비중)	100.0	30.7	26.6	17.1	25.6

주: 사채관련 조정계정 미반영된 명목금액 기준
자료: 감사보고서 및 회사제시

■ 철강산업 평가방법론 적용 결과

구분		AAA	AA	A	BBB	BB	B
사업 항목	매출규모				○		
	주력제품의 시장지배력			○			
	생산공정 및 원재료조달 특성				○		
	사업/제품 포트폴리오				○		
	수요산업의 경쟁력				○		
	수직계열화 및 계열내시너지 효과			○			
재무 항목	EBITDA마진				○		
	순차입금/EBITDA			○			
	차입금의존도		⊙				
	원재료조달관련 부채부담율		○				
	재무정책과 융통성			○			
모델등급					○		
기타 평가요소		-		0		+	
외부지원가능성				+ 1			

주) 1. ⊙ 표시는 상대적으로 중요한 지표를 의미

2. 외부지원가능성은 유사시 정부 또는 계열로부터의 지원을 의미

본 평가는 당사의 공시된 철강산업 평가방법론과 신용평가일반론, 계열신용평가방법론을 적용하였습니다. 공시된 신용평가방법론은 당사 홈페이지 www.rating.co.kr의 리서치/평가방법론에서 찾아볼 수 있습니다.

〈유의사항〉

- (1) 한국기업평가(주)(이하 '당사')가 제공하는 신용등급은 특정 금융상품, 금융계약, 발행자 등의 상대적인 신용위험에 관한 분석 시점에서의 당사의 의견입니다. 또한, 당사가 제공하는 보고서 등의 제반 연구자료(이하 '간행물')는 상기 특정 금융상품, 금융계약, 발행자 등의 상대적인 신용위험에 관한 당사의 견해를 포함할 수 있습니다. 신용등급 및 간행물은 특별한 언급이 없는 한 신용위험을 제외한 다른 위험(금리나 환율변동 등에 따른 시장가치 변동위험, 해당 증권에 유동성위험, 내부절차나 시스템으로 인해 발생하는 운영위험)에 대해서는 설명하지 않습니다. 또한 신용등급 및 간행물에 포함된 당사의 의견은 현재 또는 과거 사실에 관한 진술이 아니며, 당사 고유의 평가기준에 따라 평가대상의 미래 상환능력 등에 대해 예측한 독자적인 견해로서, 이러한 예측정보는 실제 결과치와 다를 수 있습니다. 신용등급 및 간행물은 환경변화 및 당사가 정한 기준에 따라 변경 또는 취소될 수 있습니다.
- (2) 신용등급 산출 및 간행물 발간(이하 '신용평가업무 등')에 이용되는 모든 정보는 평가대상회사 또는 기관이 제출한 자료와 함께 각종 공시자료 등의 자료원으로부터 수집된 자료에 근거하고 있으며, 당사는 제3자 요청 신용평가 등 예외적인 경우를 제외하고는 신용등급 산출 시 제출자료에 거짓이 없고 중요사항이 누락되어 있지 않으며 중대한 오해를 불러일으키는 내용이 들어 있지 않다는 확인서를 평가대상회사 또는 기관으로부터 수령하고 있습니다. 당사는 평가대상회사 또는 기관 및 이들 대리인이 정확하고 완전한 정보를 적시에 제공한다는 전제 하에 신용평가업무 등을 수행하고 있으며, 신용평가업무 등 과정에서 이용하는 정보에 대해 별도의 실사나 감사를 실시하고 있지 않습니다. 따라서 제공된 정보의 오류 및 사기, 허위에 따른 결과에 대해 당사는 어떠한 책임도 부담하지 않습니다.
- (3) 당사는 신용평가업무 등 과정에서 이용되는 정보에 대해 별도의 검증절차를 거치지 않았고, 분석자·분석도구 또는 기타요인에 의한 오류 발생 가능성이 있기 때문에 당사는 신용등급 및 간행물의 정확성 및 완전성을 보증하거나 확약하지 않습니다. 당사 간행물의 모든 정보들은 신용평가업무 등에 필요한 주요한 판단 근거로서 제시된 것으로 평가대상에 대한 모든 정보가 나열된 것은 아니며, 법률에 의하여 인정되지 않는 이상 당사 신용등급 및 간행물 상의 정보이용으로 발생하는 어떠한 손해 및 결과에 대해서도 당사는 책임지지 않습니다.
- (4) 당사는 금융상품의 매매와 관련한 조언을 제공하거나 투자를 권유하지 않습니다. 당사의 신용등급 및 간행물은 특정 유가증권의 매수, 매도 혹은 보유를 권유하는 정보가 아니며 시장 가격의 적정성에 대한 정보도 아닙니다. 당사의 신용등급 및 간행물은 그 내용으로 이용자의 투자결정을 대신할 수 없고 금융상품의 투자 결과에 대한 법적 책임소재를 판단하기 위한 증빙자료로도 사용될 수 없습니다. 따라서 정보이용자들은 스스로 투자대상의 위험에 대해 분석하고 평가한 다음 그 결과에 따라 각자 투자에 대한 의사결정을 하여야만 합니다. 특히, 당사의 신용등급과 간행물은 시장 전문기관을 일차적인 이용대상으로 하고 기본적으로 개인투자자에 의한 이용을 전제로 하고 있지 않아 이를 이용하여 개인투자자 스스로 투자 의사결정을 내리는 것은 적절하지 않을 수 있으므로 사전에 반드시 외부전문기관의 도움을 구할 필요가 있습니다. 아울러, 공시되지 않은 신용등급이나 제3자 요청 신용평가에 따라 산출된 신용등급의 경우 신용평가 요청인 이외에는 해당 신용등급을 믿고 이용하여서는 안 된다는 점을 밝혀 둡니다.

