

2025.05.16

In-Depth Report

[크레딧]

불확실성의 파고 속 회사채 투자하기

[크레딧]

이승재 2122-9143

lsj7845@imfnsec.com



CREDIT



CONTENTS

Summary	3
---------	---

[시장분석]

O. Key Chart	7
I. 크레딧 시장 복기하기	14
II. 하반기 크레딧 시장의 방향성	25
III. 결론: 불확실성에 대비, 우량물 투자비중 확대 유효	47
IV. Appendix	50

[신용분석]

KT&G(AAA/S)	56
기아(AAA/S)	60
LG씨엔에스(AA-/P, AA0/S)	64
NAVER(AA+/S)	68
현대글로비스(AA0/P, AA+/S)	72
삼성바이오로직스(AA0/S)	76
코웨이(AA-/S)	80
LS일렉트릭(AA-/P)	84



Summary

23년 말부터 금리인하를 프라이싱하며 시장금리가 급격히 하락하고, 본격적인 금리인하와 더불어 정책간 공조를 통해 회사채 시장은 호황을 맞이했다. 회사채 AA- 3년물 스프레드는 57bp 수준으로 23년말과 비교하면 17bp 축소되었다. 한편 시장금리 하락 속 고금리 채권에 대한 투자도 늘었다. 기업이 쉽게 도산하지 않는다는 생각과 높은 이자수익을 추구하는 투자자들이 고금리 채권을 찾았다.

당사에서는 2.00~2.25%까지의 금리인하를 끝으로 한국은행 통화정책이 소강기에 접어들 것으로 판단한다. 지금은 기준금리가 한은이 추정하는 중립금리 상단이지만 추가적인 금리인하로 중립금리 범위 내 혹은 하단으로 이동할 것이다.

통화정책의 추가 여력이 소진된 가운데 인구구조 변화, 산업혁신 지연 등으로 우리나라는 저성장 국면에 진입할 것으로 전망한다. 트럼프 2기 정부의 행보가 글로벌 금융시장 변동성을 확대시킨 가운데 국내 고질적인 내수 부진도 문제이다. 글로벌 IB들은 우리나라 성장률 전망을 0%대로 하향조정하기 시작했다. 한편 올해부터 나타난 건설사 연쇄부도와 홈플러스 기업회생사태는 크레딧 시장에 경계감을 고조시켰다. 장기간 불황을 겪고 있는 건설업계는 위기설이 돌면서 자금조달 측면에서도 어려움을 겪을 것으로 예상된다. 신용등급 상하향배율이 24년 0.57배까지 하락한 점은 신용등급 평가 기준이 갈수록 엄격해지고 기업간 차별화도 심화됨을 의미한다.

금리인하 여력이 소진되고 경제 불확실성이 커지면서 우량기업과 비우량기업간 차별화가 진행될 것이다. 기업들의 자금조달이 어려워지는 가운데 재무여력이 양호한 업종의 선호가 이어지고 펀더멘탈이 우수한 우량물의 아웃퍼폼이 부각될 것이다. 트럼프 2기 행정부의 관세 정책과 변화하는 산업 트렌드에도 적응하여 안정적인 수익성을 내는 기업을 선별해야 한다.

당사는 이번 자료를 통해 재무안정성과 수익성을 중심으로 추천기업을 선별했다. 현금흐름 또한 양호하여 단기성 차입에도 무리 없이 대처할 수 있는지 분석했다. 또한 트럼프 2기 정책과 글로벌 산업재편에도 무리 없이 대응할 수 있는지도 고려했다. 시간이 갈수록 회사채 투자 트렌드는 도산하지 않을 좋은 기업을 잘 선별하는 것이 과제가 될 것이다. 당사의 자료가 회사채 투자에 도움이 되기를 바란다.

기업 신용평가 방법론

척도	비중	지표	세부비중
재무건전성	30%	부채비율	10%
		차입금의존도	10%
		유동비율	10%
수익성	30%	EBITDA/매출액	15%
		EBITDA/이자비용	15%
현금흐름	20%	잉여현금흐름/총차입금	10%
		총차입금/EBITDA	10%
산업매력성	10%	산업별 매력도 정성평가	10%
그룹 위상	10%	계열사 존재 여부 및 재무수준 고려, 그룹 차원 안정성 정성평가	10%

자료: iM증권 리서치본부

기업 신용평가 세부지표 점수 할당 방식

부채비율	120% 미만	120%~160%	160%~200%	200%~240%	240% 초과
	10	8	6	4	2
차입금의존도	30% 미만	30%~35%	35%~40%	40%~45%	45% 초과
	10	8	6	4	2
유동비율	200% 초과	160%~200%	120%~160%	100%~120%	100% 미만
	10	8	6	4	2
EBITDA/매출액	10% 초과	8%~10%	6%~8%	4%~6%	4% 미만
	10	8	6	4	2
EBITDA/이자비용	10배 초과	8배~10배	6배~8배	4배~6배	4배 미만
	10	8	6	4	2
잉여현금흐름/총차입금	10% 초과	8%~10%	6%~8%	4%~6%	4% 미만
	10	8	6	4	2
총차입금/EBITDA	1배 미만	1배~2배	2배~3배	3배~4배	4배 초과
	10	8	6	4	2
산업별 매력도 정성평가	글로벌 공급망 재편 이후 산업사이클 변화, 트럼프 관세정책, 국내 내수 등 대내외적 여건 종합적으로 고려하여 정성평가				
계열사 존재 여부 및 그룹 위상	계열사 존재 여부 및 재무수준 고려, 그룹 내 위상 등도 포함하여 정성평가				

자료: iM증권 리서치본부

iM Credit 추천 기업 리스트

기업	등급	총점	회사채발행잔액(억)	민평금리(3년, %)	자기등급대비(bp)
KT&G	AAA/S	94	8,400	2.725	-5.3
기아	AAA/S	91	2,700	2.812	3.4
LG씨엔에스	AA~/P, AA0/S	88	3,900	2.836	-8.6
NAVER	AA+/S	87	6,500	2.789	-5.2
현대글로비스	AA0/P, AA+/S	86	7,800	2.769	-10.3
삼성바이오로직스	AA0/S	83	9,200	2.790	-8.2
코웨이	AA-/S	82	8,000	2.872	-5.0
LS일렉트릭	AA-/P	80	5,600	2.763	-15.9

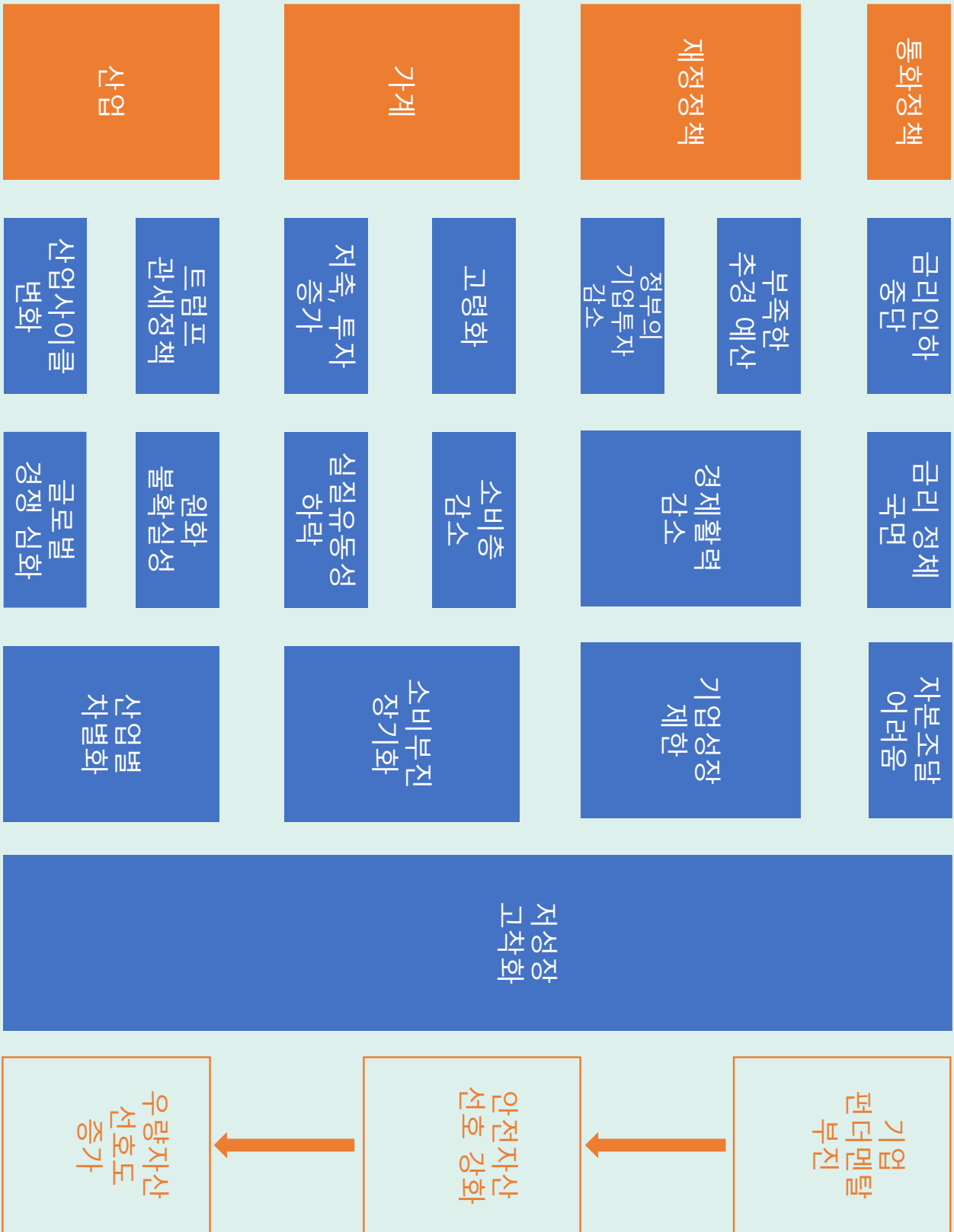
자료: iM증권 리서치본부

주1: LG씨엔에스는 한국신용평가에서 AA0/S 부여

주2: 현대글로비스는 한국신용평가에서 AA+/S 부여



미래 국내 경기 및 산업 흐름도: 결국 우량 회사채 선호도가 증가할 수밖에 없는 환경





시장분석

O. Key Chart

I. 크레딧 시장 복기하기

비우량 기업의 설움과 엄격해진 기업 선별

투기등급 채권 감소와 등급 하향 기조

레고랜드 사태와 부동산 PF 부실

II. 하반기 크레딧 시장의 방향성

금리인하 중단 이후, 우량물로 시장 선호 회귀

생산, 소비, 수출 트리플 부진. 기업들의 체력 저하로 이어져

1분기 GDP 역성장과 저성장 장기화, 회사채 시장 시나리오는

신용등급 재편 속 산업별 차별화 지속

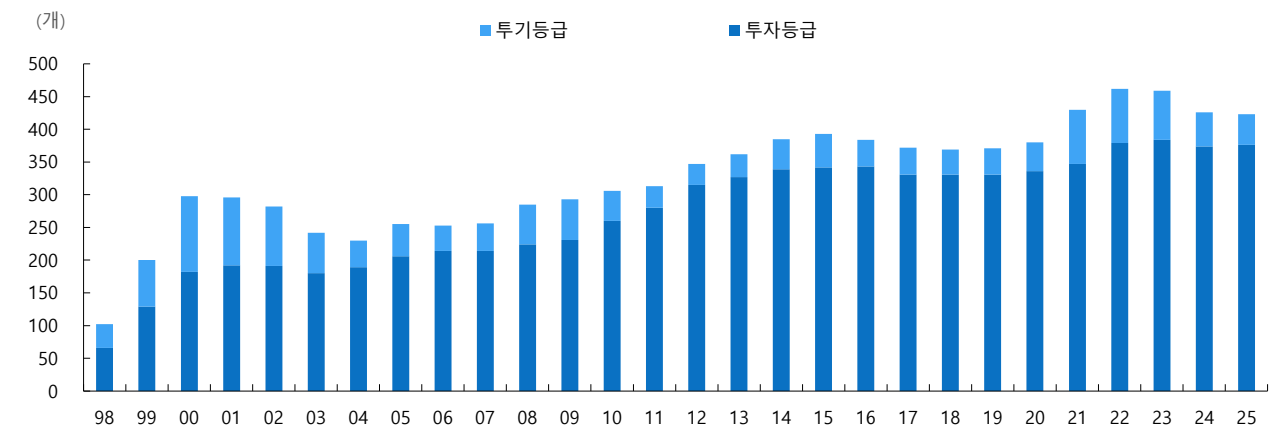
최근 미국 크레딧 시장 약세가 주는 나비효과

III. 결론: 불확실성에 대비, 우량물 투자비중 확대 유효

IV. Appendix

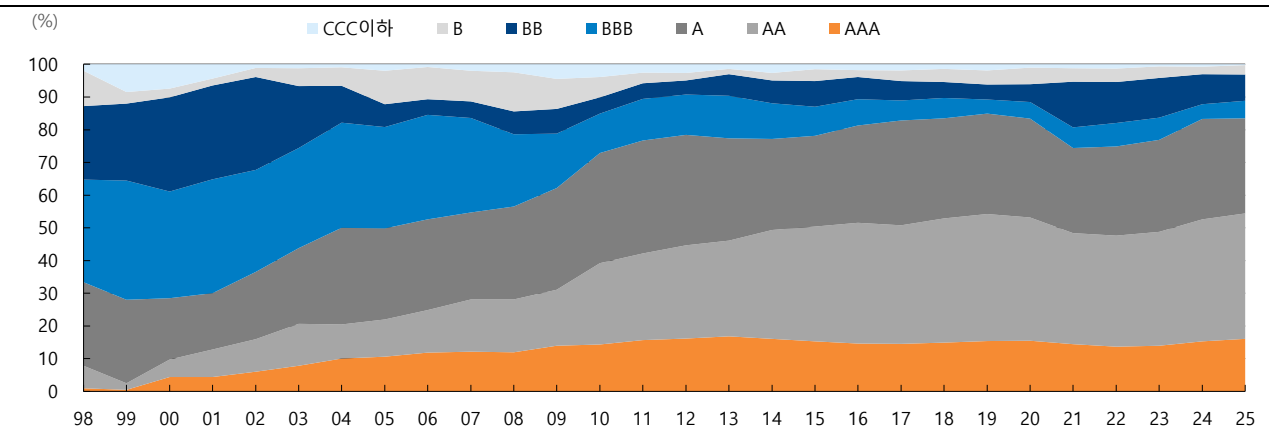
O. Key Chart

그림1. 신용등급 보유 발행사 연별 추이: 각종 이벤트 이후 한계기업이 도산함에 따라 투자등급이 절대적으로 많아짐



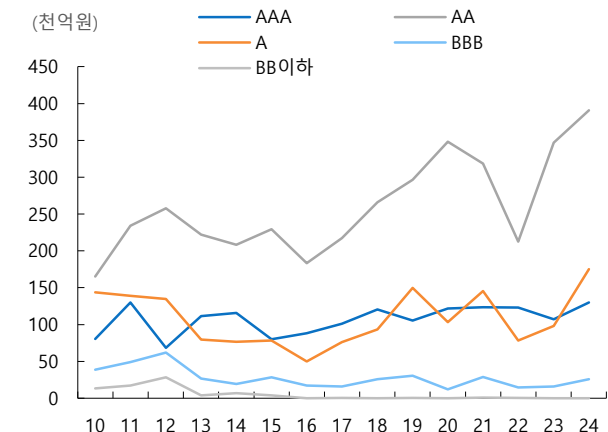
자료: NICE신용평가, iM증권 리서치본부

그림2. 신용등급별 발행사 비중 추이: BBB급 이하 발행사 비중 08년 금융위기 이후 기업 구조조정 들어가면서 급격히 감소



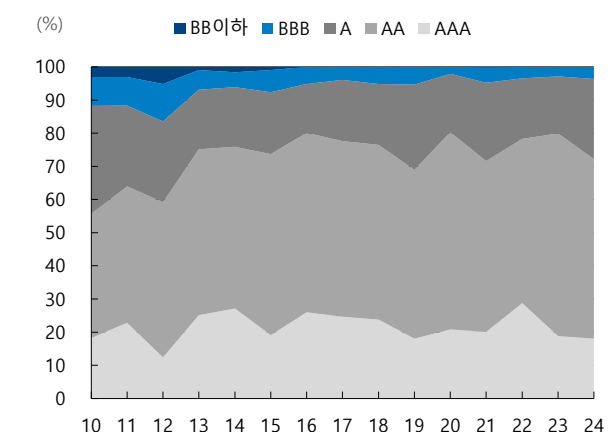
자료: NICE신용평가, iM증권 리서치본부

그림3. 회사채 신용등급별 연도별 발행액: 견조한 AA급 발행과 금리인하에 힘입은 A급 약진이 눈에 띈



자료: 인포맥스, iM증권 리서치본부

그림4. 회사채 신용등급별 연도별 발행 비중: BBB급 이하 발행 비중은 갈수록 축소. 하위등급 업체들의 자금조달 어려움을 보여줌



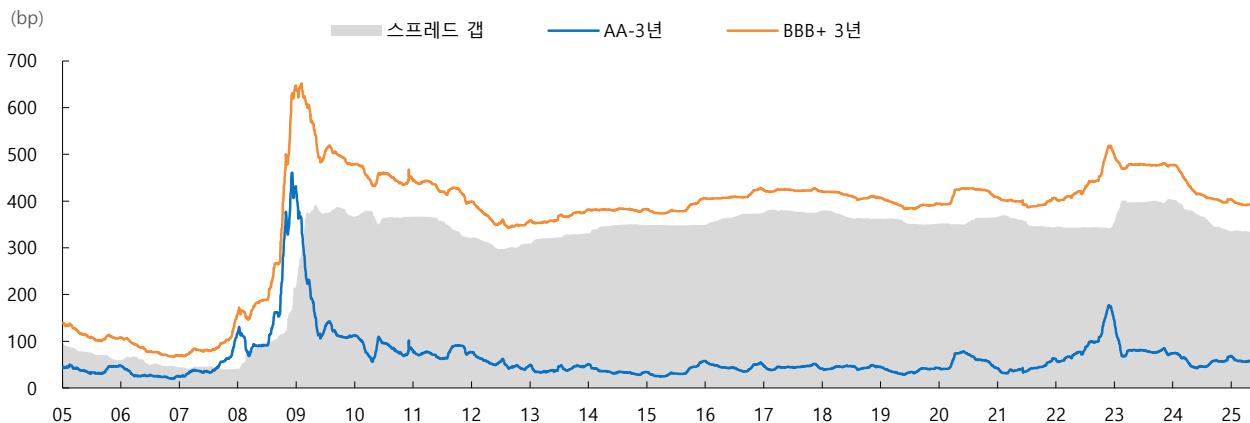
자료: 인포맥스, iM증권 리서치본부

그림5. 우량물과 비우량물간 갭 추이(AA-3년 VS A+ 3년): 캐리수요에 힘입어 24년도부터 우량무과 비우량물간 금리 갭이 급격히 축소



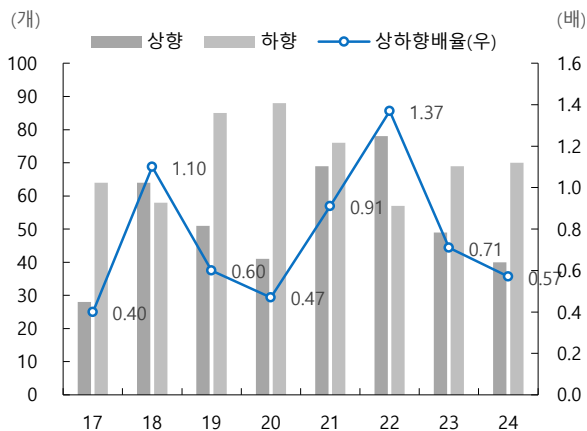
자료: 인포맥스, iM증권 리서치본부

그림6. 회사채 AA- 3년과 BBB+ 3년 스프레드 갭 추이: 금융위기 이후 급격히 높아진 상태를 아직도 지속 중



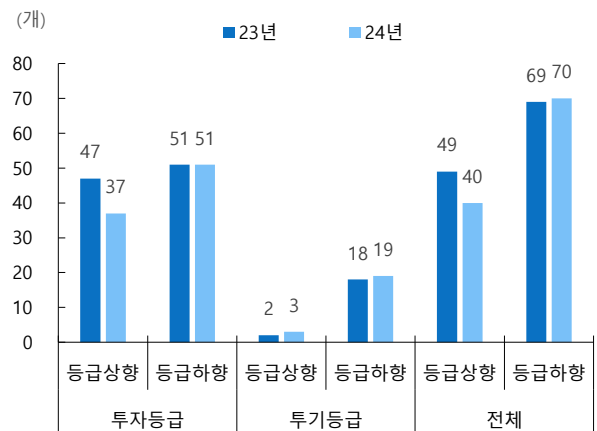
자료: 인포맥스, iM증권 리서치본부

그림7. 신용평가사 신용등급 상향 및 하향기업 개수 및 상하향배율 추이: 23년부터 부동산 PF와 금리인상으로 인한 하향기조 전환



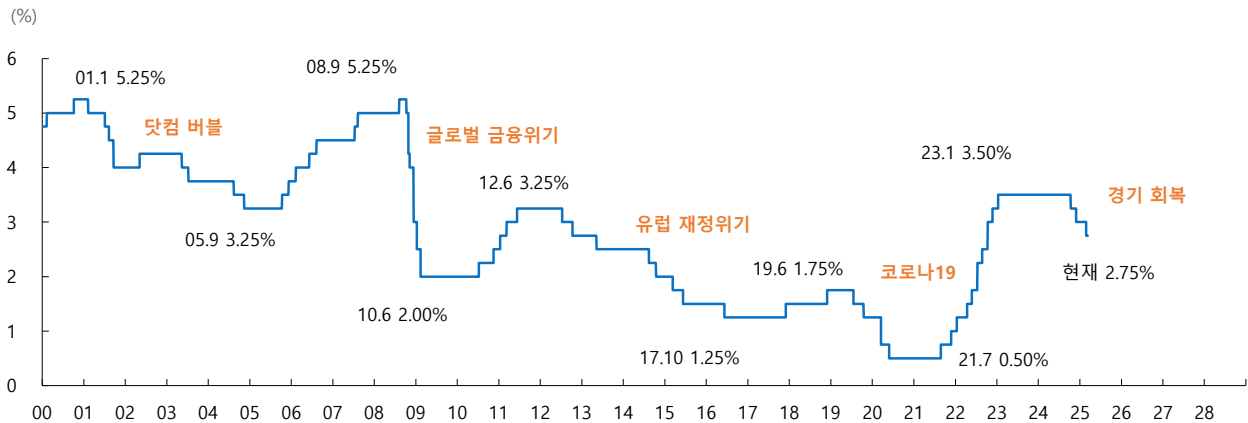
자료: 신평3사, iM증권 리서치본부

그림8. 투자등급 및 투기등급 별 등급 상향 및 하향 연도별 비교: 투기등급에서 등급하향이 1개 증가



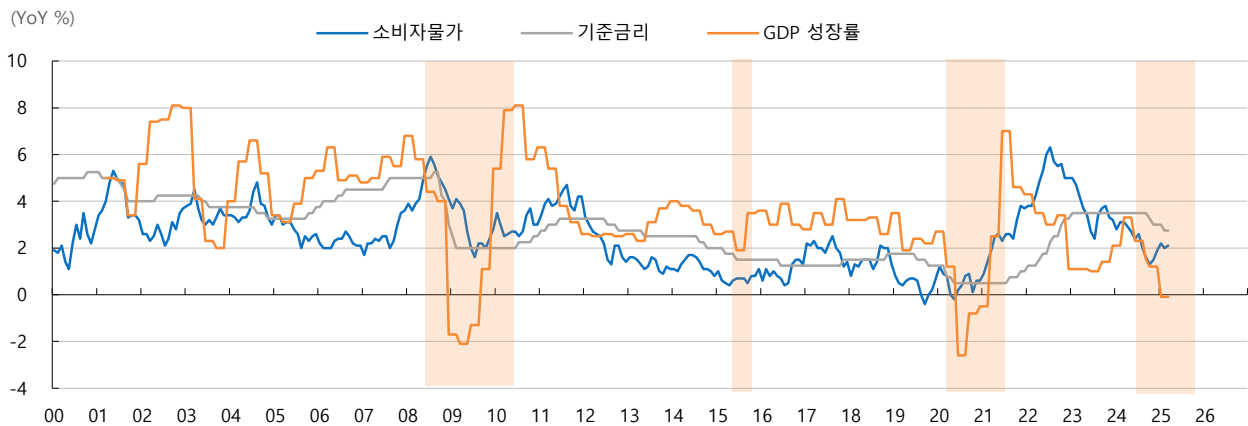
자료: 신평3사, iM증권 리서치본부

그림9. 국내 기준금리 장기 시계열(00~현재): 25년 최종 기준금리는 2.25%를 전망. 급격한 경기침체가 아니어서는 1%대 기준금리는 제한됨



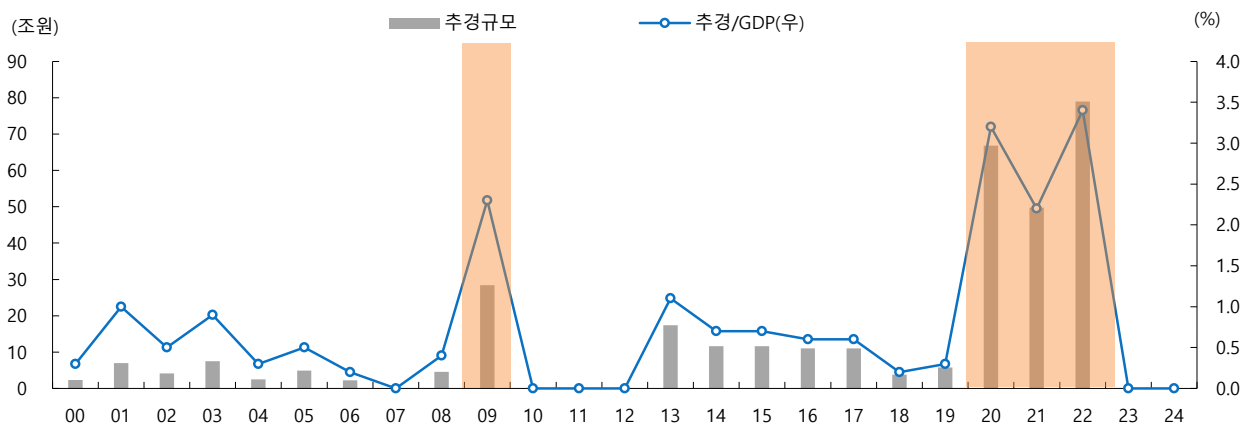
자료: 인포맥스, iM증권 리서치본부

그림10. 과거 성장률과 물가가 1%대를 기록하던 시기에는 기준금리 인하와 재정부양이 필수적이었음



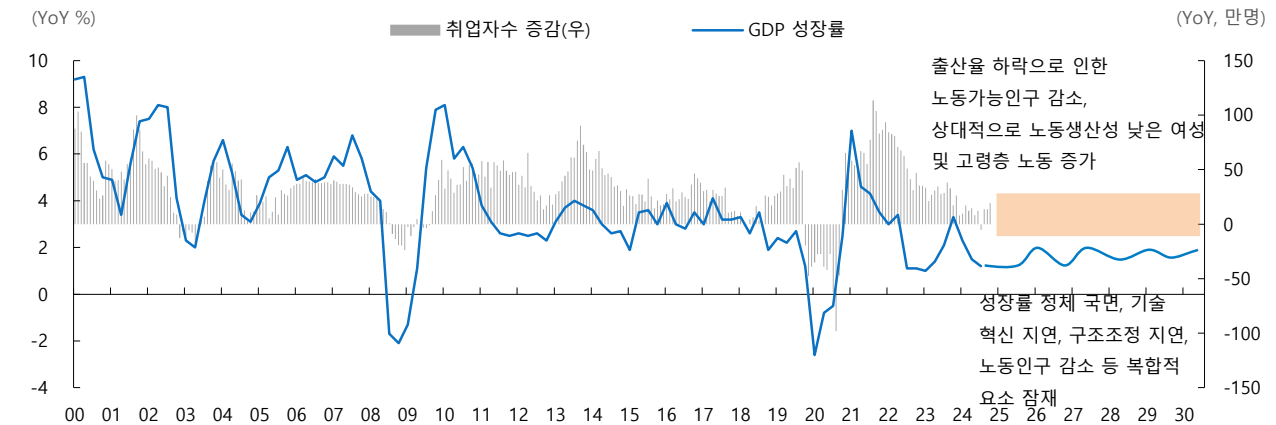
자료: 한국은행, iM증권 리서치본부

그림11. 추경이 GDP 성장률 1% 이상의 제고 효과를 보기 위해서는 35~40조원 이상의 예산이 필요. 하지만 국가재난사태 및 글로벌 금융위기 이외에는 대규모의 추경을 집행한 기록이 없음



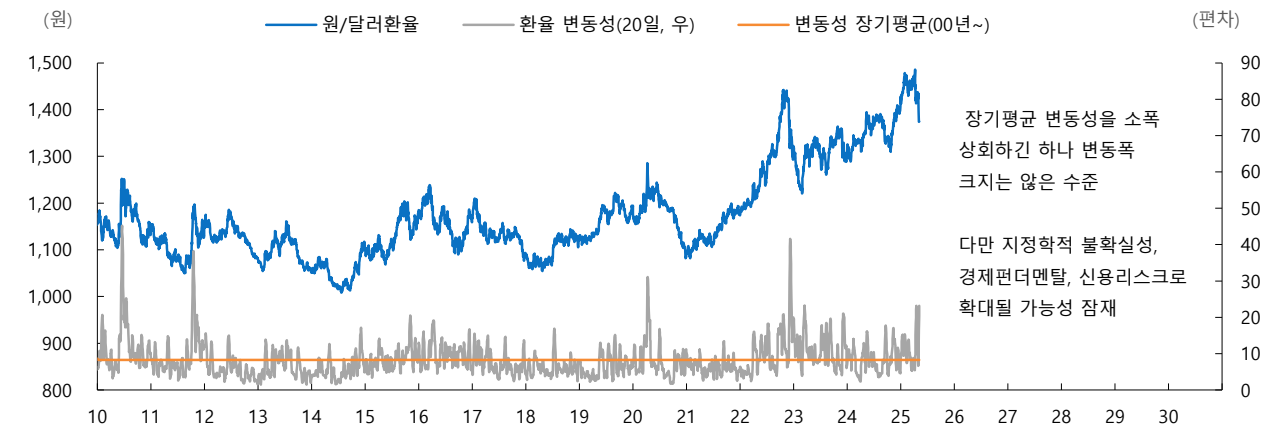
자료: 한국은행, 지표누리, iM증권 리서치본부

그림12. 성장률 및 취업자수 증감 시나리오: 취업자수 및 성장률의 동반 정체를 예상



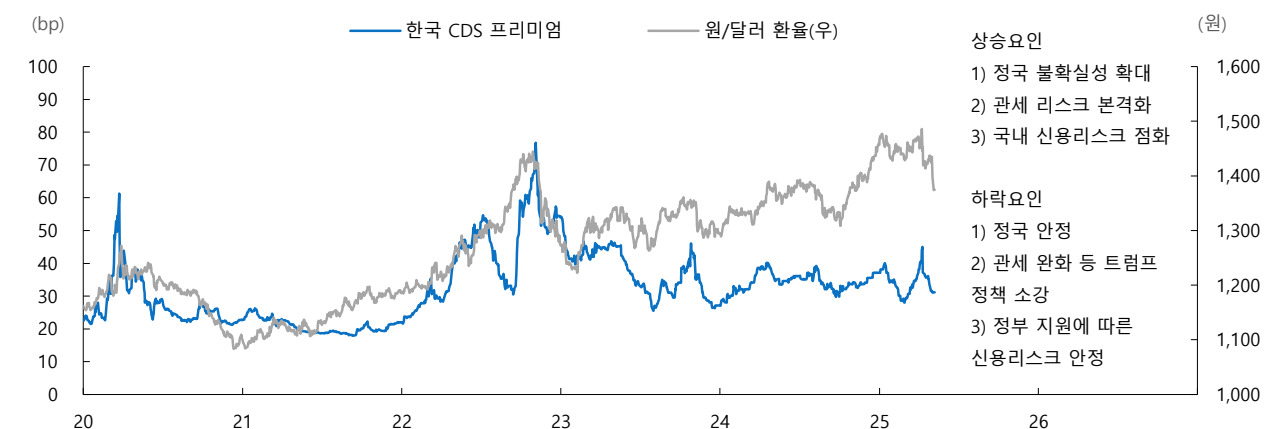
자료: 한국은행, iM증권 리서치본부

그림13. 원/달러 환율과 변동성 장기 추이: 변동성 장기 표준편차는 8.60. 관세 플로우와 환율 관련 미국 정책 기조에 변동성 확대되는 중



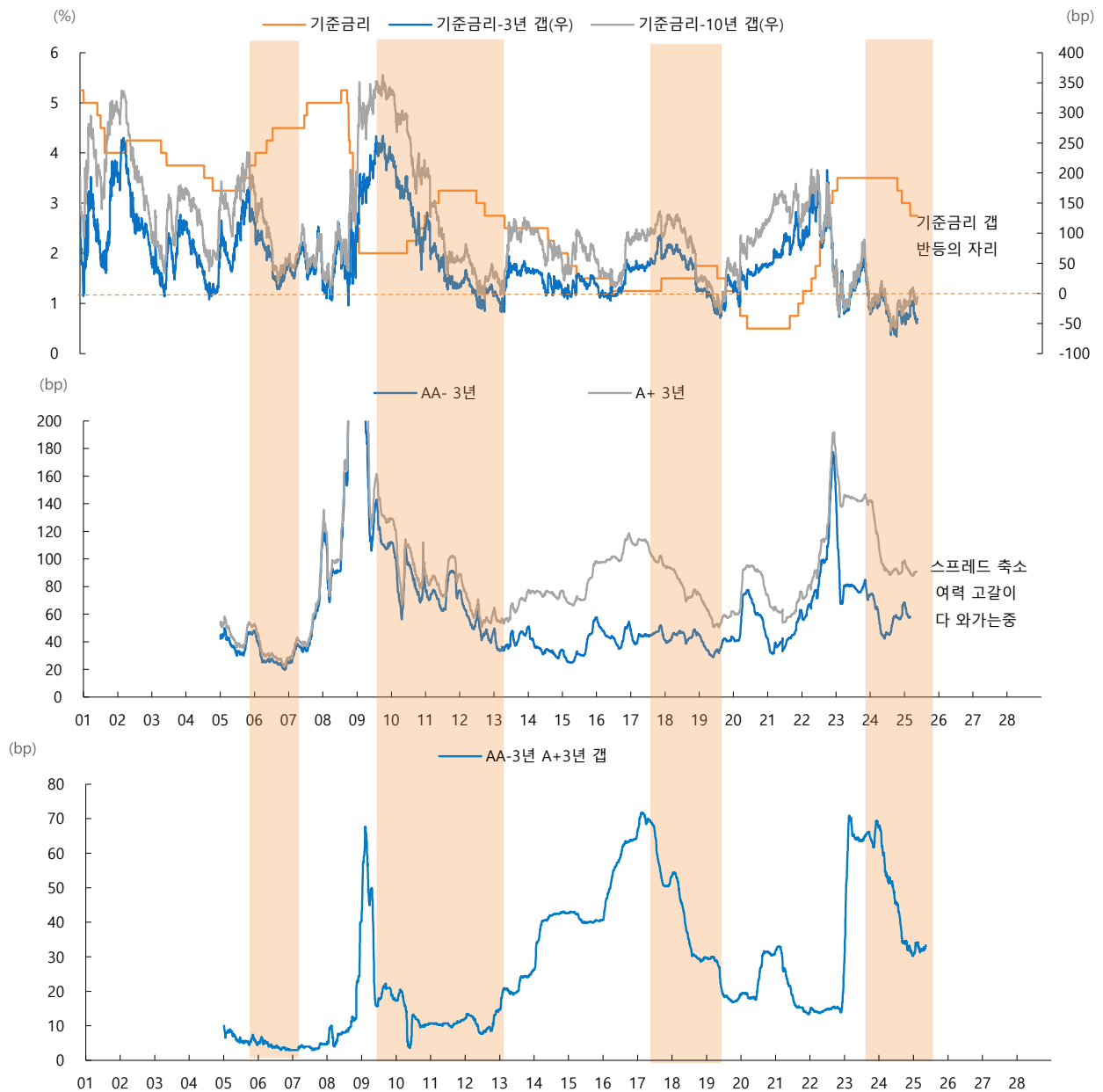
자료: Bloomberg, CEIC, iM증권 리서치본부

그림14. 국내 CDS 프리미엄 추이와 추가 상승 및 하락 시나리오 정리: 안정되는 양상이지만 상승 리스크도 잠재해 있음에 유의



자료: Bloomberg, CEIC, iM증권 리서치본부

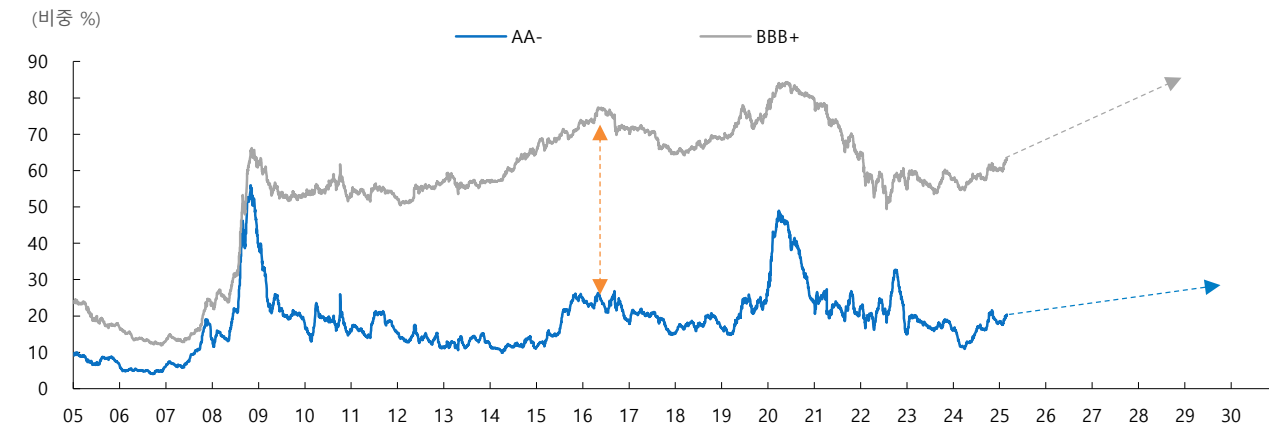
그림15. 기준금리와 3년물, 10년물 국고 금리 갭 추이(01~)와 크레딧 스프레드 추이: 갭이 하락하여 국고채 투자 매력 감소할 때 크레딧으로 자금 쏠림현상 나타나며 캐리수요 증가 및 스프레드 축소, 특히 비우량물의 캐리수요가 커지며 스프레드 축소폭이 두드러졌음



자료: 인포맥스, iM증권 리서치본부

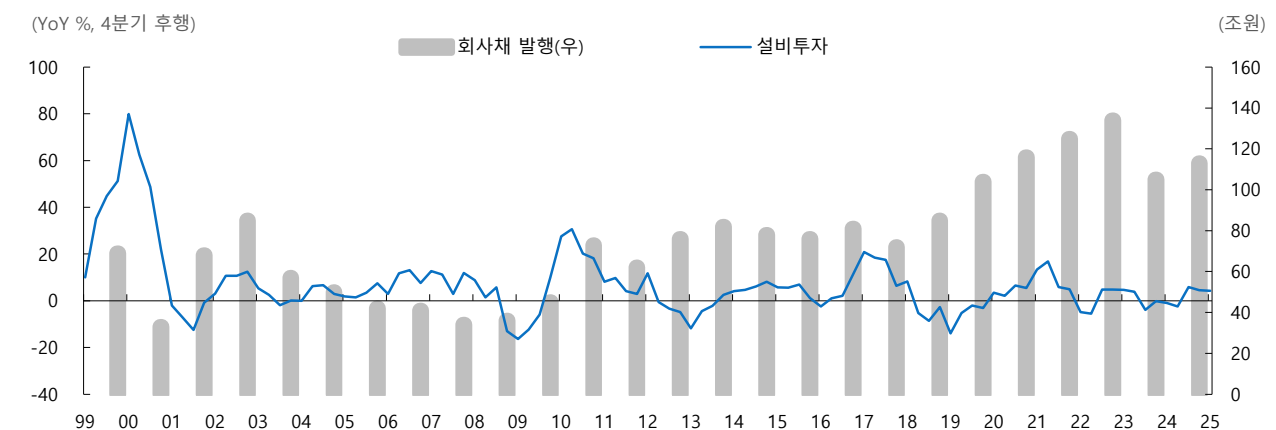
주: 회사채 기준

그림16.금리에서 신용스프레드가 차지하는 비중: 08년 금융위기 이후 투자등급과 투기등급간 격차 확대. BBB+급의 경우 20년 코로나 당시 84%까지 상승



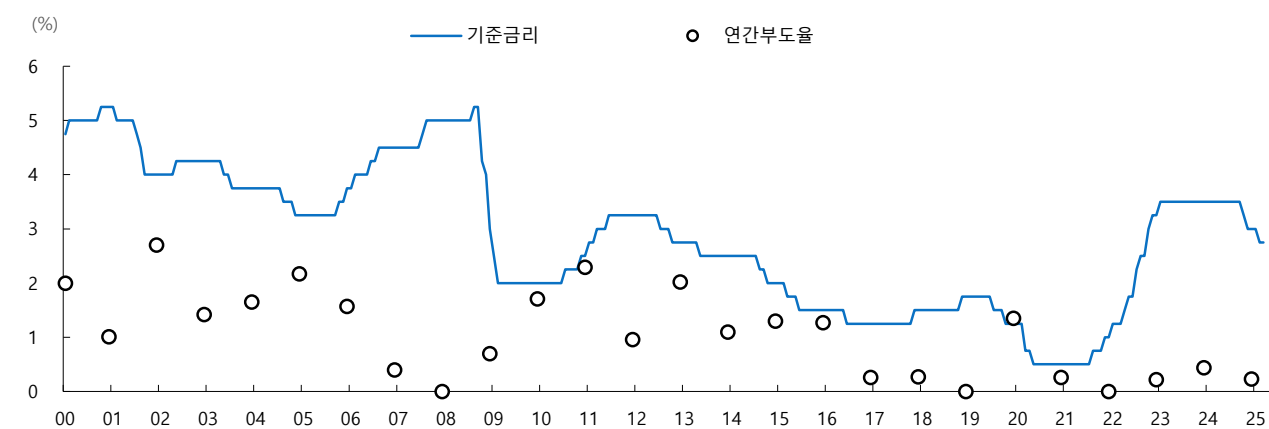
자료: 인포맥스, iM증권 리서치본부

그림17.국내 회사채 발행량 추이: 설비투자 감소하는 시기에 회사채 발행량도 감소



자료: 한국은행, 인포맥스, iM증권 리서치본부

그림18. 금리인하 시기 오히려 금리인상 피로감으로 인한 한계기업 증가에 따른 부도율 상승을 주의해야 함



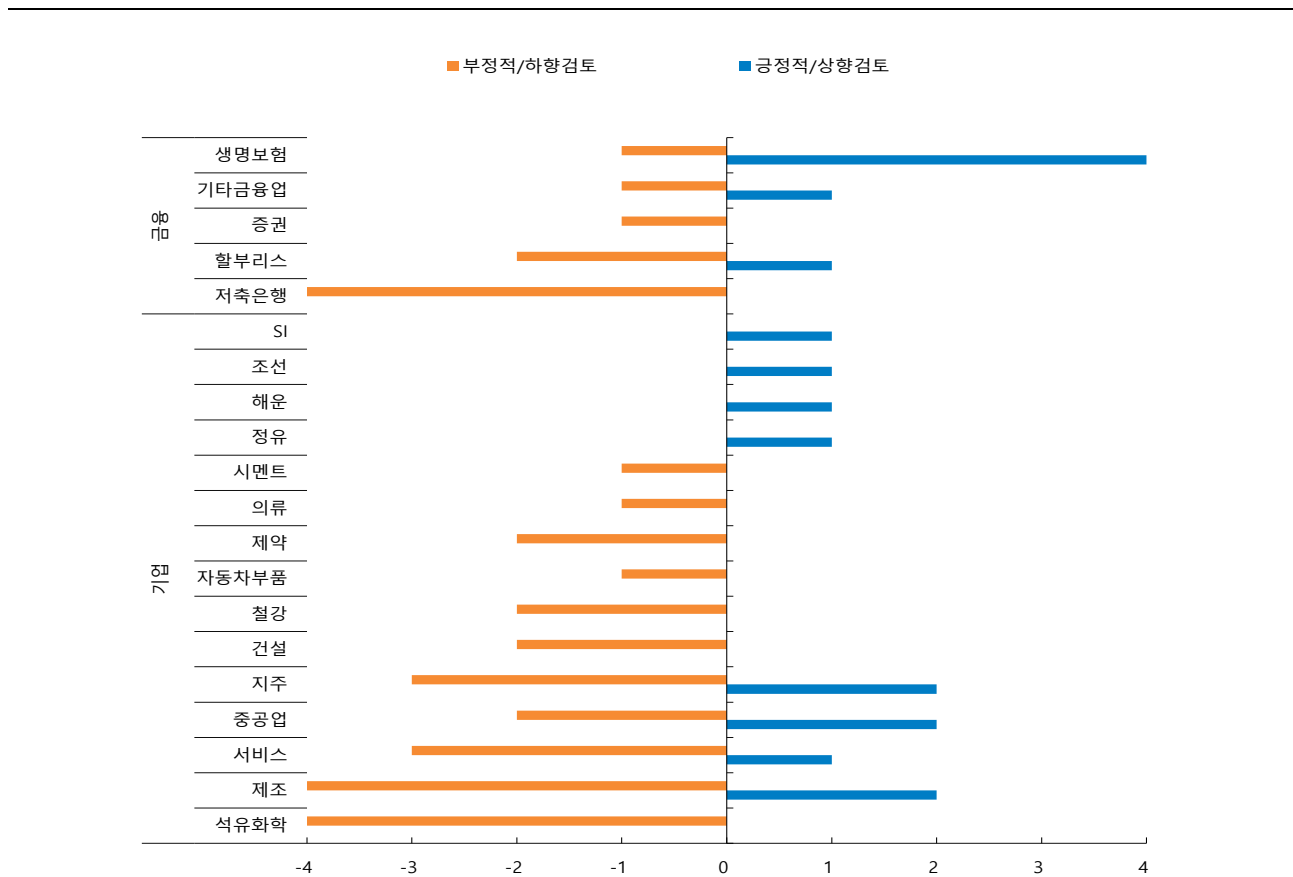
자료: 인포맥스, NICE신용평가, iM증권 리서치본부

그림19. 산업별 전망 및 Credit 전망: 신용등급 산정 기조에서도 등급별 차별화 기조 지속 전망

Industry Outlook	우호적			방위, 조선
	중립적		메모리반도체, 해운, 음식료, 통신서비스, 민자발전, 자동차/자동차부품, 경유, 호텔/면세, 제약, 손해보험, 은행, NPL	항공운송
	비우호적	석유화학, 건설, 유통, 이차전지, 증권, 캐피탈, 저축은행, 부동산신탁	디스플레이, 철강, 신용카드, 생명보험	
		부정적	안정적	긍정적
Credit Outlook				

자료: 한국신용평가, iM증권 리서치본부

그림20. 신용평가사 신용등급 전망 업종별 부여내역



자료: 한국신용평가, iM증권 리서치본부

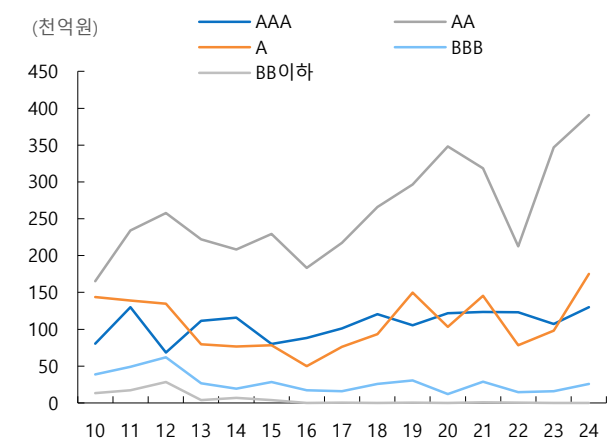
I. 크레딧 시장 복기하기

1. 비우량 기업의 설움과 엄격해진 기업 선별

채권 시장은 지난 10년간 크게 두 가지의 사태를 맞이했다. 2013년 중견기업 부도, 하나는 2022년 레고랜드 사태이다. 실제로 STX, 동양 등 중견기업 부실이 수면 위로 떠오른 2013년부터 회사채 우량물과 비우량물 간 갭은 급격한 차이를 보이기 시작한다. 12년 말 까지만 하더라도 AA- 3년물과 A+ 3년물간 갭은 14.5bp였지만 13년 말 26.3bp로 약 12bp 가량 반등했다. 여진은 오래가 17년 2월에는 71.7bp까지 상승했다. 금융시장에 한 번 균열이 발생하면 다시 회복되기 쉽지 않다는 것을 보여주었다.

