

# iM Weekly Credit

## 여천NCC 채무불이행 위기 코멘트

Credit Brief

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

### Check Point

1. 여천NCC 채무불이행 위기설 타임플로우
2. 여천NCC 차입금 부담은 인정할 수밖에 없는 사실
3. 일각에서 제기된 회사채 기한이익상실(EOD) 발생 사유는 공모채와 사모채 각각 다른 상황으로 모니터링 필요

### 여천NCC 채무불이행 위기설 타임플로우

금주 들어 여천NCC의 채무불이행 위기설이 크레딧 시장 화두가 되고 있다. ①동사의 자금압박은 지속적으로 있어왔으며 24년 10월 17일 이후 공모 회사채 발행도 전무하여 차환 및 운영자금 소요에 대응을 하지 못하는 상황이었다. ②동사의 공동대주주인 한화솔루션과 DL케미칼이 지난 3월 각 1,000억원씩 유상증자를 통해 일시적 자금수혈을 했다. ③하지만 이번 8월 21일까지 약 3,100억원의 자금을 마련하지 못하면 채무불이행 발생하는 가운데 한화솔루션과 DL케미칼간 자금지원에 대한 이견이 발생하여 시장에서 우려의 목소리가 커졌다. ④한화솔루션은 7월 말 1,500억원 자금지원을 결의한 가운데 8월 11일 DL케미칼 측에서 2,000억원 유상증자 결정이 나오면서 당장의 채무불이행 가능성은 낮아졌다. 동사의 회사채(여천NCC 84-1) 유통가격은 월요일 7,010원까지 하락했으나 DL케미칼의 유상증자 결정으로 반등한 상황이다.

### 여천NCC 차입금 부담은 인정할 수밖에 없는 사실

중국의 과잉설비에 따른 공급부담에 따라 석유화학 업계는 불황의 늪을 벗어나지 못하고 있다. 석유화학업계는 지난 상반기 신용평가에서 등급 및 전망을 합쳐 8개 업체가 하향을 당했다. 동사의 경우 한국신용평가와 한국기업평가에서 A-/부정적 등급 및 전망을 보유하고 있는 상황으로 낙관적이지 않다.

한편 동사는 25년 하반기 1,772억원의 단기차입금, 1,438억원의 회사채 등 약 3,700억원의 차입금에 대응해야 하며 26년에도 상환부담이 존재하는 상황이다. 하지만 동사는 22년부터 지속된 영업적자(22년 -3,867억원, 23년 -2,388억원, 24년 -1,503억원, 25년 1분기 -498억원)로 잉여현금흐름이 넉넉하지 않은 상황이다. 동사의 잉여현금흐름은 25년 1분기 -918억원으로 부의 순현금흐름을 보인 가운데 차입금 대응이 쉽지 않을 전망이다. 동사의 순차입금은 20년 9,879억원에서 25년 1분기 기준 1조7,318억원까지 상승한 상황이며 순차입금의존도는 53.1%를 기록했다.

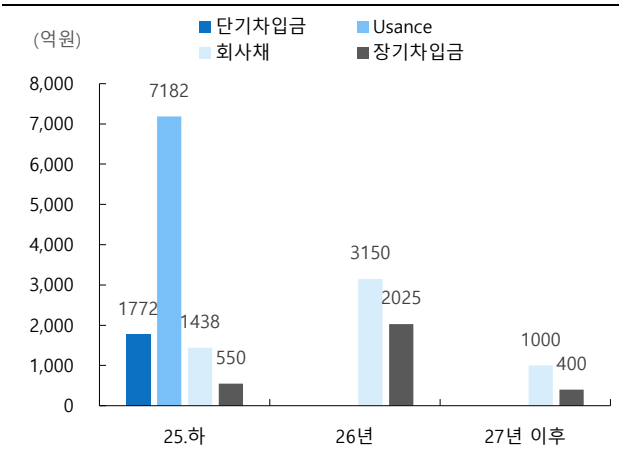
### 일각에서 제기된 회사채 기한이익상실(EOD) 발생 사유는 공모채와 사모채 각각 다른 상황으로 모니터링 필요

일각에서는 동사의 차입금 대응력이 약화되고 영업적자가 지속된 점에 기인해 신용등급 하향 우려가 크다고 판단, 일부 회사채에서의 기한이익상실(EOD) 발생 가능성이 크다고 제시하고 있다. 일각에서 제기한 EOD 발생 사유는 신용등급이 BBB+ 이하로 하향인데 이는 일부 사모채에 해당한다. 일부 공모 회사채의 경우에는 발행회사의 의무로 부채비율 400% 이하, 담보권 설정비율 제한 등을 명시했다.

당장의 시장에서 우려하는 EOD 발생사유인 신용등급 하향은 사모채에 제한되어 일단은 다른 시선에서 EOD 발생사유를 살펴볼 필요가 있다. 공모 회사채 재무비율 유지의무인 부채비율 400% 또한 지속적으로 모니터링이 필요한 셈이다. 25년 1분기 기준 동사의 부채비율은 280.5%로 400% 도달까지 일정 부분 버텨가 남아있으며 24년 말 331.4%보다 개선된 수치이다. 한편 한국신용평가에서는 신용등급 하향 트리거 중 하나로 부채비율 350% 초과를 제시하고 있다.

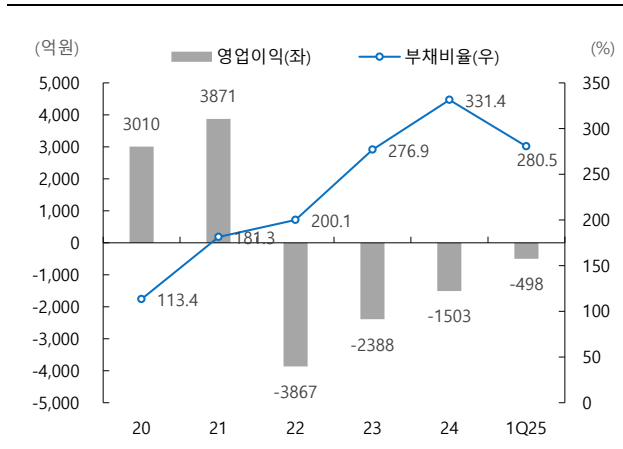
이번 채무불이행 이슈는 크레딧 시장 내 우려업종 및 하위등급 회사채에 대한 투심에 일부 영향을 줄 소지가 있다. 다만 작년 롯데케미칼 EOD 사태라는 일련의 이벤트를 이미 겪었음과 동시에 크레딧 채권 전반에 대한 수요는 아직 견고한 상황으로 이번 이슈는 제한적 노이즈에 그칠 공산이 크다는 판단이다.