〈예측정보 관련 유의사항〉

본문 내 전망과 관련된 모든 정보는 평가시점에 있어 당사의 합리적인 분석방법과 절차에 의하여 생성된 예측정보이며, 이는 분석대상업체의 핵심지표 관련 당사의 전망에 기초한 영업손익 추정과 분석대상업체가 제시한 사업계획 등을 근거로 하고 있습니다. 향후 핵심지표의 변화 폭이 당초의 예상범위를 크게 이탈하고, 이러한 추세가 구조적인 요인에 기인하는 것으로 판단되는 경우 당사는 이를 반영한 Credit 검토를 토대로 신용등급 또는 등급전망을 변경할 수 있습니다. 예측정보는 수급요인이나 환율, 금리 등과 같은 외생변수를 포함한 대내외적인 환경변화에 따라 실제 결과 치와 차이가 발생할 수 있습니다. 또한, 예측정보는 상기 〈유의사항〉의 적용을 받습니다.

다음은 '표준내부통제기준' 제38조·제44조 제6항·제46조 제4항, '금융투자업규정' 제8-19조의9 제2항에 따라 제공되는 내용이며, 평가의견의 일부입니다.

【단기 채무자 신용등급 정의】

등급기호	등급의 정의
A1	단기적인 채무상환능력이 매우 우수하며, 예측 가능한 장래의 환경변화에 영향을 받을 가능성이 낮다.
A2	단기적인 채무상환능력이 우수하지만, 장래의 환경변화에 의해 영향을 받을 가능성이 상위 등급에 비해서는 높다.
A3	단기적인 채무상환능력은 있으나, 장래의 환경변화에 따라 저하될 가능성이 내포되어 있다.
B	최소한의 단기적인 채무상환능력은 인정되나, 그 안정성은 가변적이어서 투기적이다.
C	단기적인 채무상환능력이 의문시되며, 채무불이행이 발생할 가능성이 높다.
D	현재 채무불이행 상태에 있다.

주1: A2부터 B까지는 동일 등급내에서 상대적인 우열을 나타내기 위하여 "+" 또는 "-"의 기호를 부가할 수 있음.

주2: 조건부 신용평가의 경우 신용등급 앞에 "C"를, 미공시 등급의 경우 신용등급 앞에 "U"를 부기함

주3: 구조화금융거래와 관련한 신용평가의 경우 신용등급 뒤에 "(sf)"를, 집합투자기구 신용평가의 경우 신용등급 뒤에 "(f)"를 부기함.

- 당사가 본 건 신용평가에 이용한 중요자료는 감사보고서, 사업보고서 등 경영공시자료와 차입금현황 등 회사제시자료입니다.
- 본 신용평가의 평가개시일은 2018.10.04이고, 계약체결일은 2018.10.04이며, 평가종료일은 2018.10.17입니다.
- 최근 2년간 요청인과 체결한 다른 신용평가계약 건수 및 총액은 각각 2건, 32백만원(정기평가 포함)입니다. 당사는 신용평가 일 현재 수행중인 요청인의 다른 신용평가용역은 없습니다. 또한 요청인은 독점규제 및 공정거래에 관한 법률에 따른 기업집단에 속하며, 동 기업집단의 직전년도 수수료 비중은 신용평가 수수료 총액의 3.6%에 해당합니다.
- 신용평가일 기준 2년 이내 비평가용역계약 체결내역은 없습니다. 또한 요청인은 독점규제 및 공정거래에 관한 법률에 따른 기업집단에 속하며, 동 기업집단의 직전년도 비평가수수료 비중은 비평가 수수료 총액의 0%에 해당합니다. 한편, 신용평가 일 현재 수행중인 비평가용역은 없습니다.