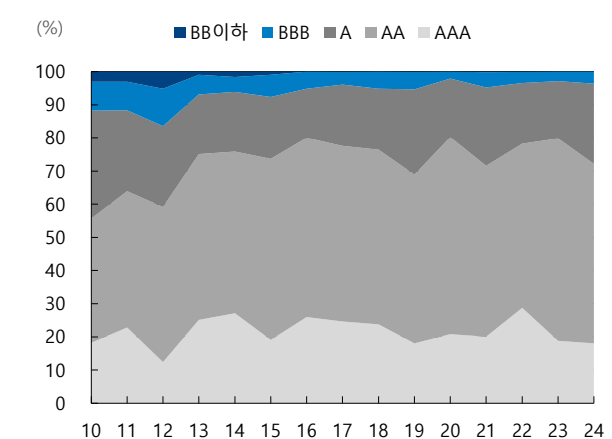
여기서 알 수 있는 점은 자금 시장에 경색되기 시작하면 가장 큰 피해를 입는 것은 비우량 기업이라는 점이다. 시장이 불안할수록 채권 시장은 더욱 민감하게 반응한다. 회사채를 사들여야 하는 투자자 입장에서 더욱 엄격하게 기업을 선정할 수밖에 없으며 채권을 발행하는 기업 또한 자신들이 상환 여력이 있다는 점을 보여주어야 한다. 12년 말 A급과 BBB급, BB급 이하 회사채 발행 비중은 각각 24.4%, 11.3%, 5.2%에서 13년말 17.9%, 6.0%, 0.9%로 감소했다. 비우량물 구간에서는 그만큼 자금조달이 어려워졌음을 의미한다.

그림1. 회사채 신용등급별 연도별 발행액



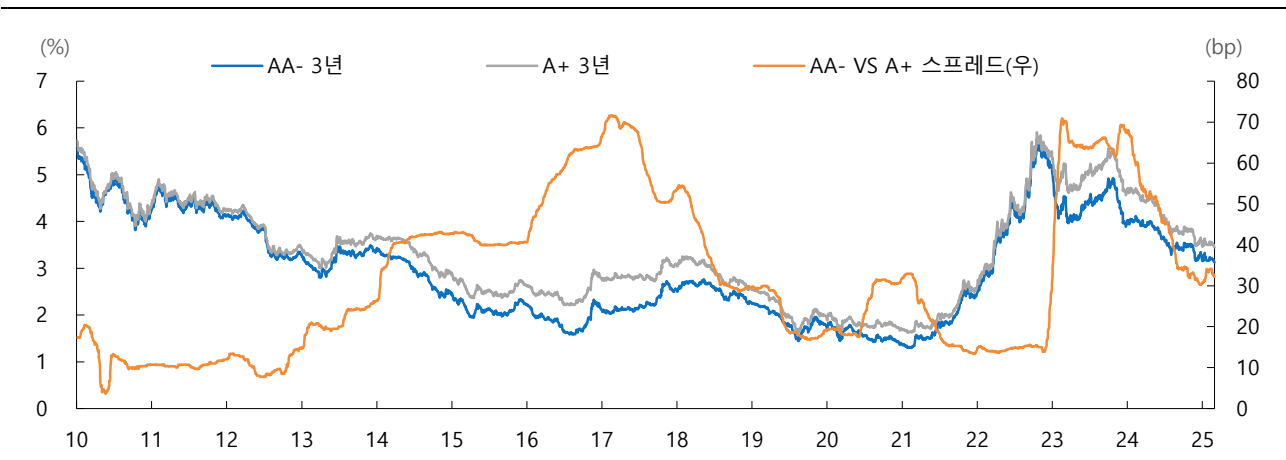
자료: 인포맥스, iM증권 리서치본부

그림2. 회사채 신용등급별 연도별 발행 비중



자료: 인포맥스, iM증권 리서치본부

그림3. 우량물과 비우량물간 갭 추이(AA-3년 VS A+ 3년)



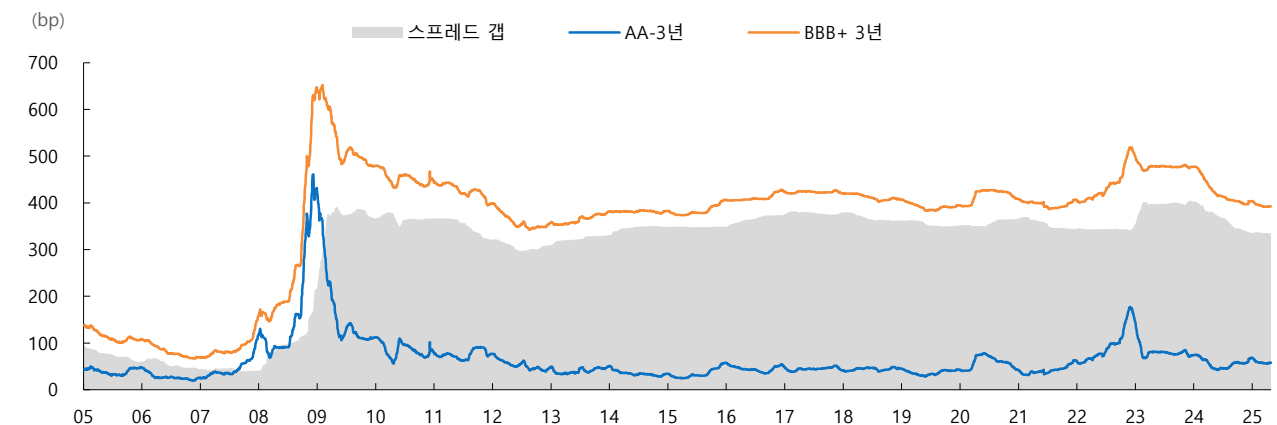
자료: 인포맥스, iM증권 리서치본부

여기서 아이러니함은 우리가 회사채를 바라볼 때 투자등급과 투기등급을 구분짓는 방법이 변화했다는 것이다. 신용평가사는 채무에 대한 상환 확실성을 고려해 회사채별 신용등급을 산정한다. 신용등급은 장단기로 구분되나 장기만 바라보았을 때는 AAA~D 등급까지 존재한다. 그리고 투자적격등급으로는 BBB- 등급까지를, 이하는 투기등급으로 구분한다.

하지만 현재 시장은 사실상 BBB+ 등급부터 투기등급으로 인식하기 시작했다. 더 나아가 AA등급과 A등급을 확연히 구분해 우량등급, 비우량등급으로도 구분한다. 이러한 시장의 구분론은 글로벌 금융위기 이후로부터 이어져왔다. 그만큼 시장에서 위험을 회피하는 심리가 강해졌으며, 기업을 구분하는 기준도 엄격해졌다는 이야기이다. 실제로 글로벌 금융위기 이후 회사채 AA- 3년 스프레드는 비교적 빠른 시간 내 안정화 수순을 거쳤지만 투기등급 취급을 받는 BBB+ 3년 스프레드는 현재까지도 393bp를 기록하며 높은 수준을 유지 중이다. 참고로 05년~07년(글로벌 금융위기 이전) 회사채 AA-와 BBB+ 스프레드 평균은 37.6bp, 95.4bp였다. 하지만 금융위기 이후 현재까지 평균은 62.7bp, 418.3bp이다. 회사채 AA- 등급이 약 2배 확대된 것과 달리 BBB+ 등급은 4배 이상이나 확대된 것이다.

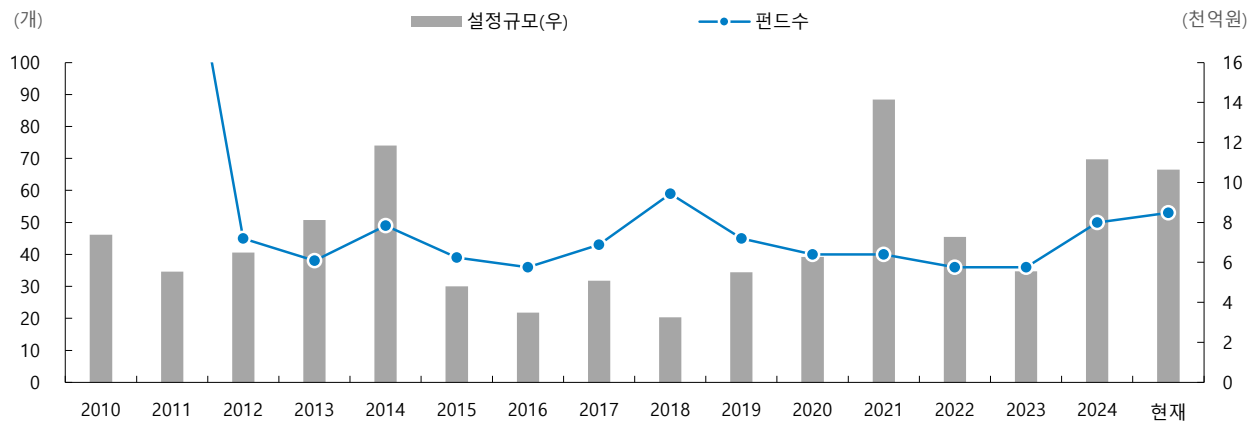
회사채 유통시장 뿐만 아니라 발행시장에서도 위험회피 인식이 커지기 시작하며 BBB급 이하 발행비중은 큰 폭으로 줄어들었다. 12년 BBB급 이하 발행비중은 16.5%였지만 다음해 6.9%로 추락, 24년말 기준으로는 3.6%를 기록하고 있다. 그나마 존재하던 BB급 발행도 2016년 이후로는 거의 찾아볼 수 없게 되었다. 거기에 하이일드 채권의 수요를 뺀 하이일드펀드 분리과세 혜택 또한 작년 12월 말로 종료되었다. 참고로 하이일드펀드 분리과세 혜택의 기준도 BBB+급 이하 채권을 대상으로 한다. 분리과세 혜택 등으로 그나마 명맥을 유지하던 BBB+급 이하 회사채 발행 또한 더욱 위축될 수 있다.

그림4. 회사채 AA- 3년과 BBB+ 3년 스프레드 갭 추이: 금융위기 이후 급격히 높아진 상태를 아직도 지속 중



자료: 인포맥스, iM증권 리서치본부

그림5. 하이일드펀드 펀드수 및 설정규모 추이: 25년부터 하이일드펀드 분리과세 혜택 종료되며 설정규모도 낮아질 것으로 예상

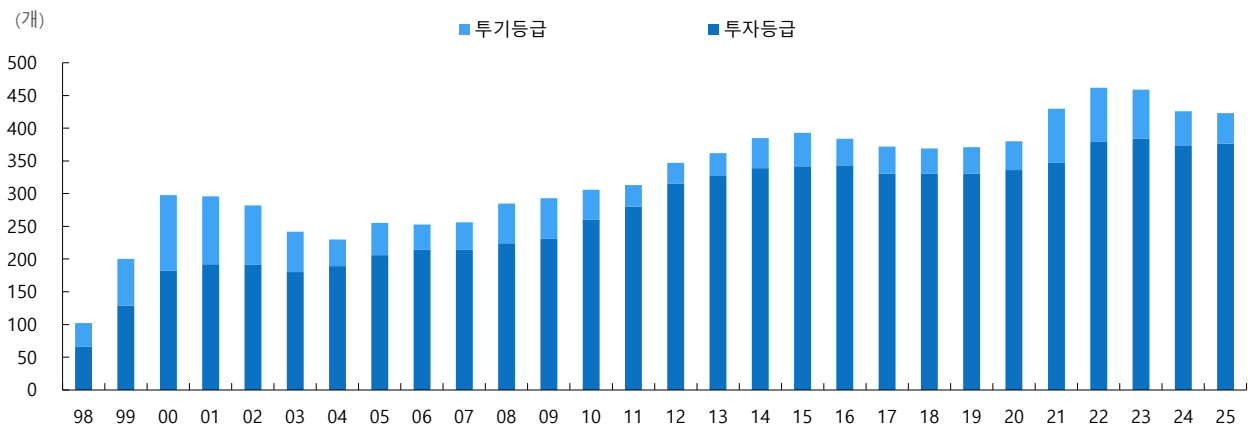


자료: 금융투자협회, iM증권 리서치본부

2. 투기등급 채권 감소와 등급 하향 기조

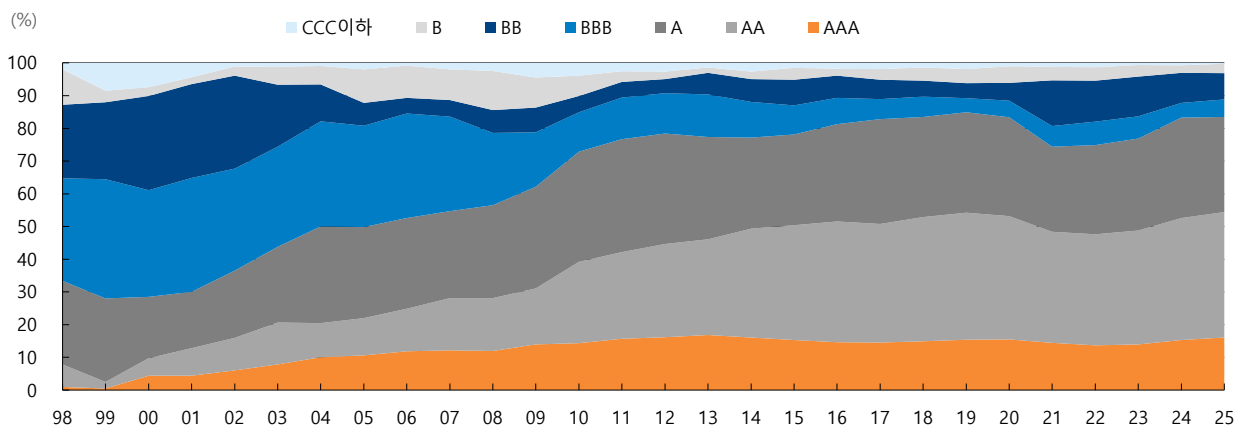
1998년 이후 신용등급 보유 채권 발행사 비교를 해보았다. 투기등급 기준이 되는 BB등급 이하의 비중은 1998년 35.3%를 차지했다. 이때까지만 해도 초우량물 등급인 AAA 등급을 받는 기업은 0.98%, 1개 회사밖에 되지 않았다. 투기등급 회사채 시장도 활성화되어 있었다면 03년 카드대란을 기점으로 BB등급 기업은 19.01%로 전년 28.37%에서 급격히 추락했다. 이때까지만 해도 BBB등급 기업은 30.58%로 74개 기업을 차지했다. 하지만 08년 글로벌 금융위기를 겪으면서 부실기업에 대한 구조조정이 들어갔고 신용경색 현상과 함께 투기등급 회사의 수가 급감하기 시작했다. 09년부터는 BBB급 기업도 줄어들면서 16.72%로 감소했고 이후 감소 추세를 이어나갔다. 반면 우량물 기업 증가가 뚜렷하게 나타나면서 투자등급과 투기등급의 차별화가 시작되었다. 25년 현재 AAA등급 기업은 68개로 16.08%, AA등급 기업은 162개로 38.3%를 차지하고 있다. 반면 투기등급의 비중은 11%밖에 되지 않는다.

그림6. 신용등급 보유 발행사 연별 추이: 각종 이벤트 이후 한계기업이 도산함에 따라 투자등급이 절대적으로 많아짐



자료: NICE신용평가, iM증권 리서치본부

그림7. 신용등급별 발행사 비중 추이: BBB급 이하 발행사 비중 08년 금융위기 이후 기업 구조조정 들어가면서 급격히 감소



자료: NICE신용평가, iM증권 리서치본부

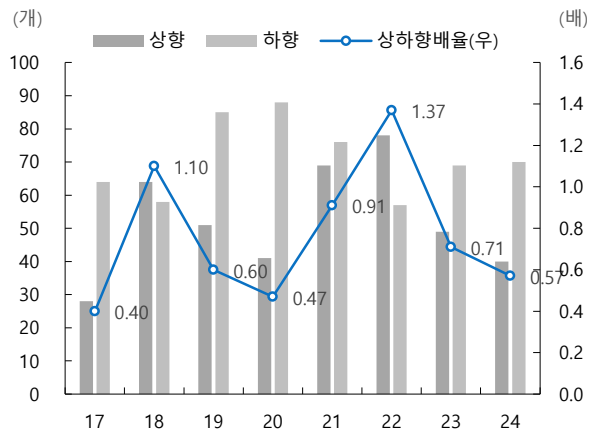
22년 강원중도개발공사 회생신청 사태(이하 레고랜드 사태)를 맞이한 이후에는 신용등급 하향 기조가 뚜렷해짐과 동시에 투자등급과 투기등급의 신용등급 차별화가 심해졌다. 상하향배율을 통해 한 해 신용등급 산정 기조가 어떻게 흘러갔는지 알 수 있다. 22년 신용등급 상하향배율은 1.37배를 기록, 20년 0.47배를 기록한 후 최고점을 찍으면서 우상향했다. 하지만 레고랜드 사태 이후 기업 펀더멘탈에 대한 시장의 의구심이 증가, 시장에서 기업 펀더멘탈을 중시하는 기조가 확대됨에 따라 신용등급 산정 기조가 엄격해졌다. 이로서 23년 0.71배로 추락한 상하향배율은 24년 0.57배를 기록하면서 2년 연속 하향세를 유지했다.

투자등급과 투기등급별로 나누어보면 투자등급의 경우 등급상향은 23년 47건에서 24년 37건으로 10건 가량 감소했다. 등급하향의 경우에는 51개로 23년과 24년 동일한 수준을 유지했다. 투기등급의 경우에는 등급상향 개수가 절대적으로 크지 않지만 24년 1건 증가하여 3건을 기록했다. 다만 등급하향 또한 19건으로 23년대비 1건 증가했다. 투기등급의 경우 등급상향보다 등급하향의 건수가 절대적으로 많은 것을 알 수 있다.

작년 신용평가 3사의 신용등급 전망 추이를 보면 모두 부정적 전망이 더 많은 것을 알 수 있다. 이는 올해까지 신용등급 하락 추세가 강화될 수 있음을 보여준다. 특히 한국신용평가의 경우 전체 전망 부여 기업 52곳 중 35곳에 대해 부정적 및 하향검토 대상 리스트에 추가, 전체 전망 부여 기업 중 67%에 대해 부정적 전망을 달았다.

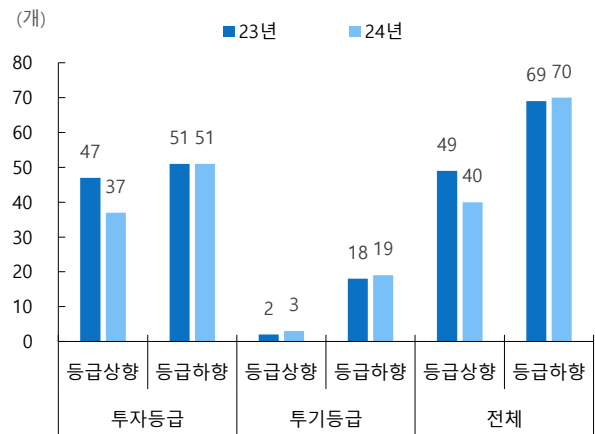
레고랜드 사태와 금리인상 시기를 겪으면서 기업들의 자금조달이 어려워짐과 동시에 펀더멘탈이 악화될 수밖에 없는 환경을 맞이하면서 전반적으로 신용등급 평정 기조가 하향으로 기우는 가운데 투기등급의 경우 영향을 더욱 많이 받았다. 투기등급은 자금조달이 더욱 어렵기 때문에 채권 상황이 쉽지 않은 상황에 직면해 있었다. 더군다나 글로벌 경기 위축이 나타남과 동시에 국내는 내수 부진현상까지 겹쳐있었기 때문에 수익성 제고가 어려워 실행사들의 신용등급 하향 트리거에 가까울 수밖에 없었다. 그나마 24년 하반기 들어서면서 금리인하 기조로 국면이 바뀌며 시장금리가 하락하며 기업들의 자금조달이 용이해진 측면이 있었지만 곧바로 재무안정성 및 수익성 향상이 나타나지는 못했으며 신용등급 하향 추세가 지속되었다.

그림8. 신용평가사 신용등급 상향 및 하향기업 개수 및 상하향배율 추이



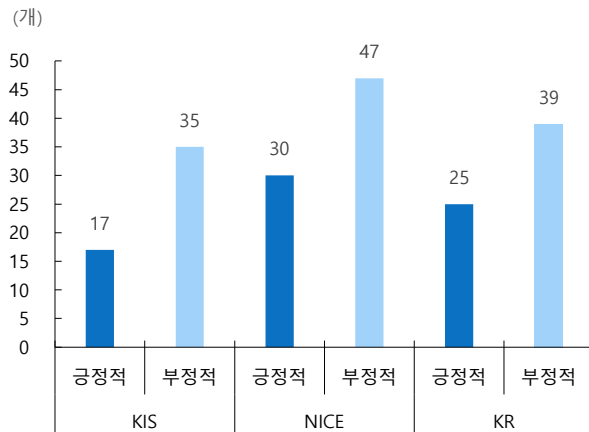
자료: 신평3사, iM증권 리서치본부

그림9. 투자등급 및 투기등급 별 등급 상향 및 하향 연도별 비교



자료: 신평3사, iM증권 리서치본부

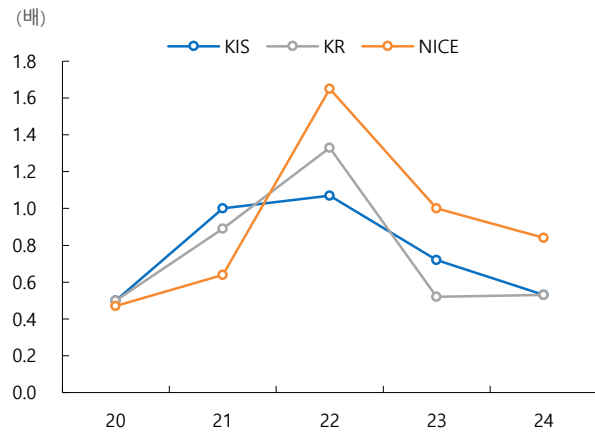
그림10. 신용평가사별 신용등급 전망 분포 (2024년 기준): 25년에도 하향기조 지속될 것으로 전망



자료: 신평3사, iM증권 리서치본부

주: 긍정적에 상향 검토, 부정적에 하향 검토 포함

그림11. 신용평가사 별 상하향배율 추이: 22년을 고점으로 금리인상 시기와 부동산 PF가 겹쳐 하향기조 지속



자료: 신평3사, iM증권 리서치본부

3. 레고랜드 사태와 부동산 PF 부실

2022년 9월 28일 레고랜드 조성을 위해 강원도가 설립한 강원중도개발공사의 회생신청이 발표되었다. 이후 10월 5일 강원도 보증 레고랜드 ABCP(아이원제일차)가 최종부도처리되면서 지방이 보증하는 채권이 부도처리가 되는 초유의 사태가 발생되었다.

지방자치단체가 보증하는 채권 또한 부도처리 날 수 있다는 시장의 불안감과 함께 한국도로공사, 한국전력공사 등 공사채가 미매각되면서 시장 파장이 본격화되었다. 초우량물인 공사채 또한 매수심리가 얼어붙은 가운데 기타 채권 또한 신용스프레드가 급격히 확대되고 발행시장에서는 미매각이 나기 시작했다. 9월 28일 공사채 AAA 3년물 스프레드는 68.6bp에서 11월 25일 128.5bp까지 확대되었다. 동기간 회사채 AA- 3년물 스프레드는 108.5bp에서 175.3bp까지 확대되었다. 초우량물로 인정받아 스프레드 변동이 심하지 않은 공사채의 신용스프레드가 약 한달도 되지 않아 두 배 가량 확대되었다는 부분에서 채권시장에서의 신용경색현상이 심화되었다. 이후 다행히 금융당국의 채권안정펀드 조성 등 유동성 공급조치가 시행되어 신용스프레드는 안정을 찾을 수 있었지만 이를 통해 레버리지를 과하게 수반하여 사업을 시행하는 부동산 PF 부실론이 본격적으로 제기되기 시작했다.

부동산 PF의 자금줄 역할을 맡은 캐피탈, 카드사 등 금융업권의 부동산 PF 부실로 인한 사업성 저하가 대두되기 시작했다. 이미 건설업계의 경우에는 금리인상으로 인한 건설업 수익성 저하로 인해 골머리를 앓기 시작했다. 이에 부동산 PF로 손실을 입을 수밖에 없게 된 금융업계 전반에 대한 리스크가 증가했다. 여전채와 회사채 스프레드 갭은 금리인상으로 인한 이자비용 상승 리스크와 함께 22년 초부터 벌어지고 있던 추세였는데, 레고랜드 사태가 터짐으로 인해 더욱 그 갭이 확대되었다. 9월 28일 48bp였던 스프레드 갭은 22년 말 81bp까지 확대되었다.

단기자금시장도 경색을 시작하여 CP금리의 변동폭이 확대되는 상황이 도래했다. CP금리는 금리인상과 함께 지속적으로 상승중이었으나 레고랜드 사태 발발 이후 상승폭이 더욱 커져 10월 한달간 136bp 상승했다. 20년부터 9월말까지 CP금리 일일변동폭은 0.21bp였으나 22년 10월부터 12월말까지 일일변동폭이 3.07bp까지 확대되었다. 한편 PF-ABCP 금리와 일반 CP 금리간 갭도 레고랜드 사태 발발 이후 급속히 확대되었다. 22년 9월 말까지 PF ABCP A1 금리와 일반 CP A1 금리간 갭은 56bp였으나 10월 말에는 123bp로 급격히 확대, 연말에는 232bp까지 벌어졌다. 다만 금융당국의 시장 안정화조치(유동성 공급)에 갭은 23년 초부터 다시 축소 흐름을 보였다.

그림12.공사채 및 회사채 스프레드 추이(공사채 AAA, 회사채 AA-)



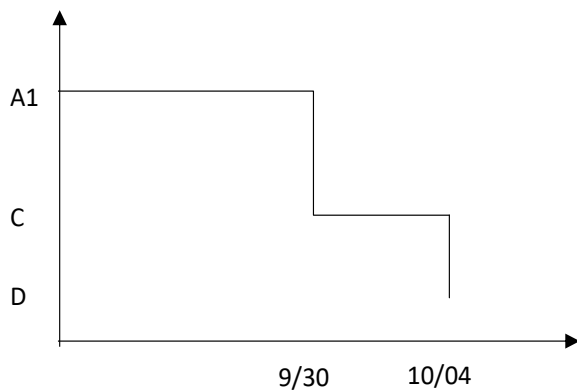
자료: 인포맥스, iM증권 리서치본부
주: 공사채 및 회사채 모두 3년물 기준

그림13.여전채-회사채 스프레드 갭(AA- 3년물 기준)



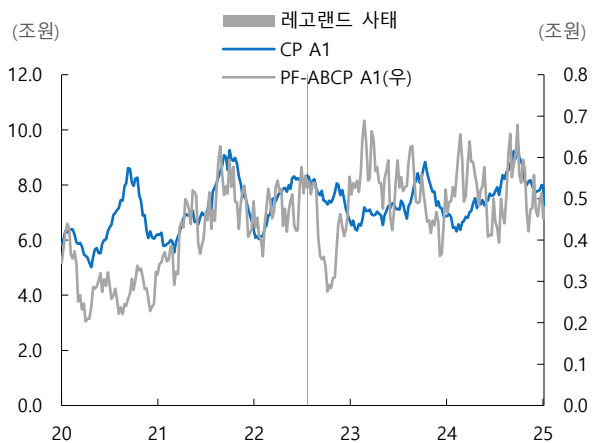
자료: 인포맥스, iM증권 리서치본부

그림14.강원도가 보증한 레고랜드 사업을 위해 설정된 아이원제일차 ABCP 신용등급 변동 추이



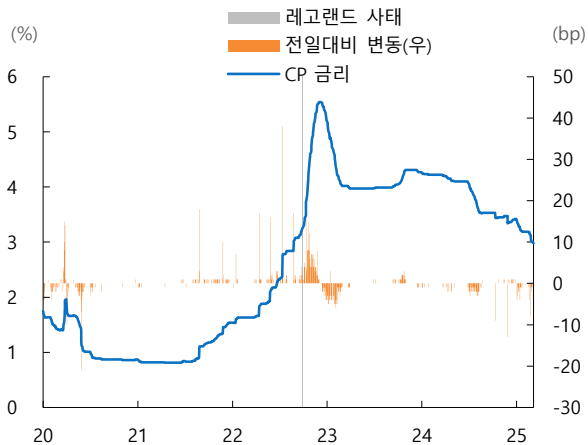
자료: 신평3사, iM증권 리서치본부

그림15.레고랜드 사태 발생 이후 PF-ABCP 발행 급감



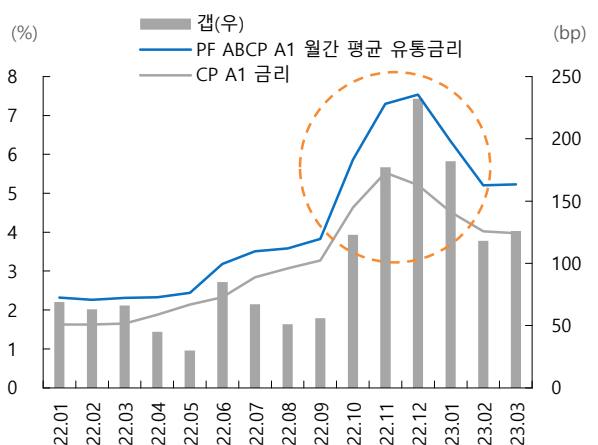
자료: 인포맥스, iM증권 리서치본부
주: 주간 발행량, 3개월 이동평균

그림16.CP 금리 추이: 레고랜드 사태 이후 상승폭 확대되며 단기자금시장 경색



자료: 인포맥스, iM증권 리서치본부

그림17.PF ABCP 금리와 CP 금리 레고랜드 사태 발생 당시 갭 급격히 확대



자료: 인포맥스, iM증권 리서치본부

부동산 PF 부실의 원인 및 문제점은 다음과 같다.

1)과도한 레버리지 사용(낮은 자기자본)

부동산 PF 부실의 시발점은 역시나 과도한 레버리지 사용이다. 한국개발연구원의 분석에 따르면 우리나라의 경우 일정 요건 충족시 부동산개발업자로 등록 가능한데 보통 총사업자금의 3% 수준으로 토지매입을 시도한다. 즉 100억짜리 사업을 시행하는데 소요되는 자기자본은 3억밖에 되지 않는다는 뜻이다. 이후 토지매입 금액의 70%에서 90% 이상은 금융기관의 브릿지론을 통해 조달하는 것이 통상적이다. 이로 인해 영세한 시행사의 경우에도 부동산 PF에 쉽게 접근이 가능했다. 다만 브릿지론 이후 사업성 평가에서 의문이 제기되거나 인허가에 실패하여 본PF로 차환이 이루어지지 않으면 부실이 발생하게 된다.

2)제3자의 보증에 치중된 사업성

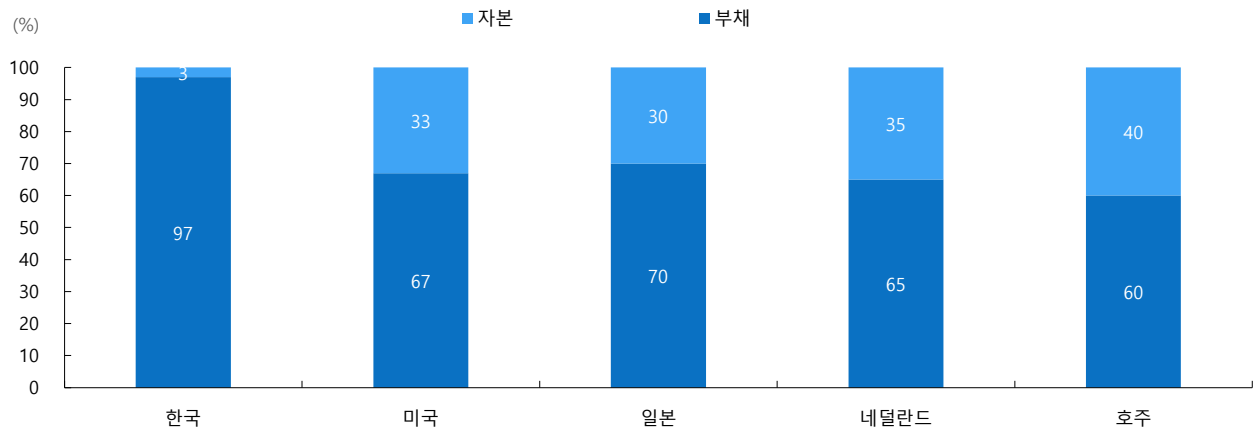
제대로 된 사업성 평가 없이 제3자의 보증에 치중된 사업성도 문제이다. 우리나라 부동산 PF의 시작 자체가 영세한 시행사가 PF 사업에 착수를 할 때 신용이 낮더라도 금융사 및 시공사가 PF 보증을 서게 된다. 이로 인해 PF 사업의 신용도가 보강된다. 부동산 호황기에는 PF 사업을 통해 막대한 이익을 벌어들일 수 있기에 신용보강에 적극적이지만 반대의 시기에는 그렇지 못하다. 보증사의 신용보강에 전적으로 의존하는 PF 사업의 경우에는 적은 자기자본만으로도 막대한 배당이익을 챙길 수 있기에 영세한 시행사를 남발할 우려가 있다.

한편 개발사업의 사업성 평가를 부실화시키기도 한다. 자신의 자금이 투입되지 않는 한 사업성 평가에 적극적이지 못하다. 실제로 자금을 대출해주는 금융권 또한 대형 건설사나 증권사 등이 보증을 제공해주어 사업성 평가에 적극적이지 않다. 자연스럽게 부실 부동산 PF 사업장이 늘어날 수밖에 없는 구조를 지니고 있다.

참고로 PF 사업에 있어 시행주체의 자기자본이 차지하는 비율이 우리나라는 3% 수준인데 반해 선진국의 경우에는 보통 30%를 웃돈다. 이는 개발이익을 최대한 많이 차지하려는 우리나라 PF 구조의 특성이다. 만약 지분투자자를 유치하게 되면 개발이익을 나누어야 하는 상황에 직면하기 때문이다.

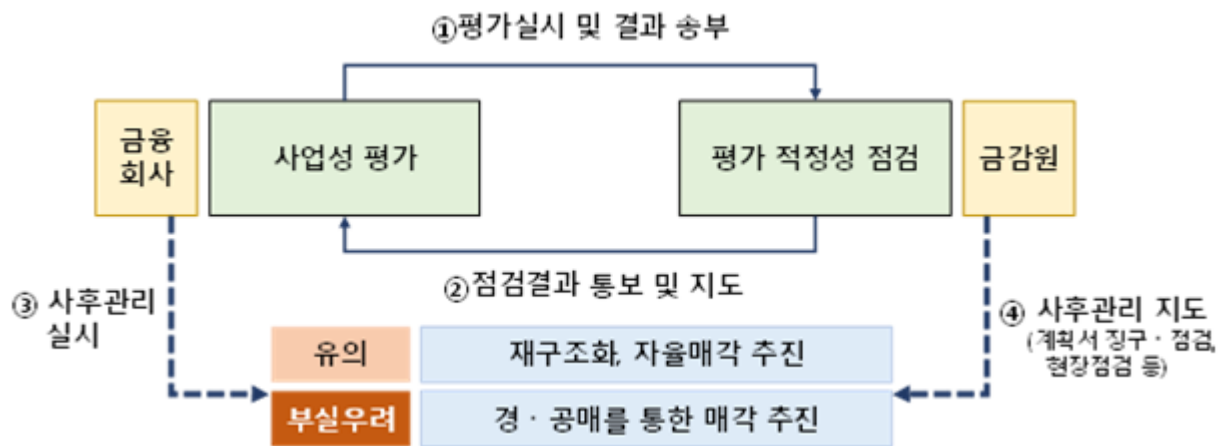
현재는 금융당국의 주도 하에 부실 부동산 PF 사업장의 정리에 나서면서 질서있는 정리를 시행 중이다. 정상화를 위해서는 결속있는 조치가 필요하다는 금융당국의 기조가 꾸준히 확인되고 있다. 24년 중 금융감독원은 사업성 평가 기준을 전면 개선하고 금융회사는 모든 PF 사업장을 새로운 기준으로 단계적 평가를 실시했다. 양호(A), 보통(B), 유의(C), 부실우려(D) 4단계로 사업장을 정리하고 유의(C)와 부실우려(D) 사업장에 대해서는 채구조화/자율매각(C), 상각, 경공매를 통한 매각(D)를 단계대로 시행 중이다.

그림18.국가별 부동산 PF 사업 구조: 한국의 경우 기형적으로 부채의 비율이 여타 선진국보다 많은 편



자료: 한국개발연구원, iM증권 리서치본부

그림19.부동산 PF 사업성 평가 및 점검 체계: 유의 및 부실우려 사업장에 대한 매각 추진



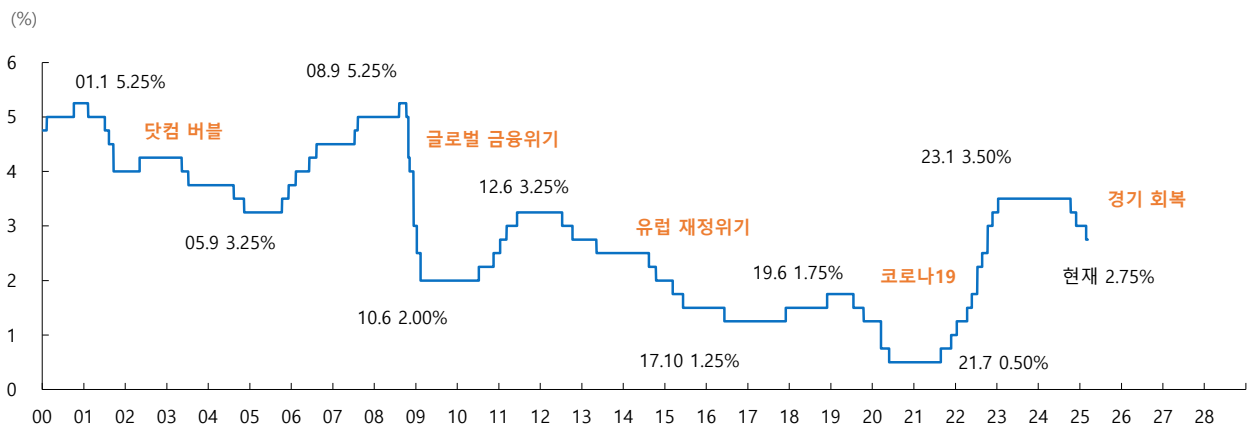
자료: 금융감독원 보도자료, iM증권 리서치본부

II. 하반기 크레딧 시장의 방향성

1. 금리인하 중단 이후, 우량물로 시장 선호 회귀

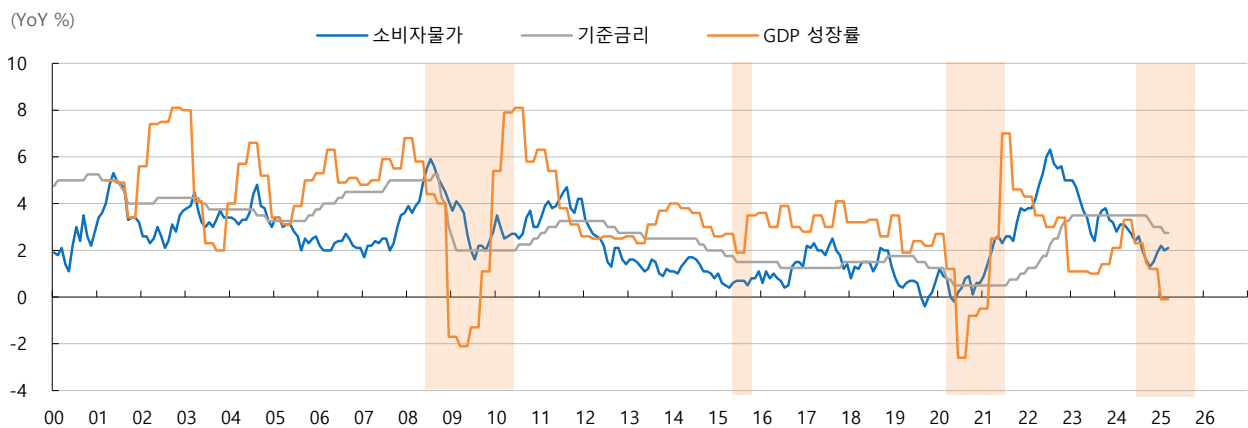
1) 1%대 성장률은 금리인하의 트리거가 되지 못할 것이다. 이제는 저성장 국면으로 진입한 것이 대한민국의 현실이다. 잠재성장률을 하회하는 흐름이 당분간 이어질 것이다. 2) 더불어 1~2%대에서 고착화될 물가는 추가적인 통화정책 실시를 야기할 만큼 자극적이지 않을 것이다. 둔화되는 경기와 관세 리스크 등 물가 상방압력이 혼재되는 양상 속에서 한은의 물가 목표치에 수렴해가는 모습을 나타낼 것이다. 3) 환율을 주시하는 흐름 속에서 당분간 통화정책 결정이 이루어질 공산이 크다. 현재 환율 변동성은 낮아진 흐름이지만 각종 대내외 리스크 속에서 언제든지 환율 변동성이 확대될 여지가 크며 이는 금리인하를 저지하는 요인이 될 것이다. 올해 2.00~2.25%까지 인하한 다음에는 정책의 효과 및 한은의 양대 책무인 물가와 금융안정 추이를 관찰할 공산이 크다.