그림1. 25년 하반기 단기차입금과 Usance 합쳐 약 9,000억원 상환자금 필요



자료: 한신평, iM증권 리서치본부

그림2. 동사 영업이익 및 부채비율 추이



자료: Gauntwise, iM증권 리서치본부

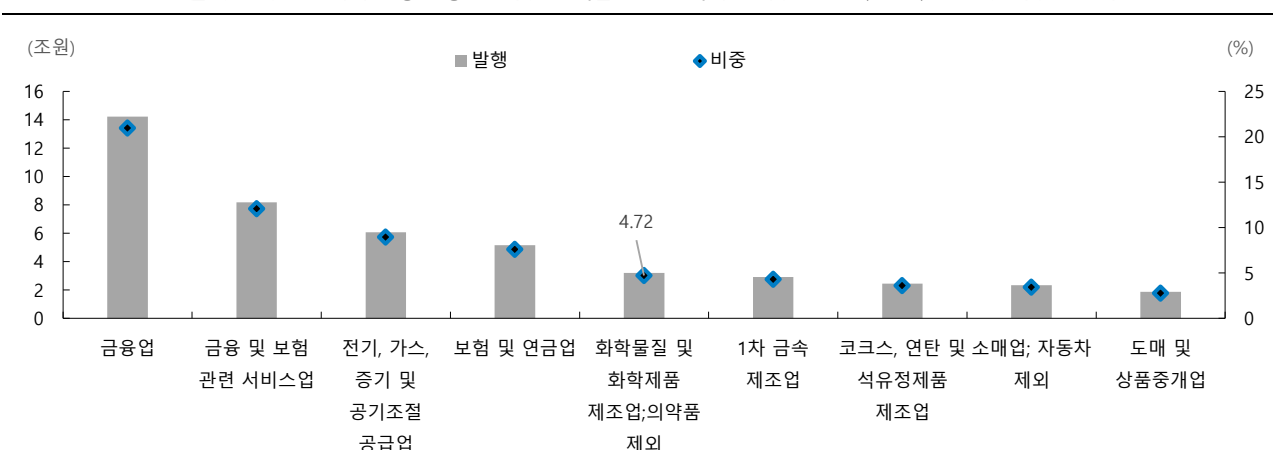
그림3. 여천NCC 제 73-2회 공모 회사채에 명시된 발행회사의 의무

## 라. 발행회사의 의무

| 구분 | 원리금 지급                   | 재무비율 유지      | 담보권 설정제한  | 자산매각한도              | 지배구조변경 제한                                                |
|----|--------------------------|--------------|-----------|---------------------|----------------------------------------------------------|
| 내용 | 계약상 정하는 시기와 방법에 따라 원리금지급 | 부채비율 400% 이하 | 자기자본의 30% | 하나의 회계년도 내에 5,000억원 | 본 사채의 원리금지급의무 이행이 완료될 때까지 "발행회사"의 지배구조 변경사유가 발생하지 않도록 함. |

자료: Dart, iM증권 리서치본부

그림4. 24.8~25.8월 중 업종별 회사채 발행 현황 및 비중: 화학물질 및 화학제품 비중 4.72%, 석탄, 원유 등 가공업 합치면 5.07%



