Corporate

# 현대중공업㈜ Hyundai Heavy Industries Co.,Ltd.

담당연구원

책임연구원 이영규
02.2014.6378
yk.lee@nicerating.com

평가전문위원 최중기
02.2014.6251
choijk@nicerating.com

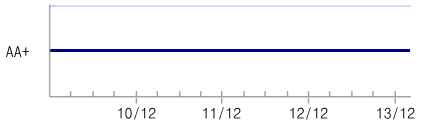
## 평가등급

| | | |
|---|---|---|
| **AA+/Stable** | 평가대상 | 제116-1회 무보증사채 |
| | 평가일 | 2014.02.13 |
| | 평가종류 | 본평가 |

### 유효등급

| | |
|---|---|
| 기업신용등급 | AA+/Stable (원화) |
| | AA+/Stable (외화) |
| 무보증채권 신용등급 | AA+/Stable |
| 단기신용등급 | A1 |

### 등급추이




## 주요 재무지표

(단위: 억 원, %, 배)

| 회계기준<br>재무제표기준 | K-GAAP<br>연결 | K-GAAP<br>연결 | K-GAAP<br>연결 | K-IFRS<br>연결 | K-IFRS<br>연결 | K-IFRS<br>연결 |
|---|---|---|---|---|---|---|
| 구 분 | 2008 | 2009 | 2010 | 2011 | 2012 | 2013.9 |
| 매출액 | 274,836 | 292,544 | 450,736 | 537,117 | 549,737 | 393,723 |
| 당기순이익 | 25,742 | 24,332 | 40,600 | 27,434 | 10,206 | 3,741 |
| EBITDA | 37,399 | 36,979 | 62,695 | 54,987 | 29,885 | 16,198 |
| 잉여현금흐름 | 6,719 | -37,989 | -11,649 | -11,466 | -45,892 | -457 |
| 자산총계 | 383,777 | 364,602 | 455,761 | 490,008 | 492,732 | 529,491 |
| 총차입금 | 11,892 | 33,103 | 98,418 | 110,570 | 148,265 | 151,958 |
| EBIT/매출액 | 11.6 | 10.3 | 11.9 | 8.5 | 3.6 | 2.3 |
| EBITDA/금융비용 | 107.3 | 42.7 | 21.8 | 19.1 | 7.6 | 6.8 |
| 총차입금/EBITDA | 0.3 | 0.9 | 1.6 | 2.0 | 5.0 | 7.0 |
| 부채비율 | 475.6 | 231.2 | 195.0 | 169.6 | 162.9 | 174.2 |

EBIT(조정영업이익) = 매출액 - 매출원가 - 판매관리비

EBITDA = EBIT + 고정자산 감가상각비

현금흐름표 중 이자, 배당수취, 법인세 관련은 영업현금흐름으로, 배당지급은 재무현금흐름으로 분류

## 평가근거

NICE신용평가㈜는 현대중공업㈜(이하 '회사') 상기 무보증사채의 신용등급을 **AA+**로 평가한다. 평가 시 주요하게 고려한 요소는 아래와 같다.

- 조선산업 내 수위의 시장지위를 바탕으로 한 매우 우수한 사업안정성
- 조선 외 다각화된 사업 영위를 통해 조선업 경기변동에 대한 대응력 확보
- 업황 침체 및 선가하락 등에 따른 영업수익성 저하
- 중기적으로 높은 수준의 운전자금 부담이 지속될 전망
- 재무적 부담 확대에도 불구하고 매우 우수한 수준의 재무안정성 유지

**등급전망**

등급전망은 Stable이다. 이는 조선부문에서 회사의 우수한 시장지위와 다각화된 비조선 사업 영위에 따른 사업안정성을 바탕으로 높은 운전자금 부담이 지속되는 상황에서도 우수한 재무안정성을 유지할 것으로 전망됨을 고려한 것이다.

**등급변경요인**

등급전망과 관련된 당사의 주요 모니터링 요소는 조선부문에서 후발조선사와의 사업경쟁력 격차 유지 여부와 운전자금 규모의 변동, 비조선부문의 수주실적 및 수익성 추이 등이다.