그림20. 국내 기준금리 장기 시계열(00~현재)



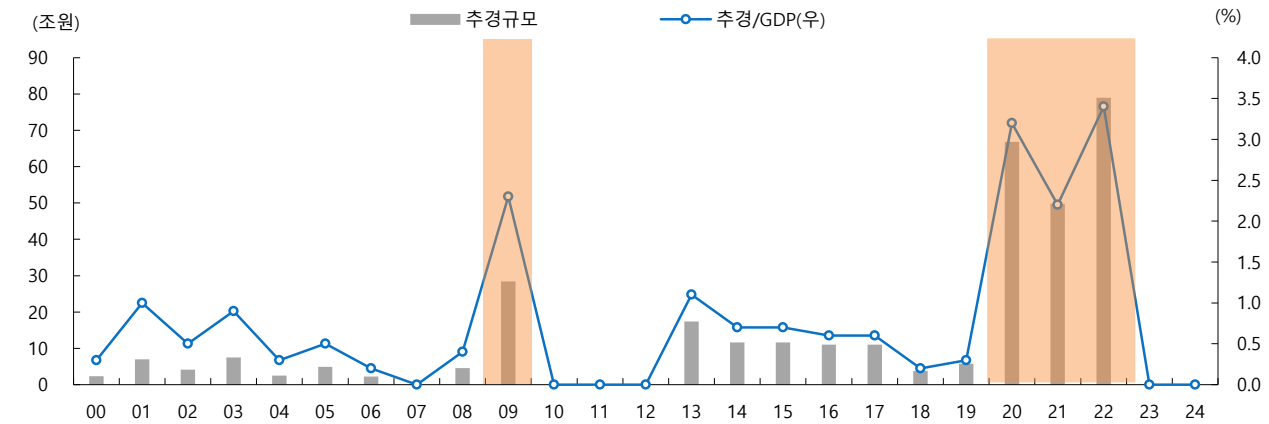
자료: 인포맥스, iM증권 리서치본부

그림21. 과거 성장률과 물가가 1%대를 기록하던 시기에는 기준금리 인하와 재정부양이 필수적이었으나 이제는 더 이상 그렇지 않을 것



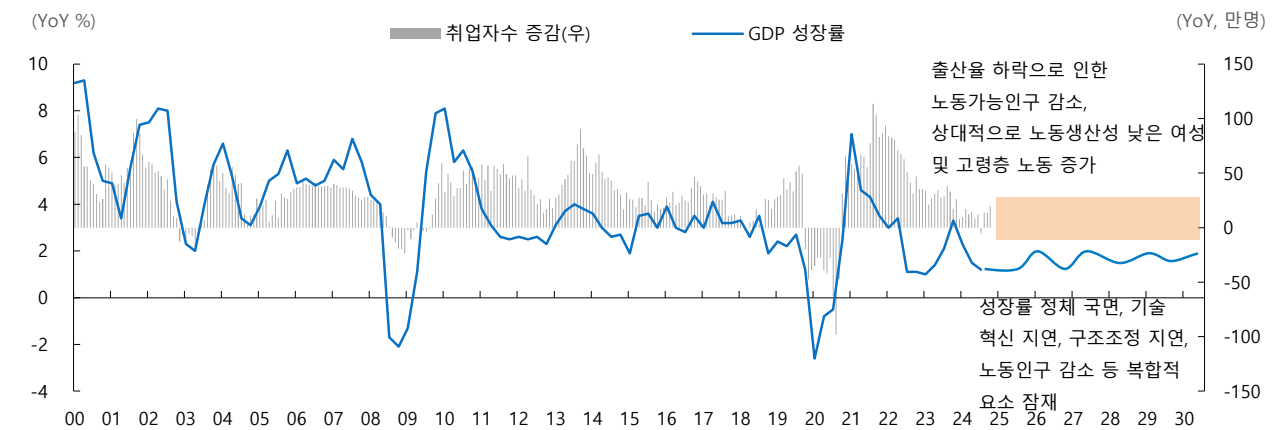
자료: 한국은행, iM증권 리서치본부

그림22.추경이 GDP 성장률 1% 이상의 제고 효과를 보기 위해서는 35~40조원 이상의 예산이 필요. 하지만 국가재난사태 및 글로벌 금융위기 이외에는 대규모의 추경을 집행한 기록이 없음



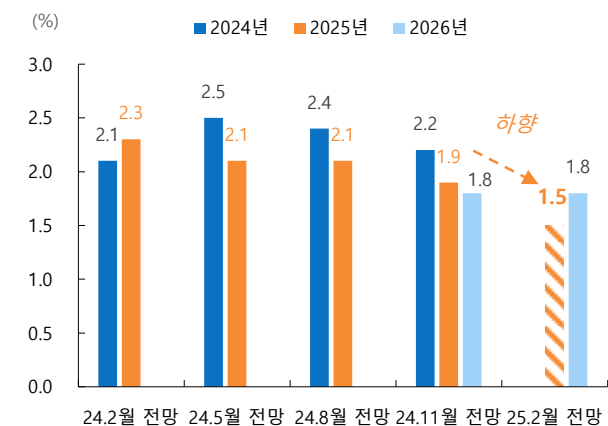
자료: 한국은행, 지표누리, iM증권 리서치본부

그림23.성장률 및 취업자수 증감 시나리오: 취업자수 및 성장률의 동반 정체를 예상



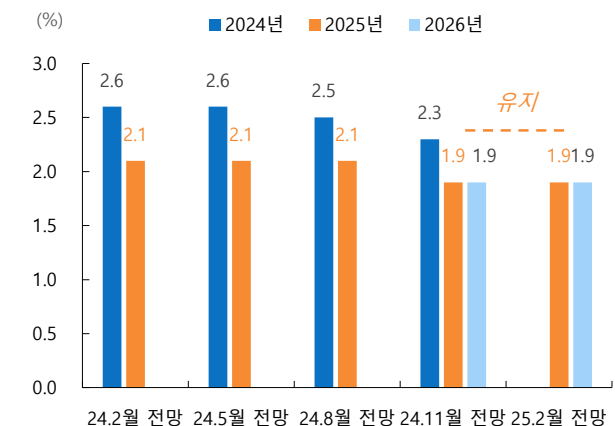
자료: 한국은행, iM증권 리서치본부

그림24.한은 수정경제전망(성장률)



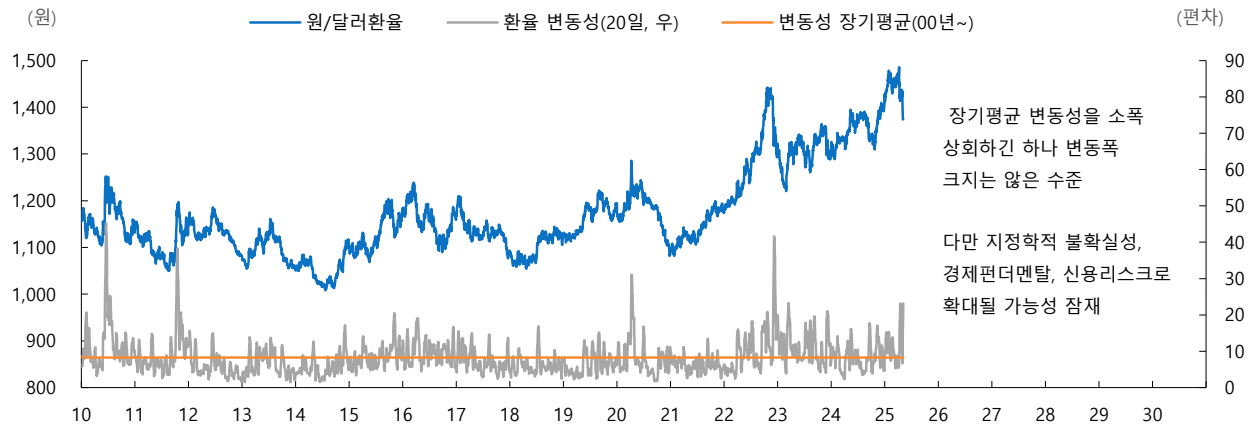
자료: 한국은행, iM증권 리서치본부

그림25.한은 수정경제전망(물가)



자료: 한국은행, iM증권 리서치본부

그림26. 원/달러 환율과 변동성 장기 추이: 변동성 장기 표준편차는 8.60. 관세 플로우와 환율 관련 미국 정책 기조에 변동성 확대되는 중



자료: Bloomberg, CEIC, iM증권 리서치본부

그림27. 국내 CDS 프리미엄 추이와 추가 상승 및 하락 시나리오 정리: 안정되는 양상이지만 상승 리스크도 잠재해 있음에 유의



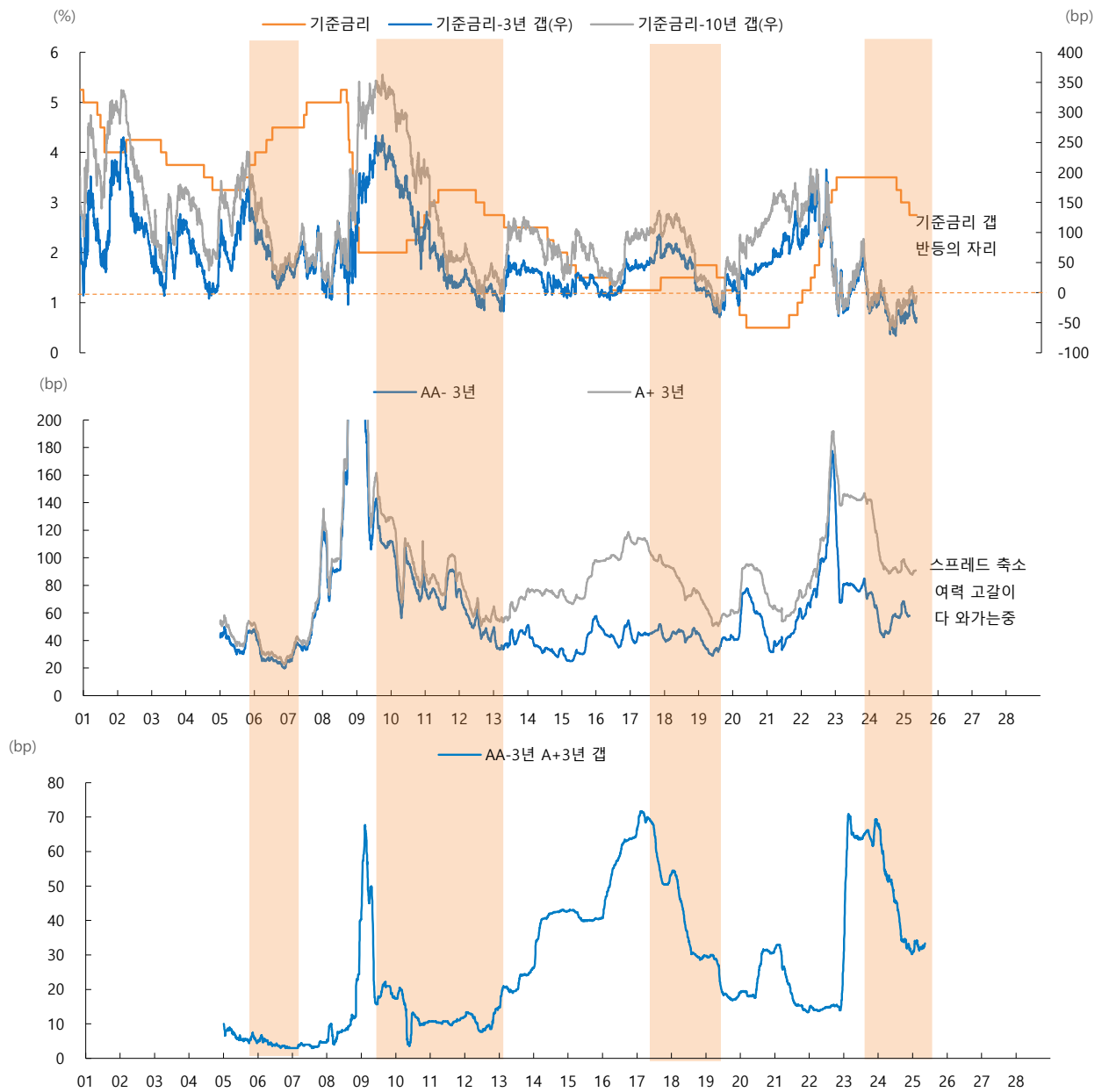
자료: Bloomberg, CEIC, iM증권 리서치본부

이후 생각해야 할 것은 적극적 금리인하에 베팅하면서 나타난 캐리수요이다. 기준금리와 국고 금리간 갭은 마이너스대를 형성하면서 역사적 최저점에서 움직이고 있다. 마이너스 갭이 나타나며 역캐리가 장기간 지속, 고금리를 노린 캐리 수요가 크레딧 채권으로 몰리며 24년 크레딧 시장 강세를 형성했다. 하지만 금리인하 중단과 함께 기준금리 및 국고 금리의 고착화가 형성되면서 마이너스 갭이 해소된다면 상대적으로 금리 매력을 갖추었던 크레딧 채권으로의 수요는 일정 부분 줄어들 여지가 있다.

실제로 기준금리와 국고금리간 갭이 0에 도달, 즉 역캐리에 근접했을 때 다시 반등하는 추세가 나타났다. 이는 다시 국고 금리의 투자 매력도가 높아진다는 의미이다. 한편 기준금리와 국고금리간 갭이 하락추세를 보일 때 크레딧 스프레드가 축소되는 경향을 보였는데, 그 중에서도 비우량물의 축소폭이 두드러졌다. 한편 대부분의 국고 금리 갭 축소는 금리인상 시기에 이루어진 부분이 많았는데, 24년의 경우에는 금리인하를 미리 프라이싱하면서 국고 금리가 빠르게 하락해 그 갭이 축소된 경우라고 할 수 있다. 이제 금리인하가 마무리되면서 기준금리와 국고금리 간 갭이 반등, 크레딧 스프레드의 급격한 축소도 찾아들 공산이 커졌다.

더불어 부진한 경제 펀더멘탈 속 채권 속에서도 더욱 안전한 채권을 선호하려는 현상이 본격적으로 나타날 공산이 높다. 현재 크레딧 초우량물 또한 역캐리가 형성되어 있어 상대적으로 금리가 높은 비우량물 투자가 진행되었지만 기준금리 인하 후 역캐리가 해소되면서 다시금 안전한 투자처로 자금이 쏠릴 여지가 크다. 결국 24년 크레딧 투자 트렌드였던 캐리 수요가 점차 줄어드는 형세로 진입할 것이다. 하반기부터는 더 이상 금리 싸움이 아닌 체력(펀더멘탈) 싸움으로 흘러갈 것이다.

그림28. 기준금리와 3년물, 10년물 국고 금리 갭 추이(01~)와 크레딧 스프레드 추이: 갭이 하락하여 국고채 투자 매력 감소할 때 크레딧으로 자금 쏠림현상 나타나며 캐리수요 증가 및 스프레드 축소, 특히 비우량물의 캐리수요가 커지며 스프레드 축소폭이 두드러졌음



자료: 인포맥스, iM증권 리서치본부

주: 회사채 기준

2. 생산, 소비, 수출 트리플 부진. 기업들의 체력 저하로 이어져

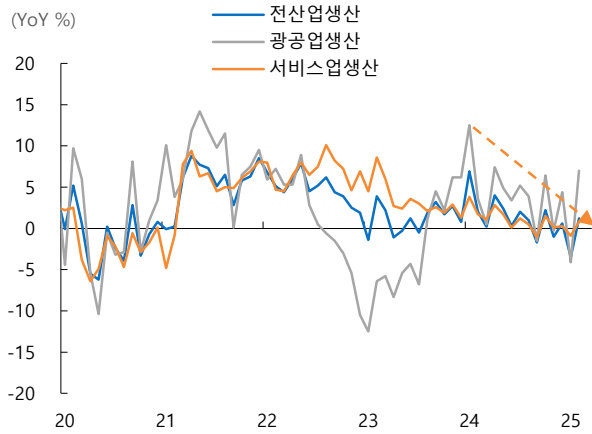
국내 경기의 둔화 추세가 지속, 펀더멘탈 약화로 인해 원화 가치가 하락할 수 있다. 생산, 소비, 수출, 건설 등 실물지표 모두가 둔화 추세를 보이고 있다. 국내 산업생산 추이를 보면 25년 들어 광공업과 서비스업 생산 모두 부진한 양상을 띠고 있다. 2월에는 반등하긴 했으나 변동성이 큰 상황이다. 또한 관세 부과로 인해 미국내 생산을 원하는 기업이 늘어날수록 국내 생산은 위축될 가능성도 높다.

소매판매액 지수도 24년 6월부터 8개월 연속 마이너스 상승률을 기록했다. 24년 12월에는 연말 소비 특수 효과를 기대했음에도 불구하고 반등이 요원했다. 소비심리 부진은 가계부채 상승으로 인한 이자비용 증대, 고금리 상황 지속에 따른 피로감, 고령화사회에 진입하면서 기인하는 저축성향 증가 등이 복합적으로 기인하고 있다. 한편 소비자심리지수는 소폭 반등하긴 했으나 24년 12월 88.2로 급락 이후 반등이 요원한 상황이다. 소비심리의 장기간 부진은 단순히 금리인하만으로 소비진작을 불가능함을 시사한다.

수출의 경우에는 수출 호황을 이끌었던 반도체 수출의 급격한 둔화와 함께 수출 둔화 사이클에서 아직은 벗어나지 못하고 있는 기미를 보이고 있다. 4월 수출은 전년동월대비 3.7% 증가했으며 반도체 수출은 17.2% 증가했다. 다만 24년 2월 66.8%의 반도체 수출 증가율을 기록했다는 점을 고려하면 아직은 반등 시그널이 약한 상황이다. 더불어 4/2일 발표된 트럼프 상호관세 영향으로 통상환경이 악화될 것이 확실해진 점은 수출 불확실성을 더하는 요인이다. 실제로 4월 수출에서 자동차수출은 3.8% 감소했으며 대미수출도 6.8% 감소했다. 글로벌 공급망 재편 이후 대미 수출이 점진적으로 증가해왔으나 이번 관세 시행으로 인해 대미수출이 타격을 입을 수밖에 없는 환경임이 걱정이다.

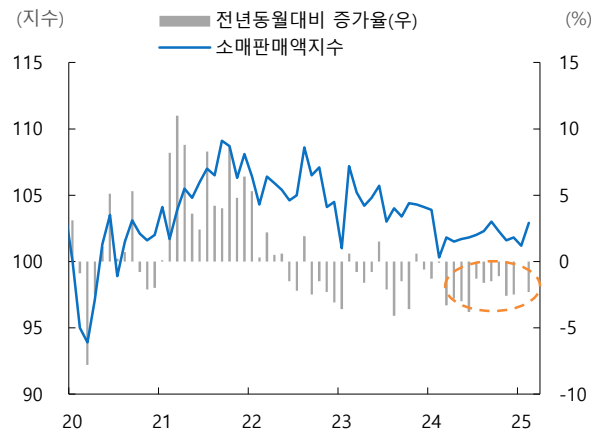
이외에도 건설 지표들도 부진한 양상을 띠는 가운데 국내 경기 펀더멘탈 약화가 급격한 원화 약세를 초래할 수 있다. 약달러 기조에도 불구하고 국내 펀더멘탈 저하가 외인 자금 유출 등을 초래하면서 원화 가치 하락으로 나타나는 것이다. 원화 약세가 나타나게 되면 상대적으로 수입물가가 상승하게 되어 인플레이션으로 나타날 수 있다, 이는 아이러니하게도 금리인하를 방해하는 요소가 되는 상황으로도 이어질 수 있는 문제이다.

그림29. 국내 산업생산 추이: 25년 2월 반등하긴 했으나 일시적 반등에 그칠 수 있음



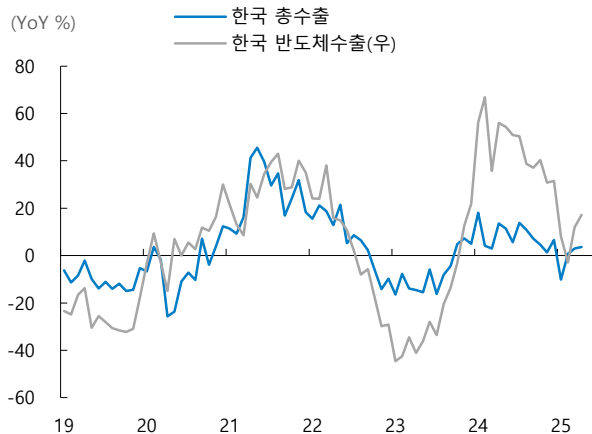
자료: 한국은행, iM증권 리서치본부

그림30. 소매판매액지수 추이: 전년동월대비 증가율 24년 6월부터 8개월 연속 마이너스 상승률 기록



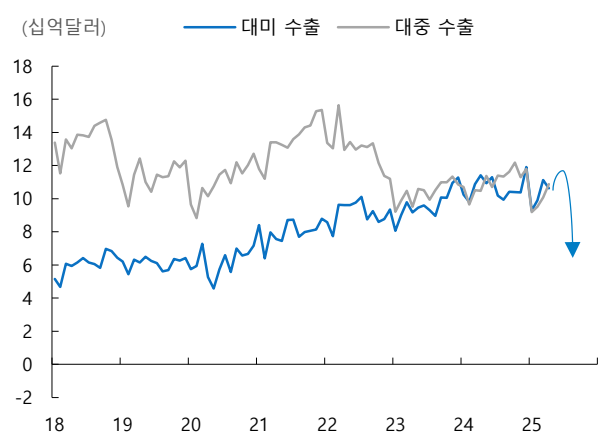
자료: 한국은행, iM증권 리서치본부

그림31. 반도체 중심 수출 소폭 반등하긴 했으나 작년 수준의 반등까지는 요원



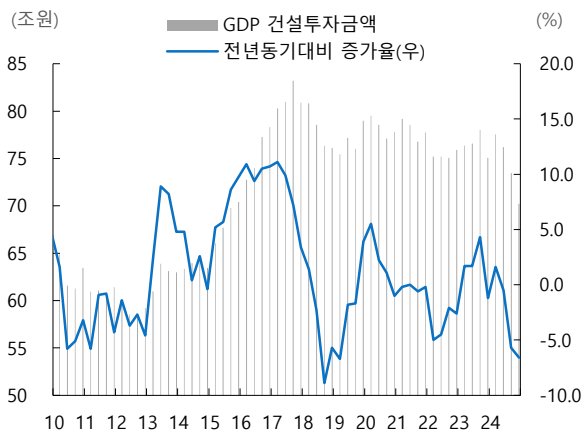
자료: 한국은행, iM증권 리서치본부

그림32. 트럼프 정부의 상호관세 도입으로 대미 수출이 크게 약화될 수 있음



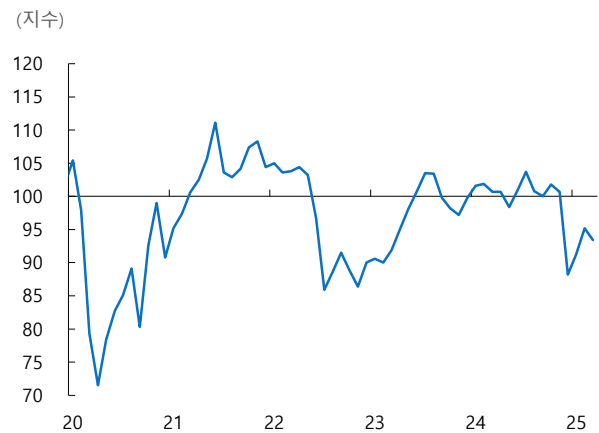
자료: 한국은행, iM증권 리서치본부

그림33. 건설경기 악화를 반영하는 GDP 건설투자금액 추이: 3분기째 전년동기대비 증가율 마이너스 기록하며 24/4분기 기준 -6.6%



자료: 한국은행, iM증권 리서치본부

그림34. 국내 소비자심리지수(CCSI) 추이: 4개월 연속 기준치 100 하회 중으로 부진 심화



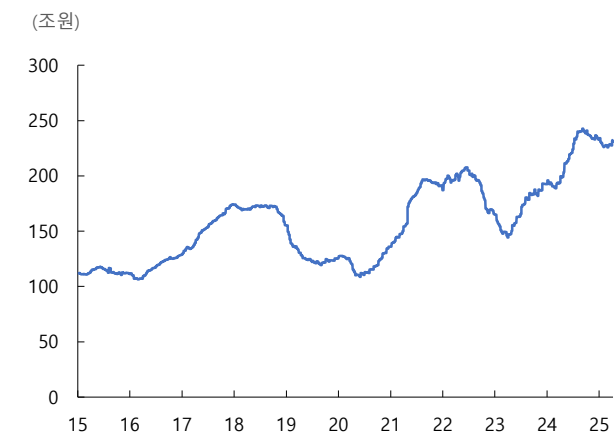
자료: 한국은행, iM증권 리서치본부

국내 펀더멘탈 저하는 기업들의 체력 저하와 이어진다. 트럼프의 공격적인 관세 정책으로 인해 수출은 타격을 입고, 소비는 진작이 안되어 내수 회복도 지연되어가고 있다. 수출기업과 내수 기업 모두 경기 둔화의 직격탄을 맞고 있다.

우리나라 대표 기업들이 선별되어 상장되어있는 코스피 기업 선행 당기순이익은 24년 10월 금리인하 시기 240조원을 돌파한 후 230조원대에서 정체 상태에 있다. 여기에 추가 하향될 여지도 잠재해 있다. 일단은 1) 일단은 90일 유예되긴 했지만 미국의 관세정책과 맞물리는 반도체, 철강과 같은 대형기업들을 넘어 대부분의 산업에서 수익성 저하가 나타날 우려가 크다. 트럼프의 상호관세 도입으로 인해 대부분의 산업에서 25%의 관세를 맞게 되었다. 소비자에게 가격전가가 된다 하더라도 구매 감소로 인해 Q(판매)가 감소하며 수익성이 저하될 여지가 크다. 2) 한편 재정지출 축소를 위해 미국 Chip's Act, IRA 법안 등이 폐지된다면 이에 따른 보조금 지원을 받기로 한 삼성전자, SK하이닉스 등도 생산량 감소 등 차질이 우려된다. 이외 이차전지 산업을 영위하는 기업들도 마찬가지이다. 이차전지 업종은 전기차 캐즘 현상과 더불어 중국 전기차 기업의 시장 공세와 자국 이차전지 산업 확장에 따른 점유율 하락을 맞고 있다.

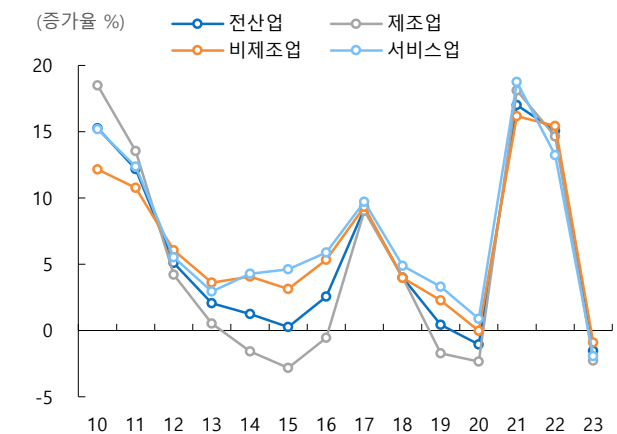
한편 대기업 이외 중소기업의 경우 자금조달의 어려움과 함께 이중고를 겪고 있다. 한국은행은 2월 금융통화위원회에서 기업 환경 악화로 인한 자금조달 어려움을 고려하여 한국은행에서 시중 은행에 낮은 금리로 자금을 빌려주는 금융중개지원대출금리를 1.25%로 인하했다. 또한 금융중개지원대출 한도 유보분을 활용해 중소기업 한시 특별지원자금을 14조원으로 확대 운용하고 있다. 하지만 이러한 정책 지원이 효과를 보기 위해서는 시차가 존재한다. 그 시차가 줄어들지 늘어날지는 대내외 상황이 고려된다. 하지만 대내외 불확실성이 가장 큰 상황에서 정책지원의 효과가 빠르게 나타나기는 어렵다.

그림35.코스피 선행 당기순이익 추이: 240조원에서 소폭 하락 후 230조원대에서 정체



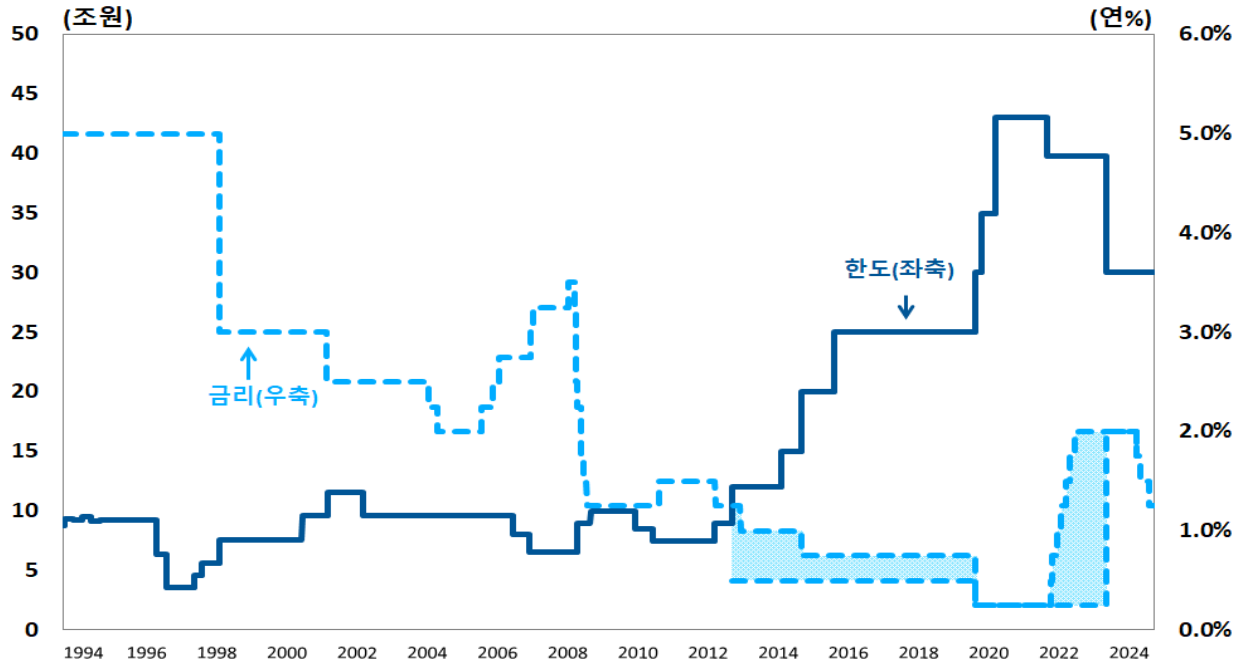
자료: Quantwise, iM증권 리서치본부

그림36.우리나라 산업 매출액 증가율 추이: 코로나19 이후 유동성 확대 시기 고점을 찍고 꾸준히 하락하여 마이너스 증가율 돌입



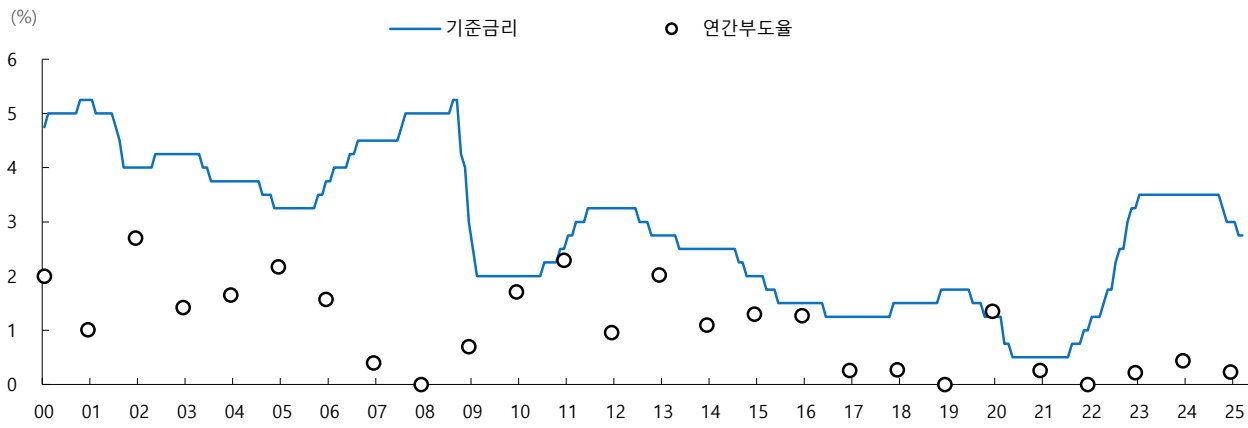
자료: 한국은행, iM증권 리서치본부

그림37. 금융중개지원대출 한도 및 금리 추이: 현행 금리는 1.25%, 한도는 30조원임



자료: 한국은행, iM증권 리서치본부

그림38. 금리인하 시기 오히려 금리인상 피로감으로 인한 한계기업 증가에 따른 부도율 상승을 주의해야 함



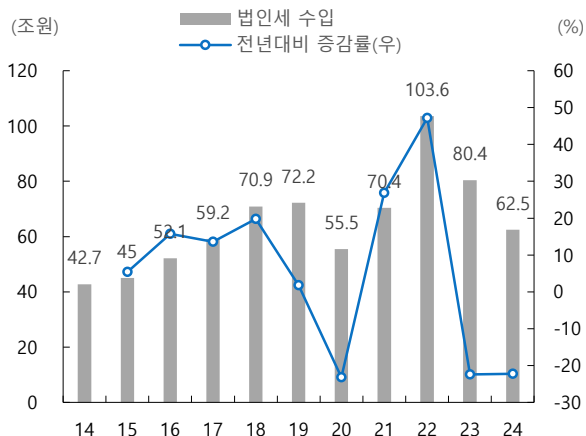
자료: 인포맥스, NICE신용평가, iM증권 리서치본부

여기서 추경이나 기업 수익성 향상을 위한 법인세 납부 연기 같은 정책 등을 활용할 수 있겠지만 국가 재무건전성 측면에서는 부정적 영향을 끼칠 수밖에 없다. 추경 현실화시 국채 발행 확대는 국가채무 증가 부담을 야기하며 금리 상승을 유발, 다시 기업들의 이자비용 확대로 이어질 수 있다. 또한 추경 예산이 기업 생산에 도움이 되는 R&D예산 등에 직접적으로 투입되지 않는 이상 기업 경제 활성화에 큰 도움을 주지 못할 수 있다. 실제로 국가 총지출을 보면 23년 648.1조원에서 24년 662조원으로 13.9조원이 증가했다. 반면 R&D 예산은 31.1조원에서 26.5조원으로 4.6조원이 감소했다. 24~28년 기획재정부의 중장기 자원배분계획을 보더라도 25년 R&D 예산 29.7조원을 달성한 뒤 28년에는 30.5조원까지밖에 증가하지 않는다. 기술혁신과 기업성장을 위한 자원배분이 미진한 부분이 존재하다고 볼 수밖에 없다.

법인세 납부 연기의 경우에도 국세수입 저하로 이어지며 부족한 국가예산 확보를 위한 적자국채발행 확대를 초래한다. 24년 연간 국세 수입은 336.5조원으로 23년 344.1조원 대비 7.5조원 감소했다. 국세 수입 감소의 배경에는 23년 기업들의 실적 저하로 인한 법인세 납부 감소였다. 22년 103.6조원을 기록했던 법인세 수입은 24년 80.4조원으로 줄어들었고, 24년에는 62.5조원으로 집계되며 2년연속 감소폭을 확대했다.

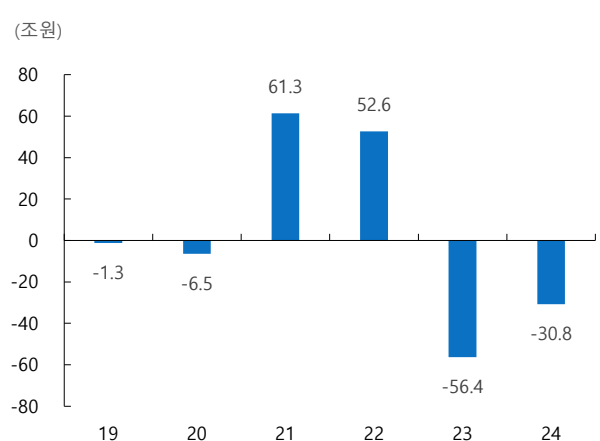
실제로 23년 55.4조원의 적자국채 발행 이후 24년에는 81.7조원, 25년에는 86.7조원으로 적자국채 발행이 증가한다. 적자국채 발행으로 인해 국고채가 시장 예상보다 더 풀린다면 금융시장 불안정성을 키우며 금리 상승을 유발시킬 수 있다. 결국 회사채 금리 상승으로 연결되어 기업으로 하여금 자금조달의 어려움을 가중시킬 수 있다. 또한 기존에 갖고 있는 부채에 대한 이자부담이 가중될 수도 있다.

그림39.국세 수입 중 법인세 수입 추이: 22년 103.6조원 기록 후 기업 실적 악화로 62.5조원까지 감소



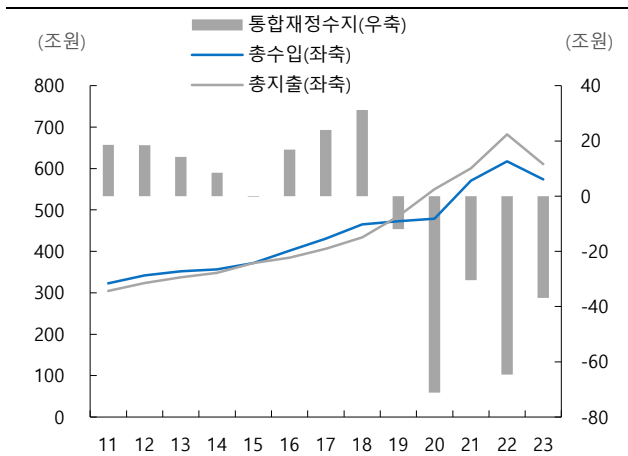
자료: 기획재정부, iM증권 리서치본부

그림40.국세 수입 오차액 추이: 24년에는 세수 부족으로 30.8조원 결손 발생



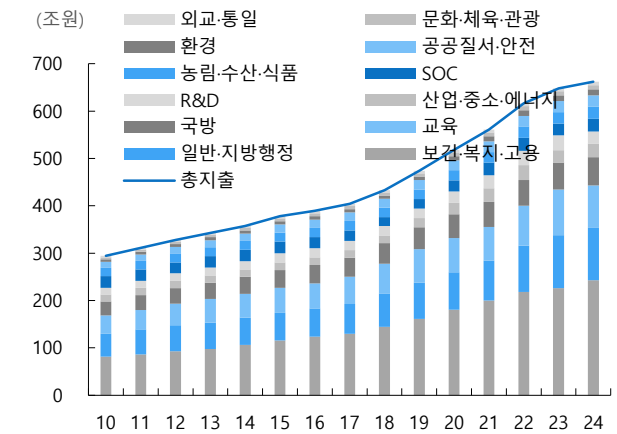
자료: 기획재정부, iM증권 리서치본부

그림41. 통합재정수지 추이: 19년부터 5년연속 통합재정수지 적자 기록



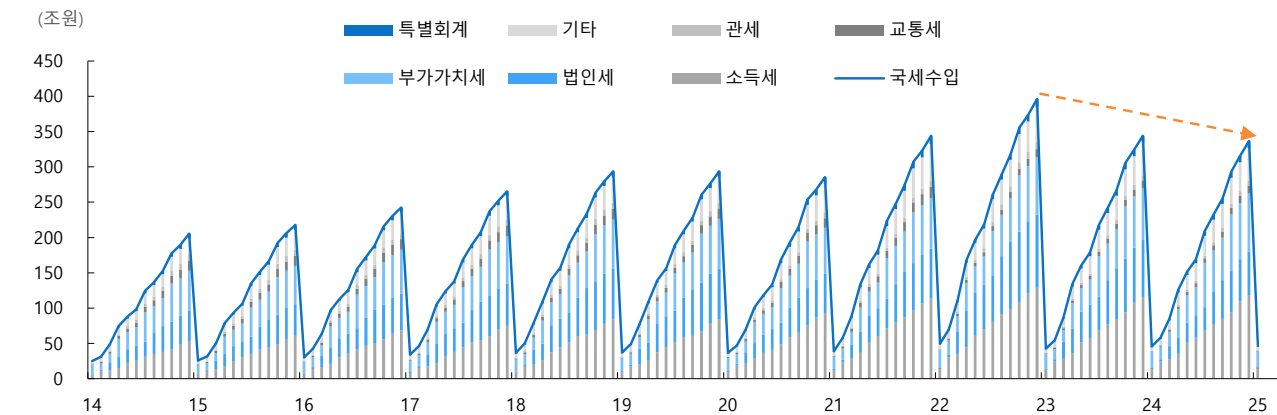
자료: 기획재정부, iM증권 리서치본부

그림42. 국가 총지출 추이: 총지출 648.1조원에서 24년 662조원으로 13.9조원 증가. 반면 R&D 예산 23년대비 4.6조원 감소.