자료: 인포맥스, iM증권 리서치본부

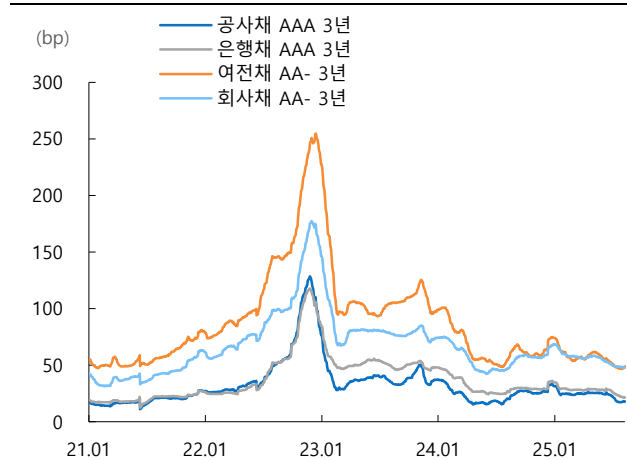
표1. 주요 채권 금리 및 스프레드 변동

| 구분  |      | 금리   |      |      |      |      | 신용스프레드 |       |       |       |       | 금리 변동(1W, bp) |      |      |      |      | 신용스프레드 변동(1W, bp) |      |      |      |      |
|-----|------|------|------|------|------|------|--------|-------|-------|-------|-------|---------------|------|------|------|------|-------------------|------|------|------|------|
|     |      | 1Y   | 3Y   | 5Y   | 7Y   | 10Y  | 1Y     | 3Y    | 5Y    | 7Y    | 10Y   | 1Y            | 3Y   | 5Y   | 7Y   | 10Y  | 1Y                | 3Y   | 5Y   | 7Y   | 10Y  |
| 국고채 |      | 2.26 | 2.41 | 2.55 | 2.69 | 2.77 | -      | -     | -     | -     | -     | -2.3          | -6.8 | -7.3 | -7.5 | -6.3 | -                 | -    | -    | -    | -    |
| 공사채 | AAA  | 2.44 | 2.59 | 2.69 | 2.80 | 2.96 | 22.5   | 17.8  | 14.1  | 10.4  | 19.1  | -2.0          | -6.8 | -7.5 | -7.2 | -6.1 | 0.9               | 0.0  | -0.2 | 0.3  | 0.2  |
| 은행채 | AAA  | 2.50 | 2.62 | 2.81 | 2.89 | 3.27 | 29.2   | 21.5  | 25.5  | 19.6  | 50.0  | -2.2          | -6.9 | -7.2 | -7.5 | -7.6 | 0.7               | -0.1 | 0.1  | 0.0  | -1.3 |
| 여전채 | AA+  | 2.56 | 2.77 | 2.93 | 3.30 | 4.15 | 35.3   | 35.8  | 37.7  | 60.4  | 138.2 | -0.9          | -4.7 | -6.8 | -9.3 | -7.0 | 2.0               | 2.1  | 0.5  | -1.8 | -0.7 |
|     | AA0  | 2.58 | 2.82 | 3.13 | 3.52 | 4.33 | 36.6   | 41.1  | 57.5  | 82.2  | 155.3 | -0.8          | -4.9 | -6.8 | -9.3 | -7.1 | 2.1               | 1.9  | 0.5  | -1.8 | -0.8 |
|     | AA-  | 2.63 | 2.90 | 3.23 | 3.72 | 4.55 | 42.1   | 49.0  | 67.3  | 103.0 | 177.9 | -1.1          | -4.7 | -6.8 | -9.0 | -6.7 | 1.8               | 2.1  | 0.5  | -1.5 | -0.4 |
|     | A+   | 3.16 | 3.74 | 4.37 | 4.62 | 5.25 | 94.7   | 133.4 | 181.5 | 192.2 | 247.5 | -3.1          | -5.8 | -7.3 | -9.1 | -6.7 | -0.2              | 1.0  | 0.0  | -1.6 | -0.4 |
|     | A0   | 3.88 | 4.54 | 5.02 | 5.14 | 5.67 | 166.8  | 213.3 | 247.1 | 244.8 | 289.5 | -3.3          | -5.8 | -7.3 | -9.1 | -6.7 | -0.4              | 1.0  | 0.0  | -1.6 | -0.4 |
|     | A-   | 4.44 | 5.21 | 5.68 | 5.80 | 6.32 | 223.2  | 279.9 | 313.1 | 310.2 | 354.6 | -3.3          | -5.8 | -7.3 | -9.1 | -6.7 | -0.4              | 1.0  | 0.0  | -1.6 | -0.4 |
| 회사채 | AAA  | 2.50 | 2.73 | 2.90 | 2.95 | 3.34 | 29.2   | 32.3  | 34.8  | 25.1  | 56.3  | -1.4          | -6.5 | -6.7 | -7.1 | -6.3 | 1.5               | 0.3  | 0.6  | 0.4  | 0.0  |
|     | AA+  | 2.54 | 2.81 | 2.97 | 3.05 | 3.63 | 32.8   | 39.8  | 41.5  | 35.9  | 85.5  | -1.2          | -6.5 | -6.7 | -7.2 | -6.3 | 1.7               | 0.3  | 0.6  | 0.3  | 0.0  |
|     | AA0  | 2.57 | 2.84 | 3.03 | 3.15 | 3.96 | 35.6   | 42.9  | 48.1  | 45.7  | 119.1 | -1.1          | -6.4 | -6.7 | -7.2 | -6.3 | 1.8               | 0.4  | 0.6  | 0.3  | 0.0  |
|     | AA-  | 2.60 | 2.89 | 3.14 | 3.35 | 4.33 | 38.9   | 47.8  | 58.5  | 65.6  | 155.4 | -1.1          | -6.5 | -6.7 | -7.2 | -6.3 | 1.8               | 0.3  | 0.6  | 0.3  | 0.0  |
|     | A+   | 2.78 | 3.29 | 3.84 | 4.07 | 4.90 | 56.8   | 88.6  | 129.1 | 137.7 | 213.0 | -1.4          | -6.3 | -6.8 | -7.2 | -6.3 | 1.5               | 0.5  | 0.5  | 0.3  | 0.0  |
|     | A0   | 2.94 | 3.56 | 4.28 | 4.52 | 5.36 | 72.5   | 115.2 | 172.3 | 182.4 | 259.0 | -1.4          | -6.4 | -6.8 | -7.1 | -6.3 | 1.5               | 0.4  | 0.5  | 0.4  | 0.0  |
|     | A-   | 3.21 | 4.01 | 4.86 | 5.05 | 5.88 | 99.4   | 160.1 | 231.0 | 235.3 | 310.4 | -1.4          | -6.3 | -6.8 | -7.2 | -6.3 | 1.5               | 0.5  | 0.5  | 0.3  | 0.0  |
|     | BBB+ | 4.32 | 6.32 | 6.75 | 6.84 | 7.36 | 210.7  | 390.9 | 419.7 | 414.9 | 458.5 | -1.8          | -6.4 | -6.8 | -7.1 | -6.3 | 1.1               | 0.4  | 0.5  | 0.4  | 0.0  |

자료: 인포맥스, iM증권 리서치본부

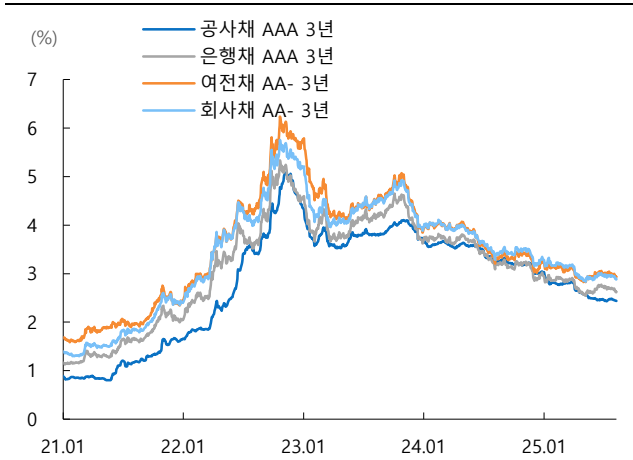
주: 민평4사 평균, 1년물은 동안채 대비 스프레드, 8/8 기준

그림5. 주요 채권 스프레드 변동



자료: 인포맥스, iM증권 리서치본부

그림6. 주요 채권 금리 변동



자료: 인포맥스, iM증권 리서치본부

표2. 주간 주요 기업 회사채 발행 현황

[illegible]

자료: 인포맥스, Dart, iM증권 리서치본부

주: 8/4~8/8 기준

표3. 주간 기업 신용등급/전망 변동 현황 (0건/0건)

[illegible]