**회사 개요**

1973년에 설립된 회사는 세계 최대의 선박 건조능력과 다양한 건조경험을 축적하고 있는 세계 수위의 조선사이며, 조선 및 해양사업(상선, 드릴쉽, FPSO 건조 등) 외에도 플랜트(발전 및 화공플랜트 건설 등), 엔진기계(선박용 대형엔진 제작 등), 전기전자(변압기, 차단기, 회전기 제조 등), 건설장비(굴삭기, 지게차 제조 등) 사업을 동시에 영위하고 있는 종합 중공업기업이다.

## 사업위험

| 매우 낮음 | 낮음 | 보통 | 높음 | 매우 높음 |
|---|---|---|---|---|

**업황침체 및 업계 경쟁심화에도 불구하고 안정적인 매출규모 유지**

회사는 조선, 해양플랜트, 엔진기계, 전기전자, 건설장비, 플랜트 등 다종의 사업을 영위하고 있다. 2013년 1~3분기 별도기준 매출액은 17조 6,382억 원(조선 42.4%, 해양 19.2%, 엔진기계 8.9%, 전기전자 11.0%, 건설장비 12.5%, 플랜트 4.2% 등)으로 견조한 매출규모를 유지하고 있다. 세계 경기침체 및 시장 경쟁 심화 등의 요인으로 영업환경이 저하되고 있으나, 회사가 영위하고 있는 주요 사업 대부분이 우수한 시장지위를 바탕으로 사업경쟁력을 확보하고 있다. 특히 해양플랜트 분야의 견조한 수요가 지속됨에 따라 동 부분 실적 확대가 예상되고 있어 영업환경 저하에 따른 영향을 보완하고 안정적인 매출규모를 유지할 수 있을 것으로 전망된다.

**조선해양부문: 조선산업 내 우수한 경쟁력을 바탕으로 업황침체에 대한 대응능력 확보**

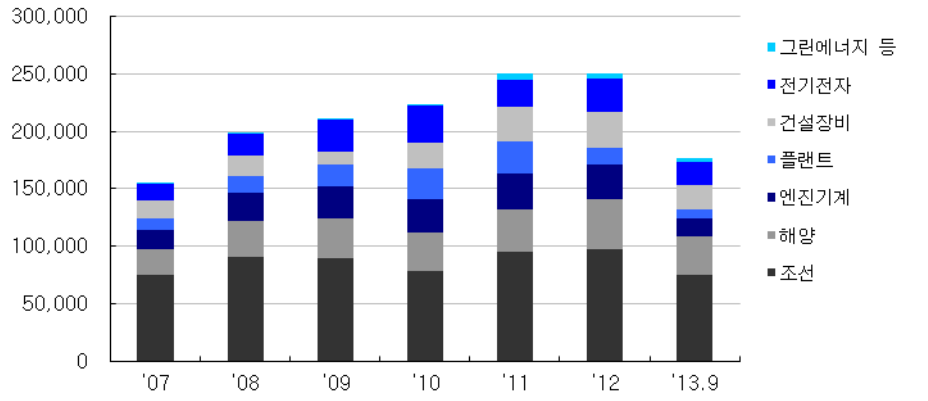
회사의 사업구조는 조선, 해양, 엔진기계 등 조선해양부문과 전기전자, 플랜트, 건설장비 등 비조선부문으로 구분되며, 조선해양부문의 매출비중은 2013년 1~3분기 별도기준으로 70.5%에 달한다. 2008년 하반기 이후 세계 조선경기 침체가 최근까지 장기화되고 있으며, 이에 따른 수주감소 및 선가하락으로 조선업계 전반적으로 실적저하 압박이 큰 상황이다. 다만, 회사는 기확보된 수주물량의 지속적인 인도 및 세계 조선산업 내 수위의 시장지위를 바탕으로 한 수주경쟁력을 바탕으로 조선해양부문에서 안정적인 사업실적을 유지하고 있다. 한편, 고유가 및 신흥국 에너지 수요 증가로 인해 해양플랜트 및 LNG선 등 에너지 관련 선종의 수요가 중장기적으로 견조한 추세를 보일 것으로 전망되며 이에 따라 회사의 조선해양부문은 향후에도 업황 침체에 대한 우수한 대응력을 확

보하고 안정적인 실적 유지가 가능할 것으로 판단된다.