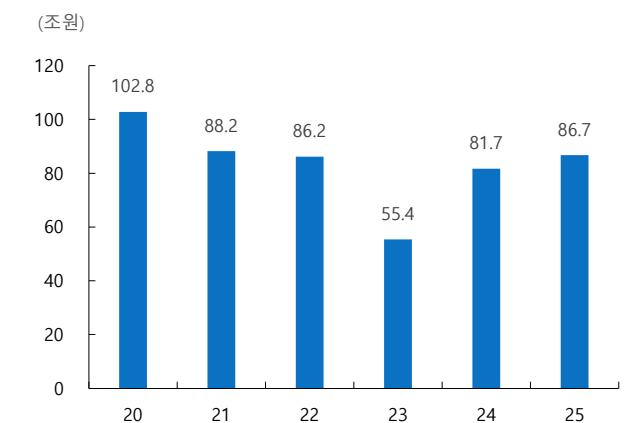
자료: 기획재정부, iM증권 리서치본부

그림43. 국세 수입 세부 현황 추이: 24년 연간 국세수입 336.5조원으로 전년 344.1조원 대비 7.5조원 감소. 예산 대비로는 30.8조원 감소. 기업실적 악화에 따라 법인세가 감소한 것에 주로 기인. 국세 수입 감소는 재정수지를 악화시켜 적자국채 발행 요소로 작용



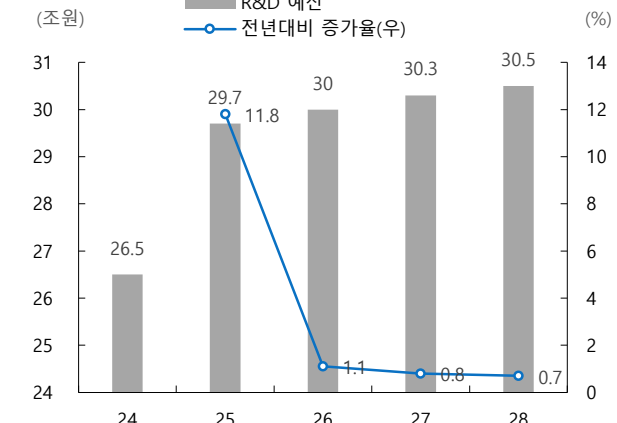
자료: 기획재정부, iM증권 리서치본부

그림44. 적자국채 발행 규모: 25년 86.7조원으로 정부의 건전재정 기조에도 불구하고 확대 예상



자료: 기획재정부, iM증권 리서치본부

그림45. 24~28년 분야별 자원배분계획 중 R&D 추이: 25년 29.7조원 달성 후 증가율 미미



자료: 기획재정부, iM증권 리서치본부

3. 1분기 GDP 역성장과 저성장 장기화, 회사채 시장 시나리오는

1분기 GDP 역성장과 저성장 국면 가시화

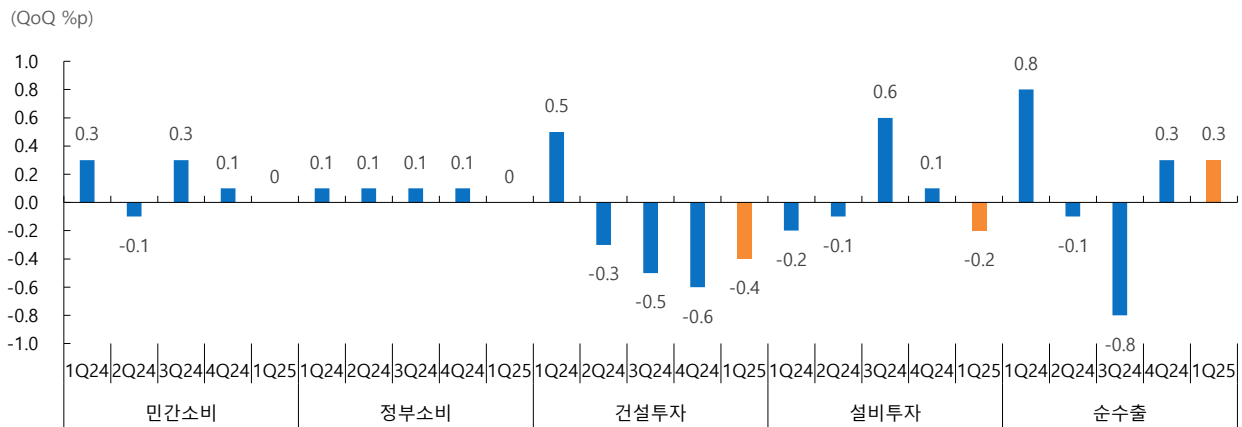
1분기 국내 GDP 성장률이 전기비 -0.2%를 기록했다. 전년동기비로도 -0.1%로 역성장이다. 전기비로는 지난해 2분기 역성장을 기록했던 바가 있지만 전년동기비 역성장은 코로나 팬데믹 이후 처음이다. 그 사례를 더 찾아봐도 글로벌 금융위기 이후 처음이다.

민간소비 전기비 -0.1% 역성장을 비롯해 정부소비, 건설투자, 시설투자를 넘어 수출까지 역성장을 기록했다. 특히 민간소비 수준을 보면 글로벌 금융위기, 카드사태가 있던 수준과 비슷한 흐름을 보여주고 있다. 특수한 상황이 아님에도 불구하고 부진한 흐름을 보여주고 있는 것이다. 한편 건설투자는 전년동기비 기준 -12.2% 감소하면서 역성장의 주범이 되었다. 건설정기는 국내 경기구조상 소비경기보다 밀접한 관련을 갖고 있어 추세적으로 전환이 쉽지 않은 상황이다.

지출별 성장기여도 측면을 보더라도 순수출을 제외한 민간소비, 정부소비, 건설투자, 설비투자 모두 지난해부터 감소 수순을 보였다는 점이 성장률의 반등이 쉽지 않다는 것을 보여준다.

국내외 기관들에서는 일찌감치 국내 성장률 전망을 하향조정하기 시작했다. OECD에서도 올해 한국 성장률 전망을 지난 3월 2.1%에서 1.5%로 대폭 하향했다. 현대경제연구원에서는 올해 성장률 전망치를 0.7%로 작년 12월 전망치보다 1.0%p 하향했다. 문제는 올해뿐만이 아니라 저성장국면이 장기화될 가능성이 크다는 것이다.

그림46. 국내 GDP 성장 기여도 추이: 순수출을 제외하고 민간소비, 정부소비, 건설투자, 설비투자 등 전 부분 포함내지 하락 흐름을 보이고 있음. 이는 국내 성장률의 추세적 반등을 기대하기 힘들음을 의미



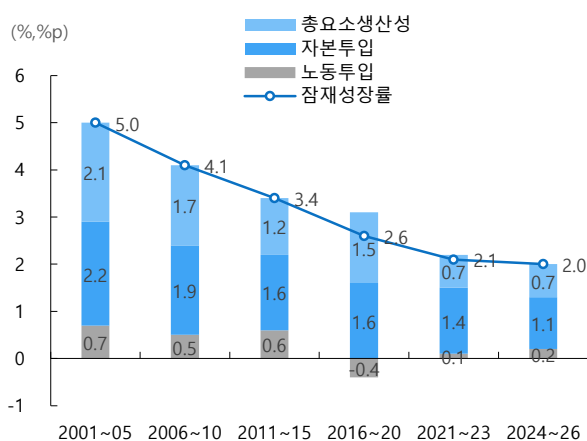
자료: 한국은행 iM증권 리서치본부

한은의 경우 노동이나 자본 등 자원을 최대로 활용하였을 때 물가 상승을 유발하지 않고 달성 가능한 성장률인 잠재성장률 전망치를 내놓았다. 01년도만 해도 5.0%였던 잠재성장률은 24년부터 2.0%에 다다를 것으로 전망하고 있다. 이후에도 추세적으로 하락해 2040년대가 도래하면 잠재성장률이 0%대로 추락한다.

잠재성장률의 하락은 복합적인 요소로 나타나는데, 잠재성장률 기여도를 따져보면 총요소생산성과 노동투입의 감소가 20년대부터의 잠재성장률 하락을 이끌고 있다. 총요소생산성은 자원배분의 효율성, 국내 기술 수준 등을 모두 포괄하는 광범위한 개념인데, 기술 성숙기 도래 이후 국내 기술력 향상의 한계와 더불어 혁신산업으로의 재편 지연 등으로 인해 저하되고 있다. 한편 노동투입 감소는 15~64세 노동가능인구의 감소, 취업자수 감소 등 양적 노동투입의 하락과 더불어 상대적으로 생산성이 낮은 인구의 노동시간 증가에 기인하는 것으로 분석된다.

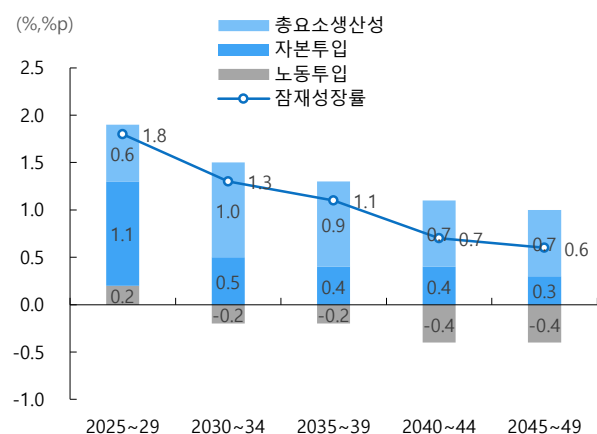
한국은행이 전망하는 실질 GDP 성장률 전망치 1.5%는 잠재성장률에 크게 못미치는 수준이다. 추경을 고려한다고 해도 말이다. 하지만 고도의 성장을 이미 이룩한 국내 경제의 입장에서는 추가적인 혁신이 있기 전에는 성장률의 상향을 기대할 수 없다. 이창용 총재가 언급한 것처럼 “고착화된 저성장 국면에서 고통을 동반한 파괴적 혁신”이 이루어지지 못하는 환경에 적응해야 할 시기가 당분간은 도래했다.

그림47. 잠재성장률 기여도 분석: 노동투입의 감소와 총요소생산성의 하락이 잠재성장률 하락의 요인



자료: 한국은행, iM증권 리서치본부

그림48. 25년 이후 잠재성장률 전망: 2040년부터는 0%대 잠재성장률 시대 도래

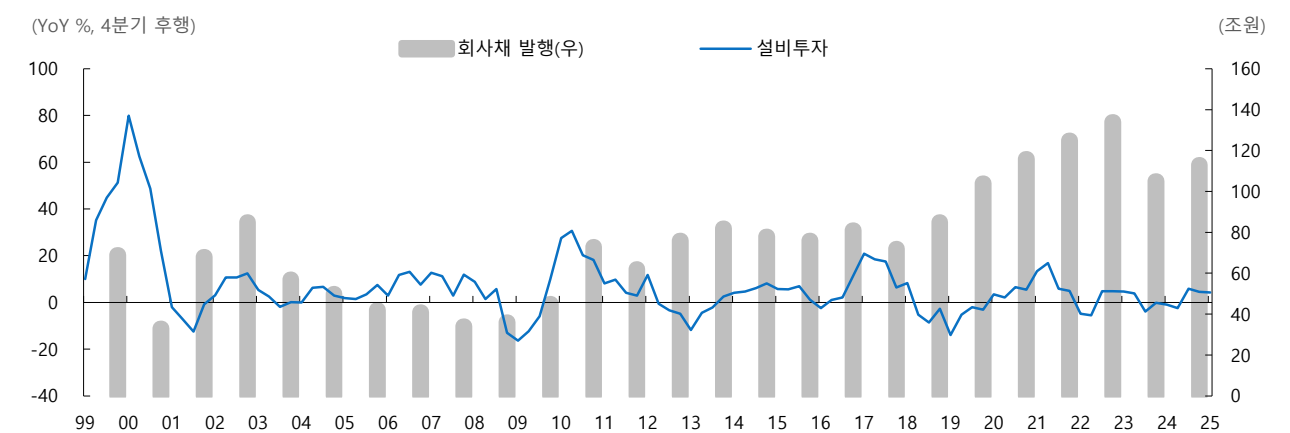


자료: 한국은행, iM증권 리서치본부

저성장국면에서의 크레딧 시장 영향 1: 기업의 투자유인 감소와 발행 감소

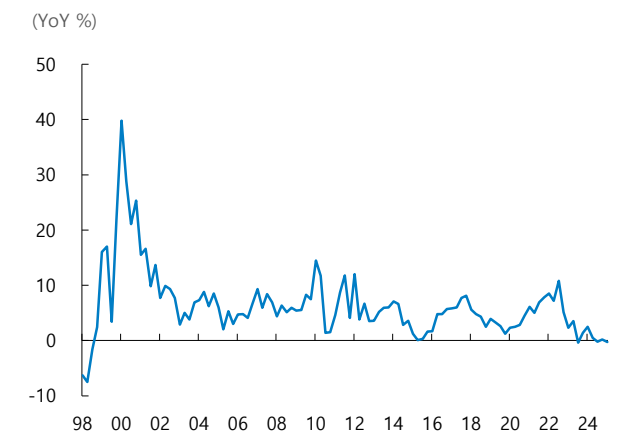
저성장의 장기화 국면에서는 기업의 투자 유인이 감소할 수밖에 없다. 투자비용 대비 수익성 향상을 기대할 수 없는 국면에서 기업들은 투자를 위한 채권 발행 등을 줄일 수밖에 없다. 특히 실물투자 수익률이 낮아짐에 따라 설비투자나 신사업 진출을 위한 자금수요 자체가 줄어들 것이다. 이는 회사채 발행시장의 위축으로 이어질 수밖에 없다. 실제로 기업의 설비투자 증가율과 회사채 발행량을 비교해봤을 때 설비투자가 감소할 때 회사채 발행량도 같이 감소하는 추세를 보였다. 한편 무형자산을 대표하는 지식재산생산물투자도 추세적 감소에 있는 점은 테크노믹스 시대의 흐름에 그만큼 부응하지 못하며 성장 지체가 나타날 수 있음을 시사하고 있다.

그림49. 국내 회사채 발행량 추이: 설비투자 감소하는 시기에 회사채 발행량도 감소



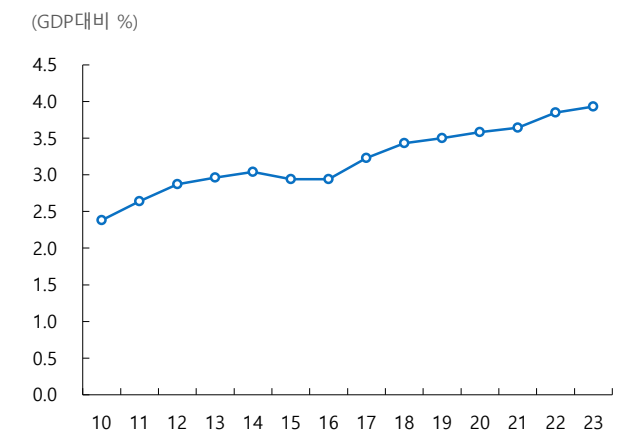
자료: 한국은행, 인포맥스, iM증권 리서치본부

그림50. 무형자산을 대표하는 지식재산생산물투자도 추세적 감소에 있는 중



자료: 한국은행, iM증권 리서치본부

그림51. 기업부문 연구개발투자 추이: 2010년 2.38%에서 2023년 3.93%로 투자증가율 미진



자료: 지표누리, iM증권 리서치본부

저성장국면에서의 크레딧 시장 영향 2: 신용스프레드 확대 기조

기업 성장에 대한 불확실성이 증가하는 가운데 기업간 경쟁도 격화되며 신용스프레드의 축소가 이전처럼 일어나기 쉽지 않을 것이며 특히 산업, 기업간 스프레드 차별화가 발생할 것이다. 한편 신용스프레드가 금리에서 차지하는 비중이 증가할 여지가 크다. 가산되는 신용스프레드의 확대는 결국 기업의 신용도에 대한 불신의 증가이다. 회사채 시장에 대한 투자자들의 신뢰도가 하락하고 있다는 반증이다.

실제로 시장금리에서 신용스프레드가 차지하는 비중은 08년 글로벌 금융위기를 기점으로 큰 폭 확대되었다. 23년 이후 축소되는 흐름을 보였지만 저성장 기조가 장기화되고 기업 성장 불확실성이 커질 경우 다시 확대될 여지가 있다. 더욱 중요한 것은 우량기업과 비우량기업간의 신용스프레드 비중도 격차가 커진다는 것이다. 08년 금융위기 이후 시장금리에서 신용스프레드가 차지하는 비중이 커졌다. 특히 코로나19 시기에는 BBB+급 회사채의 신용스프레드 비중이 84%까지 상승했다. 펀더멘탈이 부실하거나 신용등급 열위 기업의 경우 스프레드 확대 기조로 인해 자금조달이 더욱 어려워질 가능성이 크며 회사채 시장의 입지도 좁아질 수밖에 없다.

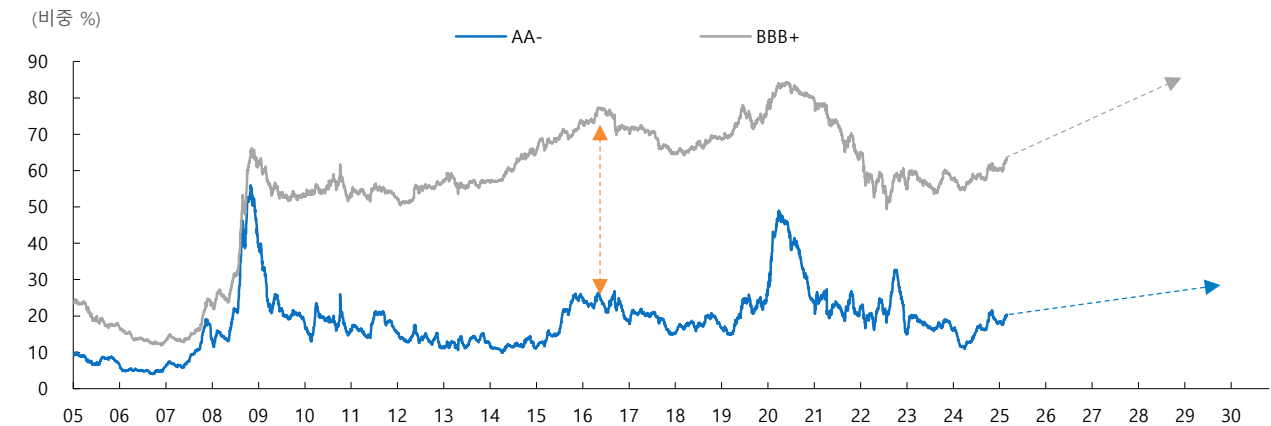
저성장국면에서의 크레딧 시장 영향 3: 투자자들의 리스크 회피 성향 강화

장기적인 저성장은 투자자의 리스크 회피 성향을 강화시킬 것이다. 기관투자자들의 경우 애초에 비우량물을 담을 수 있는 바스켓 자체가 크지 않지만 저성장기조로 갈 경우 고금리 메리트를 포기하더라도 우량채권의 비중을 크게 가져갈 수밖에 없다. 유통시장에서도 펀더멘탈을 신중히 고려하는 투자자들의 기조가 강화될 것이다. 실제로 자금유통성을 고려했을 때 펀더멘탈이 부실한 기업은 자금조달이 쉽지 않아 채권 상환 불확실성이 커지기 때문에 투자자들이 꺼리는 심리가 확산된다.

저성장국면에서의 크레딧 시장 영향 4: 국공채와의 경쟁 심화로 인한 부담

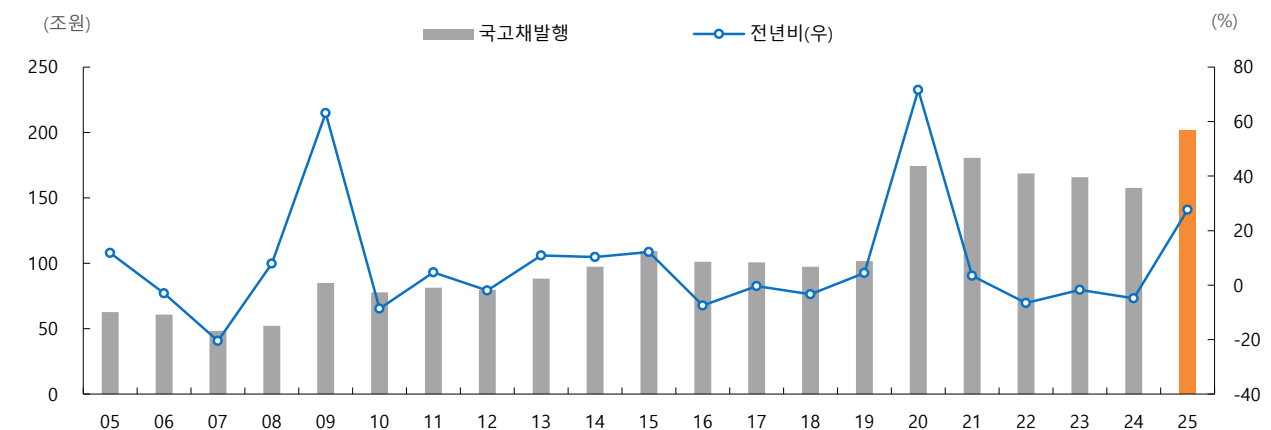
한편 저성장기조에서는 세수 부진과 복지 지출 확대 등으로 정부의 재정부담을 증가시키며, 국채 발행 증가로 이어질 수밖에 없다. 발행시장에서 무위험자산으로 취급받는 국채 발행이 확대되고 크레딧 채권은 국고채와 유통시장에서 경쟁할 수밖에 없게 된다. 저성장 기조는 채권 시장 내 자금 수요 경쟁을 유발하는 요인이 된다. 무위험에 가까운 발행물이 대거 시장에 풀릴 경우 상대적으로 리스크가 존재하는 회사채에 대한 투자수요가 위축될 가능성이 크다. 이는 기업에게 불리한 자금조달 환경을 조성하며 특히 신용등급이 열위한 기업은 시장 접근성이 더욱 악화된다.

그림52.금리에서 신용스프레드가 차지하는 비중: 08년 금융위기 이후 투자등급과 투기등급간 격차 확대. BBB+급의 경우 20년 코로나 당시 84%까지 상승



자료: 인포맥스, iM증권 리서치본부

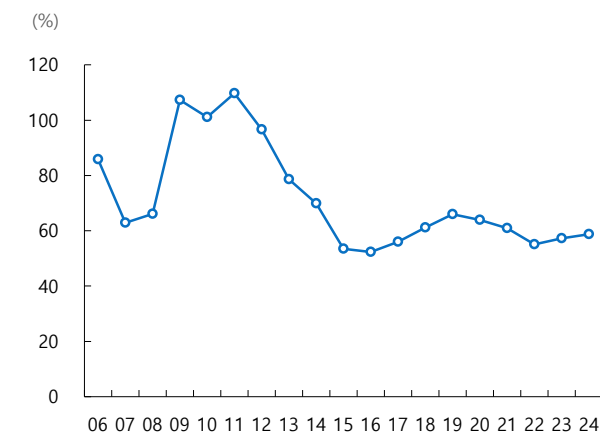
그림53.국고채발행 연도별 추이: 재정지출 확대로 국고채 발행 확대시 상대적으로 리스크 높은 회사채 수요 위축 가능성



자료: 기획재정부, iM증권 리서치본부

주: 25년은 추경 규모 등 미반영

그림54.회사채 유통시장 회전을 추이: 투자자들의 위험회피 심리가 강화되며 회사채 유통시장 회전을 추가 하락 우려



자료: 금융투자협회, iM증권 리서치본부

그림55.시장 리스크 확대될수록 단기물과 장기물(3년~10년) 간 금리 차는 커지는 경향. BBB+급 회사채 금리 차 커지고 있음은 시장 리스크 커지고 있음을 반영 중



자료: 인포맥스, iM증권 리서치본부

4. 신용등급 재편 속 산업별 차별화 지속

일부 업종은 코로나19와 금리인상 시기를 겪으며 재무구조 개선을 일정 부분 완료하거나 재무여력을 완충했다. 또한 신용등급 하락 기조가 유지되면서 업종들 대부분에서 신용등급 변경이 완료되었다. 이러한 업종들은 신용등급 방향성이 중립을 유지할 것으로 전망된다.

25년도 우호적인 신용등급 방향성을 가질 기업(비금융)업종으로는 방위, 조선업종을 제시한다.

방위산업은 유럽을 위시한 국방비 지출 증가와 더불어 우-러 전쟁, 이-팔 분쟁 등으로 군수품 수요 증가가 예상됨에 따라 우호적인 수출환경이 유지될 것으로 기대한다.

조선업종은 대부분의 조선사들에서 수주잔고를 넉넉히 확보해둬와 동시에 고효율 친환경 선박에 대한 새로운 수요가 나타나고 있음이 주목된다. 또한 미국이 자국 조선산업을 확장하기 위하여 '조선업 강화법'을 발의, 국내 일부 업체들과 협업 가능성이 제기되고 있다. 우호적인 산업환경이 조성됨에 따라 조선업 또한 우호적인 산업 환경이 전망된다.

한편 석유화학 산업은 불황이 장기화될 것으로 전망한다. 2019년 이후 과잉 투자를 통한 설비 증설을 통해 과도한 물량이 확보되었다. 공급과 수요간 불일치가 지속되며 수익성이 개선되기 어려울 전망이다. 다만 최대 수요처인 중국의 부양강도 및 속도에 따라 중국 경기가 얼마나 개선될지는 변수로 남을 것이다.

건설업은 건설경기 악화, 공사원가 상승으로 이익창출력이 둔화되고 있으며 미분양주택이 점차 늘어남에 따라 운전자본 부담이 증가하는 추세가 지속될 전망이다. 또한 부동산 PF 부실 사업장 정리에 따라 브릿지론에서 본PF로 넘어가지 못하고 채무인수를 해야 하는 PF우발채무가 현실화되며 유동성 흐름이 악화될 여지도 잠재해 있다.

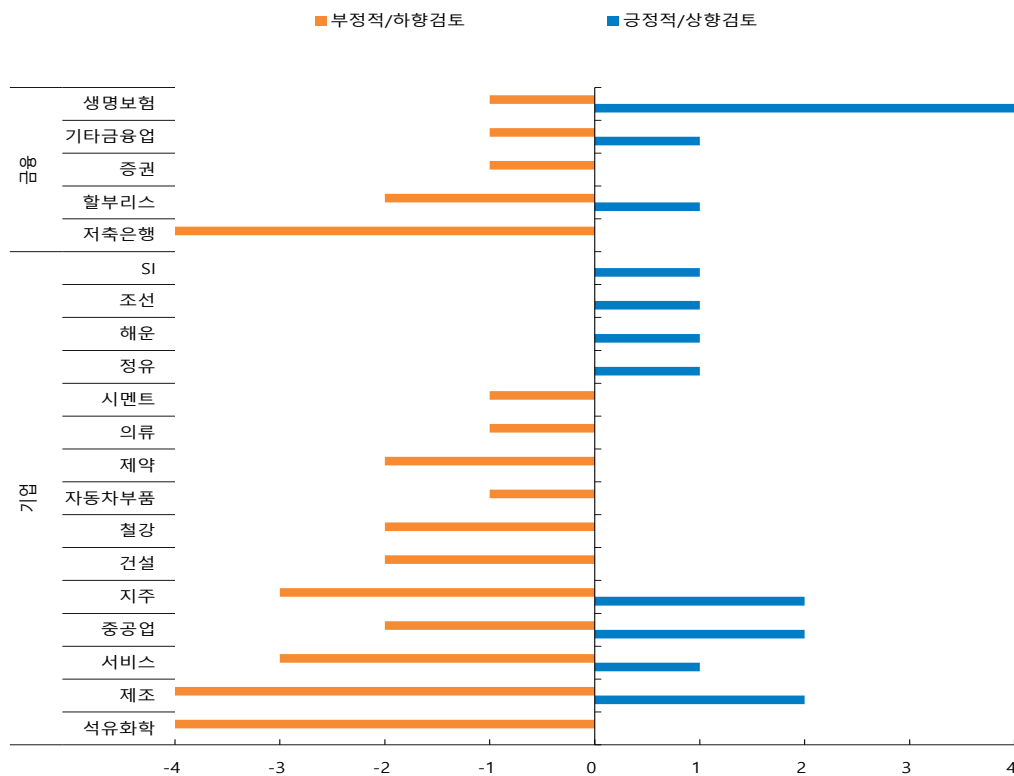
유통업의 경우에는 알리 익스프레스, 테무와 같은 중국 직접구매업체들의 국내 점유율 상승에 직면해있어 경쟁이 점차 심화될 전망이다. 쿠팡과 같은 이커머스 업체들의 성장 또한 변수이다. 또한 국내 소비심리가 저조하다는 점 또한 고려하면 수익성 개선이 어려울 전망이다. 더불어 오프라인 마트의 경우 주요 소비층인 성혼인구가 줄어들고 있다는 점도 문제이다. 단적으로 홈플러스의 경우 기업회생절차에 돌입해 유통업계 전망이 밝지 않음을 보여주었다.

그림56. 산업별 전망 및 Credit 전망

Industry Outlook	우호적			방위, 조선
	중립적		메모리반도체, 해운, 음식료, 통신서비스, 민자발전, 자동차/자동차부품, 정유, 호텔/면세, 제약, 손해보험, 은행, NPL	항공운송
	비우호적	석유화학, 건설, 유통, 이차전지, 증권, 캐피탈, 저축은행, 부동산신탁	디스플레이, 철강, 신용카드, 생명보험	
		부정적	안정적	긍정적
Credit Outlook				

자료: 한국신용평가, iM증권 리서치본부

그림57. 신용평가사 신용등급 전망 업종별 부여내역



자료: 한국신용평가, iM증권 리서치본부

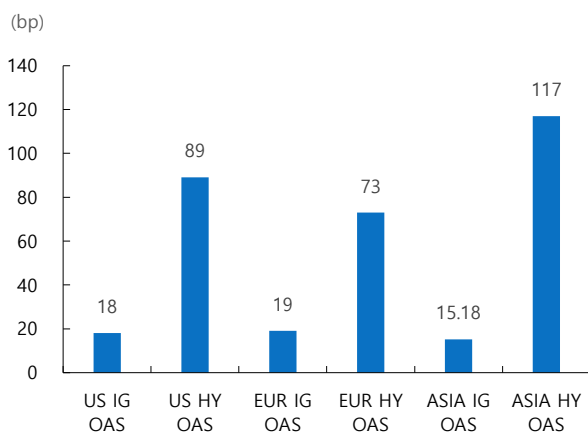
5. 최근 미국 크레딧 시장 약세가 주는 나비효과

미국 회사채 스프레드가 4월 들어 급격하게 확대되는 현상이 나타났다. 4월 2일까지만 해도 93bp이던 블룸버그 OAS IG급 회사채 스프레드는 4월 3일 102bp로 9bp 급등하더니 4월 10일에는 114bp까지 급격히 확대되었다. HY 기준으로는 4월 2일 334bp에서 4월 8일 453bp로 100bp 넘게 확대되었다. 4월 2일은 미국이 세계를 향한 무역질서 재편의 일환으로 상호관세를 부과한 날이다. 05년 이후 가장 낮은 수준을 기록하던 미국 IG 스프레드가 급격히 일시적으로 확대된 데에는 트럼프 정부가 주도하는 관세정책의 윤곽이 본격적으로 드러났다는 점이 기인한다.

상호관세 부과를 계기로 미국 회사채 스프레드가 확대된 것은 차기 트럼프 정부가 보여줄 미국 경제의 청사진에 대한 금융시장의 불안함이다. 물론 4월 초 벌어졌던 스프레드 확대는 과매도성 수준이라고 판단되었으며 지금은 일정 부분 스프레드를 축소하면서 안정화 국면에 접어들었다. 부과되었던 상호관세를 중국 제외 90일간 유예한다는 조치가 관세로 인한 혼란을 일시적으로 잠재웠다. 하지만 미국 경제의 불안함은 여전히 잠재하고 있다.

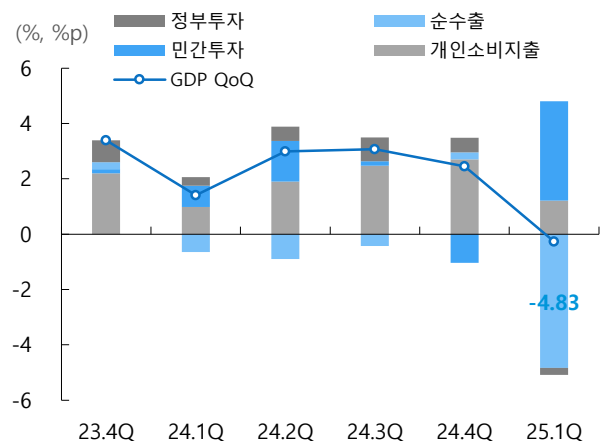
미국 1분기 GDP 성장률은 전기비 연율화 기준 -0.3%를 기록하며 애틀랜타 연은의 GDP Now를 통해 우려되었던 역성장이 현실화되었다. 이는 22년 1분기 이후 처음이다. 특히 수입이 폭증한 탓에 순수출의 기여도가 -4.83%p를 기록하며 역성장의 원인이 되었다. 관세정책의 영향 때문이라고 볼 수밖에 없다. 한편 기대인플레이션 급등 등 물가가 불안함을 보이는 가운데 연준의 금리 인하가 하반기로 지연될 가능성이 커지면서 침체까지는 아니지만 미국 경기가 올해 투자자들에게 불편함을 선사할 가능성이 커진 상황이다.

그림58.4월 1일~10일까지 주요국 신용스프레드 변동 추이: HY 기준 급격히 확대



자료: Bloomberg, CEIC, iM증권 리서치본부

그림59.미국 GDP 성장률 추이: 22년 1분기 이후 처음으로 전기비 연율화 기준 역성장 기록. 금 수입 증가 등 여러 요소가 많지만 순수출 기여도 -4.8%p 기록한 점을 보면 관세 영향이 크다고 볼 수 있음



자료: Bloomberg, CEIC, iM증권 리서치본부

미국 크레딧 시장의 약세는 일시적 현상으로 그쳤지만 미국 경기의 불안감이 장기화될 조짐을 보인다는 것은 신용스프레드가 축소 기조로 완전히 전환되기까지는 시간이 걸린다는 것을 보여준다. IG 등급 기준 스프레드 역사적 저점이라고 할 수 있는 75bp에 현재 30bp 정도 축소 여력이 남아 부담감은 덜한 상황이지만 미국 경기에 대한 자신감 저하와 기업에게 전가될 가능성이 높은 관세 등을 고려하면 회사채 스프레드는 불안한 흐름을 보일 가능성이 높다.

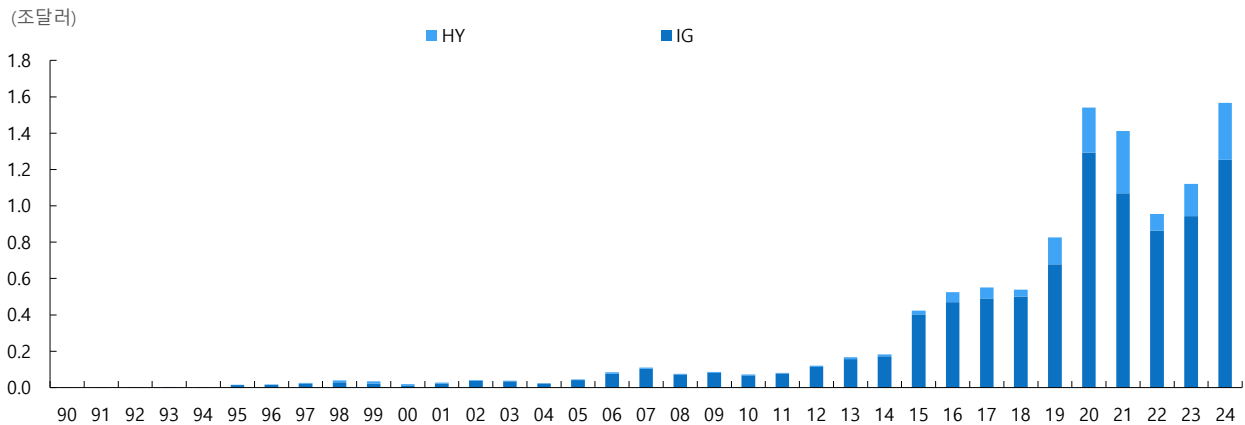
24년 1.56조달러를 넘는 발행을 한 세계 최대 규모의 미국 회사채 시장에서 균열이 일어난다면 그 나비효과가 국내 크레딧 시장에도 영향을 줄 수 있음을 보여준다. 장기 시계열(05년~)로 보았을 때 미국 IG 등급 회사채 스프레드와 국내 AA- 회사채 스프레드 상관관계는 0.86으로 매우 높은 편이다.

통상적으로 글로벌 불확실성이 높은 시기에는 투자자들이 유동화가 빠른 시일 내 가능한 자산을 선호하기 때문에 상대적으로 유동성이 부족한 크레딧 채권은 부정적 영향을 받는다. 국내의 경우 그 영향이 클 수밖에 없다. 한편 신용스프레드의 불안정성이 확대되면 곧 기업들의 자금조달이 어려워짐을 포함한다. 이는 기업들의 비용 증가로 연결되며 재무건전성 악화로도 이어질 수 있다.

22년 말 레고랜드 사태를 상기할 필요가 있다. 22년은 글로벌 금리인상 시기로 연준의 QT까지 겹치면서 코로나19 시기 확대된 유동성이 다시 축소되는 시기였다. 이로 인해 신용스프레드도 확대되면서 미국 IG 회사채 스프레드는 연초 93bp에서 9월말 158bp까지 상승했다. 국내 또한 미 금리 상승세에 동조화됨과 동시에 금리인상이 겹치며 AA- 회사채 스프레드 기준 60.8bp에서 100bp까지 상승했다. 미국 회사채 시장은 글로벌 크레딧 시장의 벤치마크로서 투자자들의 심리상태를 유추할 수 있다. 금융시장은 본질적으로 심리가 지배한다. 미국 회사채 시장이 흔들리면서 본질적으로 기관투자자 중심 위험을 회피할 수 있는 포트폴리오로 조정이 들어갈 수 있으며 국내 또한 마찬가지이다. 현재 미국 회사채 스프레드의 조정 구간은 단순해보일지 몰라도 투자자들에게 경계감을 불러일으키며 크레딧 시장에 연쇄적 충격을 야기할 수 있다.

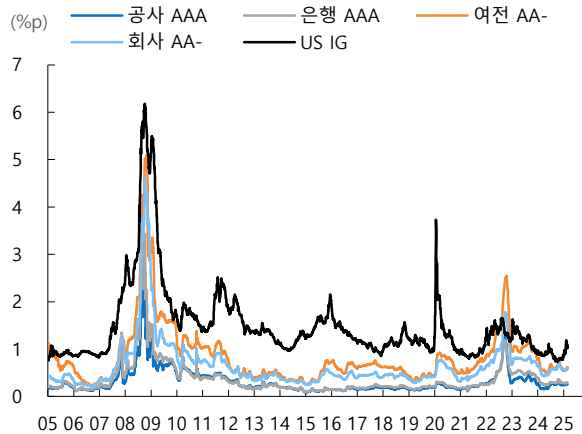
다만 국내의 경우 최근에는 보험사의 해외채권 수요가 감소할 수 있는 환경이다. 보험사들은 통상 해외유가증권을 운용하면서 환헤지전략을 구사하는데, 24년말부터 환율 변동성이 확대되면서 환헤지비용이 증가할 우려 때문에 해외채권 보유규모를 줄이고 국내 채권 비중을 늘릴 수 있다. 또한 연기금의 채권 순매수 규모도 양호하게 유지되고 있어 미국 크레딧 시장의 불안정성이 국내에 주는 영향이 제한될 수 있다는 점은 그나마 우호적이다.

그림60.미국 회사채 시장의 현황: 24년 IG등급 1.25조달러, HY등급 3,122억달러로 사상 최고치 경신



자료: Bloomberg, iM증권 리서치본부

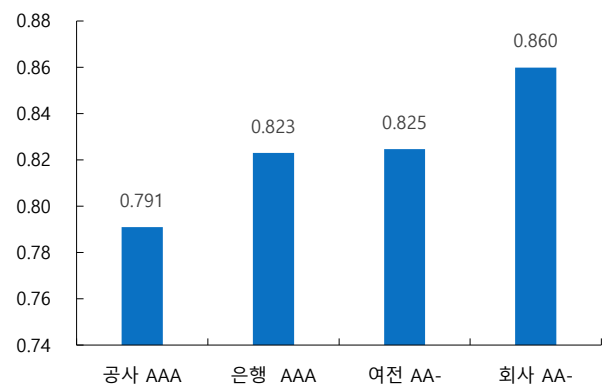
그림61.미국 IG 회사채 및 국내 크레딧 채권 스프레드 추이: 동조성



자료: 인포맥스, Bloomberg, CEIC, iM증권 리서치본부

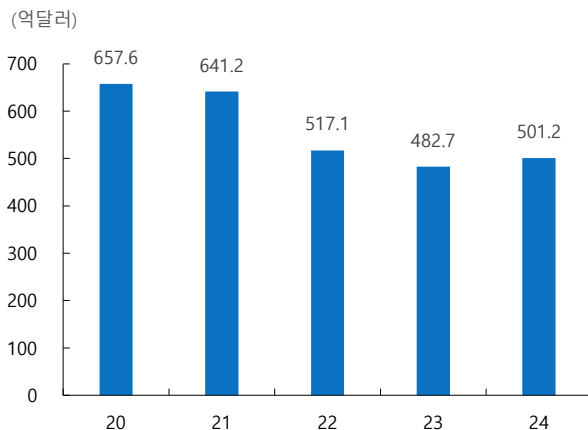
주: 국내는 3년물 기준

그림62.미국 IG 등급 스프레드와 국내 크레딧채권 상관관계



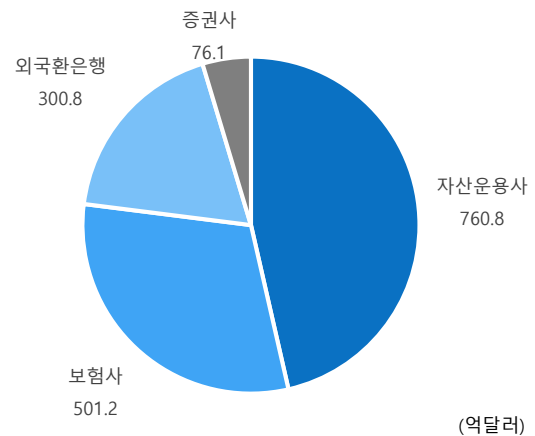
자료: 인포맥스, Bloomberg, CEIC, iM증권 리서치본부

그림63.보험사의 해외채권 투자액 추이: 20년 657.6억달러에서 24년 501.2억달러로 감소. 최근 환율 변동성 고려하면 환헤지비용으로 인해 올해 보험사 해외채권 투자 감소 유인 존재



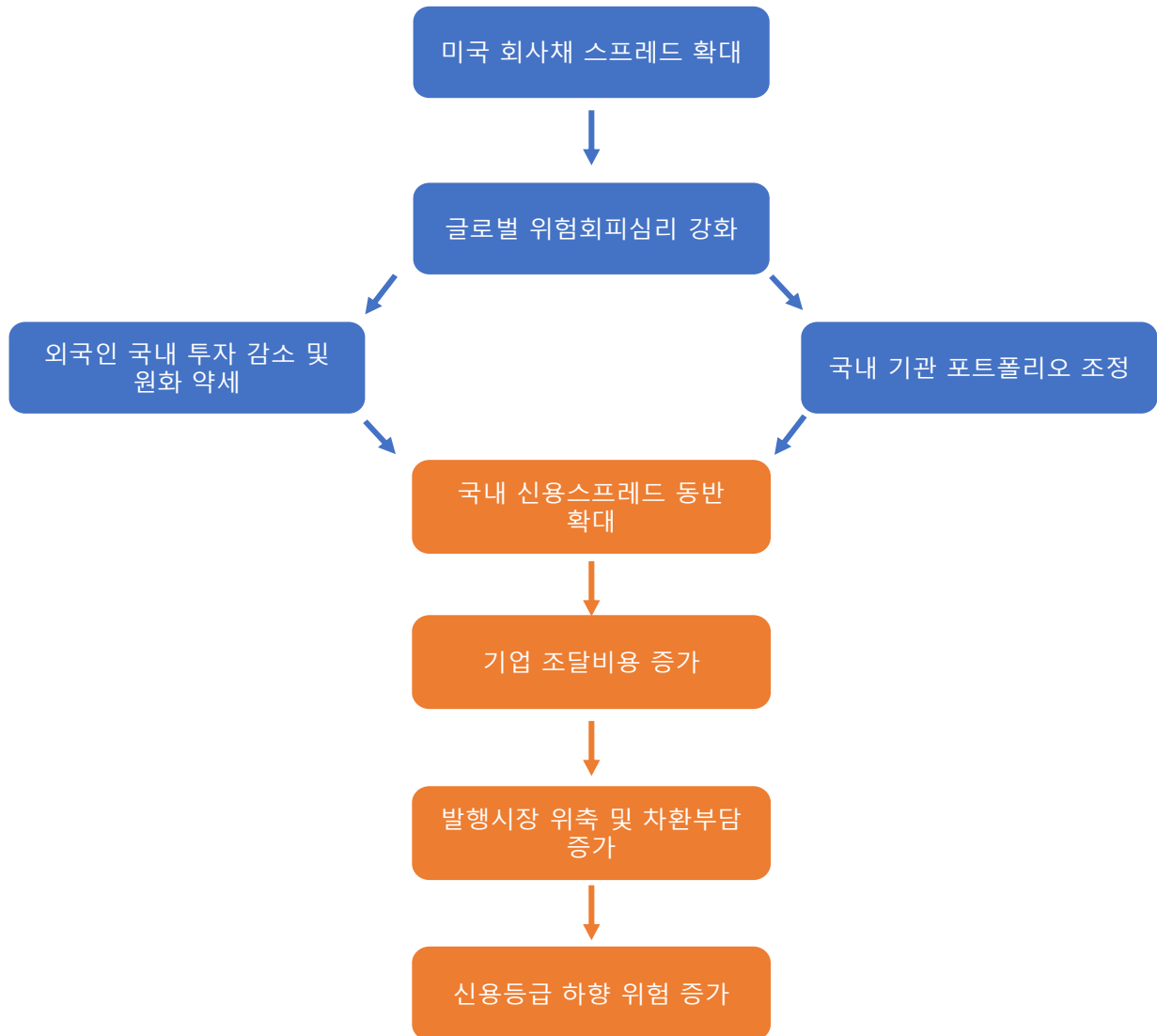
자료: 한국은행, iM증권 리서치본부

그림64.24년 기준 해외채권 투자 주요 기관 구성비: 보험사 30.6%로 자산운용사 다음으로 투자 비중 높음



자료: 한국은행, iM증권 리서치본부

그림65.미국 회사채 스프레드 확대 시 국내 크레딧 시장 파급력 시나리오



자료: iM증권 리서치본부

III. 결론: 불확실성에 대비, 우량물 투자비중 확대 유효

23년 연말 발생한 태영건설 워크아웃 사태를 복기해보면 부동산PF와 건설업 불황으로 크레딧 시장에 균열을 일으킬 것이라고 생각했다. 다행히 정부의 보강대책과 더불어 강도 높은 자구책 마련으로 레고랜드 사태와 같은 신용경색 이벤트로 나아가지는 않았지만 위기감을 자아내기는 충분했다.