자료: 신용평가 3사, iM증권 리서치본부

주: BBB+급 이상 무보증 회사채만 기재, 8/4~8/8 기준

표4. 주간 공사/공단채 발행 현황

| 종목명              | 표준코드         | 신용<br>등급 | 발행일        | 발행액<br>(억) | 만기<br>(년) | 확정금리<br>(%) | 민평대비<br>(bp) |
|------------------|--------------|----------|------------|------------|-----------|-------------|--------------|
| 중소벤처기업진흥채권907(사) | KR351602GF82 | AAA      | 2025-08-08 | 1000       | 2         | 2.447       | 0            |
| 중소벤처기업진흥채권908(사) | KR351603GF81 | AAA      | 2025-08-08 | 600        | 10        | 2.906       | -0.1         |
| 부산교통공사2025-12    | KR354701GF86 | AAA      | 2025-08-08 | 80         | 3         | 2.600       | 1.5          |
| 한국공항공사24         | KR357401GF82 | AAA      | 2025-08-08 | 800        | 3         | 2.580       | -3.7         |
| 한국장학재단25-19(사)   | KR356001GF88 | 정보보증     | 2025-08-07 | 700        | 5         | 2.657       | -3           |
| 한국전력1516         | KR350101GF80 | AAA      | 2025-08-05 | 1000       | 2         | 2.535       | -0.1         |
| 한국전력1517         | KR350102GF89 | AAA      | 2025-08-05 | 2100       | 3         | 2.6         | -2.2         |
| 한국전력1518         | KR350103GF88 | AAA      | 2025-08-05 | 900        | 5         | 2.74        | -1.5         |
| 서울교통공사2025-5     | KR350201GF89 | AAA      | 2025-08-05 | 1400       | 4         | 2.744       | 5.1          |
| 서울교통공사2025-6     | KR350202GF88 | AAA      | 2025-08-05 | 400        | 7         | 2.914       | 1.7          |
| 광해광업공단20         | KR356401GF84 | AAA      | 2025-08-05 | 1200       | 3         | 2.619       | -3           |
| 중소벤처기업진흥채권906(사) | KR351601GF83 | AAA      | 2025-08-04 | 600        | 2         | 2.486       | -1.1         |
|                  |              |          |            |            |           |             |              |
|                  |              |          |            |            |           |             |              |
|                  |              |          |            |            |           |             |              |
|                  |              |          |            |            |           |             |              |
|                  |              |          |            |            |           |             |              |

자료: 인포맥스, iM증권 리서치본부

주: 8/4~8/8 기준

그림7. 주요 채권 스프레드 변동(3년물 기준)

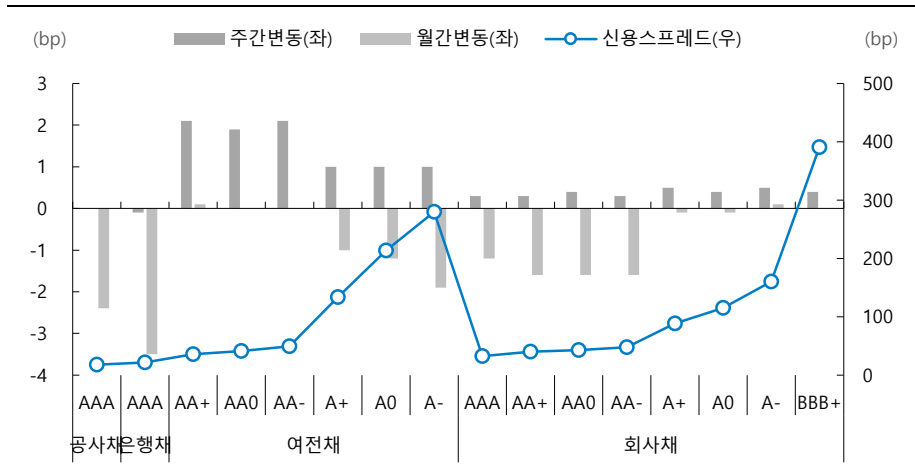


그림8. 주요 채권 금리 변동(3년물 기준)