**비조선부문: 다각화된 사업부문간의 위험분산을 통해 우수한 사업안정성 보유**

회사는 조선 및 해양사업 이외에도 각각 양호한 경쟁력을 보유하고 있는 플랜트, 전기전자, 건설장비, 그린에너지 사업(이하 '비조선부문')을 영위하고 있다. 비조선부문의 경우 세계 경기침체 및 이로 인한 시장 축소, 기존 경쟁자 및 신규진입자와의 경쟁 심화 등으로 최근 전반적인 사업여건이 저하된 상황이다. 다만 과거 꾸준한 대형프로젝트 수행경험 축적 및 신규시장 확대노력 등에 따라 회사의 사업경쟁력이 지속적으로 제고되고 있으며, 중장기적으로 신흥경제국 수요 증가 등에 따른 시장 확대 가능성이 높은 것으로 판단된다. 이에 따라 회사는 비조선사업 영위를 통한 다각화된 사업포트폴리오 구성을 바탕으로 향후에도 주력사업인 조선관련사업의 실적변동에 따른 영향 완화 및 사업위험 분산을 통해 사업안정성을 확보할 수 있을 것으로 전망된다.

[사업부문별 매출구성 및 추이] (단위: 억 원)




자료: 회사 제시자료 (개별/별도 기준)
주: 2010년까지 그린에너지사업부문은 전기전자사업부문에 포함.

**경기침체의 영향으로 영업수익성은 다소 낮은 수준이 지속될 전망**

조선 및 건설 산업 침체, 신흥국 시장 진출에 따른 경쟁 심화 등 사업 여건이 저하되고 있으며, 이로 인해 회사가 영위하는 대부분의 사업부문에서 영업수익성이 저하되고 있다. 별도기준 회사의 EBIT/매출액은 2011년 10.5%에서 2012년 5.1%, 2013년 1~3분기 3.6%로 저하되었다. 향후에도 조선해양부문에서 선가하락분의 손익인식이 본격화되고, 플랜트 등 비조선부문에서의 수주경쟁심화 등에 따라 당분간 회사의 수익성은 부진할 것으로 전망된다. 그러나 고부가가치 선박 및 해양사업부문의 수주 증가, 후판 등 원자재가격의 하향안정화 가능성 등은 회사의 수익성 저하를 상당부분 완화시킬 수 있는 요인으로 판단된다. 또한 회사가 영위하고 있는 각 사업부의 사업경쟁력 및 다각화된 사업구조를 통한 업황변동성에 대한 대응력을 감안할 때 중장기적으로 안정적인 영업수익성을 시현할 수 있을 것으로 전망된다.

[영업수익성 추이] (단위: 억 원, %)

| 구분 | 2008 | 2009 | 2010 | 2011 | 2012 | 2013.9 |
|---|---|---|---|---|---|---|
| 매출액 | 199,571 | 211,422 | 224,052 | 250,196 | 250,550 | 176,382 |
| EBIT | 22,062 | 22,226 | 34,394 | 26,285 | 12,847 | 6,324 |
| EBITDA | 25,970 | 26,682 | 39,316 | 31,319 | 18,077 | 10,245 |
| EBIT/매출액 | 11.1 | 10.5 | 15.4 | 10.5 | 5.1 | 3.6 |
| EBITDA/매출액 | 13.0 | 12.6 | 17.6 | 12.5 | 7.2 | 5.8 |

자료: 회사 공시자료 (개별/별도 기준)

## 재무위험

매우 낮음 | 낮음 | 보통 | 높음 | 매우 높음

### 중기적으로 전반적인 운전자금 부담은 높은 수준이 지속될 전망

회사는 조선업황 등락 및 주요 프로젝트 수금구조 등에 따른 운전자금 변동성이 다소 높게 나타나고 있으며, 특히 2009년 이후 이후 결제구조 악화 및 드릴십 건조 확대 등에 따라 운전자금 부담이 크게 증가하였다. 반면, 2012년 이후 수익성 저하에 따른 EBITDA 창출규모 감소가 나타나고 있어 영업현금흐름상 부족자금 규모가 확대되었다. 또한, 연간 1조 원 내외(별도기준)의 설비투자, 지분투자 및 배당금지급 등의 자금소요가 지속적으로 나타나고 있어 현금흐름에 추가적인 부담 요인으로 작용하고 있다.