올해는 연초부터 건설업을 필두로 기업 부도가 증가하고 있음이 보인다. 작년 전국에서 종합건설 업체 12곳, 전문건설업체 17곳 등 건설사 총 29곳이 법정관리에 돌입했으나 올해는 4월까지 벌써 11곳의 건설업체가 법정관리를 신청했다. 특히 시공능력평가 58위였던 신동아건설, 71위 삼부토건까지 법정관리를 신청하면서 중견급 건설업체까지 안전하지 않다는 것이 증명되었다.

한편 대표 유통업체인 홈플러스 또한 기업회생절차에 돌입하면서 시장 충격을 주었다. 홈플러스의 공모회사채 익스포저는 존재하지 않아 회사채 시장에 미치는 영향은 제한적이겠으나 홈플러스가 산업 내에서 차지하는 비중이 컸던 만큼 유통업 전반에 대한 의구심 증폭을 불러일으킬 수 있다.

기업들의 부도 증가가 시사하는 것은 크레딧 투자의 첫 번째 요건이 펀더멘탈로 옮겨갈 것이라는 점이다. 23년 말부터 24년은 기준금리 인하 기대감 속 절대금리 메리트가 있는 고금리 채권의 매력성이 부각된 시기였다. 하지만 금리인하가 마무리되고 나서부터는 시장 금리는 정체 국면에 돌입할 것이다.

금리인하 기대감 속 수요 우위의 시장 속에서 손쉽게 자금조달을 해내던 기업들 입장에서는 자금조달에 어려움을 재차 느끼는 시기가 도래할 것이다. 한편 기업들의 부도가 증가하는 가운데 안전자산 선호심리가 증가하고, 국고 금리의 역캐리도 해소되어 국고채 투자매력도가 증가할 것이다.

크레딧 채권 중에서는 신용도가 보장된 우량채권으로 투자의 추가 옮겨갈 것으로 예상된다. 고금리만을 쫓다 자신이 투자한 기업이 부도에 직면하게 되는 일을 피하고 싶을 것이기 때문이다. 오히려 금리인하 시기에 부도율이 상승했던 점을 기억해야 한다. 채권 내 리스크 프리미엄에 대해 더욱 많은 것을 요구하게 되는 시기가 도래하기 시작했다.

이에 기업의 펀더멘탈에 집중하여 투자하기 좋은 기업들을 추천하고자 한다. 신용채권시장에서 가장 중요시하는, 채무를 상환할 수 있는 능력인 재무건전성을 필두로 안정적인 사업기반을 보유하여 수익성을 창출하고 있는지 여부, 변화하고 있는 산업 흐름과 거시 환경에도 버틸 수 있는지를 종합적으로 판단하였다.

8개의 기업을 선별한 결과 1개의 기업을 제외하고는 자기등급대비 스프레드가 이미 축소되어있다. 그만큼 시장에서 높은 평가를 받고 있다는 뜻이다. 그러나 투자매력이 떨어지는 것은 아니다. 이미 200개의 기업은 자기등급대비 스프레드가 언더로 형성되어 있다. 이제는 크레딧 투자의 추가 체력싸움으로 갈 것이기 때문에 이미 인정을 받고 있는 채권에 꾸준히 수요가 유입될 가능성이 크다. 도산하지 않을 기업들을 제대로 선별하여 신용스프레드 확대 속에서도 그 폭이 크지 않을 수 있는, 오히려 축소 매력까지 잠재한 펀더멘탈을 갖춘 기업을 선별했다.

〈기업 신용평가 방법론〉

- 1) 고금리 상황에 지속되어온 피로감과 더불어 이자비용 상승 등에 따른 재무부담을 고려했다, 더불어 올해들어 한계기업이 증가함에 따라 재무안정성을 30%로 할당했다.
- 2) 관세 정책, 소비 부진에도 안정적인 수익성을 낼 수 있으며 영업이익 창출을 통해 채무에 적절히 대응할 수 있는 기업을 선별하기 위해 30%로 할당했다.
- 3) 차입금에 대비할 수 있는 수준의 안정적인 현금흐름을 창출하고 있는지를 고려하여 20%로 할당했다.
- 4) 올해도 대내외 불확실성이 장기화될 조짐을 보이고 있어 산업매력도를 정성평가하여 10%로 할당했다.
- 5) 그룹 차원 위상과 계열사 존재 유무, 유사시 유동성 지원, 그룹 차원에서의 안정성을 정성평가하여 10%로 할당했다.

표1. 기업 신용평가 방법론

척도	비중	지표	세부비중
재무건전성	30%	부채비율	10%
		차입금의존도	10%
		유동비율	10%
수익성	30%	EBITDA/매출액	15%
		EBITDA/이자비용	15%
현금흐름	20%	잉여현금흐름/총차입금	10%
		총차입금/EBITDA	10%
산업매력성	10%	산업별 매력도 정성평가	10%
그룹 위상	10%	계열사 존재 여부 및 재무수준 고려, 그룹 차원 안정성 정성평가	10%

자료: iM증권 리서치본부

표2. 기업 신용평가 세부지표 점수 할당 방식

	120% 미만	120%~160%	160%~200%	200%~240%	240% 초과
부채비율	10	8	6	4	2
차입금의존도	10	8	6	4	2
유동비율	200% 초과	160%~200%	120%~160%	100%~120%	100% 미만
	10	8	6	4	2
EBITDA/매출액	10% 초과	8%~10%	6%~8%	4%~6%	4% 미만
	10	8	6	4	2
EBITDA/이자비용	10배 초과	8배~10배	6배~8배	4배~6배	4배 미만
	10	8	6	4	2
잉여현금흐름/총차입금	10% 초과	8%~10%	6%~8%	4%~6%	4% 미만
	10	8	6	4	2
총차입금/EBITDA	1배 미만	1배~2배	2배~3배	3배~4배	4배 초과
	10	8	6	4	2
산업별 매력도 정성평가	글로벌 공급망 재편 이후 산업사이클 변화, 트럼프 관세정책, 국내 내수 등 대내외적 여건 종합적으로 고려하여 정성평가				
계열사 존재 여부 및 그룹 위상	계열사 존재 여부 및 재무수준 고려, 그룹 내 위상 등도 포함하여 정성평가				

자료: iM증권 리서치본부

표3. iM Credit 추천 기업 리스트

기업	등급	총점	회사채발행잔액(억)	민평금리(3년, %)	자기등급대비(bp)
KT&G	AAA/S	94	8,400	2.725	-5.3
기아	AAA/S	91	2,700	2.812	3.4
LG씨엔에스	AA-/P, AA0/S	88	3,900	2.836	-8.6
NAVER	AA+/S	87	6,500	2.789	-5.2
현대글로비스	AA0/P, AA+/S	86	7,800	2.769	-10.3
삼성바이오로직스	AA0/S	83	9,200	2.790	-8.2
코웨이	AA-/S	82	8,000	2.872	-5.0
LS일렉트릭	AA-/P	80	5,600	2.763	-15.9

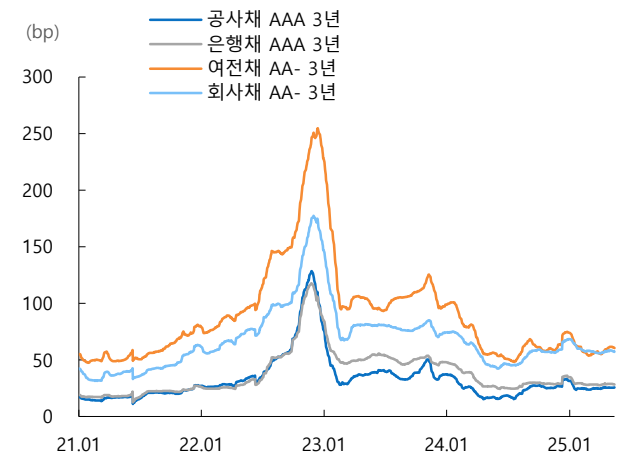
자료: iM증권 리서치본부

주1: LG씨엔에스는 한국신용평가에서 AA0/S 부여

주2: 현대글로비스는 한국신용평가에서 AA+/S 부여

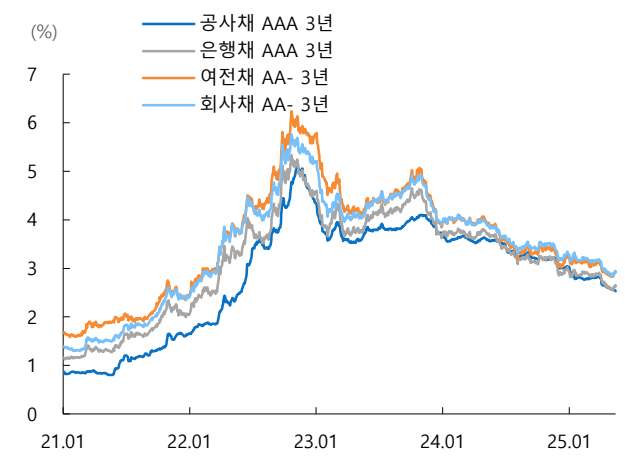
IV. Appendix

그림66. 주요 채권 스프레드 변동



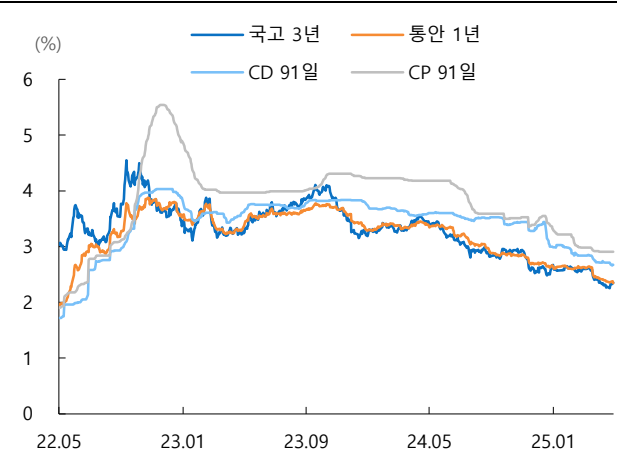
자료: 인포맥스, iM증권 리서치본부

그림67. 주요 채권 금리 변동



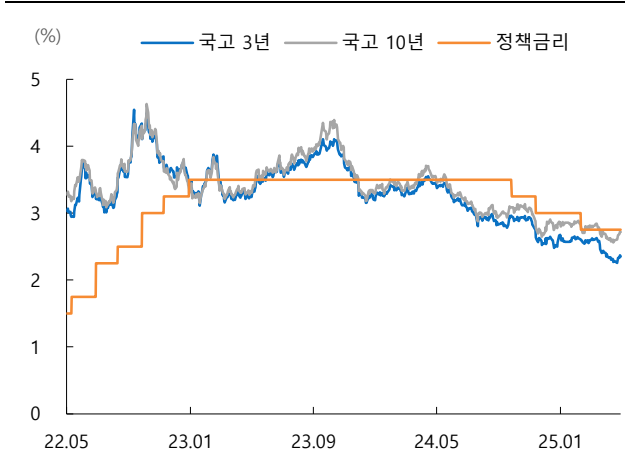
자료: 인포맥스, iM증권 리서치본부

그림68. 주요 단기 금리 추이



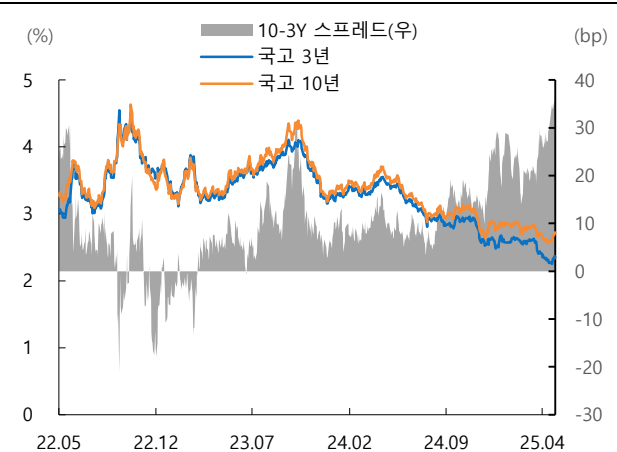
자료: 인포맥스, iM증권 리서치본부

그림69. 국고채 및 정책금리 추이



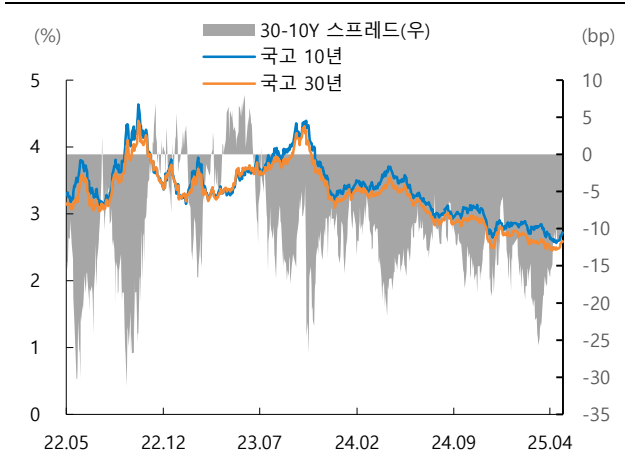
자료: 인포맥스, iM증권 리서치본부

그림70. 국고채 장단기 스프레드 추이(10년-3년)



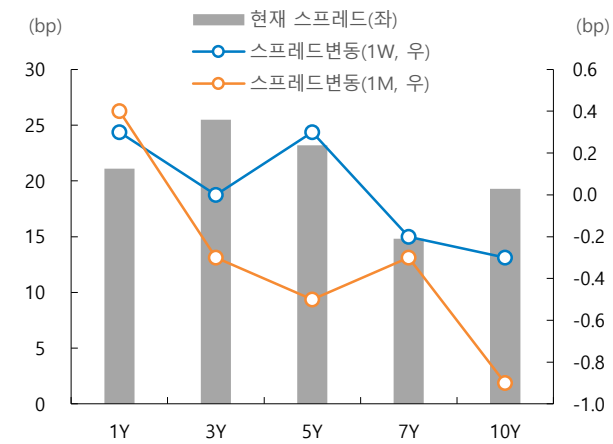
자료: 인포맥스, iM증권 리서치본부

그림71. 국고채 초장기 스프레드 추이(30년-10년)



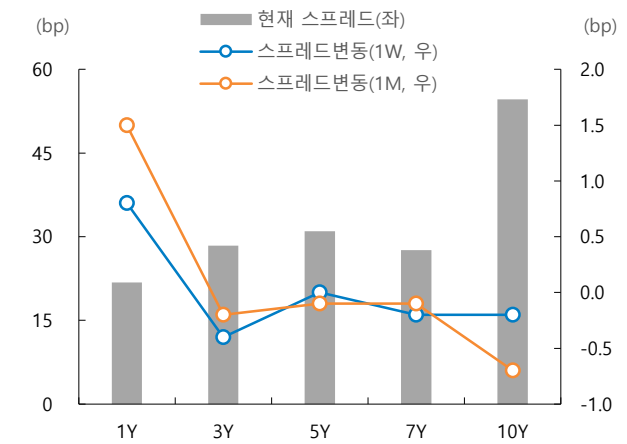
자료: 인포맥스, iM증권 리서치본부

그림72.공사채 AAA 등급 스프레드 변동



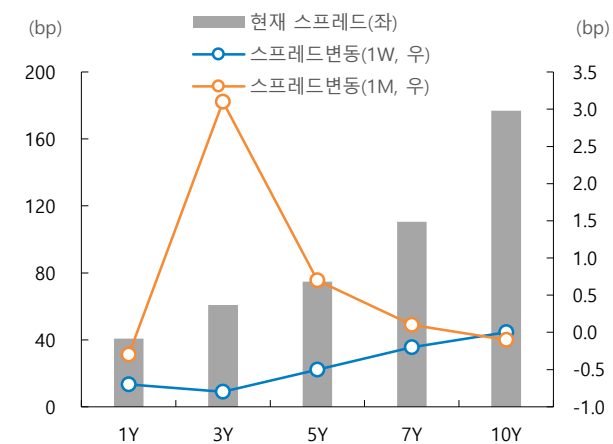
자료: 인포맥스, iM증권 리서치본부
주: 5/13 기준

그림73.은행채 AAA 등급 스프레드 변동



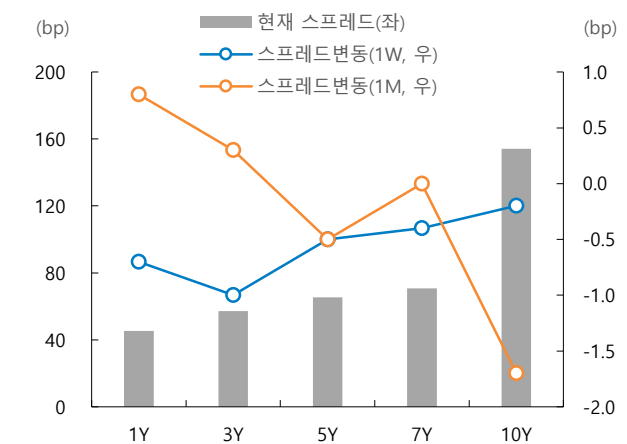
자료: 인포맥스, iM증권 리서치본부
주: 5/13 기준

그림74.여전채 AA- 등급 스프레드 변동



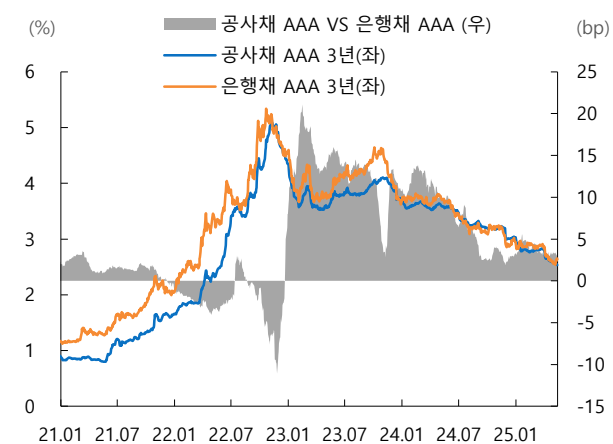
자료: 인포맥스, iM증권 리서치본부
주: 5/13 기준

그림75.회사채 AA- 등급 스프레드 변동



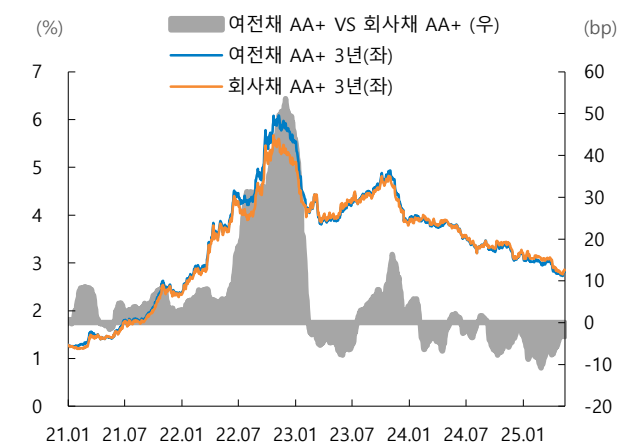
자료: 인포맥스, iM증권 리서치본부
주: 5/13 기준

그림76.AAA 등급간 스프레드 변동(공사채 VS 은행채)



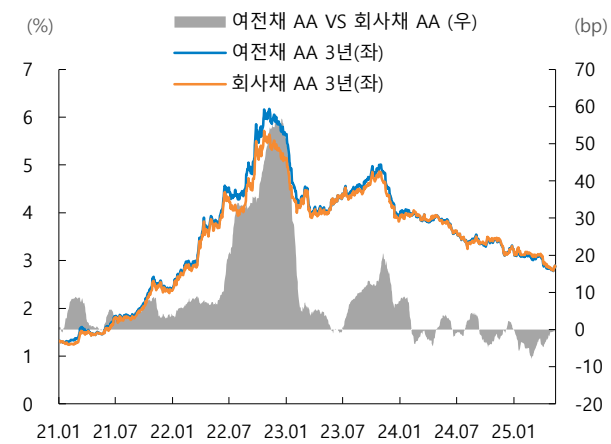
자료: 인포맥스, iM증권 리서치본부

그림77.AA+ 등급간 스프레드 변동(여전채 VS 회사채)



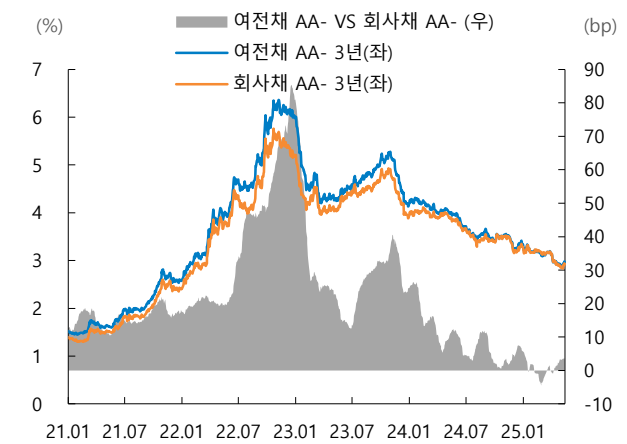
자료: 인포맥스, iM증권 리서치본부

그림78.AA0 등급간 스프레드 변동(여전채 VS 회사채)



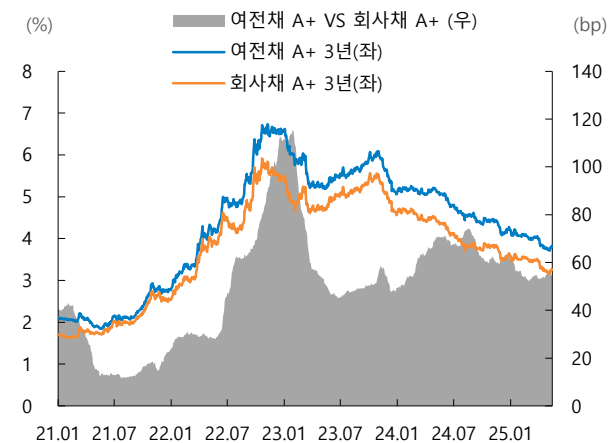
자료: 인포맥스, iM증권 리서치본부

그림79.AA- 등급간 스프레드 변동(여전채 VS 회사채)



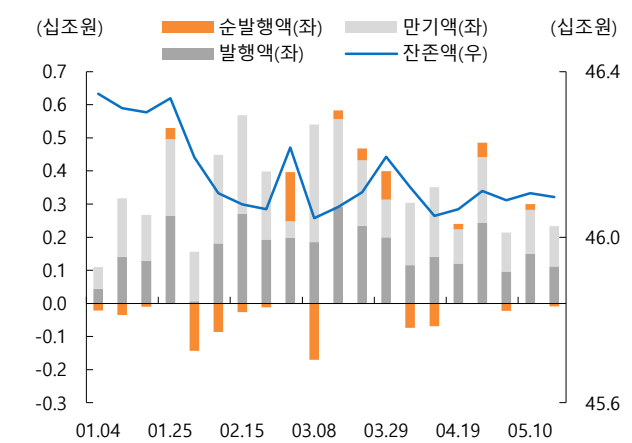
자료: 인포맥스, iM증권 리서치본부

그림80.A+ 등급간 스프레드 변동(여전채 VS 회사채)



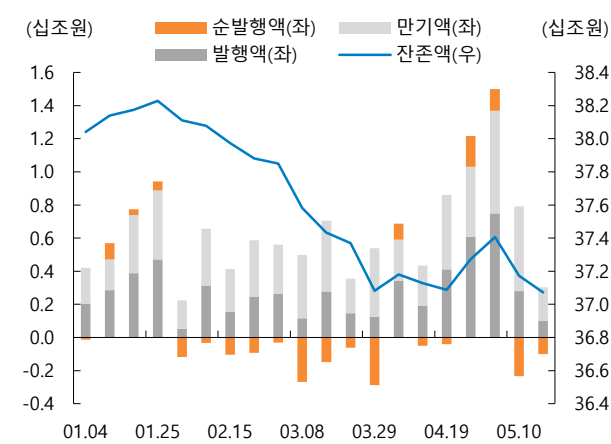
자료: 인포맥스, iM증권 리서치본부

그림81.공사채 발행 추이



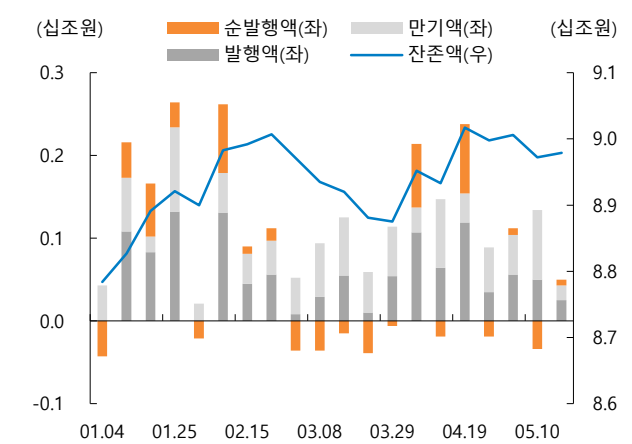
자료: 인포맥스, iM증권 리서치본부

그림82.은행채 발행 추이



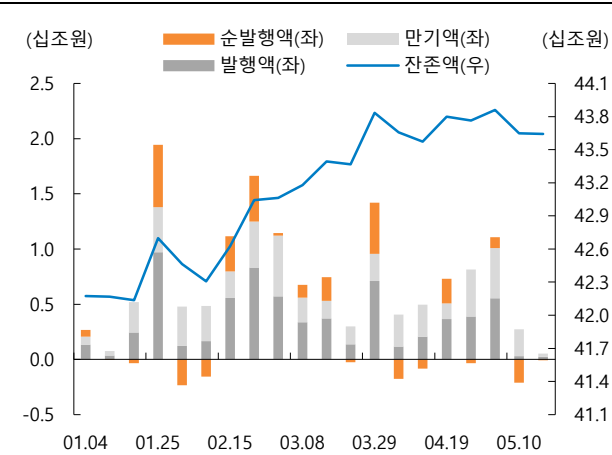
자료: 인포맥스, iM증권 리서치본부

그림83.여전채 발행 추이



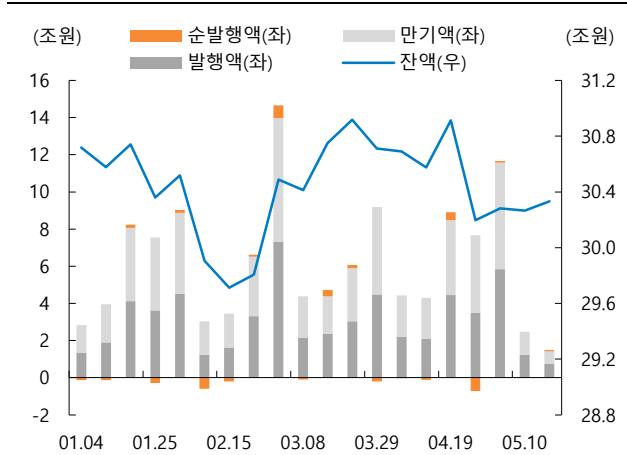
자료: 인포맥스, iM증권 리서치본부

그림84.회사채 발행 추이



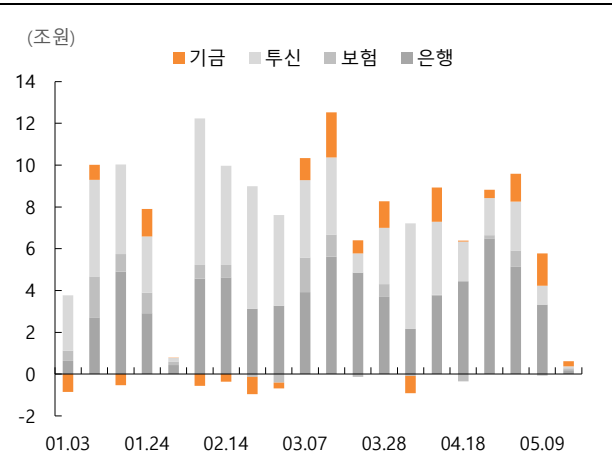
자료: 인포맥스, iM증권 리서치본부

그림85.PF - CP/전단채 발행 추이



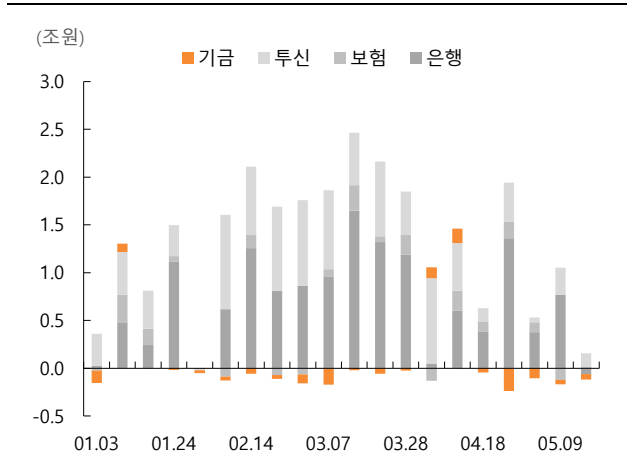
자료: 인포맥스, iM증권 리서치본부

그림86.전체 채권 순매수 거래대금 추이



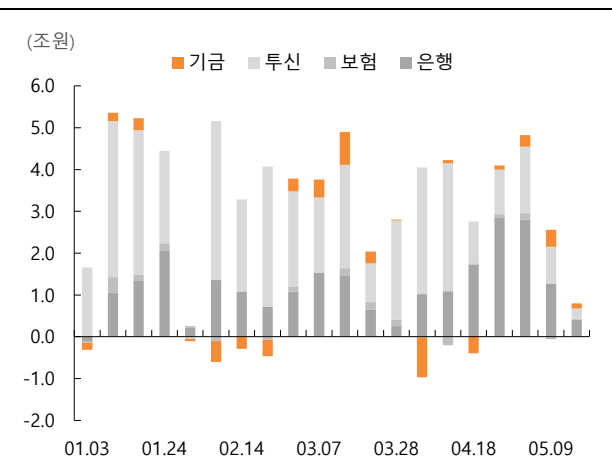
자료: 인포맥스, iM증권 리서치본부

그림87.특수채 순매수 거래대금 추이



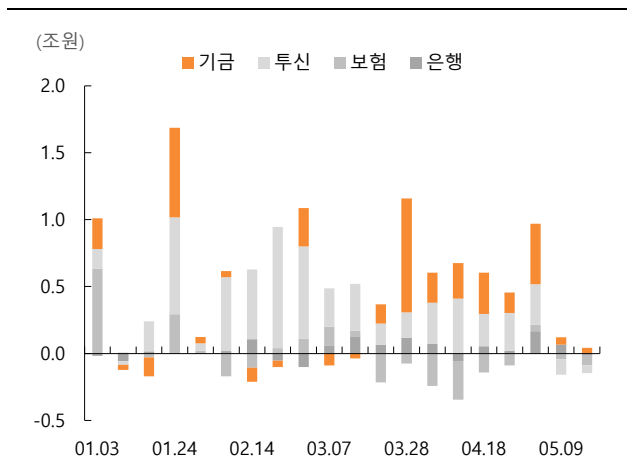
자료: 인포맥스, iM증권 리서치본부

그림88.금융채 순매수 거래대금 추이



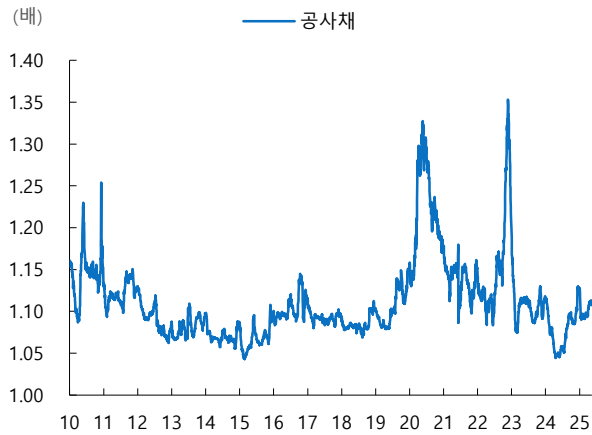
자료: 인포맥스, iM증권 리서치본부

그림89.회사채 순매수 거래대금 추이



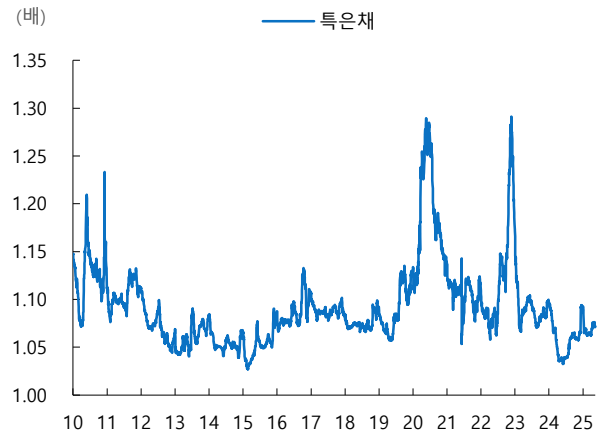
자료: 인포맥스, iM증권 리서치본부

그림90.공사채 Yield Ratio 추이(AAA 3년물)



자료: 인포맥스, iM증권 리서치본부

그림91.특은채 Yield Ratio 추이(AAA 3년물)



자료: 인포맥스, iM증권 리서치본부

그림92.은행채 Yield Ratio 추이(AAA 3년물)



자료: 인포맥스, iM증권 리서치본부

그림93.카드채 Yield Ratio 추이(AA- 3년물)



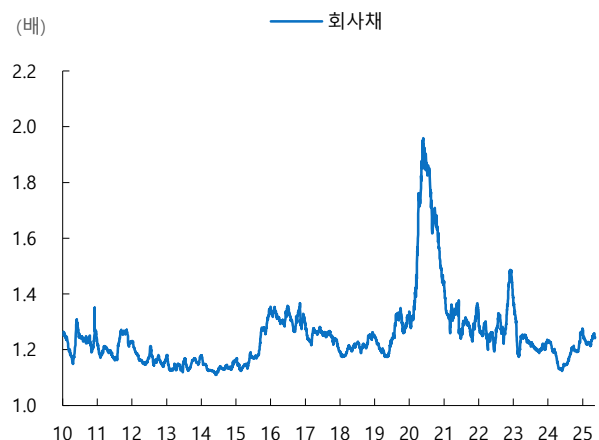
자료: 인포맥스, iM증권 리서치본부

그림94.캐피탈채 Yield Ratio 추이(AA- 3년물)



자료: 인포맥스, iM증권 리서치본부

그림95.회사채 Yield Ratio 추이(AA- 3년물)



자료: 인포맥스, iM증권 리서치본부



신용분석

KT&G(AAA/S)

재무건전성 절대적으로 우수

기아(AAA/S)

유독 돋보이는 넉넉한 곳간(현금)

LG씨엔에스(AA-/P, AA0/S)

신용등급 상향 트리거 충족

NAVER(AA+/S)

차입금 축소구간에 돌입, 안정적 현금흐름

현대글로비스(AA0/P, AA+/S)

AA+로 상향 가능성 가시적

삼성바이오로직스(AA0/S)

성공적인 외형 확장, 공격적인 등급 상향

코웨이(AA-/S)

중장기적으로 상향 트리거 충족 가능

LS일렉트릭(AA-/P)

전력수요 증가로 수익성 한단계 레벨 업

KT&G

2025.05.16

재무건전성 절대적으로 우수

[크레딧] 이승재
2122-9143 lsj7845@imfnsec.com

국내 담배사업 1위 기업

동사는 1987년 4월 설립되어 권련형 담배의 제조와 판매를 주요 사업으로 영위하고 있다. 특히 국내권련 시장에서 확고한 시장 지위를 차지 중이다. 24년기준 동사의 시장점유율은 66.7%를 달성하여 20년보다 2.7%p 성장했다. 최근에는 사업 포트폴리오를 확장하여 가열식 담배인 NGP 기기, 스틱제품 양산, 판매부터 부동산 분양 및 임대업까지 영위하고 있다.

재무건전성 절대적으로 우수

동사의 총차입금은 24년말 연결재무제표 기준으로 1조5,222억원을 기록했다. 이는 23년 6,054억원보다 2.5배 정도 상승한 수치이다. 하지만 현금성자산을 안정적으로 유지하면서 마이너스 순차입금을 유지했다. 이로써 순차입금/EBITDA 비율 또한 -0.2배를 유지했다. 동사의 부채비율은 48.8%로 전년 37.4%대비 상승하긴 했으나 절대적으로 안정적인 수준을 유지하고 있다. 실질적 무차입이 지속, 재무건전성이 안정적 수준을 지속하면서 금년 초 글로벌 신용평가사인 S&P와 무디스로부터 각각 A-(안정적)과 A3(안정적) 등급을 부여받았으며 글로벌 최상위 담배기업과 신용도 측면에서 동일한 평가를 받게 되었다.

해외권련 성장세와 더불어 국내시장 점유율 유지로 안정적 수익 시현 예상

동사는 해외권련시장에서 24년 사상 최대 연간 판매량 달성과 함께 가격 인상 전략을 통해 사상 최대 연간 매출액을 달성했다(동 부문 1조4,501억원, YoY +28.0%). 금년에는 인도네시아 및 중동 시장을 중심으로 매출 성장이 예상된다. 동사는 기존 주력시장인 중동, CIS(구소련 국가들의 독립국가연합) 지역 판매를 기반으로 아프리카, 중남미 시장으로까지 시장범위를 확장 중이다.

한편 국내시장에서는 흡연을 하락과 국내 담배 관련 규제 강화가 지속되면서 시장 성장세 둔화가 예상되지만 안정적인 시장 점유율을 토대로 수익 시현이 가능할 전망이다. 24년 4분기 일반담배 시장 총수요가 YoY -3.6% 하락하는 와중에서도 동사의 시장 점유율이 소폭 상승한 것이 그 증거이다(24년 국내권련 M/S 66.7%로 0.7%p 증가). 또한 동사의 차세대 주력제품인 NGP 판매에 있어서 스틱 포트폴리오를 다변화하여 변화하는 소비자들의 니즈를 맞추려는 전략 또한 구사하고 있다. 이미 1월에 릴 하이브리드 전용스틱 신제품 '믹스 브린'을 선보인 바 있다. 참고로 24년 4분기 스틱 시장점유율은 46.0%를 기록해 국내 점유율 1위를 보였다.

현금흐름유출 변수에도 안정적 마진 창출이 커버

동사는 글로벌 경쟁력 향상을 위해 현재 튀르키예 공장 증설 및 카자흐스탄에서도 신공장을 준공했다. 이에 따라 CAPEX 증가(24년 7,675억원, YoY +62%) 로 인한 현금흐름 감소 부담이 잠재되어 있다. 또한 자산주 매입과 배당 또한 지속될 전망이다. 다만 동사의 EBITDA 마진 창출력이 제품믹스 다각화와 더불어 점유율 향상을 통해 우수하게 유지될 것으로 전망됨에 따라 현금유출에도 적절히 대응할 수 있을 것이다.