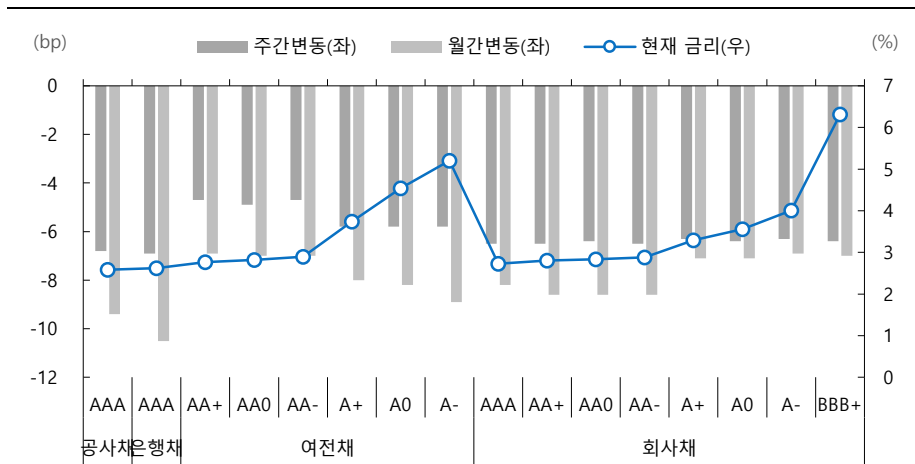


그림9. 주요 단기 금리 추이

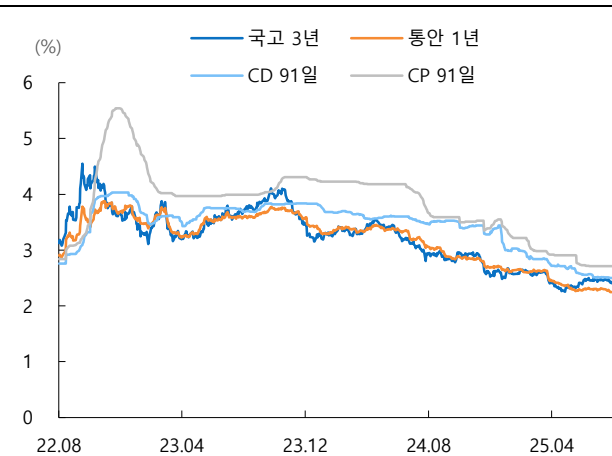


그림10. 국고채 및 정책금리 추이

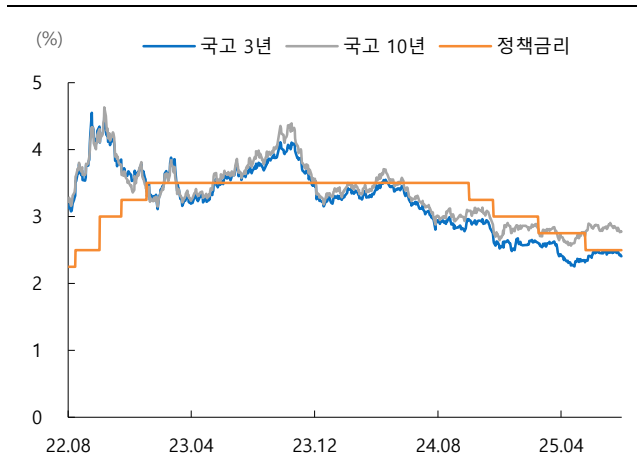
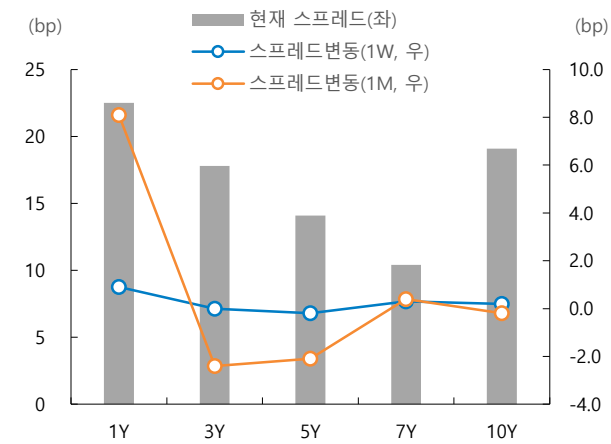
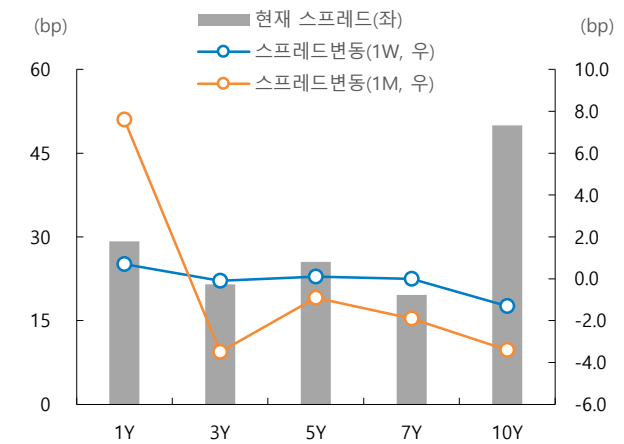


그림11. 공사채 AAA 등급 스프레드 변동



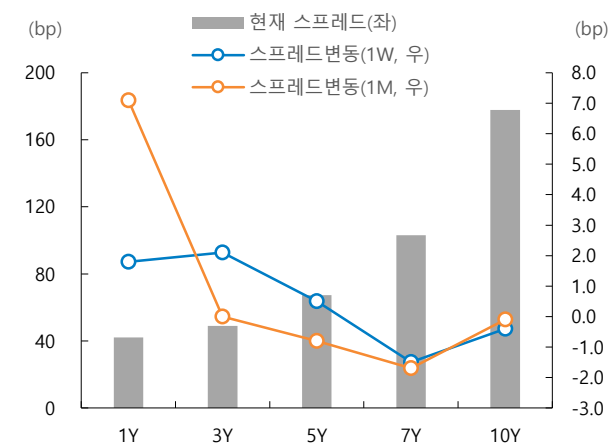
자료: 인포맥스, iM증권 리서치본부  
주: 8/8 기준

그림12. 은행채 AAA 등급 스프레드 변동



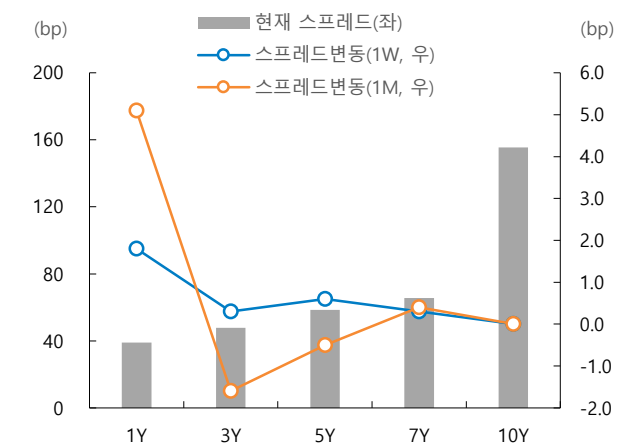
자료: 인포맥스, iM증권 리서치본부  
주: 8/8 기준

그림13. 여전채 AA- 등급 스프레드 변동



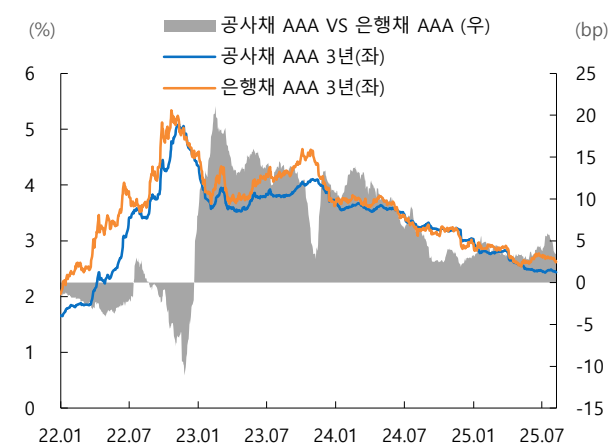
자료: 인포맥스, iM증권 리서치본부  
주: 8/8 기준

그림14. 회사채 AA- 등급 스프레드 변동



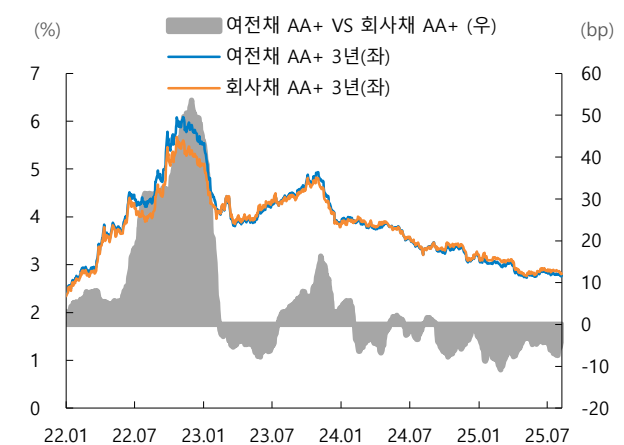
자료: 인포맥스, iM증권 리서치본부  
주: 8/8 기준

그림15. AAA 등급간 스프레드 변동(공사채 VS 은행채)