[현금흐름 추이] (단위: 억 원)

| 구분 | 2007 | 2008 | 2009 | 2010 | 2011 | 2012 | 2013.9 |
|---|---|---|---|---|---|---|---|
| EBITDA | 21,426 | 25,970 | 26,682 | 39,316 | 31,319 | 18,077 | 10,245 |
| (금융비용) | -114 | -65 | -341 | -804 | -1,398 | -1,581 | -853 |
| (운전자금증감) | 18,754 | -3,996 | -29,887 | -30,146 | -5,924 | -33,463 | -8,758 |
| 영업현금 | 41,160 | 23,827 | -9,580 | 6,881 | 11,089 | -21,802 | 235 |
| (영업관련투자) | -9,467 | -17,777 | -11,228 | -4,347 | -7,805 | -6,328 | -3,797 |
| 잉여현금 | 31,693 | 6,050 | -20,808 | 2,534 | 3,285 | -28,130 | -3,562 |
| (배당금지급) | -1,612 | -4,666 | -2,997 | -2,122 | -4,290 | -2,452 | -1,532 |
| 처분가능현금 | 30,081 | 1,384 | -23,805 | 413 | -1,006 | -30,582 | -5,094 |

자료: 회사 공시자료 (개별/별도 기준)
주: 운전자금 = 매출채권(미청구공사 포함) + 선급금 + 재고자산 – 매입채무 – 선수금(초과청구공사 포함)

단기적으로 인도시점 결제비중이 높고 프로젝트별 금액이 큰 드릴쉽 인도 증가(2014년 중 11척 인도 예정)가 예정되어 있어 인도시점을 전후로 운전자금 규모의 높은 변동성이 나타날 것으로 보인다. 또한, 기 확보된 조선부문 수주물량의 상당부분이 Heavy-Tail 결제조건인 점을 고려할 때 중기적으로 높은 수준의 운전자금 부담이 지속될 것으로 예상된다. 다만, 연간 1.5조 원 내외의 EBITDA 창출규모(별도기준)를 고려할 때 일시적인 운전자금 증감을 제외하면 자체창출 EBITDA를 바탕으로 경상적인 자금소요 대부분에 대한 대응이 가능할 것으로 전망된다.

### 재무적 부담 확대에도 불구하고 매우 우수한 수준의 재무안정성 유지

현금창출력 저하 및 차입금 증가 등으로 인해 회사의 재무적 부담은 확대되고 있다. 그러나 최근 차입금 증가의 주요 원인은 운전자금 부담 확대에 기인하고 있으며, 이러한

운전자금 효과를 제외한 순차입금 규모는 2008년 이후 지속적으로 감소하고 있는 것으로 파악된다. 또한, 차입금 증가에 따른 재무지표 저하가 나타났음에도 2013년 9월 말 별도기준 부채비율 105.9%, 차입금의존도 22.0%, 총차입금/EBITDA 5.4배 등 여전히 매우 우수한 수준의 재무안정성을 유지하고 있다.

[차입금 및 재무안정성 지표 추이] (단위: 억 원, %, 배)

| 구분 | 2007 | 2008 | 2009 | 2010 | 2011 | 2012 | 2013.9 |
|---|---|---|---|---|---|---|---|
| 총차입금 | 1,890 | 33 | 8,896 | 34,473 | 39,627 | 65,421 | 70,826 |
| 순차입금 (A) | -34,223 | -24,430 | 1,479 | 28,158 | 33,423 | 58,887 | 64,244 |
| 운전자금 (B) | -52,169 | -48,173 | -18,286 | 11,860 | 17,784 | 51,247 | 60,005 |
| (A-B) | 17,946 | 23,743 | 19,765 | 16,298 | 15,639 | 7,640 | 4,239 |
| 부채비율 | 208.4 | 351.8 | 153.6 | 109.1 | 103.3 | 101.7 | 105.9 |
| 차입금의존도 | 1.1 | 0.0 | 3.6 | 11.9 | 13.2 | 21.4 | 22.0 |
| 총차입금/EBITDA | 0.1 | 0.0 | 0.3 | 0.9 | 1.3 | 3.6 | 5.2 |

자료: 회사 공시자료 (개별/별도 기준)
주: 운전자금 = 매출채권(미청구공사 포함) + 선급금 + 재고자산 – 매입채무 – 선수금(초과청구공사 포함)

조선업황 침체 및 선수금 감소 등으로 높은 수준의 자금부담은 당분간 지속될 것으로 전망되나, 회사는 조선해양부문 외에도 다각화된 사업의 영위 및 영위 사업의 우수한 사업경쟁력을 통해 경기 침체에 따른 변동성을 상당부분 상쇄할 수 있을 것으로 전망된다. 또한 대규모 증설투자 일단락에 따른 투자부담 감소, 양호한 수익창출력을 바탕으로 한 자본축적 추이 등을 고려할 때 중장기적으로 현 수준의 재무안정성을 유지할 수 있을 것으로 전망된다.