신용등급

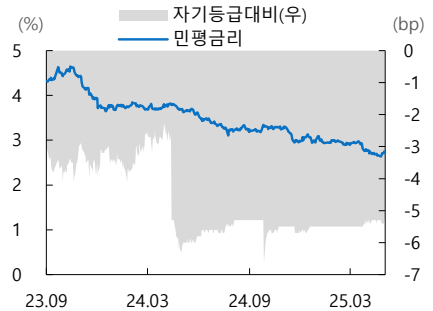
AAA/S

Company Indicator

설립일	1987.04.01
형태/규모	상장/대기업
자산총계	13,925십억원
자본총계	9,325십억원
부채총계	4,567십억원
매출총계	5,909십억원
회사채 발행잔액	840십억원

3년 민평금리	2.725%
국고채 대비 스프레드	37.5bp
자기등급대비 스프레드	-5.3bp

발행사 민평금리 및 자기등급대비 스프레드 추이

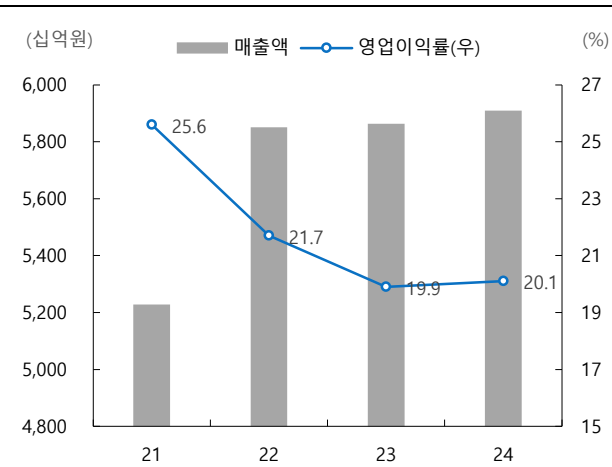


주3년물 기준

FY(십억원,%,배)	2021	2022	2023	2024
매출액	5,228	5,851	5,863	5,909
영업이익	1,338	1,268	1,167	1,189
순이익	977	1,016	903	1,166
순운전자본	4,192	3,982	3,746	4,033
총차입금	167	193	605	1,522
순차입금	-2,162	-1,802	-1,064	-322
부채비율	26.4	31.4	37.4	48.8
총차입금/EBITDA	0.1	0.1	0.4	1.1
순차입금/EBITDA	-1.4	-1.2	-0.8	-0.2
EBITDA/이자비용	86.4	42.7	30.6	34.3

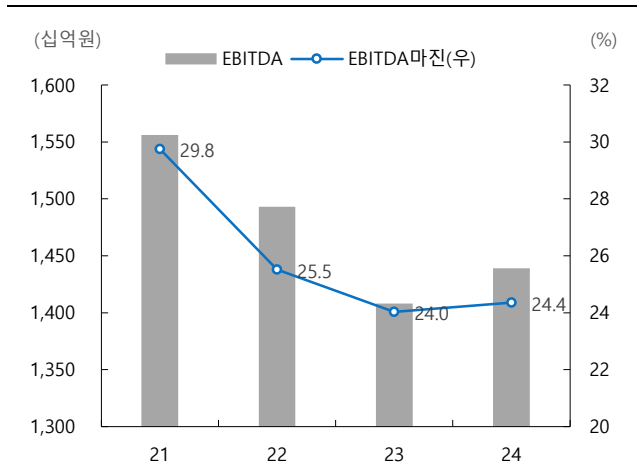
주:K-IFRS 연결 요약 재무제표

그림1. 매출액 및 영업이익률 추이



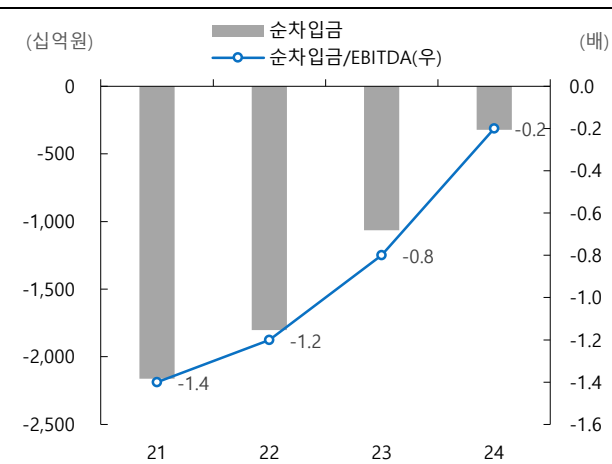
자료: KT&G, iM증권 리서치본부

그림2. EBITDA 및 EBITDA마진 추이



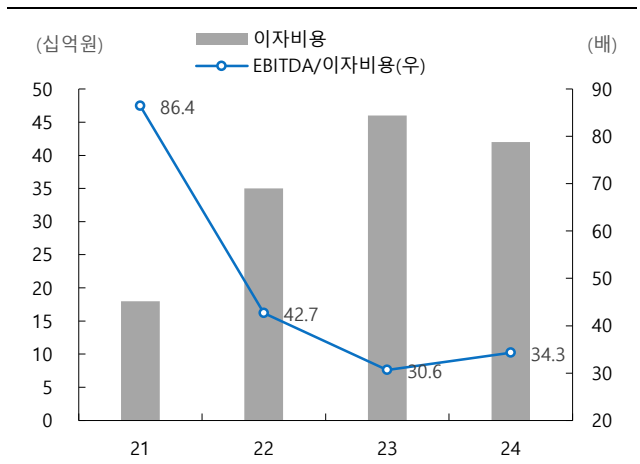
자료: KT&G, iM증권 리서치본부

그림3. 순차입금 및 순차입금/EBITDA 추이



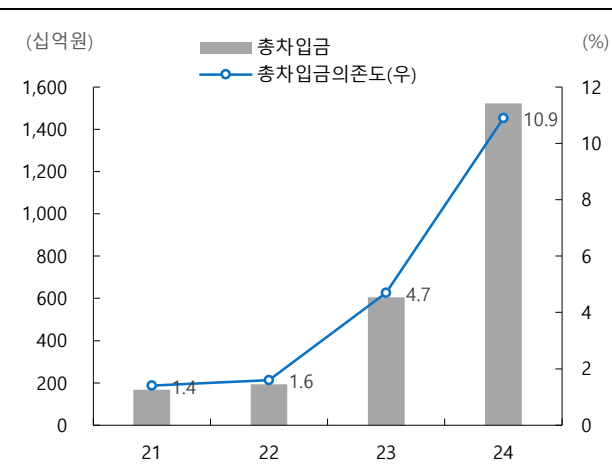
자료: KT&G, iM증권 리서치본부

그림4. 이자비용 및 EBITDA/이자비용 추이



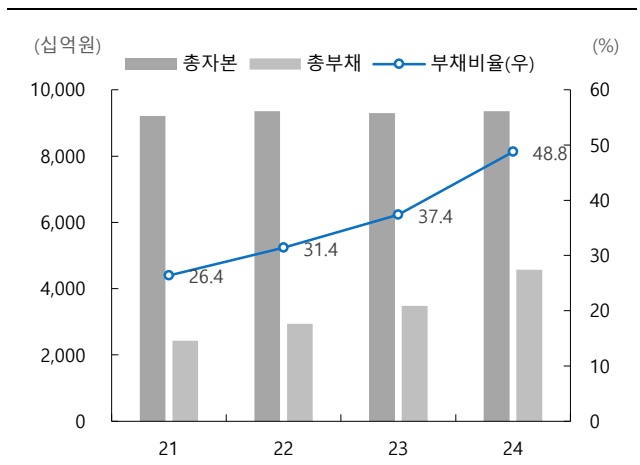
자료: KT&G, iM증권 리서치본부

그림5. 총차입금 및 총차입금의존도 추이



자료: KT&G, iM증권 리서치본부

그림6. 총자본, 총부채 및 부채비율 추이



자료: KT&G, iM증권 리서치본부

표1. 발행사 잔존채권 요약

종목명	발행일	만기일	발행액(억)	민평수익률	신용등급	보증형태
KT&G2-1	2023-09-13	2025-09-12	1,000	2.89	AAA	무보증
KT&G2-2	2023-09-13	2026-09-11	2,000	2.832	AAA	무보증
KT&G3-1	2024-04-25	2026-04-24	500	2.823	AAA	무보증
KT&G3-2	2024-04-25	2027-04-23	1,500	2.865	AAA	무보증
KT&G3-3(녹)	2024-04-25	2029-04-25	1,000	2.965	AAA	무보증
KT&G4-1	2024-10-08	2026-10-08	800	2.835	AAA	무보증
KT&G4-2	2024-10-08	2027-10-08	1,600	2.922	AAA	무보증
KT&G4-3(녹)	2024-10-08	2029-10-08	700	2.99	AAA	무보증

자료: 인포맥스, iM증권 리서치본부

표2. 장외시장 잔존채권별 투자자 잔고 현황(억원)

종목명	외국인	기금+보험	운용(공모)	은행	종금/상호	정부	기타법인	개인	운용(사모)	선물	발행잔액
KT&G2-1			200	-100							1,000
kT&G2-2			-100	100							2,000
KT&G3-1											
KT&G3-2			-200	200		100	100				1,500
KT&G3-3(녹)		100	-100	100							1,000
KT&G4-1		100		200							800
KT&G4-2		200			200						1,600
KT&G4-3(녹)		100	-200	100			300				700

자료: 인포맥스, iM증권 리서치본부

표3. 동사 신용등급/전망 변동 추이(최근 5년)

[illegible]

자료: 신평3사, iM증권 리서치본부

K-IFRS 연결 요약 재무제표

재무상태표					포괄손익계산서				
(십억원)	2021	2022	2023	2024	(십억원, %)	2021	2022	2023	2024
유동자산	6,256	6,510	6,418	7,176	매출액	5,228	5,851	5,863	5,909
현금 및 현금성자산	947	1,401	1,032	1,136	증가율(%)	-1.4	11.9	0.2	0.8
단기금융자산	1,400	596	323	404	매출원가	2,350	2,891	3,054	3,007
매출채권	905	1,367	1,329	1,363	매출충이익	2,878	2,960	2,808	2,902
재고자산	2,375	2,576	2,764	3,101	판매비와관리비	1,540	1,693	1,641	1,713
비유동자산	5,381	5,792	6,354	6,749	연구개발비	64	51	51	60
유형자산	1,777	1,877	2,145	2,715	기타영업수익	-	-	-	-
무형자산	146	168	175	180	기타영업비용	-	-	-	-
자산총계	11,637	12,302	12,772	13,925	영업이익	1,338	1,268	1,167	1,189
유동부채	2,064	2,527	2,672	3,143	증가율(%)	-9.6	-5.3	-7.9	1.8
매입채무	60	221	261	352	영업이익률(%)	25.6	21.7	19.9	20.1
단기차입금	75	73	62	288	이자수익	14	37	75	116
유동성장기부채	19	21	46	184	이자비용	18	35	46	42
비유동부채	364	416	805	1,424	지분법이익(손실)	11	29	10	19
사채	-	-	299	808	기타영업외손익	9	-7	4	-9
장기차입금	53	79	147	214	세전계속사업이익	1,440	1,430	1,248	1,566
부채총계	2,428	2,943	3,478	4,567	법인세비용	415	416	319	394
지배주주지분	9,159	9,316	9,174	9,239	세전계속이익률(%)	27.5	24.4	21.3	26.5
자본금	955	955	955	955	당기순이익	977	1,016	903	1,166
자본잉여금	-	-	-	-	순이익률(%)	18.7	17.4	15.4	19.7
이익잉여금	8,638	9,131	8,979	8,783	지배주주귀속 순이익	977	1,016	903	1,166
기타자본항목	-83	-62	-52	2	기타포괄이익	89	77	-22	30
비지배주주지분	50	43	121	119	총포괄이익	1,061	1,083	901	1,195
자본총계	9,209	9,359	9,295	9,358	지배주주귀속총포괄이익	1,066	1,090	882	1,197

현금흐름표					주요신용지표				
(십억원)	2021	2022	2023	2024		2021	2022	2023	2024
영업활동 현금흐름	1,420	888	1,266	822	이익성				
당기순이익	977	1,016	903	1,166	영업이익률(%)	25.6	21.7	19.9	20.1
유형자산감가상각비	203	203	211	219	순이익률(%)	18.7	17.4	15.4	19.7
무형자산상각비	14	22	30	31	EBITDA마진(%)	29.8	25.5	24.0	24.4
지분법관련손실(이익)	11	29	10	19	EBITDA/이자비용(배)	86.4	42.7	30.6	34.3
투자활동 현금흐름	-798	548	-848	-530	성장성				
유형자산의 처분(취득)	-	-	-	-	매출액증가율(%)	-1.4	11.9	0.2	0.8
무형자산의 처분(취득)	44	42	42	32	영업이익증가율(%)	-9.6	-5.3	-7.9	1.8
금융상품의 증감	11	29	10	19	순이익증가율(%)	-17.1	3.4	-8.2	26.3
재무활동 현금흐름	-948	-932	-776	-293	총자산증가율(%)	1.5	5.7	3.8	9.0
단기금융부채의증감	164	250	1,847	1,727	재무건전성				
장기금융부채의증감	20	33	353	908	부채비율(%)	26.4	31.4	37.4	48.8
자본의증감	-348	-357	-303	-547	유동비율(%)	303.1	257.6	240.2	228.3
배당금지급	-596	-576	-776	-587	총차입금/EBITDA(배)	0.1	0.1	0.4	1.1
현금및현금성자산의증감	-325	504	-358	-1	순차입금/EBITDA(배)	-1.4	-1.2	-0.8	-0.2
기초현금및현금성자산	1,254	947	1,401	1,032	총차입금의존도(%)	1.4	1.6	4.7	10.9
기말현금및현금성자산	947	1,401	1,032	1,136	순차입금의존도(%)	-18.6	-14.6	-8.3	-2.3

자료 : KT&G, iM증권 리서치본부

기아

2025.05.16

유독 돋보이는 넉넉한 공간(현금)

[크레딧] 이승재
2122-9143 lsj7845@imfnssec.com

국내 최대 완성차 업체 중 하나

동사는 1944년 설립되었으며, 1998년 현대자동차에 인수되었다. 현재 현대차와 함께 국내 최대 완성차업체 중 하나이다. 현대차 합산 내수시장 점유율이 75%를 상회하는 등 견고한 시장지위를 보유하고 있으며 내수뿐만 아니라 해외 시장에 있어서도 꾸준히 M/S를 향상시켜가면서 글로벌 지위도 확보하고 있다. 24년 기준 국내 시장점유율은 33.6%, 글로벌 시장점유율은 중국 제외 4.8%를 기록했다.

유독 돋보이는 현금 확보능력

동사의 총차입금은 24년말 연결재무제표 기준 3조 5,965억원으로 23년 4조1,276억원대비 대폭 감소했다. 실적 성장세에 힘입어 차입금을 감소시켜 재무건전성을 확보하려는 전략이 유효하게 작용하고 있다. 이에 총차입금의존도 또한 24년말 3.9%로 감소하여 최상위의 재무건전성을 확보했다. 4/22일 만기된 회사채 500억 또한 차환성 발행이 아니라 보유한 현금으로 전액 상환했다. 한편 기말현금성자산은 13조5,670억원으로 기초대비 감소했다. 이는 유무형자산 취득(4조6,830억원), 배당금지급 및 자사주매입(2조6,940억원), 관계기업투자 약 1조5,000억원의 영향이 크지만 그럼에도 불구하고 보유한 현금성자산의 수준은 경쟁업체와 대비해봐도 우수하다. 이로 인해 순차입금도 부의 구조를 유지하면서 순차입금/EBITDA 비율은 -1.2배를 유지하고 있다. 한편 차입금 상환에 따라 이자비용도 대폭 감소하면서 EBITDA/이자비용은 149.9배까지 크게 상승했다. 전체적으로 우수한 재무건전성과 유동성을 지닌 가운데 이를 실적 성장이 뒷받침해주고 있다.

대중성 갖춘 라인업 양산을 통한 판매량 증가 및 수익성 확보 목표

동사의 영업이익은 12조 6,670억원으로 YoY 9.1% 성장했다. 23년부터 2년연속 10조원이 넘는 영업이익을 쌓으며 우수한 현금흐름 확보가 가능했다. HEV 판매 호조 등으로 연결매출대수가 YoY +0.2% 증가했으며 원재료가 하향 안정화 등으로 제품가격의 효율성이 증대되었다. 환율효과도 1조4,650억원 증가하면서 영업실적 성장을 견인했다. 한편 동사는 25년 내수시장에서 EV 대중화 라인업 강화 및 HEV 공급 확대를 목표로 하고 있다. 또한 유료지역에서 EV4, EV5 대중화 모델 신차 출시를 통한 EV 풀라인업을 구축하고자 한다. 저가 EV모델 출시를 통해 소비자 접근이 더욱 용이해지며 판매량 증가 및 시장 점유율 확대가 예상된다. 한편 동사는 4/9일 CEO Investor Day를 개최했다. 42Dot를 기반으로 한 SDV 등 미래사업전략을 제시함과 동시에 변화하는 글로벌 사업환경에서 제품/믹스 개선과 영업이익률 수준은 2030년까지 10% 이상을 약속했다.

관세 리스크, 판매처 다각화가 관건

트럼프 정부가 수입산 자동차에 25% 관세를 부과한 가운데 단기적으로 수익성 저하는 불가피할 것으로 전망된다. 완성차업체 입장에서 소비자에게 가격을 전가하거나 관세를 전액 비용으로 총당함을 감수해야 한다. 관세 리스크에서 그나마 탈피할 수 있는 부분은 판매처 다각화이다. EV 전환이 가속화되는 유럽시장에서 중국산 전기차와의 경쟁우위 확보, 인도 등 신흥시장에서의 M/S 향상이 목표과제가 될 것으로 보인다.

신용등급

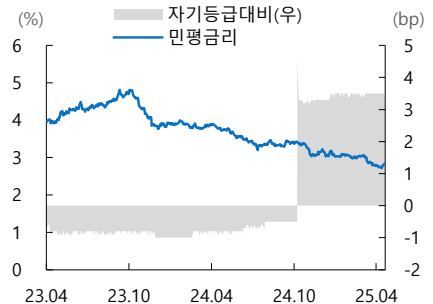
AAA/S

Company Indicator

설립일	1944.12.11
형태/규모	상장/대기업
자산총계	92,756십억원
자본총계	55,840십억원
부채총계	36,916십억원
매출총계	107,449십억원
회사채 발행잔액	270십억원

3년 민평금리	2.812%
국고채 대비 스프레드	46.2bp
자기등급대비 스프레드	3.4bp

발행사 민평금리 및 자기등급대비 스프레드 추이

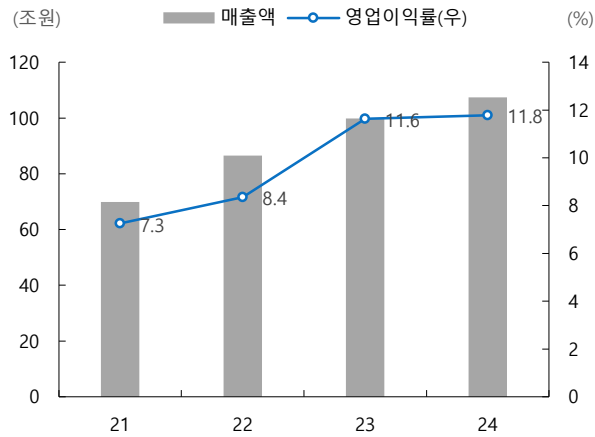


주:3년물 기준

FY(십억원,%,배)	2021	2022	2023	2024
매출액	69,862	86,559	99,808	107,449
영업이익	5,066	7,233	11,608	12,667
순이익	4,760	5,409	8,777	9,773
순운전자본	7,643	8,769	11,792	14,820
총차입금	9,616	7,745	4,128	3,597
순차입금	-7,922	-11,652	-16,405	-18,379
부채비율	91.5	87.4	73.2	66.1
총차입금/EBITDA	1.3	0.8	0.3	0.2
순차입금/EBITDA	-1.1	-1.2	-1.2	-1.2
EBITDA/이자비용	42.9	41.4	76.7	149.9

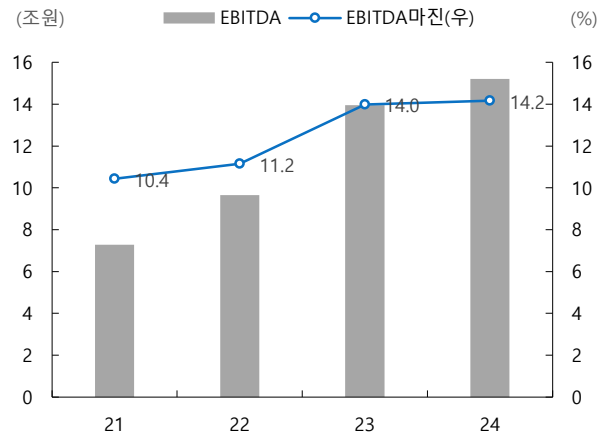
주:K-IFRS 연결 요약 재무제표

그림1. 매출액 및 영업이익률 추이



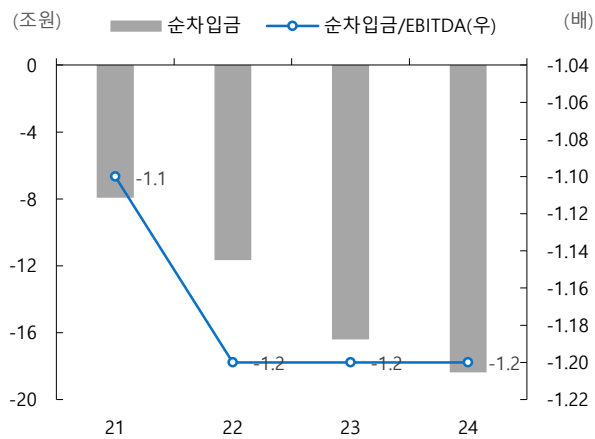
자료: 기아, iM증권 리서치본부

그림2. EBITDA 및 EBITDA마진 추이



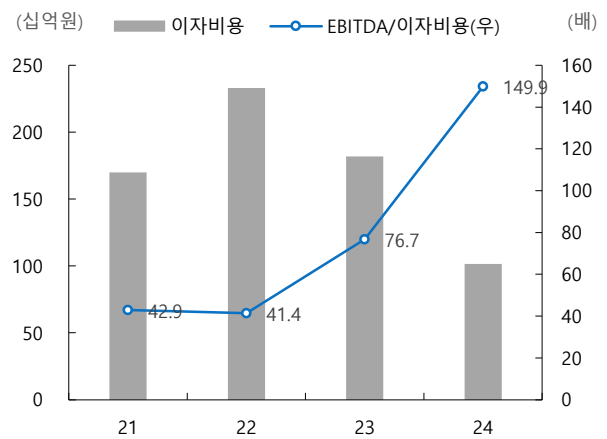
자료: 기아, iM증권 리서치본부

그림3. 순차입금 및 순차입금/EBITDA 추이



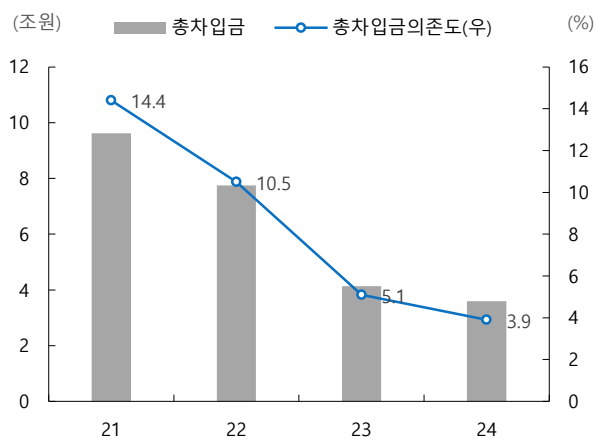
자료: 기아, iM증권 리서치본부

그림4. 이자비용 및 EBITDA/이자비용 추이



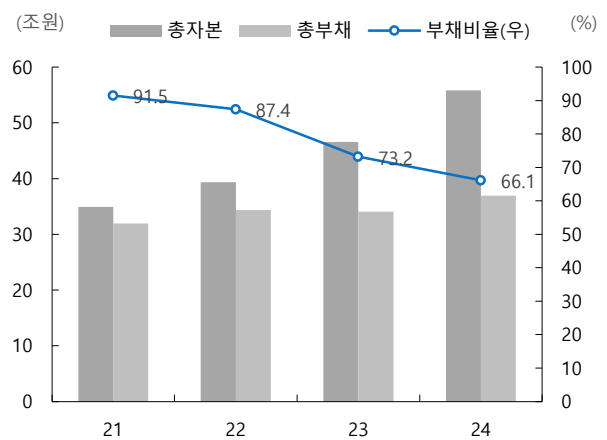
자료: 기아, iM증권 리서치본부

그림5. 총차입금 및 총차입금의존도 추이



자료: 기아, iM증권 리서치본부

그림6. 총자본, 총부채 및 부채비율 추이



자료: 기아, iM증권 리서치본부

표1. 발행사 잔존채권 요약

종목명	발행일	만기일	발행액(억)	민평수익률	신용등급	보증형태
기아 283-3	2020-04-22	2027-04-22	700	2.977	AAA	무보증
기아284-2(녹)	2021-03-03	2026-03-03	1,500	2.927	AAA	무보증
기아284-3(녹)	2021-03-03	2028-03-03	500	3.026	AAA	무보증

자료: 인포맥스, iM증권 리서치본부

표2. 장외시장 잔존채권별 투자자 잔고 현황(억원)

종목명	외국인	기금+보험	운용(공모)	은행	증권/상호	정부	기타법인	개인	운용(사모)	선물	발행잔액
기아 283-3											
기아284-2(녹)		-100	-100	100			-100				1,500
기아284-3(녹)		100	-100								500

자료: 인포맥스, iM증권 리서치본부

표3. 동사 신용등급/전망 변동 추이(최근 5년)

평가사	등급변동	적용등급			변동요인
		변경전	변경후	변경일	
KR, NICE	등급상향	AA+/P	AAA/S	24/11/1	글로벌 상위권, 국내 최상위권 수준의 시장점유율 확보 매우 우수한 재무안정성 및 재무적 융통성
KIS	등급상향	AA+/P	AAA/S	24/9/1	글로벌 완성차 시장 내 입지 강화 업계 최상위 수준의 시장변화 대응력과 레벨업된 이익창출력
NICE	전망상향	AA+/S	AA+/P	24/4/2	경쟁지위 제고로 우수한 영업실적 지속 재무안정성 개선 추세가 유지될 것으로 전망
KIS	전망상향	AA+/S	AA+/P	24/3/18	제품경쟁력 및 브랜드인지도 제고로 견고해진 시장지위 현금창출력 우수, 풍부한 유동성
KR	등급상향	AA/P	AA+/S	23/3/30	강화된 사업경쟁력 바탕으로 수익구조 개선 대규모 투자 지속에도 우수한 재무안정성 유지 전망
NICE	등급상향	AA/P	AA+/S	23/3/24	판매량 증가추세 우수한 영업수익성 및 현금흐름 창출력 시현
KIS	등급상향	AA/P	AA+/S	23/3/13	외형 및 이익창출력 확대 현금흐름 선순환 구조에 기반한 재무구조 개선 지속 예상
NICE	전망상향	AA/S	AA/P	22/12/29	생산량 증가 가운데 누적된 대기수요 바탕 중단기적으로 매우 우수한 수익성 및 재무안정성 유지
KIS	전망상향	AA/S	AA/P	22/6/7	주요 시장 내 점유율 개선 및 생산량 회복세, 제고된 이익창출력 자금잉여 창출 기초 등 감안

자료: 신평3사, iM증권 리서치본부

K-IFRS 연결 요약 재무제표

재무상태표					포괄손익계산서				
(십억원)	2021	2022	2023	2024	(십억원, %)	2021	2022	2023	2024
유동자산	29,205	34,147	37,466	41,797	매출액	69,862	86,559	99,808	107,449
현금 및 현금성자산	11,534	11,554	14,353	13,567	증가율(%)	18.1	23.9	15.3	7.7
단기금융자산	4,533	2,055	2,296	5,285	매출원가	56,937	68,536	77,180	82,678
매출채권	1,788	2,237	2,475	3,561	매출총이익	12,925	18,023	22,629	24,771
재고자산	7,088	9,104	11,273	12,419	판매비와관리비	7,860	10,790	11,021	12,104
비유동자산	37,645	39,564	43,162	50,958	연구개발비	-	-	-	-
유형자산	15,584	15,383	16,104	18,279	기타영업수익	-	-	-	-
무형자산	2,832	2,906	3,310	4,094	기타영업비용	-	-	-	-
자산총계	66,850	73,711	80,628	92,756	영업이익	5,066	7,233	11,608	12,667
유동부채	21,563	25,378	25,674	26,977	증가율(%)	145.1	42.8	60.5	9.1
매입채무	7,920	9,703	10,369	10,455	영업이익률(%)	7.3	8.4	11.6	11.8
단기차입금	3,108	1,659	129	221	이자수익	142	346	907	1,020
유동성장기부채	1,359	1,825	1,034	920	이자비용	170	233	182	101
비유동부채	10,375	8,990	8,395	9,938	지분법이익(손실)	1,168	430	685	449
사채	3,297	3,099	2,502	2,176	기타영업외손익	60	13	25	-179
장기차입금	1,631	945	200	-	세전계속사업이익	6,394	7,502	12,677	13,500
부채총계	31,937	34,368	34,070	36,916	법인세비용	1,633	2,093	3,900	3,725
지배주주지분	34,910	39,338	46,552	55,831	세전계속이익률(%)	9.2	8.7	12.7	12.6
자본금	2,139	2,139	2,139	2,139	당기순이익	4,760	5,409	8,777	9,773
자본잉여금	1,561	1,561	1,561	1,561	순이익률(%)	6.8	6.2	8.8	9.1
이익잉여금	31,683	36,321	43,271	50,241	지배주주귀속 순이익	4,760	5,409	8,777	9,773
기타자본항목	-361	-554	-143	2,119	기타포괄이익	664	227	190	2,036
비지배주주지분	2	5	6	9	총포괄이익	5,425	5,636	8,968	11,811
자본총계	34,913	39,343	46,558	55,840	지배주주귀속총포괄이익	5,425	5,636	8,967	11,808

현금흐름표					주요신용지표				
(십억원)	2021	2022	2023	2024		2021	2022	2023	2024
영업활동 현금흐름	7,360	9,333	11,297	12,564	이익성				
당기순이익	4,760	5,409	8,777	9,773	영업이익률(%)	7.3	8.4	11.6	11.8
유형자산감가상각비	1,702	1,841	1,846	2,010	순이익률(%)	6.8	6.2	8.8	9.1
무형자산상각비	519	582	507	540	EBITDA마진(%)	10.4	11.2	14.0	14.2
지분법관련손실(이익)	1,168	430	685	449	EBITDA/이자비용(배)	42.9	41.4	76.7	149.9
투자활동 현금흐름	-4,424	-5,671	-3,107	-10,153	성장성				
유형자산의 처분(취득)	-	-	-	-	매출액증가율(%)	18.1	23.9	15.3	7.7
무형자산의 처분(취득)	587	608	797	1,203	영업이익증가율(%)	145.1	42.8	60.5	9.1
금융상품의 증감	1,168	364	685	449	순이익증가율(%)	220.0	13.63	62.28	11.36
재무활동 현금흐름	-1,621	-3,454	-5,596	-3,570	총자산증가율(%)	10.51	10.26	9.38	15.04
단기금융부채의증감	5	109	-	90	재무건전성				
장기금융부채의증감	-1,116	-2,081	-3,755	-923	부채비율(%)	91.5	87.4	73.2	66.1
자본의증감	-38	-110	-500	-500	유동비율(%)	135.4	134.6	145.9	154.9
배당금지급	-401	-1,203	-1,403	-2,194	총차입금/EBITDA(배)	1.3	0.8	0.3	0.2
현금및현금성자산의증감	1,315	207	2,593	-1,158	순차입금/EBITDA(배)	-1.1	-1.2	-1.2	-1.2
기초현금및현금성자산	10,161	11,534	11,554	14,353	총차입금의존도(%)	14.4	10.5	5.1	3.9
기말현금및현금성자산	11,534	11,554	14,353	13,567	순차입금의존도(%)	-11.9	-15.8	-20.3	-19.8

자료 : 기아, iM증권 리서치본부

LG씨엔에스

2025.05.16

신용등급 상향 트리거 충족

[크레딧] 이승재

2122-9143 lsj7845@imfnsec.com

국내 최대 온라인 플랫폼 사업 영위

동사는 1987년 1월 설립되었으며 LG계열사 중 하나로써 종합SI 사업을 영위하고 있다. 주된 사업으로는 IT 서비스로 LG전자, LG화학, LG유플러스 등 주력 계열사에 IT용역 서비스 등을 제공하고 있다. 국내 5곳의 사업장을 필두로 해외에는 미국과 일본을 비롯 총 13개의 사업장을 두고 있어 해외로의 사업 확장을 꾀하고 있다. 한편 25년 2월에는 유가증권시장에 상장되어 자본시장에서의 지위 제고를 노리고 있다.

실질적 무차입 구조 유지, 우수한 재무건전성 유지

동사의 총차입금은 24년말 연결재무제표 기준 6,937억원으로 23년 6,094억원대비 상승했다. 이로 인해 총차입금의존도 역시 15.1%에서 15.4%로 소폭 상승했다. 다만 현금 및 현금성자산이 23년대비 큰 폭 증가(23년말 5050억원, 24년말 10,770억원)함에 따라 마이너스 순차입 구조를 유지함과 동시에 순차입금 규모가 큰 폭 하락했다(-4,694억원). 21년 이후 무형자산투자(Singlex) 증가세가 있었지만 자본적지출이 24년들어 큰 폭 하락하고(CAPEX 24년 255억원으로 21년 929억원대비 감소) 영업활동현금흐름이 큰 폭 개선되면서 현금성자산의 대규모 축적이 이루어졌다. 이로 인해 순차입금/EBITDA 배율은 24년 -0.8배로 23년 -0.1배 대비 큰 폭 하락하며 우수한 재무안정성을 보여주었다. 한편 동사의 경우 24년 2월 유가증권시장에 상장되어 거래 중이다. 이를 통해 자본여력이 더욱 강화될 것으로 예상되며 자본시장 접근성 또한 제고될 것으로 전망한다.

IT 서비스 수요 확장과 더불어 중요 계열사와의 안정적 매출 생태계 구축

동사의 사업은 크게 Digital Business Service(SI, SM), 클라우드&AI, 스마트 엔지니어링으로 구성되어있다. 특히 삼성SDS, 현대오트메버와 더불어 국내 SI 업계에서 확고한 지위를 자리잡고 있다. 동사 수익성의 특징은 주요 LG계열사 간 계약을 통해 안정적인 매출액을 창출해낸다는 데 있다. 24년 거래금액(매출액 등) 기준으로 LG전자의 비중은 26.0%, LG화학은 24.1%, LG유플러스는 8.4%로 전체 비중의 58.5%를 차지한다. 주력 계열사향 매출 비중 확보를 통해 안정적인 수익성을 창출 중이다. 한편 동사의 매출액은 23년부터 5조원대를 크게 상회하면서 수익성이 제고 중이다. 클라우드 및 고수익 부문에서의 채산성 개선을 통해 우수한 영업이익성을 지속했다. 동사의 EBITDA는 21년부터 확대를 계속하여 EBITDA 마진은 24년 기준 10.3%를 기록하였다.

신용등급 상향 트리거 충족

동사의 신용등급 상향 트리거는 신평사별로 상이하긴 하나, EBITDA 마진, 영업이익/매출액이 7% 상회, 총차입금/EBITDA 배수가 1.5~2배 이하로 안정적으로 유지될 것으로 예상되는 경우이다(KIS, NICE). 동사의 24년 동 지표는 각각 10.3%, 1.1배로 상향 가능성 수준을 이미 맞추었다.

신용등급

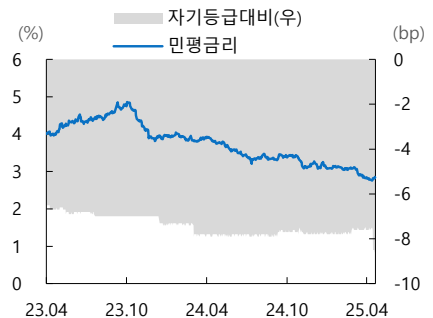
AA-/P, AA0/S

Company Indicator

설립일	1987.01.14
형태/규모	상장/대기업
자산총계	4,505십억원
자본총계	2,123십억원
부채총계	2,382십억원
매출총계	5,983십억원
회사채 발행잔액	390십억원

3년 민평금리	2.836%
국고채 대비 스프레드	48.6bp
자기등급대비 스프레드	-8.6bp

발행사 민평금리 및 자기등급대비 스프레드 추이

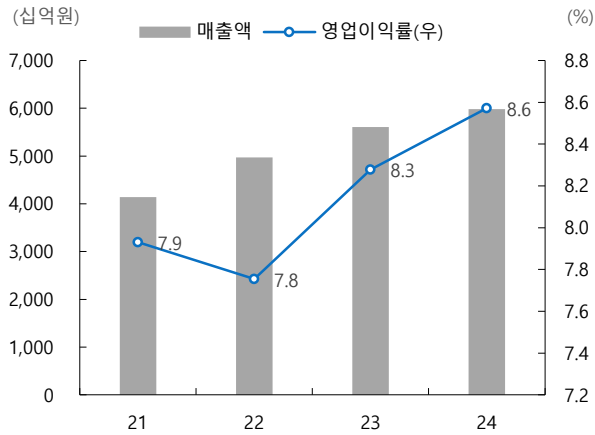


주3년물 기준

FY(십억원,%,배)	2021	2022	2023	2024
매출액	4,143	4,970	5,605	5,983
영업이익	329	385	464	513
순이익	236	265	332	365
순운전자본	948	843	1,494	1,583
총차입금	575	747	609	694
순차입금	-167	-93	-57	-469
부채비율	127.4	137.0	116.3	112.2
총차입금/EBITDA	1.4	1.6	1.1	1.1
순차입금/EBITDA	-0.4	-0.2	-0.1	-0.8
EBITDA/이자비용	30.2	34.8	15.3	23.1

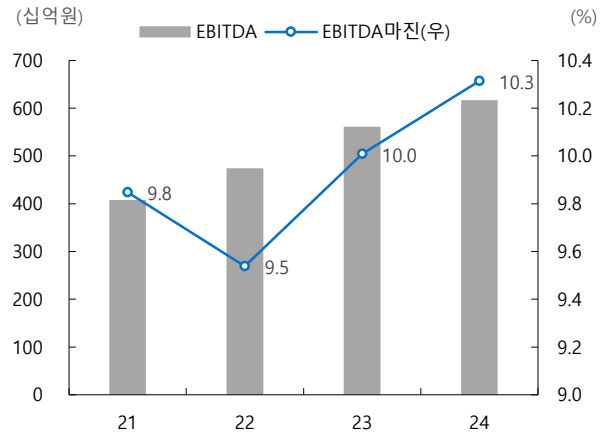
주:K-IFRS 연결 요약 재무제표

그림1. 매출액 및 영업이익률 추이



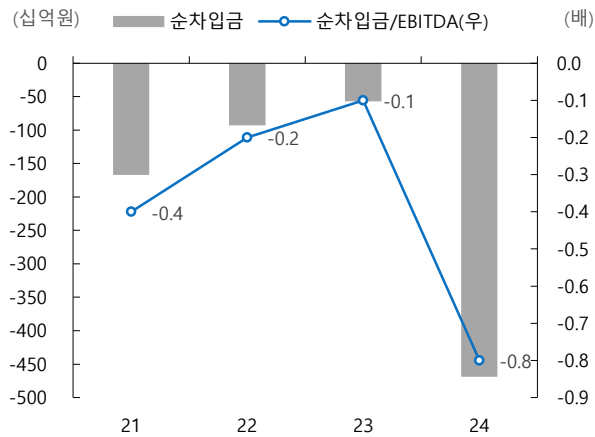
자료: LG씨엔에스, iM증권 리서치본부

그림2. EBITDA 및 EBITDA마진 추이



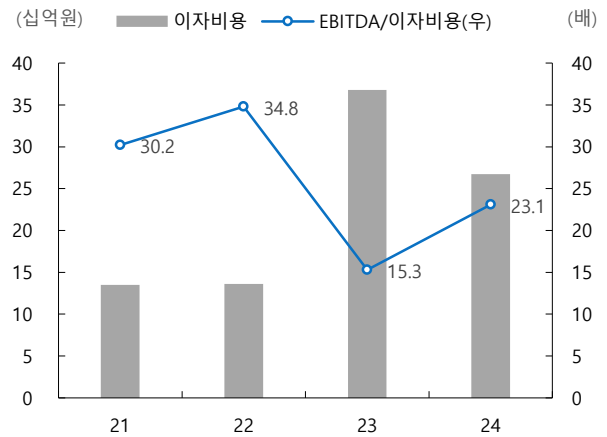
자료: LG씨엔에스, iM증권 리서치본부

그림3. 순차입금 및 순차입금/EBITDA 추이



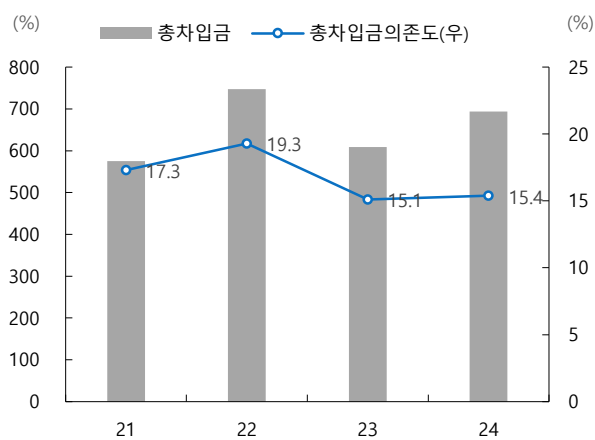
자료: LG씨엔에스, iM증권 리서치본부

그림4. 이자비용 및 EBITDA/이자비용 추이



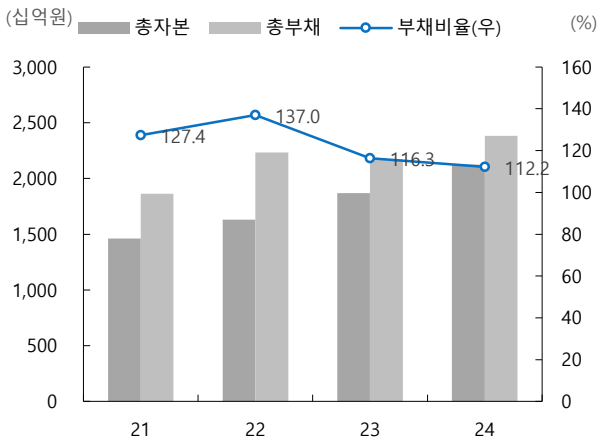
자료: LG씨엔에스, iM증권 리서치본부

그림5. 총차입금 및 총차입금의존도 추이



자료: LG씨엔에스, iM증권 리서치본부

그림6. 총자본, 총부채 및 부채비율 추이



자료: LG씨엔에스, iM증권 리서치본부

표1. 발행사 잔존채권 요약

종목명	발행일	만기일	발행액(억)	만평수익률	신용등급	보증형태
엘지씨엔에스 12-3	2020-05-14	2027-05-14	1,000	3.042	AA-	무보증
엘지씨엔에스13-2	2023-03-10	2026-03-10	2,300	2.983	AA-	무보증
엘지씨엔에스13-3	2023-03-10	2028-03-10	600	3.075	AA-	무보증

자료: 인포맥스, iM증권 리서치본부

표2. 장외시장 잔존채권별 투자자 잔고 현황(억원)

종목명	외국인	기금+보험	운용(공모)	은행	종금/상호	정부	기타법인	개인	운용(사모)	선물	발행잔액
엘지씨엔에스 12-3		-100				100					1,000
엘지씨엔에스13-2		-270	300	-100		100	-110		-20		2,300
엘지씨엔에스13-3						100					600

자료: 인포맥스, iM증권 리서치본부

표3. 동사 신용등급/전망 변동 추이(최근 5년)

평가사	등급변동	적용등급			변동요인
		변경전	변경후	변경일	
KIS	등급상향	AA-/P	AA/S	25/5/9	업계 최상위권 수주경쟁력과 공고한 Captive 수요 상장에 따른 자본확충으로 투자여력 강화, 향상된 영업현금흐름 창출력
KIS, NICE	전망상향	AA-/S	AA-/P	24/12/10	우수한 경쟁지위에 기반한 안정적 잉여현금 창출 능력 우수한 영역수익성 실현 지속, 유상증자 등을 통해 재무안정성 개선 기대
KR	전망상향	AA-/S	AA-/P	24/12/02	사업경쟁력 제고 추세 속 안정적인 영업수익성 유지 실질적 무차입구조 등 우수한 재무안정성 견지

자료: 신평3사, iM증권 리서치본부

K-IFRS 연결 요약 재무제표

재무상태표					포괄손익계산서				
(십억원)	2021	2022	2023	2024	(십억원, %)	2021	2022	2023	2024
유동자산	2,330	2,848	3,037	3,435	매출액	4,143	4,970	5,605	5,983
현금 및 현금성자산	608	728	505	1,077	증가율(%)	23.3	19.9	12.8	6.7
단기금융자산	134	111	162	87	매출원가	3,526	4,238	4,770	5,051
매출채권	1,108	1,392	1,532	1,662	매출총이익	617	732	835	931
재고자산	51	55	66	46	판매비와관리비	288	347	371	418
비유동자산	994	1,017	1,003	1,069	연구개발비	-	-	-	-
유형자산	623	628	607	667	기타영업수익	-	-	-	-
무형자산	119	104	88	64	기타영업비용	-	-	-	-
자산총계	3,325	3,865	4,041	4,505	영업이익	329	385	464	513
유동부채	1,382	2,005	1,543	1,852	증가율(%)	33.5	17.3	20.4	10.5
매입채무	654	740	768	794	영업이익률(%)	7.9	7.8	8.3	8.6
단기차입금	23	277	3	6	이자수익	8	13	33	31
유동성장기부채	102	274	16	202	이자비용	14	14	37	27
비유동부채	480	229	629	529	지분법이익(손실)	4	5	15	5
사채	409	150	549	389	기타영업외손익	3	-1	-7	-1
장기차입금	-	-	-	0	세전계속사업이익	316	365	443	485
부채총계	1,863	2,234	2,172	2,382	법인세비용	81	100	110	121
지배주주지분	1,457	1,626	1,863	2,115	세전계속이익률(%)	7.6	7.3	7.9	8.1
자본금	47	47	47	47	당기순이익	236	265	332	365
자본잉여금	47	47	47	47	순이익률(%)	5.7	5.3	5.9	6.1
이익잉여금	1,382	1,553	1,772	2,003	지배주주귀속 순이익	236	265	332	365
기타자본항목	-19	-21	-3	18	기타포괄이익	11	0	9	20
비지배주주지분	5	5	5	8	총포괄이익	246	265	341	385
자본총계	1,462	1,631	1,868	2,123	지배주주귀속총포괄이익	247	265	341	384

현금흐름표					주요신용지표				
(십억원)	2021	2022	2023	2024		2021	2022	2023	2024
영업활동 현금흐름	181	162	144	715	이익성				
당기순이익	236	265	332	365	영업이익률(%)	7.9	7.8	8.3	8.6
유형자산감가상각비	65	70	76	86	순이익률(%)	5.7	5.3	5.9	6.1
무형자산상각비	14	19	22	18	EBITDA마진(%)	9.8	9.5	10.0	10.3
지분법관련손실(이익)	4	5	15	5	EBITDA/이자비용(배)	30.2	34.8	15.3	23.1
투자활동 현금흐름	-110	-97	-114	-13	성장성				
유형자산의 처분(취득)	-	-	-	-	매출액증가율(%)	23.3	19.9	12.8	6.7
무형자산의 처분(취득)	54	29	14	6	영업이익증가율(%)	33.5	17.3	20.4	10.5
금융상품의 증감	4	5	15	5	순이익증가율(%)	41.1	12.8	25.4	9.8
재무활동 현금흐름	-185	55	-255	-141	총자산증가율(%)	15.3	16.3	4.5	11.5
단기금융부채의증감	-7	254	-275	3	재무건전성				
장기금융부채의증감	-90	-90	140	0	부채비율(%)	127.4	137.0	116.3	112.2
자본의증감	-	-	-	-	유동비율(%)	168.6	142.0	196.8	185.5
배당금지급	-75	-95	-104	-133	총차입금/EBITDA(배)	1.4	1.6	1.1	1.1
현금및현금성자산의증감	-114	120	-225	561	순차입금/EBITDA(배)	-0.4	-0.2	-0.1	-0.8
기초현금및현금성자산	720	608	728	505	총차입금의존도(%)	17.3	19.3	15.1	15.4
기말현금및현금성자산	608	728	505	1,077	순차입금의존도(%)	-5.0	-2.4	-1.4	-10.4

자료 : LG씨엔에스, iM증권 리서치본부

NAVER

2025.05.16

차입금 축소구간에 돌입, 안정적 현금흐름

[크레딧] 이승재
2122-9143 lsj7845@imfnsec.com

국내 최대 온라인 플랫폼 사업 영위

동사는 1999년 6월 설립되었으며 국내 최대 온라인 플랫폼 업체이다. 서치플랫폼, 커머스, 핀테크, 클라우드 등 온라인을 통한 다양한 사업을 영위 중이며 2011년 출시한 모바일 메신저 'LINE'을 통해 일본 및 동남아 등에도 온라인 서비스를 제공 중이다. 한편 동사의 웹툰서비스회사인 웹툰엔터테인먼트는 현재 미국 NASDAQ에 상장되어 거래 중으로 글로벌 입지 강화에도 속도를 내고 있다.