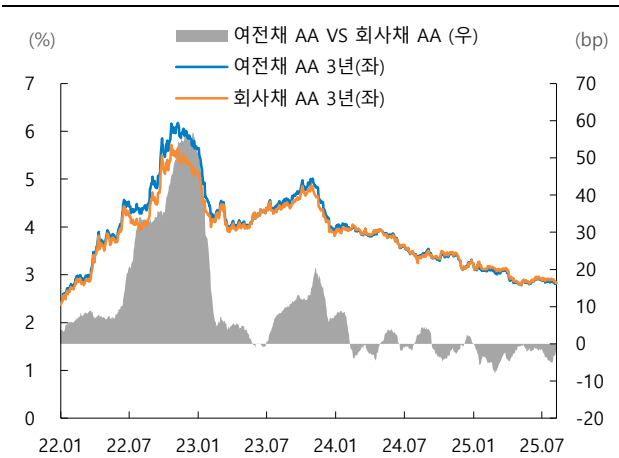
자료: 인포맥스, iM증권 리서치본부

그림16. AA+ 등급간 스프레드 변동(여전채 VS 회사채)



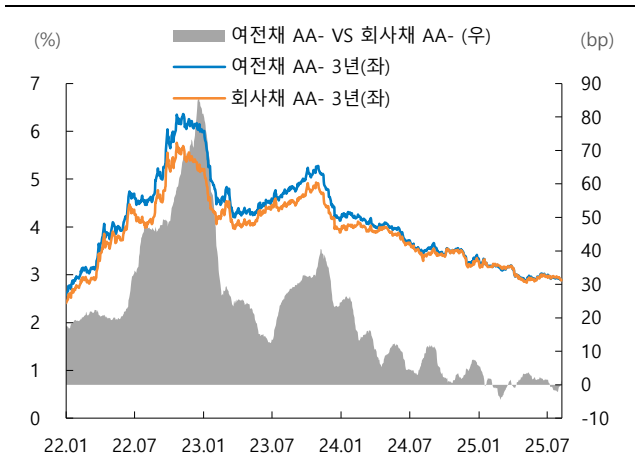
자료: 인포맥스, iM증권 리서치본부

그림17. AA 등급간 스프레드 변동(여전채 VS 회사채)



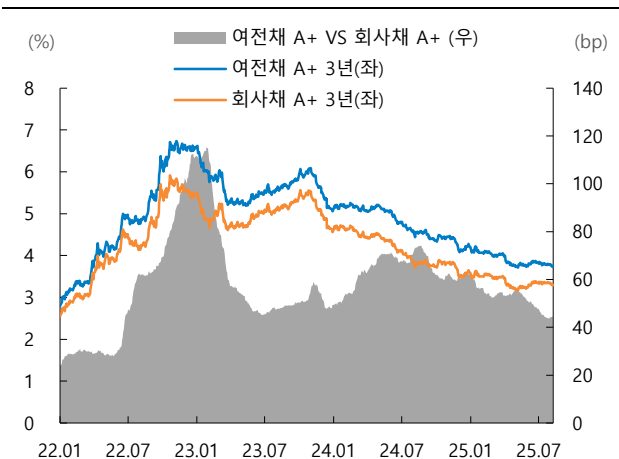
자료: 인포맥스, iM증권 리서치본부

그림18. AA- 등급간 스프레드 변동(여전채 VS 회사채)



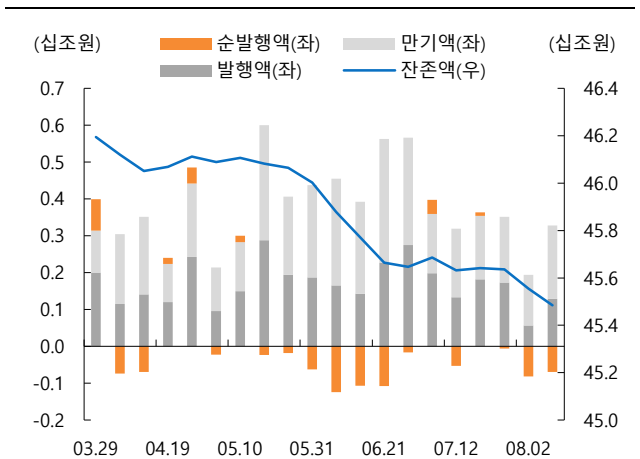
자료: 인포맥스, iM증권 리서치본부

그림19. A+ 등급간 스프레드 변동(여전채 VS 회사채)