## 계열위험

**그룹 내 조선사 합산기준 전세계 건조량, 수주잔량 측면에서 10% 이상의 시장점유율 보유**

회사는 건조능력 및 수주잔량 기준으로 세계 4~5위권의 지위를 보유하고 있는 현대삼호중공업 및 현대미포조선을 계열사로 두고 있으며, 그룹 내 조선 3사 합산실적 기준으로 연간 건조량 및 수주잔량의 세계 시장점유율이 10%를 꾸준히 상회하고 있다. 조선업황 침체가 장기화되고 있어 조선사 전반적으로 실적 저하 가능성이 우려되는 상황이나, 현대중공업그룹은 계열사 공동구매를 통한 안정적인 원자재 확보, 건조기술 지원을 통한 생산효율성 제고, 공동영업을 통한 수주경쟁력 확보 등 계열사간 협력체계를 구축하여 그룹 내 시너지 발휘를 통해 경기변동에 안정적으로 대응해 나갈 것으로 전망된다.

본 평가는 주요 방법론으로 업종별 신용평가방법론과 일반 신용평가방법론을 적용했습니다. 평가방법론에 대한 구체적인 내용은 NICE신용평가㈜의 홈페이지 "www.nicerating.com/리서치/평가방법론" 에서 찾아볼 수 있습니다.

본 건 신용평가등급 산정에 이용한 중요자료는 감사보고서, 사업보고서, 분기(반기)보고서, 경영공시자료, 차입금현황 등 입니다.

(신용평가등급의 공시 등 업무 모범규준 제 7 조 제 3 항에 따른)

【개별 신용등급별 정의 및 부도율】

(기준년도: 2004 ~ 2013 년, 단위: %)

| 장기 신용등급 | 정의 | 연평균 부도율 | |
|---|---|---|---|
| | | 협의 | 광의 |
| AAA | 원리금 지급확실성이 최고수준이며, 현단계에서 합리적으로 예측가능한 장래의 어떠한 환경변화에도 영향을 받지 않을 만큼 안정적임. | 0.00 | 0.00 |
| AA | 원리금 지급확실성이 매우 높지만 AAA등급에 비해 다소 열등한 요소가 있음. | 0.00 | 0.00 |
| A | 원리금 지급확실성이 높지만 장래 급격한 환경변화에 따라 다소 영향을 받을 가능성이 있음. | 0.11 | 0.22 |
| BBB | 원리금 지급확실성은 인정되지만 장래 환경변화로 원리금 지급확실성이 저하될 가능성이 있음. | 1.02 | 2.21 |
| BB | 원리금 지급확실성에 당면 문제는 없지만 장래의 안정성 면에서는 투기적 요소가 내포되어 있음. | 4.44 | 7.22 |
| B | 원리금 지급확실성이 부족하여 투기적이며, 장래의 안정성에 대해서는 현단계에서 단언할 수 없음. | 4.17 | 6.25 |
| CCC | 채무불이행이 발생할 가능성을 내포하고 있어 매우 투기적임. | 14.58 | 19.35 |
| CC | 채무불이행이 발생할 가능성이 높아 상위등급에 비해 불안요소가 더욱 많음. | 0.00 | 0.00 |
| C | 채무불이행이 발생할 가능성이 극히 높고 현단계에서는 장래 회복될 가능성이 없을 것으로 판단됨. | 44.44 | 50.00 |
| D | 원금 또는 이자가 지급불능상태에 있음. | - | - |

주1: 기업신용등급, 장기신용등급, 보험금지급능력평가 신용등급, 보증기관평가 신용등급 중 AA등급에서 CCC등급까지의 6등급과 단기신용등급 중 A2등급에서 B등급까지의 3등급 그리고 펀드신용등급 중 AAf에서 CCCf까지의 6등급에는 그 상대적 우열 정도에 따라 +, -기호를 첨부할 수 있음.