차입금 축소구간 돌입 및 우수한 재무건전성

동사의 총차입금은 24년말 연결재무제표 기준 3조8,019억원으로 23년대비 -9.0% 감소했다. 자본시장 상장을 통한 현금 확보를 통해 동사의 차입구조 개선이 가속화되고 있다. 한편 동사의 순차입금은 3년 연속 마이너스를 기록(22년 -4,880억원, 23년 -9,036억원, 24년 -3조6,661억원)하면서 우수한 차입구조를 지니고 있다. 신사옥 및 IDC센터 건립 관련 자본지출에 따른 차입금 증가도 마무리 수순에 다다랐기 때문에 재무건전성이 더욱 확대될 전망이다. 한편 동사의 부채비율은 4년연속 40%대를 유지하며 우수한 재무건전성을 보여주고 있다. 이는 동종기업 대비해서도 뛰어난 수준이다. 특히 24년도에는 자본확장세에 부채비율이 41.4%로 23년 47.4%대비 6.0%p 낮아졌다.

확고한 시장지위와 더불어 주력 사업에서 수익성 향상 중

동사는 판관비의 꾸준한 상승에도 불구하고 안정적인 외형성장세에 따른 매출액 증가가 이를 상쇄하며 안정적인 영업이익을 구가하고 있다. 동사의 영업이익률은 연결재무제표 기준 4년연속 15%(24년 18.4%)를 웃돌면서 높은 수준을 보여주고 있다. 또한 동사의 이익성장세는 가속화되어가고 있다. 서치플랫폼 및 커머스 사업의 호조가 이를 뒷받침하고 있다. 동사의 서치플랫폼 부문 매출액은 3조9,462억원으로 23년대비 9.9% 성장했다. 플레이스 광고 등 상품 개선 및 외부매체 확장 효과와 소비자 타게팅 고도화가 맞물리며 서치플랫폼 부문 성장을 견인했다. 커머스 부문 매출액은 24년 2조9,230억원으로 23년대비 14.8% 성장했다. 커머스 부문에서는 UI 개선과 개인화 광고 확대 등을 통해 효율성 및 수익성이 동시에 강화되었다. 동사는 내수 부진과 온라인 플랫폼에서의 경쟁 구도 확대 등에 직면해있음에도 불구하고 오랜 기간 동안 구축한 사업 입지를 활용해 안정적인 실적을 구가하고 있다.

안정적 현금흐름 창출이 무기

동사의 연결재무제표 기준 잉여현금흐름(FCF)는 24년 4분기 기준 4,380억원이다. 업계 경쟁 가속화에 따라 인건비 및 사업비용 증가에도 수익성 향상이 안정적인 현금흐름창출로 이어지고 있다. 동사는 단기차입금 중심 타이트한 재무구조를 앞으로도 유지할 가능성이 많은 만큼 우수한 현금흐름을 유지 가능할 것으로 전망한다.

신용등급

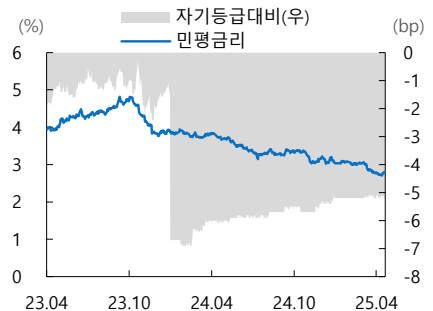
AA+/S

Company Indicator

설립일	1999.06.02
형태/규모	상장/대기업
자산총계	38,168십억원
자본총계	27,001십억원
부채총계	11,167십억원
매출총계	10,738십억원
회사채 발행잔액	650십억원

3년 민평금리	2.789%
국고채 대비 스프레드	43.9bp
자기등급대비 스프레드	-5.2bp

발행사 민평금리 및 자기등급대비 스프레드 추이

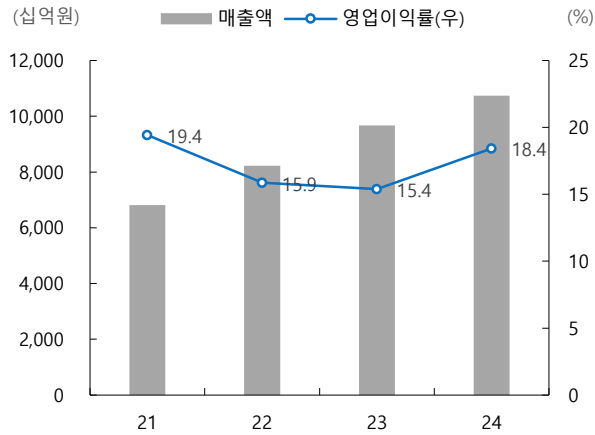


주3년물 기준

FY(십억원,%,배)	2021	2022	2023	2024
매출액	6,818	8,220	9,671	10,738
영업이익	1,325	1,305	1,489	1,979
순이익	16,490	760	1,012	1,923
순운전자본	1,605	959	723	3,283
총차입금	3,961	4,197	4,179	3,802
순차입금	20	-488	-903	-3,666
부채비율	40.2	44.6	47.4	41.4
총차입금/EBITDA	2.3	2.2	2.0	1.4
순차입금/EBITDA	0.0	-0.3	-0.4	-1.4
EBITDA/이자비용	38.9	26.0	16.3	25.3

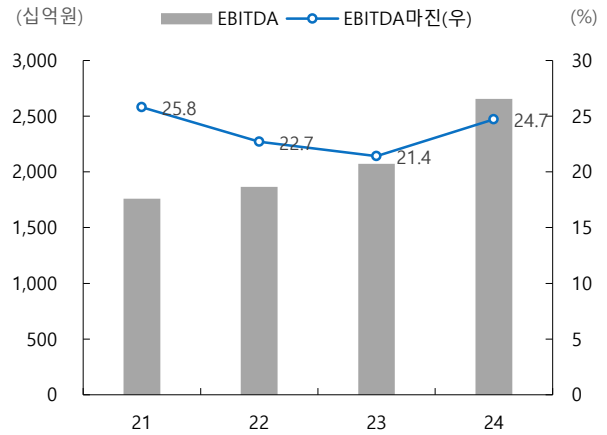
주:K-IFRS 연결 요약 재무제표

그림1. 매출액 및 영업이익률 추이



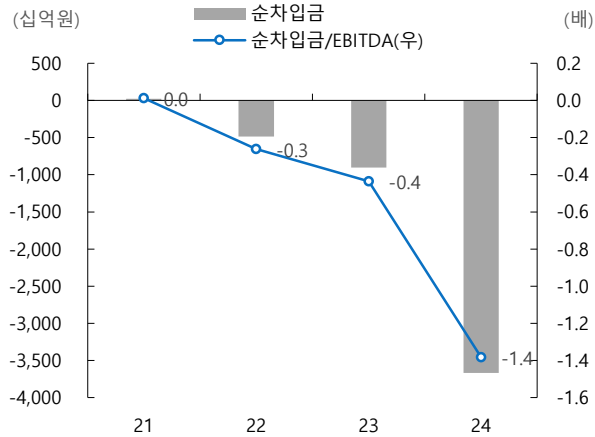
자료: NAVER, iM증권 리서치본부

그림2. EBITDA 및 EBITDA마진 추이



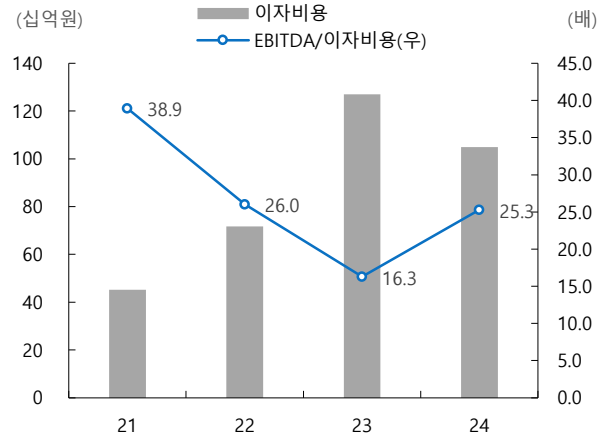
자료: NAVER, iM증권 리서치본부

그림3. 순차입금 및 순차입금/EBITDA 추이



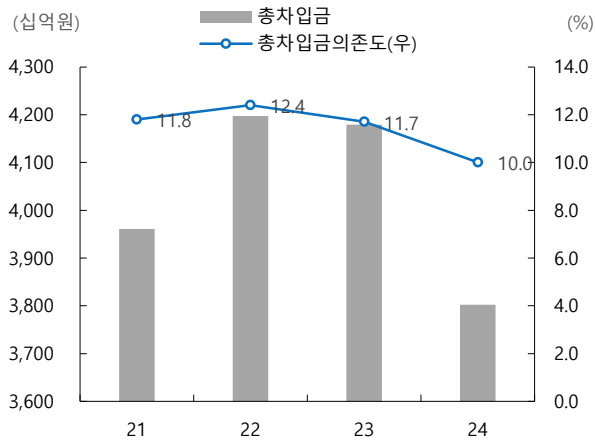
자료: NAVER, iM증권 리서치본부

그림4. 이자비용 및 EBITDA/이자비용 추이



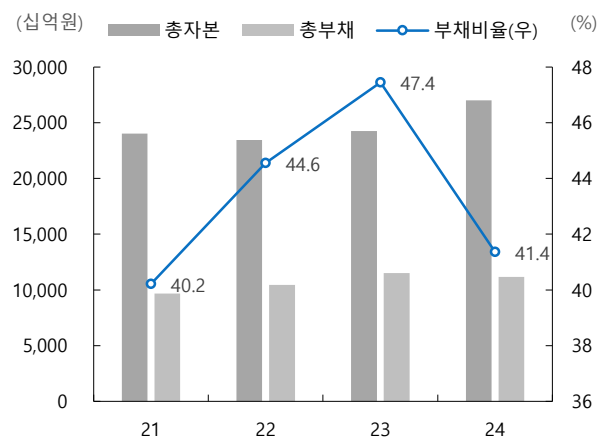
자료: NAVER, iM증권 리서치본부

그림5. 총차입금 및 총차입금의존도 추이



자료: NAVER, iM증권 리서치본부

그림6. 총자본, 총부채 및 부채비율 추이



자료: NAVER, iM증권 리서치본부

표1. 발행사 잔존채권 요약

종목명	발행일	만기일	발행액(억)	민평수익률	신용등급	보증형태
네이버 4-2	2021-02-25	2026-02-25	4,500	2.934	AA+	무보증
네이버5-1	2024-01-24	2027-01-24	1,700	2.982	AA+	무보증
네이버5-2	2024-01-24	2029-01-24	300	3.06	AA+	무보증

자료: 인포맥스, iM증권 리서치본부

표2. 장애인시장 잔존채권별 투자자 잔고 현황(억원)

[illegible]

자료: 인포맥스, iM증권 리서치본부

표3. 동사 신용등급/전망 변동 추이(최근 5년)

[illegible]

자료: 신평3사, iM증권 리서치본부

K-IFRS 연결 요약 재무제표

재무상태표					포괄손익계산서				
(십억원)	2021	2022	2023	2024	(십억원, %)	2021	2022	2023	2024
유동자산	5,528	6,440	7,028	9,375	매출액	6,818	8,220	9,671	10,738
현금 및 현금성자산	2,781	2,724	3,576	4,196	증가율(%)	28.5	20.6	17.6	11.0
단기금융자산	799	1,242	827	2,927	매출원가	-	-	-	-
매출채권	419	530	1,678	1,551	매출충이익	6,818	8,220	9,671	10,738
재고자산	6	9	15	22	판매비와관리비	5,492	6,915	8,182	8,758
비유동자산	28,163	27,459	28,710	28,793	연구개발비	-	-	-	-
유형자산	2,402	3,197	3,433	3,227	기타영업수익	-	-	-	-
무형자산	932	1,481	3,446	3,657	기타영업비용	-	-	-	-
자산총계	33,691	33,899	35,738	38,168	영업이익	1,325	1,305	1,489	1,979
유동부채	3,923	5,481	6,306	6,092	증가율(%)	9.1	-1.6	14.1	32.9
매입채무	-	-	-	-	영업이익률(%)	19.4	15.9	15.4	18.4
단기차입금	343	261	333	135	이자수익	9	59	101	174
유동성장기부채	224	1,313	678	408	이자비용	45	72	127	105
비유동부채	5,740	4,968	5,194	5,075	지분법이익(손실)	545	97	267	145
사채	1,637	1,705	1,656	2,007	기타영업외손익	-107	-107	-25	-77
장기차입금	1,552	328	994	863	세전계속사업이익	2,126	1,084	1,481	2,322
부채총계	9,664	10,449	11,500	11,167	법인세비용	649	411	496	390
지배주주지분	23,536	22,744	23,206	25,460	세전계속이익률(%)	31.2	13.2	15.3	21.6
자본금	16	16	16	16	당기순이익	16,490	760	1,012	1,923
자본잉여금	133	133	133	133	순이익률(%)	241.9	9.2	10.5	17.9
이익잉여금	23,080	23,646	24,544	25,965	지배주주귀속 순이익	16,490	760	1,012	1,923
기타자본항목	1,157	-239	-909	-44	기타포괄이익	-253	-1,388	-261	699
비지배주주지분	492	706	1,032	1,541	총포괄이익	16,225	-715	724	2,631
자본총계	24,027	23,450	24,238	27,001	지배주주귀속총포괄이익	16,233	-681	749	2,561

현금흐름표					주요신용지표				
(십억원)	2021	2022	2023	2024		2021	2022	2023	2024
영업활동 현금흐름	1,380	1,453	2,002	2,590	이익성				
당기순이익	16,490	760	1,012	1,923	영업이익률(%)	19.4	15.9	15.4	18.4
유형자산감가상각비	412	519	528	609	순이익률(%)	241.9	9.2	10.5	17.9
무형자산상각비	21	42	54	65	EBITDA마진(%)	25.8	22.7	21.4	24.7
지분법관련손실(이익)	545	97	267	145	EBITDA/이자비용(배)	38.9	26.0	16.3	25.3
투자활동 현금흐름	-13,999	-1,216	-950	-1,340	성장성				
유형자산의 처분(취득)	-	-	-	-	매출액증가율(%)	28.5	20.6	17.6	11.0
무형자산의 처분(취득)	52	56	52	28	영업이익증가율(%)	9.1	-1.6	14.1	32.9
금융상품의 증감	545	97	267	145	순이익증가율(%)	1,850.0	-95.9	46.3	96.1
재무활동 현금흐름	11,642	-339	-110	-770	총자산증가율(%)	98.0	0.6	5.4	6.8
단기금융부채의증감	1,329	-113	464	-278	재무건전성				
장기금융부채의증감	11,002	6	395	54	부채비율(%)	40.2	44.6	47.4	41.4
자본의증감	216	61	28	32	유동비율(%)	140.9	117.5	111.5	153.9
배당금지급	-60	-213	-62	-119	총차입금/EBITDA(배)	2.3	2.2	2.0	1.4
현금및현금성자산의증감	-977	-102	942	480	순차입금/EBITDA(배)	0.0	-0.3	-0.4	-1.4
기초현금및현금성자산	3,846	2,781	2,724	3,576	총차입금의존도(%)	11.8	12.4	11.7	10.0
기말현금및현금성자산	2,781	2,724	3,576	4,196	순차입금의존도(%)	0.1	-1.4	-2.5	-9.6

자료 : NAVER, iM증권 리서치본부

현대글로비스

2025.05.16

AA+로 상향 가능성 가시적

[크레딧] 이승재
2122-9143 lsj7845@imfnsec.com

현대차그룹내 종합물류사업 담당

동사는 2001년 설립되어 현대자동차그룹 내에서 종합물류사업을 영위하고 있다. 특히 현대차, 기아차 등 그룹내 완성차를 운송하는 사업을 중심으로 성장했으며, CKD(자동차 부품 등 반조립제품 운송) 사업부터 현대차그룹 계열 원료 수입 서비스까지 도맡아 하고 있다. 현대차그룹 내 계열사향 매출비중이 70%를 넘는 것이 특징이며 동사의 사업 형태는 24년 매출액 기준 물류 34.9%, 해운 18.0%, 유통 47.1%로 구성되어 있다.

증가하는 CAPEX 부담에도 잉여현금흐름창출력 우수

동사의 장점 중 하나는 우수한 재무건전성이다. 동사는 23년부터 부의 순차입 구조를 시현하면서 현금성자산이 차입금을 상회하기 시작했다. 24년에도 순차입금이 -769억원을 기록하면서 동 지표를 유지했다. 총차입금이 24년 4조3,255억원으로 23년 3조7,446억원대비 15.5% 증가하긴 했으나 현금성자산의 축적이 더욱 크게 이루어졌다. EBITDA 창출 수준 또한 우수하며 총차입금/EBITDA 비율도 3개년 연속 1배 수준을 유지하고 있다. 한편 동사는 24년부터 30년까지 약 9조원 규모의 CAPEX 투자 계획(신규 LNG선 건조 등 선대 확충과 물류인프라 구축)을 발표했다. 연간 1조원이 넘는 금액으로 자본 투자 부담이 늘어날 것으로 전망했으나 그간 수익 누적을 통한 잉여현금흐름 확보를 통해 순차입 상태를 유지했다. 24년 잉여현금흐름(FCF)은 연결 기준 1조2,131억원으로 23년 1조9,245억원 대비 줄어들었지만 그럼에도 우수한 수준이다. 이후에도 보유 현금흐름수준 및 창출력을 감안하면 외부 차입 등 재무부담 증가는 제한적 수준에서 그칠 전망이다.

현대차그룹 계열사 중심 안정적인 매출구조

동사의 매출액 비중 중 약 70%를 넘는 수준이 현대차그룹 계열사향으로 이루어져 있어 계열사 중심 안정적 매출구조가 특징이다. 동사는 3개년 연속 2조원이 넘는 EBITDA 창출을 통해 한단계 수익성이 레벨업했다. 23년 전반적 실적 저하를 겪긴 했지만 해외 완성차 내륙운송 및 A/S 부품 물동량 증가 및 우호적 환율 효과와 더불어 CKD사업에서 KD부품 안전재고 수요 증가를 통해 24년 우수한 수익성을 시현했다. 동사의 경우 현대차그룹 중심 우호적인 물량 수요(장기운송계약 체결)와 더불어 BYD 등 해외 완성차업체와의 물류협업 강화, CKD 공급 국가 확대 및 매출처 다변화를 통해 안정적인 수익성을 시현 가능할 전망이다. 이는 우호적 영업현금흐름 창출로 이어져 CAPEX 부담을 상쇄시킬 수 있을 것이다.

등급 상향 가능성 중기적으로 가시적

현재 동사의 신용등급은 AA0 및 AA+ 스플릿 구조이다. 동사의 등급 상향 Key Point는 투자 확대가 수익성 향상으로 연결 가능할지(EBITDA 규모 증가), 증가하는 CAPEX를 차입 확대가 아닌 보유 현금으로 충당 가능한지 여부가 될 것이다. 참고로 AA0/P를 부여한 NICE신용평가의 경우 EBITDA마진 10% 상회 및 총차입금/EBITDA 1.5배 하회가 트리거이다. 현재 EBITDA마진 8.5%, 총차입금/EBITDA 1.8배를 기록하고 있어 등급상향 가능성은 중기적으로 가시적이다.

신용등급

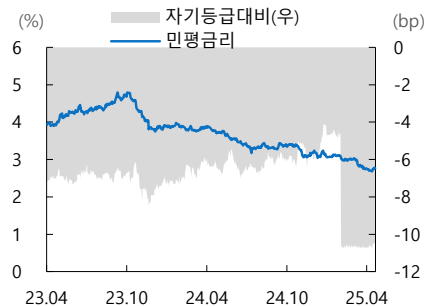
AA0/P, AA+/S

Company Indicator

설립일	2001.02.22
형태/규모	상장/대기업
자산총계	16,849십억원
자본총계	8,809십억원
부채총계	8,040십억원
매출총계	28,407십억원
회사채 발행잔액	410십억원

3년 민평금리	2.769%
국고채 대비 스프레드	41.9bp
자기등급대비 스프레드	-10.3bp

발행사 민평금리 및 자기등급대비 스프레드 추이

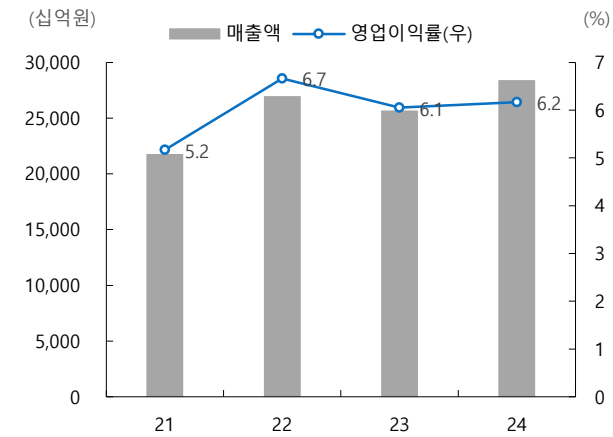


주3년물 기준

FY(십억원,%,배)	2021	2022	2023	2024
매출액	21,780	26,982	25,683	28,407
영업이익	1,126	1,799	1,554	1,753
순이익	783	1,190	1,061	1,094
순운전자본	3,025	3,838	4,304	4,551
총차입금	3,368	3,729	3,745	4,326
순차입금	882	642	-260	-77
부채비율	109.4	101.7	89.2	91.3
총차입금/EBITDA	2.2	1.6	1.8	1.8
순차입금/EBITDA	0.6	0.3	-0.1	0.0
EBITDA/이자비용	21.7	20.2	12.4	12.8

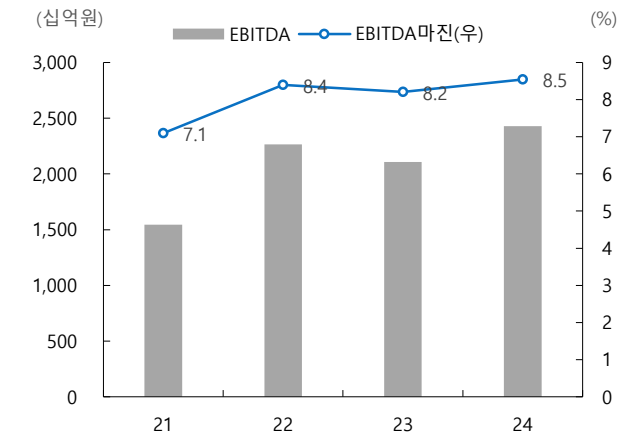
주:K-IFRS 연결 요약 재무제표

그림1. 매출액 및 영업이익률 추이



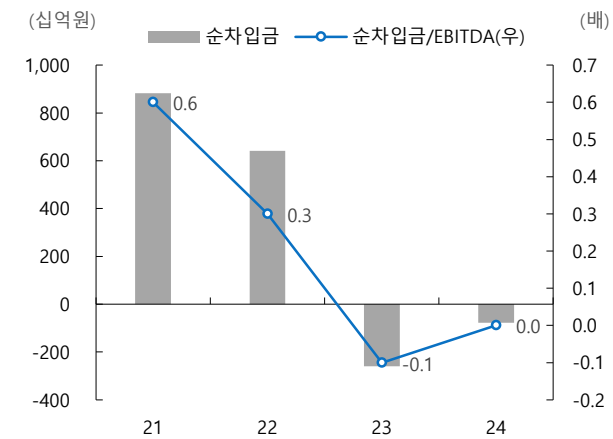
자료: 현대글로비스, iM증권 리서치본부

그림2. EBITDA 및 EBITDA마진 추이



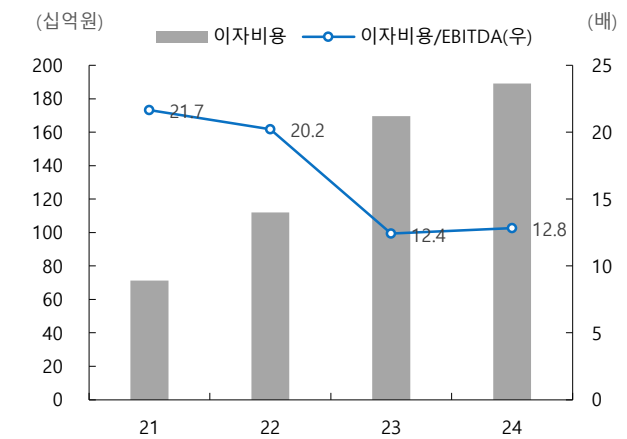
자료: 현대글로비스, iM증권 리서치본부

그림3. 순차입금 및 순차입금/EBITDA 추이



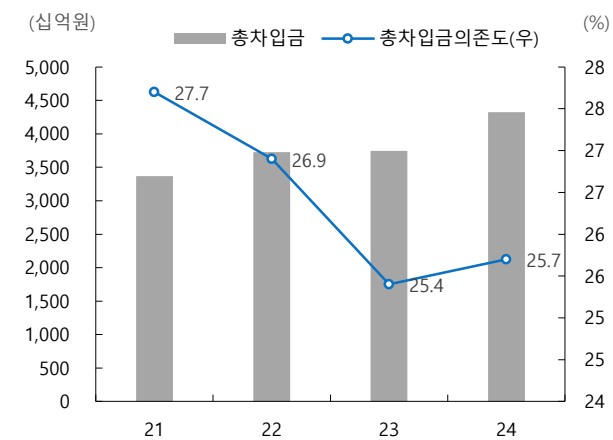
자료: 현대글로비스, iM증권 리서치본부

그림4. 이자비용 및 EBITDA/이자비용 추이



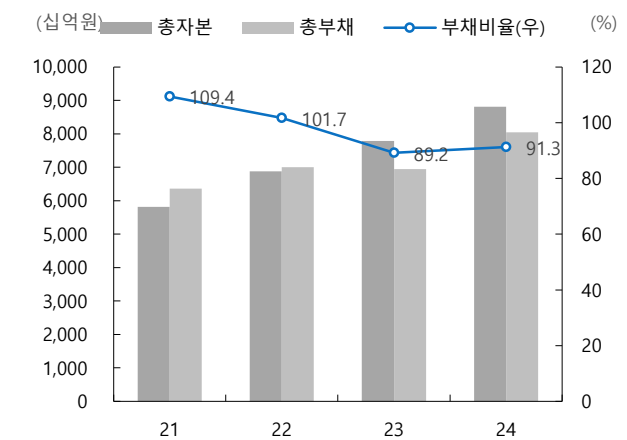
자료: 현대글로비스, iM증권 리서치본부

그림5. 총차입금 및 총차입금의존도 추이



자료: 현대글로비스, iM증권 리서치본부

그림6. 총자본, 총부채 및 부채비율 추이



자료: 현대글로비스, iM증권 리서치본부

표1. 발행사 잔존채권 요약

종목명	발행일	만기일	발행액(억)	만평수익률	신용등급	보증형태
현대글로비스 1-2	2020-02-25	2027-02-25	1,100	2.998	AA	무보증
현대글로비스2-1	2025-02-25	2028-02-25	1,600	3.02	AA	무보증
현대글로비스2-2	2025-02-25	2030-02-25	1,400	3.128	AA	무보증

자료: 인포맥스, iM증권 리서치본부

표2. 장외시장 잔존채권별 투자자 잔고 현황(억원)

종목명	외국인	기금+보험	운용(공모)	은행	종금/상호	정부	기타법인	개인	운용(사모)	선물	발행잔액
현대글로비스 1-2		-200	100	400	-100		-100				1,100
현대글로비스2-1		400	300								1,600
현대글로비스2-2			150			150					1,400

자료: 인포맥스, iM증권 리서치본부

표3. 동사 신용등급/전망 변동 추이(최근 5년)

평가사	등급변동	적용등급			변동요인
		변경전	변경후	변경일	
KR	전망상향	AA/S	AA/P	25/5/13	실질적 무차입구조로 재무안정성 매우 우수 대규모 투자 계획에도 매우 우수한 재무구조 유지 전망
NICE	전망상향	AA/S	AA/P	25/1/2	계열 중심의 안정적인 사업기반과 함께 개선된 영업실적 지속 부의 순차입금 시현 등 매우 우수한 재무구조 유지 전망
KIS	신규	-	AA+/S	24/12/6	현대자동차그룹 물류회사로서 계열사 물량 기반의 높은 사업안정성 건조한 이익창출력과 우수한 재무안정성
KR	신규	-	AA/S	24/5/10	우량한 계열과의 거래 바탕으로 사업기반 견고 전반적인 재무역량 매우 우수

자료: 신평3사, iM증권 리서치본부

K-IFRS 연결 요약 재무제표

재무상태표					포괄손익계산서				
(십억원)	2021	2022	2023	2024	(십억원, %)	2021	2022	2023	2024
유동자산	6,968	8,182	8,772	9,861	매출액	21,780	26,982	25,683	28,407
현금 및 현금성자산	1,645	2,060	2,291	3,277	증가율(%)	31.8	23.9	-4.8	10.6
단기금융자산	867	67	1,727	1,135	매출원가	20,288	24,680	23,592	25,957
매출채권	2,579	3,102	2,868	3,070	매출충이익	1,492	2,301	2,091	2,450
재고자산	1,370	1,452	1,348	1,724	판매비와관리비	365	503	537	697
비유동자산	5,203	5,696	5,954	6,988	연구개발비	5	8	11	11
유형자산	3,865	4,470	4,726	5,717	기타영업수익	-	-	-	-
무형자산	102	104	136	172	기타영업비용	-	-	-	-
자산총계	12,171	13,878	14,725	16,849	영업이익	1,126	1,799	1,554	1,753
유동부채	3,943	4,344	4,468	5,311	증가율(%)	70.1	59.7	-13.6	12.8
매입채무	1,902	1,842	1,791	2,181	영업이익률(%)	5.2	6.7	6.1	6.2
단기차입금	953	1,021	1,047	1,059	이자수익	30	49	120	182
유동성장기부채	406	468	627	928	이자비용	71	112	170	189
비유동부채	2,416	2,654	2,474	2,729	지분법이익(손실)	21	-9	-7	-122
사채	299	299	300	110	기타영업외손익	4	2	9	-6
장기차입금	710	659	559	584	세전계속사업이익	985	1,597	1,453	1,545
부채총계	6,359	6,998	6,941	8,040	법인세비용	202	405	383	445
지배주주지분	5,802	6,866	7,755	8,773	세전계속이익률(%)	4.5	5.9	5.7	5.4
자본금	19	19	19	38	당기순이익	783	1,190	1,061	1,094
자본잉여금	154	154	154	135	순이익률(%)	3.6	4.4	4.1	3.9
이익잉여금	5,620	6,679	7,513	8,359	지배주주귀속 순이익	783	1,190	1,061	1,094
기타자본항목	10	14	70	242	기타포괄이익	70	16	49	163
비지배주주지분	10	14	29	36	총포괄이익	853	1,209	1,119	1,262
자본총계	5,812	6,880	7,784	8,809	지배주주귀속총포괄이익	853	1,206	1,109	1,255

현금흐름표					주요신용지표				
(십억원)	2021	2022	2023	2024		2021	2022	2023	2024
영업활동 현금흐름	1,106	1,559	2,242	2,122	이익성				
당기순이익	783	1,190	1,061	1,094	영업이익률(%)	5.2	6.7	6.1	6.2
유형자산감가상각비	402	447	538	655	순이익률(%)	3.6	4.4	4.1	3.9
무형자산상각비	17	19	15	19	EBITDA마진(%)	7.1	8.4	8.2	8.5
지분법관련손실(이익)	21	-9	-7	-122	EBITDA/이자비용(배)	21.7	20.2	12.4	12.8
투자활동 현금흐름	-349	-527	-1,007	-489	성장성				
유형자산의 처분(취득)	-	-	-	-	매출액증가율(%)	31.8	23.9	-4.8	10.6
무형자산의 처분(취득)	11	4	5	22	영업이익증가율(%)	70.1	59.7	-13.6	12.8
금융상품의 증감	21	-9	-7	-122	순이익증가율(%)	29.2	52.3	-10.3	2.8
재무활동 현금흐름	-562	-438	-701	-703	총자산증가율(%)	11.7	14.0	6.1	14.4
단기금융부채의증감	-70	227	48	264	재무건전성				
장기금융부채의증감	37	-114	-147	53	부채비율(%)	109.4	101.7	89.2	91.3
자본의증감	-	-	-	0	유동비율(%)	176.7	188.4	196.3	185.7
배당금지급	-131	-143	-214	-236	총차입금/EBITDA(배)	2.2	1.6	1.8	1.8
현금및현금성자산의증감	194	594	534	930	순차입금/EBITDA(배)	0.6	0.3	-0.1	0.0
기초현금및현금성자산	1,401	1,645	2,060	2,291	총차입금의존도(%)	27.7	26.9	25.4	25.7
기말현금및현금성자산	1,645	2,060	2,291	3,277	순차입금의존도(%)	7.2	4.6	-1.8	-0.5

자료 : 현대글로비스, iM증권 리서치본부

삼성바이오로직스

2025.05.16

성공적인 외형 확장, 공격적인 등급 상향

[크레딧] 이승재
2122-9143 lsj7845@imfnsec.com

글로벌 상위권 바이오의약품 CMDO 생산능력 보유

동사는 2011년 설립되었으며 삼성그룹 내에서 바이오의약품 CMDO 및 바이오시밀러 개발사업을 영위하고 있다. 삼성바이오에피스와 함께 그룹5대 신사업 중 하나인 바이오제약사업을 담당하고 있으며 22년 바이오에피스를 인수하여 종속기업으로 편입했다.

재무안정성 우수, 삼성의 지원능력까지 보유

동사의 24년 연결기준 총차입금은 1조4,862억원으로 23년 1조9,093억원대비 하락했다. 이로 인해 총차입금의존도도 8.6%를 기록하면서 우수한 재무안정성을 지니고 있다. 24년 순차입금의존도는 1.1%로 양으로 돌아서긴 했지만 그럼에도 절대적으로 안정적이다. 외형 확장에 따른 지속된 공장 증설(23년 4공장 준공, 5공장 4월 가동)과 삼성바이오에피스 지분 인수 등으로 자본 투하 부담이 있었으나 안정적인 영업현금흐름 창출과 더불어 유상증자 등으로 안정적인 재무구조를 유지했다. 한편 삼성그룹차원의 보수적 재무구조 유지 전략(24년 차입금 8,087억원 상한 목표 공시)을 통해 부채비율 또한 59.0%로 감소했다. 한편 동사의 유동성비율 또한 외형 확장에 따른 현금 유출 증가에도 24년 143.2%를 기록하면서 23년대비 개선, 안정적 수준을 유지 중이다.

성공적인 외형 확장과 제고된 수익성

동사의 24년 연결기준 매출액은 4조5,473억원으로 창사 이래 처음으로 4조원을 돌파했다. 삼성바이오에피스의 편입 이후 영업이익률이 하락추세에 있던 하나(24년 기준 별도 영업이익률 37.8%, 에피스 28.3%), 우수한 수익성 구조를 지니고 있다. EBITDA 마진이 40%대를 형성하면서 고마진을 통한 영업현금흐름창출이 고무적이다. 이에 따라 이자비용 부담 또한 절대적으로 낮은 수준을 유지 중이며 24년 차입금 상환을 통해 오히려 비용을 경감하여 EBITDA/이자비용이 38.3배로 상승했다. 동사는 1~3공장과 더불어 4공장 매출 기여도 상승 통해 매출액 제고를 했으며 4공장에서 18만리터 부분의 램프업을 통해 25년 매출 성장을 20~25%로 제시했다. 한편 5공장이 25년 4월 가동이 개시된 이후 점차적으로 매출에 기여할 것으로 전망되어 사업성과가 더욱 제고될 것으로 기대된다. 한편 미국 생물보안법 관련하여 올해 재추진될 가능성이 높아 통과된다면 중국과의 CMDO 사업 경쟁에서 우위를 차지하면서 북미향 수익성 또한 더욱 제고될 것으로 기대되어 우호적이다.

공격적인 등급 상향, Key는 사업경쟁력 제고와 함께 실질적 무차입 유지

동사는 32년까지 제2바이오캠퍼스(5~8공장)을 건설할 계획인 가운데 앞으로는 대규모 투자지출이 있을 것으로 예상된다. 다만 역대 최대 규모의 CMO 수주 계약 체결(14억달러) 등으로 높은 수주잔고를 유지 중인 가운데 수익성 창출이 가능할 전망이다. 한편으로 동사는 약 1년만에 AA-에서 AA0로 등급이 상향되는 과정을 거쳤다. 앞으로의 상향 Key는 사업경쟁력을 제고하는 가운데 무차입을 유지하는 것이다. 다만 바이오에피스 지분 인수 시기에 유상증자를 통해 자금조달 한 점 감안하면 외부차입 이외로도 자금조달 가능하여 실질적 무차입 유지 가능성이 높다.