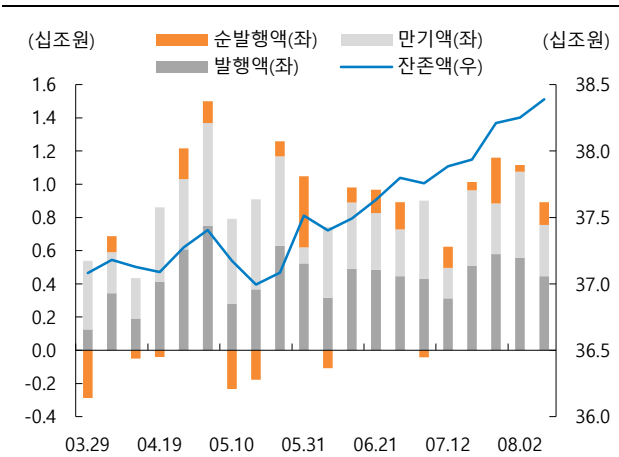
자료: 인포맥스, iM증권 리서치본부

그림20. 공사채 발행 추이



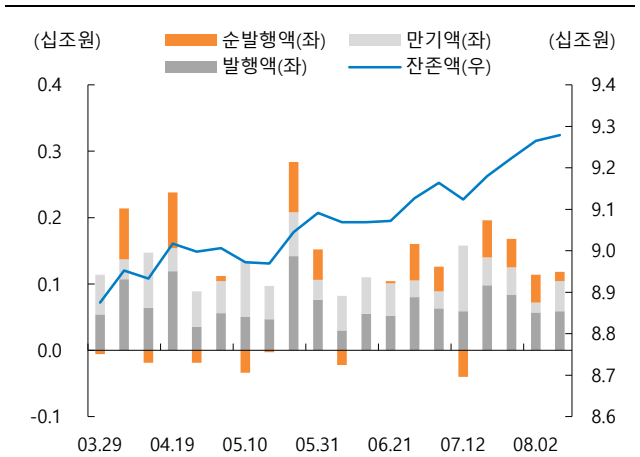
자료: 인포맥스, iM증권 리서치본부

그림21. 은행채 발행 추이



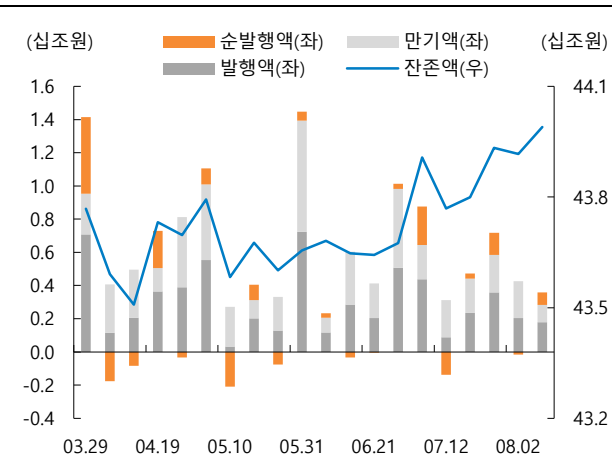
자료: 인포맥스, iM증권 리서치본부

그림22. 여전채 발행 추이



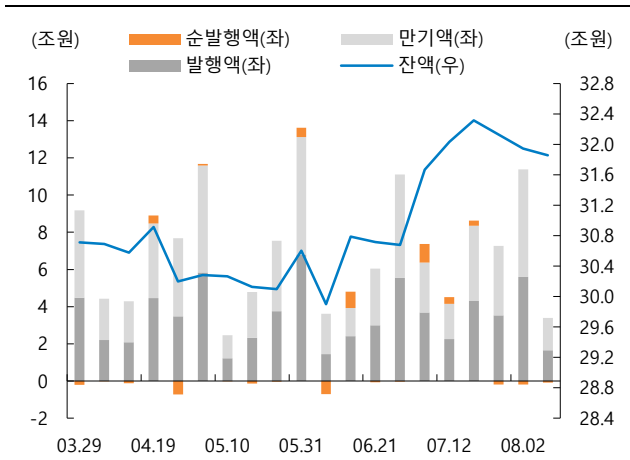
자료: 인포맥스, iM증권 리서치본부

그림23. 회사채 발행 추이



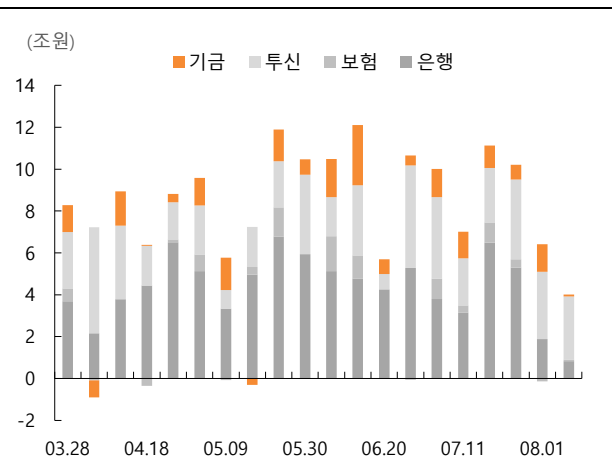
자료: 인포맥스, iM증권 리서치본부

그림24. PF - CP/전단채 발행 추이



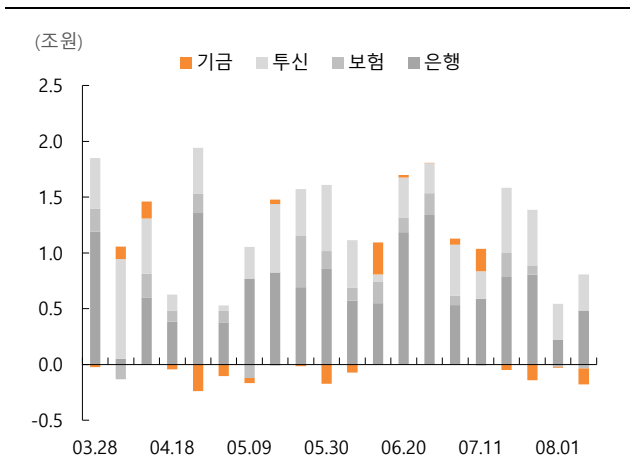
자료: 인포맥스, iM증권 리서치본부

그림25. 전체 채권 순매수 거래대금 추이



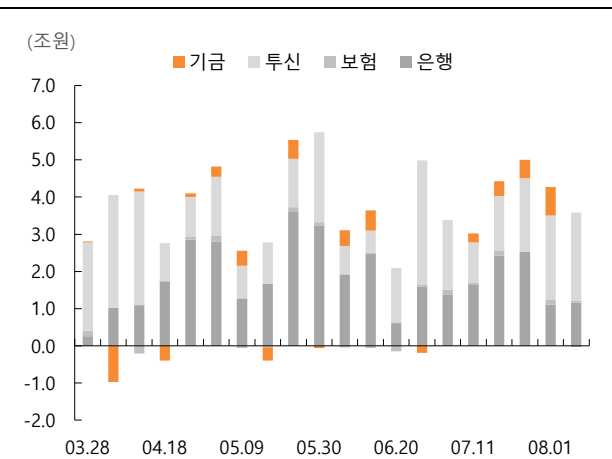
자료: 인포맥스, iM증권 리서치본부

그림26. 특수채 순매수 거래대금 추이



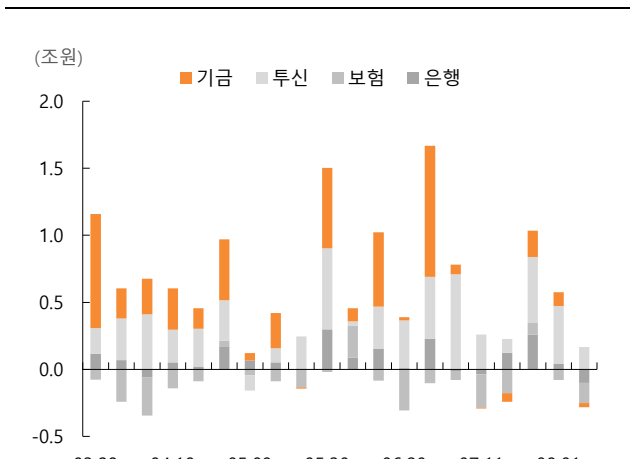
자료: 인포맥스, iM증권 리서치본부

그림27. 금융채 순매수 거래대금 추이