주2: SF평가등급의 경우 당해 등급기호의 뒤에 "(sf)"를 부기함. 해당 대상은 ABS, ABCP, ABL, 유동화익스포져 등 구조화금융 관련 평가등급임.

주3: 협의 부도율은 금융투자업규정 제8-19조의9 제3항 제2호의 부도 정의에 의해 산정된 부도율임.

주4: 광의 부도율은 금융투자업규정에 의한 공식 부도 외에 워크아웃 및 기업구조조정촉진법 적용 등 부도 방지 및 채무 경감을 목적으로 이루어지는 채무재조정을 부도에 포함하여 산정한 부도율임.

주5: 연평균 부도율은 최근 10개년 연간부도율의 평균을 의미함.

<유의사항>

1) NICE신용평가㈜에서 작성한 평가보고서에 수록된 모든 정보의 저작권은 NICE신용평가㈜의 소유입니다. 따라서 NICE신용평가㈜의 사전 서면동의 없이는 본 정보의 무단 전재, 복사, 유포(재배포), 인용, 가공(재가공), 인쇄(재인쇄), 재판매 등 어떠한 형태든 저작권에 위배되는 모든 행위를 금합니다.
2) NICE신용평가㈜가 제공하는 신용등급 및 평가보고서는 미래의 원리금 상환능력에 대한 의견이므로 예측정보를 중심으로 분석, 평가되고 있으며, 이러한 예측정보는 실제 결과치와 다를 수 있습니다. 또한 NICE신용평가㈜의 신용등급은 금리나 환율변동 등에 따른 시장가치 변동위험, 해당 증권의 유동성위험, 내부절차나 시스템으로 인해 발생하는 운영위험을 표현하지는 않습니다. 또한 신용평가는 사실의 진술이 아니라, NICE신용평가㈜ 고유의 평가기준에 따른 독자적인 의견이며, 특정 유가증권의 투자의사결정(매매, 보유 등)을 권고하는 것이 아닙니다. 이에 정보이용자들은 각자 유가증권, 발행자, 보증기관 등에 대해 자체적인 분석과 평가를 통해 투자에 대한 의사결정을 해야 한다는 점을 강조합니다.
3) 평가보고서의 모든 정보는 NICE신용평가㈜가 신뢰할 만하다고 판단하는 회사제시자료 및 각종 공시자료 등의 자료원으로부터 수집되어 분석, 인용하고 있으나, 자료원의 정확성 및 완전성에 대해 자체적인 실사를 하지는 않고 있습니다. 정보의 오류 및 사기, 허위 등은 신용등급 및 평가보고서의 적정성에 부정적 영향을 미칠 수 있으나, NICE신용평가㈜는 이와 관련한 어떠한 형태의 책임도 부담하지 않습니다.
4) 따라서 신용평가의 특성 및 자료원의 제한성, 인간적, 기계적 또는 기타 요인에 의한 오류의 가능성 등이 있으므로, NICE신용평가㈜는 평가보고서의 어떠한 정보에 대해서도 그 정확성, 적합성 또는 충분성을 보증하지 않습니다. 또한 NICE신용평가㈜의 고의 또는 중대한 과실에 기인한 사항을 제외한 평가보고서상 정보의 이용으로 발생하는 어떠한 손해 및 결과에 대해서도 NICE신용평가㈜는 책임지지 않습니다.
5) 본 신용평가의 평가개시일은 2014.02.06 이고, 계약체결일은 2014.02.06 이며, 평가완료일은 2014.02.13 입니다.
6) 최근 2년간 발행인과 체결한 다른 신용평가용역 건수 및 총액은 각각 3건, 140백만원입니다. 당사는 평가완료일 현재 발행인의 다른 신용평가용역을 수행하고 있지 않습니다. 또한 발행인은 독점규제 및 공정거래에 관한 법률에 따른 기업집단에 속하며, 동 기업집단의 직전연도 평가수수료 비중은 당사의 직전연도 전체 신용평가 수수료 총액의 0.75%에 해당합니다.
7) 최근 2년간 발행인과 체결한 비평가용역계약 체결 건수 및 금액은 0건, 0백만원입니다. 당사는 평가완료일 현재 발행인의 다른 비평가용역을 수행하고 있지 않습니다. 또한, 동 기업집단의 직전연도 비평가용역 수수료 비중은 직전연도 전체 비평가용역 수수료 총액의 0.00%에 해당합니다.