신용등급

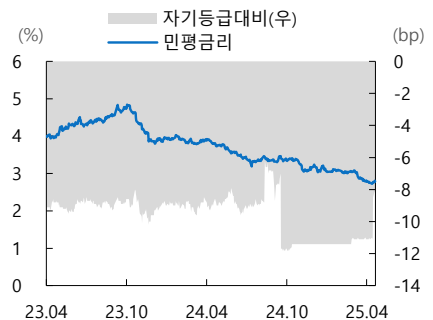
AA0/S

Company Indicator

설립일	2011.04.22
형태/규모	상장/대기업
자산총계	17,336십억원
자본총계	10,905십억원
부채총계	6,432십억원
매출총계	4,547십억원
회사채 발행잔액	920십억원

3년 민평금리	2.790%
국고채 대비 스프레드	44.0bp
자기등급대비 스프레드	-8.2bp

발행사 민평금리 및 자기등급대비 스프레드 추이

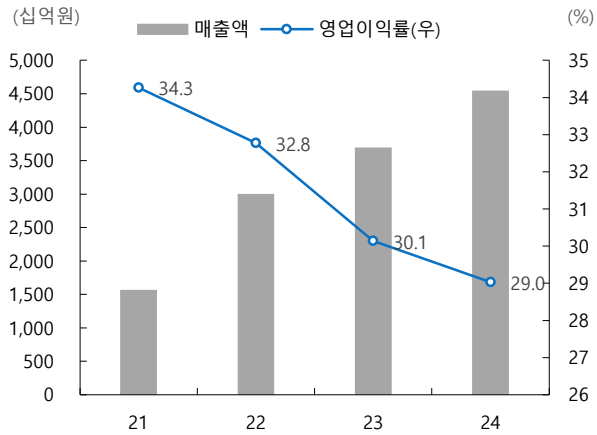


주3년물 기준

FY(십억원,%,배)	2021	2022	2023	2024
매출액	1,568	3,001	3,695	4,547
영업이익	537	984	1,114	1,320
순이익	394	798	858	1,083
순운전자본	1,716	2,276	1,364	1,665
총차입금	1,293	2,514	1,909	1,486
순차입금	-55	-644	-109	188
부채비율	59.7	84.6	63.2	59.0
총차입금/EBITDA	1.8	1.9	1.2	0.8
순차입금/EBITDA	-0.1	-0.5	-0.1	0.1
EBITDA/이자비용	47.5	20.2	19.7	38.3

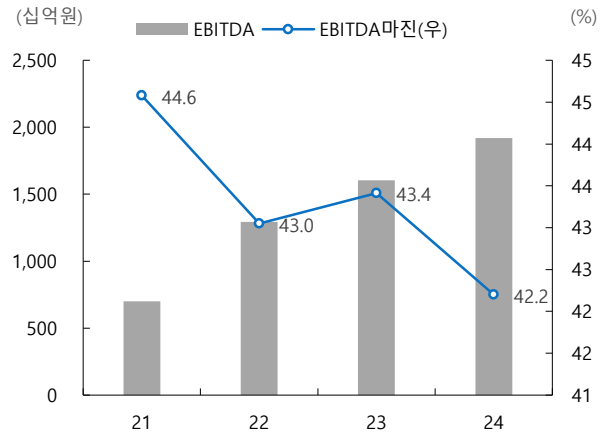
주:K-IFRS 연결 요약 재무제표

그림1. 매출액 및 영업이익률 추이



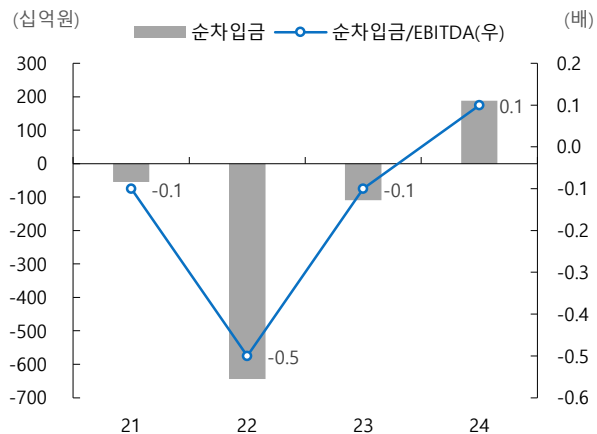
자료: 삼성바이오로직스, iM증권 리서치본부

그림2. EBITDA 및 EBITDA마진 추이



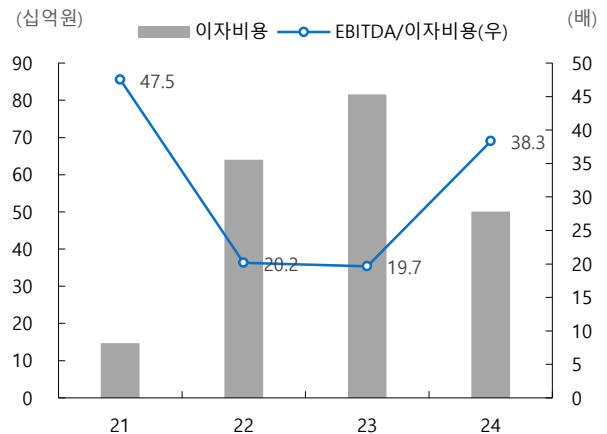
자료: 삼성바이오로직스, iM증권 리서치본부

그림3. 순차입금 및 순차입금/EBITDA 추이



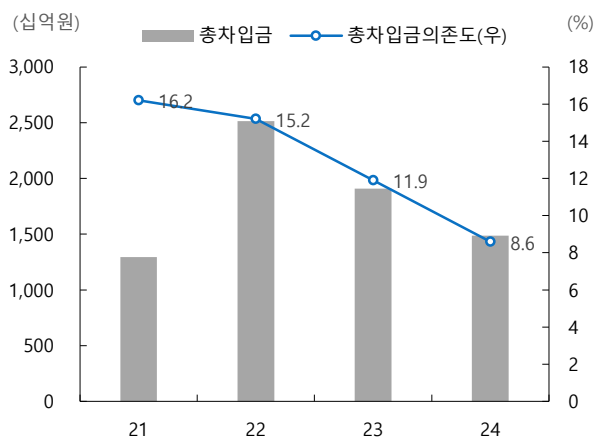
자료: 삼성바이오로직스, iM증권 리서치본부

그림4. 이자비용 및 EBITDA/이자비용 추이



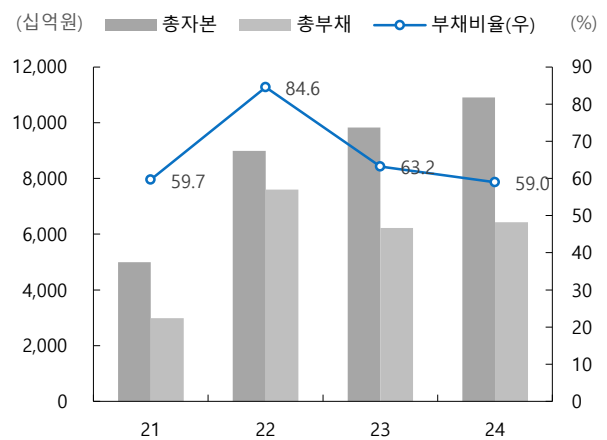
자료: 삼성바이오로직스, iM증권 리서치본부

그림5. 총차입금 및 총차입금의존도 추이



자료: 삼성바이오로직스, iM증권 리서치본부

그림6. 총자본, 총부채 및 부채비율 추이



자료: 삼성바이오로직스, iM증권 리서치본부

표1. 발행사 잔존채권 요약

종목명	발행일	만기일	발행액(억)	만평수익률	신용등급	보증형태
삼성바이오로직스 7-2	2021-09-03	2026-09-03	1,200	2.99	AA-	무보증
삼성바이오로직스8-1	2024-10-11	2026-10-08	2,000	2.995	AA-	무보증
삼성바이오로직스8-2	2024-10-11	2027-10-08	6,000	3.051	AA-	무보증

자료: 인포맥스, iM증권 리서치본부

표2. 장외시장 잔존채권별 투자자 잔고 현황(억원)

종목명	외국인	가금+보험	운용(공모)	은행	종금/상호	정부	기타법인	개인	운용(사모)	선물	발행잔액
삼성바이오로직스 7-2		-270	119	205	29		135	71			1,200
삼성바이오로직스8-1		50	1,050	100					-200		2,000
삼성바이오로직스8-2		300	800	100					100		6,000

자료: 인포맥스, iM증권 리서치본부

표3. 동사 신용등급/전망 변동 추이(최근 5년)

평가사	등급변동	적용등급			변동요인
		변경전	변경후	변경일	
KR	등급상향	AA-P	AA/S	25/5/12	이익창출력 개선세 지속, 매우 우수한 재무안정성 유지 공장 가동률 상승, 높은 수주잔고
KIS	등급상향	AA-/P	AA/S	25/5/9	대규모 설비와 우호적 수주여건, 확대된 사업포트폴리오 기반 경쟁력 우위 삼성그룹의 유사시 지원가능성
KIS	전망상향	AA-/S	AA-/P	24/11/28	외형 성장세와 우수한 이익창출력 및 시장 지위 영업현금흐름창출력 기반 안정적 재무구조 유지
NICE	신규	-	AA/S	24/9/6	생산 CAPA 확대와 수주증가의 선순환이 이어지며 우수한 수익성 유지 전망 세계 최대규모의 바이오의약품 CMDO 생산능력 및 우수한 사업안정성
KR	전망상향	AA-/S	AA-/P	24/9/19	영업실적 개선세 지속되는 가운데 매우 우수한 재무안정성 유지 영업실적 성장세 지속 전망
KIS	등급상향	A+/P	AA-/S	22/5/9	크게 향상된 이익창출력 삼성그룹의 유사시 지원가능성
KIS	신규	-	A+/P	21/7/26	바이오의약품 CMO로서 우수한 시장지위와 사업역량 외형 및 수익성 개선 추세

자료: 신평3사, iM증권 리서치본부

K-IFRS 연결 요약 재무제표

재무상태표					포괄손익계산서				
(십억원)	2021	2022	2023	2024	(십억원, %)	2021	2022	2023	2024
유동자산	2,823	6,458	5,522	5,518	매출액	1,568	3,001	3,695	4,547
현금 및 현금성자산	47	891	368	391	증가율(%)	34.6	91.4	23.1	23.1
단기금융자산	450	2,169	1,650	907	매출원가	842	1,533	1,892	2,256
매출채권	366	733	679	1,165	매출총이익	726	1,468	1,803	2,291
재고자산	1,013	2,376	2,641	2,818	판매비와관리비	189	485	689	971
비유동자산	5,147	10,124	10,524	11,818	연구개발비	-	-	-	-
유형자산	2,228	3,871	4,342	5,837	기타영업수익	-	-	-	-
무형자산	32	5,961	5,832	5,565	기타영업비용	-	-	-	-
자산총계	7,970	16,582	16,046	17,336	영업이익	537	984	1,114	1,320
유동부채	1,107	4,182	4,158	3,853	증가율(%)	83.5	83.1	13.2	18.5
매입채무	32	60	208	178	영업이익률(%)	34.3	32.8	30.1	29.0
단기차입금	50	583	655	207	이자수익	10	53	96	64
유동성장기부채	117	698	877	259	이자비용	15	64	82	50
비유동부채	1,872	3,416	2,058	2,578	지분법이익(손실)	14	-1	0	3
사채	539	499	120	918	기타영업외손익	0	-1	6	3
장기차입금	576	466	120	95	세전계속사업이익	561	1,009	1,120	1,370
부채총계	2,979	7,598	6,216	6,432	법인세비용	168	211	262	287
지배주주지분	4,991	8,984	9,830	10,905	세전계속이익률(%)	35.8	33.6	30.3	30.1
자본금	165	178	178	178	당기순이익	394	798	858	1,083
자본잉여금	2,497	6,523	6,523	6,523	순이익률(%)	25.1	26.6	23.2	23.8
이익잉여금	2,347	3,146	4,003	5,087	지배주주귀속 순이익	394	798	858	1,083
기타자본항목	-18	-862	-874	-883	기타포괄이익	-1	7	-12	-9
비지배주주지분	-	-	-	-	총포괄이익	392	805	846	1,074
자본총계	4,991	8,984	9,830	10,905	지배주주귀속총포괄이익	392	805	846	1,074

현금흐름표					주요신용지표				
(십억원)	2021	2022	2023	2024		2021	2022	2023	2024
영업활동 현금흐름	455	953	1,666	1,659	이익성				
당기순이익	394	798	858	1,083	영업이익률(%)	34.3	32.8	30.1	29.0
유형자산감가상각비	155	184	263	304	순이익률(%)	25.1	26.6	23.2	23.8
무형자산상각비	7	124	227	295	EBITDA마진(%)	44.6	43.0	43.4	42.2
지분법관련손실(이익)	14	-1	0	3	EBITDA/이자비용(배)	47.5	20.2	19.7	38.3
투자활동 현금흐름	-933	-3,106	-1,566	-1,244	성장성				
유형자산의 처분(취득)	-	-	-	-	매출액증가율(%)	34.6	91.4	23.1	23.1
무형자산의 처분(취득)	15	52	110	74	영업이익증가율(%)	34.3	32.8	30.1	29.0
금융상품의 증감	14	-	0	3	순이익증가율(%)	63.3	102.8	7.5	26.3
재무활동 현금흐름	497	3,000	-635	-434	총자산증가율(%)	24.1	108.1	-3.2	8.0
단기금융부채의증감	170	309	117	-353	재무건전성				
장기금융부채의증감	487	-228	-549	159	부채비율(%)	59.7	84.6	63.2	59.0
자본의증감	-	3,201	0	-	유동비율(%)	255.0	154.4	132.8	143.2
배당금지급	-	-	-	-	총차입금/EBITDA(배)	1.8	1.9	1.2	0.8
현금및현금성자산의증감	18	847	-535	-18	순차입금/EBITDA(배)	-0.1	-0.5	-0.1	0.1
기초현금및현금성자산	29	47	891	368	총차입금의존도(%)	16.2	15.2	11.9	8.6
기말현금및현금성자산	47	891	368	391	순차입금의존도(%)	-0.7	-3.9	-0.7	1.1

자료 : 삼성바이오로직스, iM증권 리서치본부

코웨이

2025.05.16

중장기적으로 상향 트리거 충족 가능

[크레딧] 이승재

2122-9143 lsj7845@imfnsec.com

국내 최초 정수기 렌탈 방식 도입 업체

동사는 1989년 설립되었으며 1998년 국내 최초로 정수기 렌탈방식을 도입해 업계 1위의 시장지위를 선점 중이다. 2019년 웅진그룹이 동사 지분인수했으나 20년 재매각하여 넷마블 계열로 편입되었다. 한편 동사는 환경가전제품의 제조 및 판매/렌탈 사업도 영위 중이다.

차입금 증가하고 있긴 하나 안정적인 재무 수준

동사의 총차입금은 20년 7,328억원에서 꾸준히 증가하여 24년 연결 기준 1조4,809억원을 기록했다. 해외 렌탈사업 관련 투자 소요에 따른 단기차입금 증가(24년 연결기준 4,650억원, YoY +36.5%)가 원인이지만 재무안정성을 실질적으로 따져봤을 때 안정적 수준을 유지하고 있다(총차입금의존도 25.7%로 23년 27.8% 대비 축소). 부채비율 또한 21년 99.6%에서 꾸준히 낮아져 24년 연결 기준 80.3%를 기록했다. 웅진에서 넷마블로 인수 이후 배당정책이 완화된 것과 동시에 이익잉여금이 꾸준히 증가함이 긍정적으로 작용했다. 한편 동사의 이자비용은 24년 기준 630억원, EBITDA/이자비용 배율은 19.4배로 차입 확대에 따른 이자비용의 꾸준한 증가로 인해 하락하긴 했으나 절대적으로 안정적인 수준을 유지 중이다.

주주환원정책 변화로 인한 현금 유출 확대에도 수익성이 반쳐줄 것

동사의 24년 연결기준 매출액은 4조3,101원으로 23년 3조9,665억원대비 +8.7% 증가하면서 최초 4조원 매출액을 달성했다. 영업이익은 고정비 부담 절감 효과 등으로 개선세가 이루어지면서 24년 연간 7,954억원을 기록했다(YoY +8.8% 증가). 국내 렌탈계정이 731만계정을 기록하면서 지속적 성장세가 이루어짐과 동시에 말레이시아를 중심으로 한 해외 렌탈 판매 호조 또한 이루어져 높은 수익성을 기록했다(24년 해외법인 총 계정 377만계정 달성으로 YoY +9.7%, 이 중 말레이시아 법인 총 계정 322만계정, YoY +7.1%). 한편 동사는 핵심 사업 고도화, 해외사업 확장 등을 통해 27년까지 연간 매출액 5조원을 돌파한다는 계획을 공시했다. 제품군 확대와 더불어 말레이시아 이외 태국 등 동남아시아 중심 해외 사업 수익성 확장세를 감안하면 수익성은 견조하게 유지될 것으로 전망된다.

다만 동사가 지난 1월 주주환원정책을 강화해 총주주환원율을 기존 20%에서 40%로 확대함을 공시했다. 주주환원율 수준은 27년까지 3년간 동일하게 유지된다. 단기적으로 주주환원정책 강화에 따른 유동성 부담이 확대될 것으로 전망되나 안정적인 영업현금흐름 및 차입 여력 감안 시 충분히 대응할 수 있을 것으로 전망한다.

신용등급 현재 수준 안정적 유지 중

동사의 신용등급 상향 트리거는 연결기준 영업이익 규모 연간 1.5조원으로 확대 및 순차입금의존도 5% 이하 유지(KIS), 순차입금의존도 15%이하 유지(NICE) 이다. 중장기적으로 사업성장 및 차입금 감소 여부에 따라 트리거 충족 가능하다. 한편 하향 트리거(순차입금의존도 30% 초과 유지(NICE), 영업이익률 10% 미만 지속 및 순차입금의존도 15% 이상 유지(KIS))를 달성하지 않는 수준(순차입금의존도 제외)에서 재무건전성이 관리되고 있다는 점이 안정적이다.

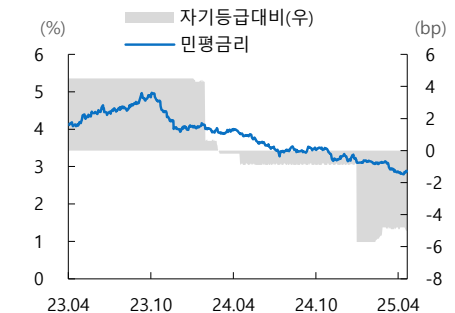
신용등급 AA-/S

Company Indicator

설립일	1989.05.02
형태/규모	상장/대기업
자산총계	5,762십억원
자본총계	3,196십억원
부채총계	2,565십억원
매출총계	4,310십억원
회사채 발행잔액	800십억원

3년 민평금리	2.872%
국고채 대비 스프레드	52.2bp
자기등급대비 스프레드	-5.0bp

발행사 민평금리 및 자기등급대비 스프레드 추이

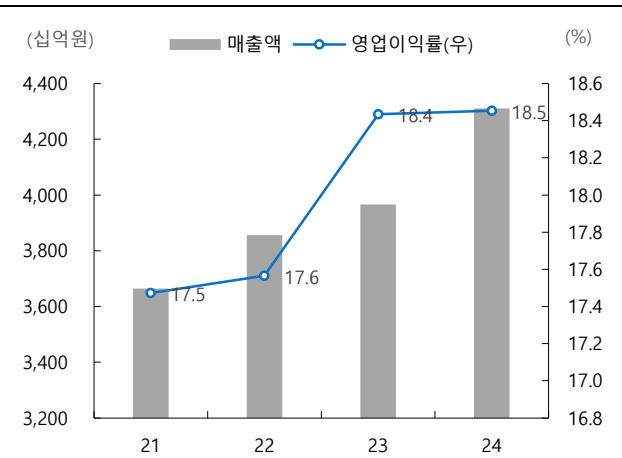


주3년물 기준

FY(십억원,%,배)	2021	2022	2023	2024
매출액	3,664	3,856	3,967	4,310
영업이익	640	677	731	795
순이익	466	458	471	566
순운전자본	-187	244	83	-107
총차입금	893	1,191	1,349	1,481
순차입금	818	1,074	1,087	1,351
부채비율	99.6	88.8	83.9	80.3
총차입금/EBITDA	0.8	1.0	1.2	1.2
순차입금/EBITDA	0.7	0.9	0.9	1.1
EBITDA/이자비용	65.1	35.1	21.6	19.4

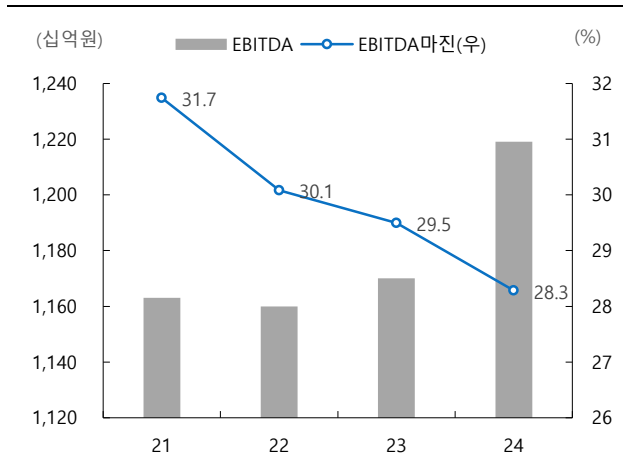
주:K-IFRS 연결 요약 재무제표

그림1. 매출액 및 영업이익률 추이



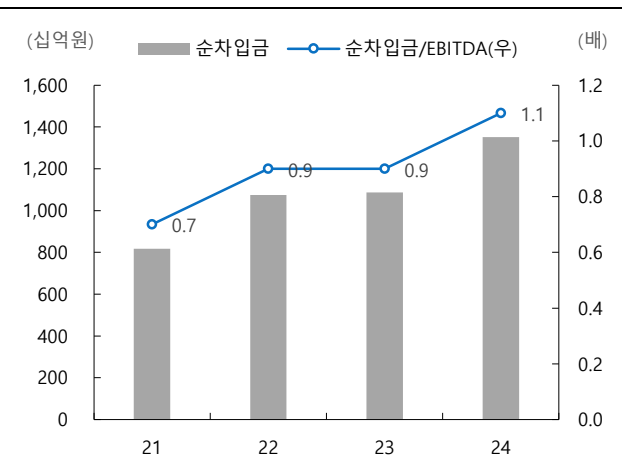
자료: 코웨이, iM증권 리서치본부

그림2. EBITDA 및 EBITDA마진 추이



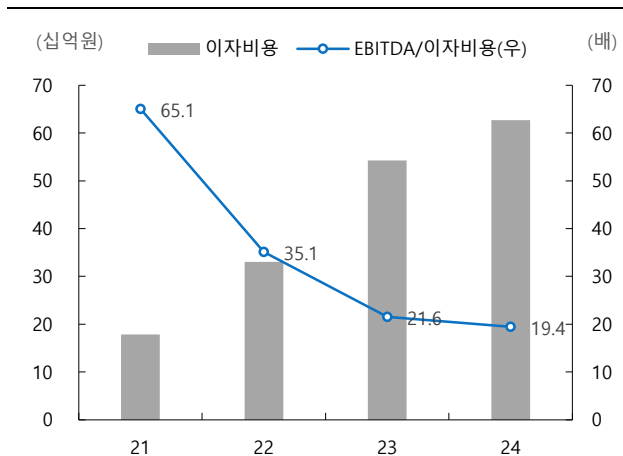
자료: 코웨이, iM증권 리서치본부

그림3. 순차입금 및 순차입금/EBITDA 추이



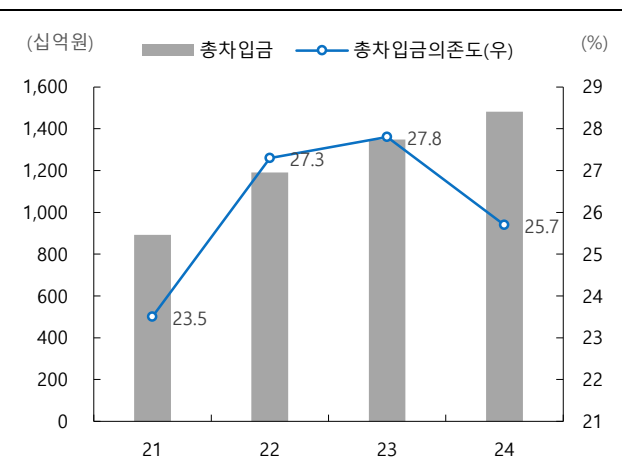
자료: 코웨이, iM증권 리서치본부

그림4. 이자비용 및 EBITDA/이자비용 추이



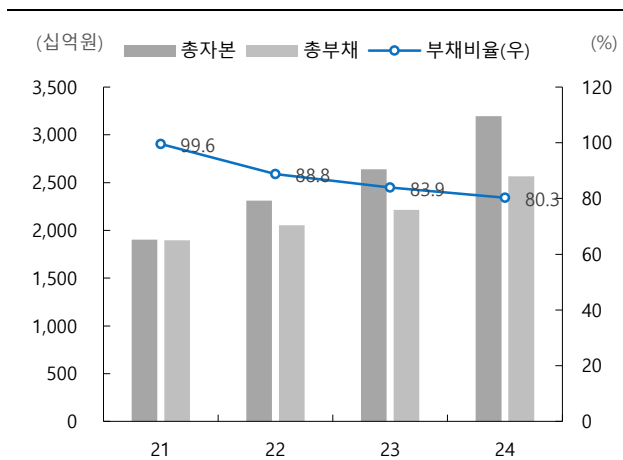
자료: 코웨이, iM증권 리서치본부

그림5. 총차입금 및 총차입금의존도 추이



자료: 코웨이, iM증권 리서치본부

그림6. 총자본, 총부채 및 부채비율 추이



자료: 코웨이, iM증권 리서치본부

표1. 발행사 잔존채권 요약

종목명	발행일	만기일	발행액(억)	만평수익률	신용등급	보증형태
코웨이 4-2	2021-03-11	2026-03-11	1,500	3.022	AA-	무보증
코웨이5-2	2022-01-27	2027-01-27	800	3.067	AA-	무보증
코웨이6-1	2024-02-22	2027-02-22	2,300	3.071	AA-	무보증
코웨이6-2	2024-02-22	2029-02-22	400	3.16	AA-	무보증
코웨이7-1	2025-01-23	2028-01-23	2,300	3.088	AA-	무보증
코웨이7-2	2025-01-23	2030-01-23	700	3.211	AA-	무보증

자료: 인포맥스, iM증권 리서치본부

표2. 장외시장 잔존채권별 투자자 잔고 현황(억원)

종목명	외국인	기금+보험	운용(공모)	은행	증권/상호	정부	기타법인	개인	운용(사모)	선물	발행잔액
코웨이 4-2		-200	-100	200							1,500
코웨이5-2		50	-50								800
코웨이6-1		200	-50	-100		150	-100		100		2,300
코웨이6-2							100				400
코웨이7-1											
코웨이7-2											

자료: 인포맥스, iM증권 리서치본부

표3. 동사 신용등급/전망 변동 추이(최근 5년)

평가사	등급변동	적용등급			변동요인
		변경전	변경후	변경일	
KIS.NICE	신규	-	AA-/S	21/2/16	환경가전사업 내 시장지위, 누적 계정수 감소 시 매우 우수한 사업기반 확보 배당부담 완화에 따른 현금흐름 및 재무안정성 개선 전망

자료: 신평3사, iM증권 리서치본부

K-IFRS 연결 요약 재무제표

재무상태표					포괄손익계산서				
(십억원)	2021	2022	2023	2024	(십억원, %)	2021	2022	2023	2024
유동자산	1,106	1,375	1,592	1,771	매출액	3,664	3,856	3,967	4,310
현금 및 현금성자산	73	116	260	129	증가율(%)	13.2	5.2	2.9	8.7
단기금융자산	480	685	824	1,111	매출원가	1,275	1,370	1,395	1,526
매출채권	249	250	248	212	매출총이익	2,389	2,486	2,571	2,784
재고자산	235	254	198	240	판매비와관리비	1,749	1,809	1,840	1,988
비유동자산	2,694	2,991	3,259	3,991	연구개발비	12	10	9	11
유형자산	1,160	1,051	1,019	1,038	기타영업수익	-	-	-	-
무형자산	183	195	188	191	기타영업비용	-	-	-	-
자산총계	3,801	4,365	4,851	5,762	영업이익	640	677	731	795
유동부채	1,293	1,130	1,509	1,878	증가율(%)	5.6	5.8	8.0	8.8
매입채무	88	77	77	96	영업이익률(%)	17.5	17.6	18.4	18.5
단기차입금	387	305	343	465	이자수익	1	3	6	6
유동성장기부채	20	25	360	401	이자비용	18	33	54	63
비유동부채	603	923	704	687	지분법이익(손실)	-5	-6	-4	2
사채	419	729	459	499	기타영업외손익	16	36	11	12
장기차입금	37	100	139	43	세전계속사업이익	659	683	661	784
부채총계	1,896	2,053	2,213	2,565	법인세비용	193	226	190	219
지배주주지분	1,906	2,314	2,640	3,198	세전계속이익률(%)	18.0	17.7	16.7	18.2
자본금	41	41	41	41	당기순이익	466	458	471	566
자본잉여금	98	98	98	98	순이익률(%)	12.7	11.9	11.9	13.1
이익잉여금	1,757	2,161	2,503	2,964	지배주주귀속 순이익	466	458	471	566
기타자본항목	11	14	-1	134	기타포괄이익	36	40	-51	128
비지배주주지분	-1	-2	-2	-2	총포괄이익	501	498	420	693
자본총계	1,904	2,312	2,638	3,196	지배주주귀속총포괄이익	502	498	420	693

현금흐름표					주요신용지표				
(십억원)	2021	2022	2023	2024		2021	2022	2023	2024
영업활동 현금흐름	331	164	449	330	이익성				
당기순이익	466	458	471	566	영업이익률(%)	17.5	17.6	18.4	18.5
유형자산감가상각비	514	474	428	415	순이익률(%)	12.7	11.9	11.9	13.1
무형자산상각비	8	9	10	9	EBITDA마진(%)	31.7	30.1	29.5	28.3
지분법관련손실(이익)	-5	-6	-4	2	EBITDA/이자비용(배)	65.1	35.1	21.6	19.4
투자활동 현금흐름	-368	-282	-272	-243	성장성				
유형자산의 처분(취득)	-	-	-	-	매출액증가율(%)	13.2	5.2	2.9	8.7
무형자산의 처분(취득)	11	16	9	13	영업이익증가율(%)	5.6	5.8	8.0	8.8
금융상품의 증감	-5	-6	-4	2	순이익증가율(%)	15.0	-1.7	2.9	20.1
재무활동 현금흐름	-9	161	-32	-226	총자산증가율(%)	25.5	14.9	11.1	18.8
단기금융부채의증감	-301	-11	143	62	재무건전성				
장기금융부채의증감	434	374	96	-54	부채비율(%)	99.6	88.8	83.9	80.3
자본의증감	-	0	-	-37	유동비율(%)	85.6	121.6	105.5	94.3
배당금지급	-87	-91	-94	-98	총차입금/EBITDA(배)	0.8	1.0	1.2	1.2
현금및현금성자산의증감	-45	43	144	-139	순차입금/EBITDA(배)	0.7	0.9	0.9	1.1
기초현금및현금성자산	116	73	116	260	총차입금의존도(%)	23.5	27.3	27.8	25.7
기말현금및현금성자산	73	116	260	129	순차입금의존도(%)	21.5	24.6	22.4	23.4

자료 : 코웨이, iM증권 리서치본부

LS일렉트릭

2025.05.16

전력수요 증가로 수익성 한단계 레벨 업

[크레딧] 이승재
2122-9143 lsj7845@imfnsec.com

국내 최상위권 전력기기 사업 영위

동사는 1974년 설립되었으며 전력 및 자동화 분야에서 국내 최상위권 사업지위를 보유하고 있다. 당사의 사업 구분은 전력, 자동화, 금속, IT 부문으로 세분화되는데 그 중 발전소에서 만들어진 전력에 대해 전력 공급 및 계통보호에 전반적으로 사용되는 전력기기, 발전설비 등 사업에 집중하고 있다. 동사의 24년 현재 수출 및 내수 매출 비중은 국내 52%, 해외 48%이나 AI 관련 전력 수요 증가에 30년까지 해외 매출비중을 70%까지 확보한다는 전략을 발표했다.

외형 성장에 따른 차입 증가, 그럼에도 영업현금흐름창출력 우수

동사는 22년 베트남 박닌 사업장 준공 및 미국 MCM Engineering II 인수 등 외형 성장에 따라 차입금이 증가하여 22년부터 양의 순차입금으로 돌아섰다. 24년 연결기준 총차입금은 1조 2,266억원으로 처음으로 1조를 상회하며 총차입금/EBITDA 배율이 2.4배를 기록했다. 다만 외형 성장에 따른 매출 성장성 또한 제고되며 EBITDA 규모가 확대, 동 지표가 오히려 22년 이후 개선되는 흐름을 보였다. 24년 연결기준 유동비율은 165.3%를 기록하며 유동성 또한 안정적으로 유지되고 있으며 순차입금/EBITDA 배율 또한 1.0배로 우수한 재무건전성을 유지하고 있다. 동사는 전력기기 인프라 수요 확대에 따른 북미 중심 매출 확대를 통해 EBITDA 개선이 지속적으로 이루어질 것으로 예상하며 차입금 확대에도 24년 연결기준 약 6,600억원의 현금성 자산을 보유함으로써 충분히 대응 가능, 우수한 재무건전성을 유지할 수 있을 것으로 전망한다.

AI 및 데이터센터 관련 전력수요 증가로 수익성 한단계 레벨 업

동사의 24년 연결기준 매출액은 4조5,518억원으로 YoY+ 7.6%를 기록했다. 영업이익은 3,897억원으로 영업이익률 8.6%를 기록, YoY +19.9% 성장했다. 22년부터 이루어진 수주 프로젝트와 더불어 전력사업 실적 개선이 이익 성장을 견인했다. 연간 수주잔고가 23년말 2조3천억원에서 24년말 3조4천억원으로 48% 확대된 가운데 사업 성장이 고도화되고 있다.

동사는 북미 위주 전력솔루션 공급 및 변압기 수요에 대응하기 위해 적극적으로 시장에 진입하고 있다. AI 서비스 업체 xAI에 배전반을 납품 중이며 최근에는 북미 빅테크를 대상으로 1,625억원 규모의 전력 솔루션 공급계약을 체결했다. AI 및 데이터센터향 전력수요 증가는 배전 인프라 수요를 증가시키며 동사 수익성 제고에 기여할 전망이다. 한편 함께 노후화된 변압기의 교체 수요가 북미에서 늘어나고 있어 동사의 북미향 사업 확대 전략이 맞아떨어지고 있다.

트럼프 자국 제조업 육성 정책 또한 동사 성장에 우호적

한편 트럼프 취임 이후 자국 중심 제조업 육성 정책이 펼쳐지고 있는 가운데 이 또한 동사에 우호적일 전망이다. 미국 내 생산공장이 확대됨에 따라 자연스럽게 전력기기 관련 수요 또한 증가할 것이기 때문이다. 대외적 여건을 감안했을 때 우호적 산업전망이 동사의 수익성 제고에 기여할 것으로 전망한다.

신용등급

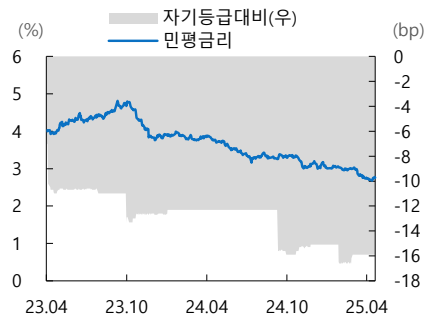
AA-/P

Company Indicator

설립일	1974.07.24
형태/규모	상장/대기업
자산총계	4,485십억원
자본총계	1,890십억원
부채총계	2,595십억원
매출총계	4,552십억원
회사채 발행잔액	560십억원

3년 민평금리	2.763%
국고채 대비 스프레드	41.3bp
자기등급대비 스프레드	-15.9bp

발행사 민평금리 및 자기등급대비 스프레드 추이

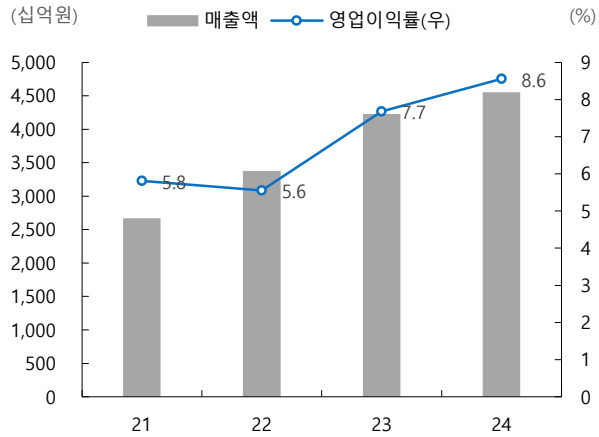


주3년물 기준

FY(십억원,%,배)	2021	2022	2023	2024
매출액	2,668	3,377	4,230	4,552
영업이익	155	188	325	390
순이익	85	90	206	239
순운전자본	1,042	951	1,157	1,206
총차입금	716	902	988	1,227
순차입금	-8	330	375	502
부채비율	89.8	114.5	116.5	137.3
총차입금/EBITDA	2.8	3.1	2.3	2.4
순차입금/EBITDA	0.0	1.1	0.9	1.0
EBITDA/이자비용	133.2	42.4	15.9	22.5

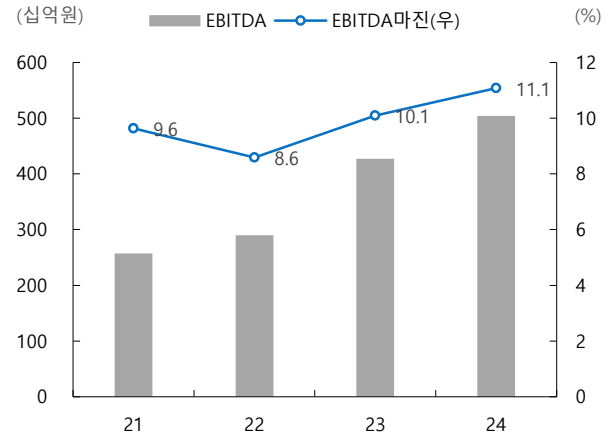
주:K-IFRS 연결 요약 재무제표

그림1. 매출액 및 영업이익률 추이



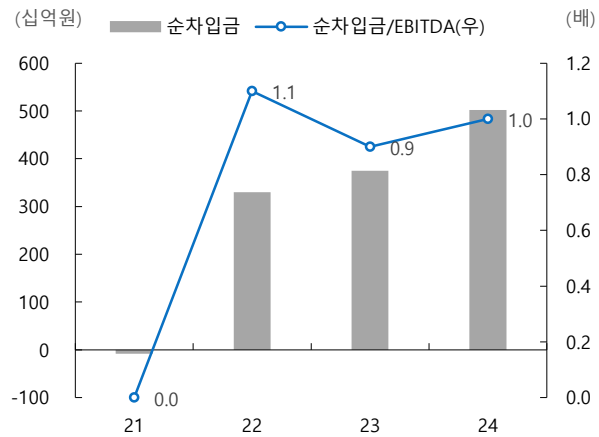
자료: LS일렉트릭, iM증권 리서치본부

그림2. EBITDA 및 EBITDAmargin 추이



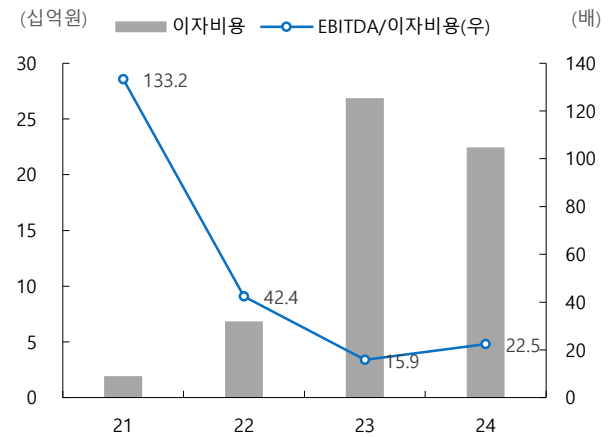
자료: LS일렉트릭, iM증권 리서치본부

그림3. 순차입금 및 순차입금/EBITDA 추이



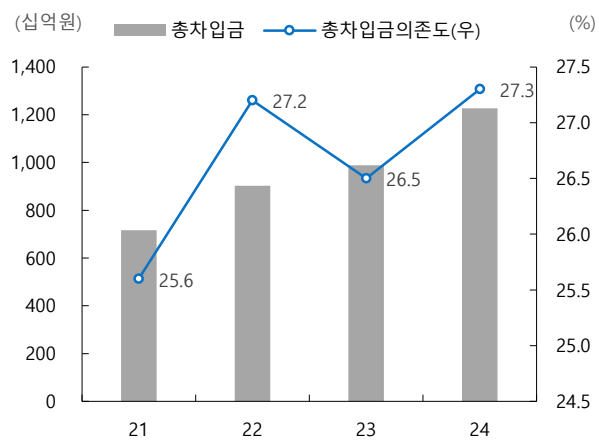
자료: LS일렉트릭, iM증권 리서치본부

그림4. 이자비용 및 EBITDA/이자비용 추이



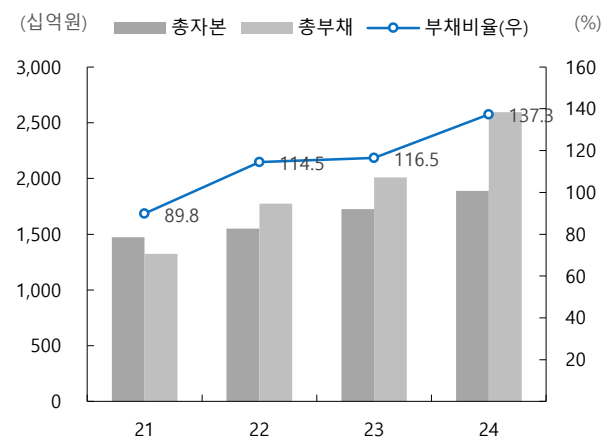
자료: LS일렉트릭, iM증권 리서치본부

그림5. 총차입금 및 총차입금의존도 추이



자료: LS일렉트릭, iM증권 리서치본부

그림6. 총자본, 총부채 및 부채비율 추이



자료: LS일렉트릭, iM증권 리서치본부

표1. 발행사 잔존채권 요약

종목명	발행일	만기일	발행액(억)	민평수익률	신용등급	보증형태
엘에스일렉트릭 186-1	2023-10-24	2025-10-24	800	2.941	AA-	무보증
엘에스일렉트릭186-2	2023-10-24	2026-10-23	700	2.958	AA-	무보증
엘에스일렉트릭187-1	2024-10-04	2027-10-04	1,300	2.998	AA-	무보증
엘에스일렉트릭187-2	2024-10-04	2029-10-04	700	3.13	AA-	무보증
엘에스일렉트릭188-1	2025-02-20	2028-02-18	1,400	3.009	AA-	무보증
엘에스일렉트릭188-2	2025-02-20	2030-02-20	700	3.162	AA-	무보증

자료: 인포맥스, iM증권 리서치본부

표2. 장외시장 잔존채권별 투자자 잔고 현황(억원)

종목명	외국인	기금+보험	운용(공모)	은행	중금/상호	정부	기타법인	개인	운용(사모)	선물	발행잔액
엘에스일렉트릭 186-1				-100							800
엘에스일렉트릭186-2											
엘에스일렉트릭187-1		200									1,300
엘에스일렉트릭187-2											
엘에스일렉트릭188-1											
엘에스일렉트릭188-2			100								700

자료: 인포맥스, iM증권 리서치본부

표3. 동사 신용등급/전망 변동 추이(최근 5년)

평가사	등급변동	적용등급			변동요인
		변경전	변경후	변경일	
KIS	전망상향	AA-/S	AA-/P	25/4/24	확대된 수주잔고와 영업실적 개선세 우수한 재무안정성 유지 전망
NICE, KR	전망상향	AA-/S	AA-/P	25/2/7	국내외 전력인프라 수주 확대 영업수익성 및 창출력 개선될 것으로 예상

자료: 신평3사, iM증권 리서치본부

K-IFRS 연결 요약 재무제표

재무상태표					포괄손익계산서				
(십억원)	2021	2022	2023	2024	(십억원, %)	2021	2022	2023	2024
유동자산	1,888	2,341	2,605	3,052	매출액	2,668	3,377	4,230	4,552
현금 및 현금성자산	702	556	584	660	증가율(%)	11.1	26.6	25.3	7.6
단기금융자산	23	16	29	35	매출원가	2,181	2,780	3,457	3,644
매출채권	548	711	782	1,020	매출총이익	487	597	773	908
재고자산	261	460	528	510	판매비와관리비	332	409	449	518
비유동자산	909	982	1,128	1,433	연구개발비	-	-	-	-
유형자산	598	653	748	921	기타영업수익	-	-	-	-
무형자산	102	86	94	188	기타영업비용	-	-	-	-
자산총계	2,797	3,323	3,733	4,485	영업이익	155	188	325	390
유동부채	845	1,390	1,449	1,846	증가율(%)	16.0	20.9	73.2	20.0
매입채무	278	361	369	408	영업이익률(%)	5.8	5.6	7.7	8.6
단기차입금	74	313	277	381	이자수익	10	15	24	22
유동성장기부채	190	235	165	249	이자비용	2	7	27	22
비유동부채	478	383	560	749	지분법이익(손실)	0	-2	0	0
사채	439	349	509	489	기타영업외손익	-6	-5	4	-2
장기차입금	4	1	5	80	세전계속사업이익	111	127	264	333
부채총계	1,323	1,774	2,009	2,595	법인세비용	26	35	56	91
지배주주지분	1,482	1,553	1,713	1,839	세전계속이익률(%)	4.2	3.8	6.2	7.3
자본금	150	150	150	150	당기순이익	85	90	206	239
자본잉여금	-	-	-	-	순이익률(%)	3.2	2.7	4.9	5.2
이익잉여금	1,357	1,436	1,597	1,743	지배주주귀속 순이익	85	90	206	239
기타자본항목	0	-9	-11	-88	기타포괄이익	23	13	-10	-29
비지배주주지분	-8	-4	11	51	총포괄이익	108	104	198	213
자본총계	1,473	1,549	1,724	1,890	지배주주귀속총포괄이익	107	103	196	208

현금흐름표					주요신용지표				
(십억원)	2021	2022	2023	2024		2021	2022	2023	2024
영업활동 현금흐름	102	-145	215	230	이익성				
당기순이익	85	90	206	239	영업이익률(%)	5.8	5.6	7.7	8.6
유형자산감가상각비	82	85	91	102	순이익률(%)	3.2	2.7	4.9	5.2
무형자산상각비	20	17	11	12	EBITDA마진(%)	9.6	8.6	10.1	11.1
지분법관련손실(이익)	0	-2	0	0	EBITDA/이자비용(배)	133.2	42.4	15.9	22.5
투자활동 현금흐름	-120	-131	-193	-256	성장성				
유형자산의 처분(취득)	-	-	-	-	매출액증가율(%)	11.1	26.6	25.3	7.6
무형자산의 처분(취득)	8	8	12	7	영업이익증가율(%)	16.0	20.9	73.2	20.0
금융상품의 증감	0	-2	0	0	순이익증가율(%)	-0.2	6.9	127.7	16.6
재무활동 현금흐름	35	135	3	82	총자산증가율(%)	10.1	18.8	12.3	20.2
단기금융부채의증감	176	358	285	267	재무건전성				
장기금융부채의증감	62	-51	91	98	부채비율(%)	89.8	114.5	116.5	137.3
자본의증감	-	-	-	63	유동비율(%)	223.3	168.4	179.8	165.3
배당금지급	-32	-30	-32	-83	총차입금/EBITDA(배)	2.8	3.1	2.3	2.4
현금및현금성자산의증감	16	-142	24	56	순차입금/EBITDA(배)	0.0	1.1	0.9	1.0
기초현금및현금성자산	683	702	556	584	총차입금의존도(%)	25.6	27.2	26.5	27.3
기말현금및현금성자산	702	556	584	660	순차입금의존도(%)	-0.3	9.9	10.0	11.2

자료 : LS일렉트릭, iM증권 리서치본부

Compliance notice

- 당 보고서는 기관투자자 및 제 3자에게 E-mail등을 통하여 사전에 배포된 사실이 없습니다.
 - 당 보고서에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다. (작성자: 이승재)
- 본 분석자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위한 참고자료이며, 따라서, 본 자료에 의한 투자자의 투자결과에 대해 어떠한 목적의 증빙자료로도 사용될 수 없으며, 어떠한 경우에도 작성자 및 당사의 허가 없이 전재, 복사 또는 대여될 수 없습니다. 무단전재 등으로 인한 분쟁발생시 법적 책임이 있음을 주지하시기 바랍니다.