자료: 인포맥스, iM증권 리서치본부

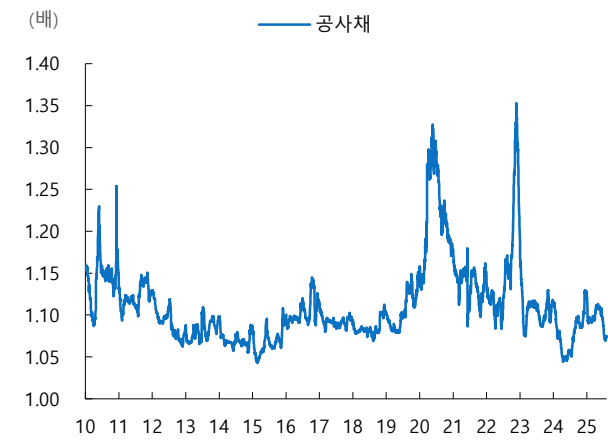
그림28. 회사채 순매수 거래대금 추이



자료: 인포맥스, iM증권 리서치본부

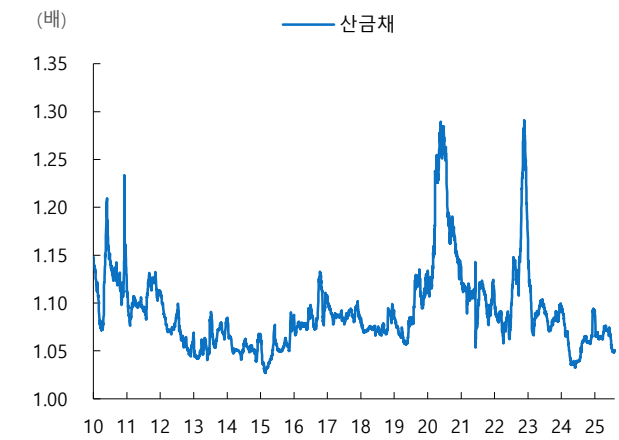


그림29. 공사채 Yield Ratio 추이(AAA 3년물)



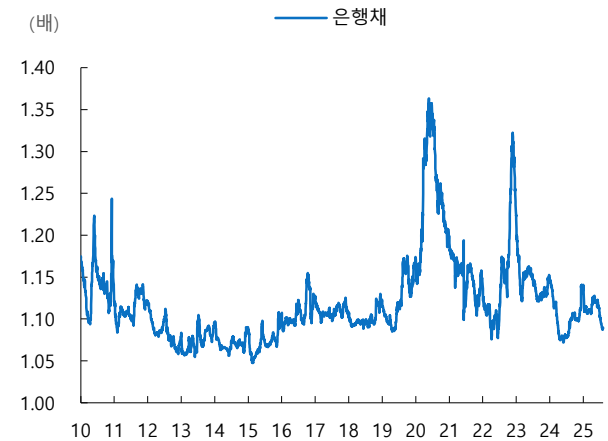
자료: 인포맥스, iM증권 리서치본부

그림30. 산금채 Yield Ratio 추이(AAA 3년물)



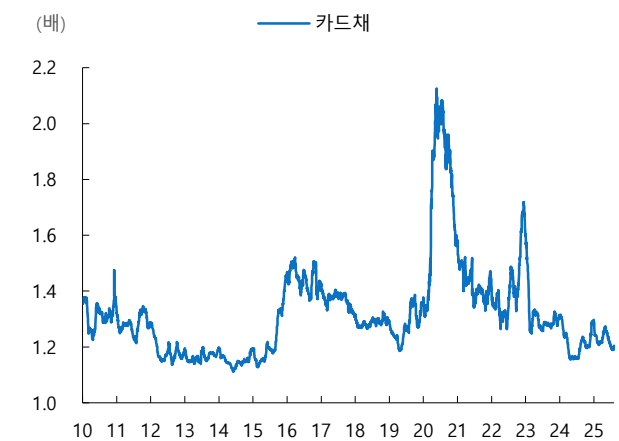
자료: 인포맥스, iM증권 리서치본부

그림31. 은행채 Yield Ratio 추이(AAA 3년물)



자료: 인포맥스, iM증권 리서치본부

그림32. 카드채 Yield Ratio 추이(AA- 3년물)



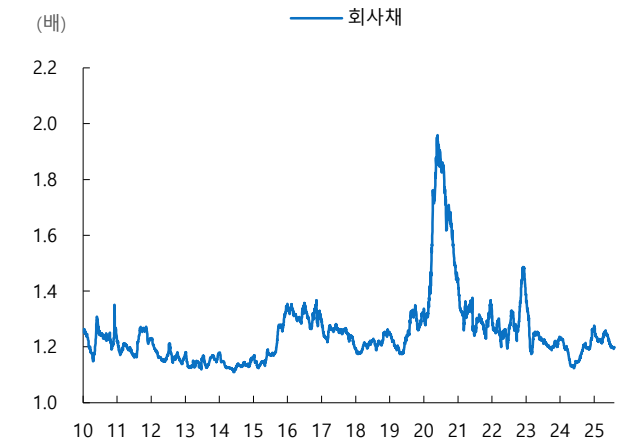
자료: 인포맥스, iM증권 리서치본부

그림33. 캐피탈채 Yield Ratio 추이(AA- 3년물)



자료: 인포맥스, iM증권 리서치본부

그림34. 회사채 Yield Ratio 추이(AA- 3년물)



자료: 인포맥스, 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.