

하이일드채권 시장 점검

각박한 시장 속 옥석을 찾아서





하이일드채권 시장 점검

각박한 시장 속 옥석을 찾아서



이소윤

Credit Analyst

02 3770 5572

soyoon.lee@yuantakorea.com

하이일드채권 시장에 무슨 일이



2024년 2월 19일, 신용등급이 BBB+로 상향된 두산에너지(주)는 개별민평금리 대비 -179bp에서 수요를 확보하며 2년물 무보증 회사채를 4.680%에 발행했다. 2024년 4월 17일, BBB+인 (주)한진은 개별민평금리 대비-145bp에서 수요를 확보하며 1.5년물 무보증 회사채를 3.420%의 금리로 발행했다.

미매각이 발생한 종목도 있었지만, 두산에너지(주)와 (주)한진처럼 BBB급의 공모채 금리가 우량등급 수준의 낮은 금리로 발행되는 현상이 심심치 않게 발생하고 있다. 이러한 BBB급 채권의 시장 왜곡은 A등급 같은 BBB등급에 투자했다기보다는, 하이일드펀드의 영향이 크다고 볼 수 있겠다. 공모주 우선배정 혜택과 분리과세 혜택을 보유한 하이일드펀드가 큰 손으로 통하기 때문이다.

하이일드펀드는 “고위험고수익채권펀드”이다. 고위험고수익채권(이하 하이일드채권)은 일반적으로 신용등급이 BBB+이하인 무보증 회사채를 말한다. 다만 투자적격등급이 AAA~BBB-로 BBB-등급이 마지노선인 점, 크레딧 리스크 및 유통물량 등을 고려했을 때 실제로 거래가 이루어지는 채권은 BBB급에 한정된다. 발행사들의 신용등급 양극화로 BBB급 채권 발행량이 감소한 가운데, 공모주에 대한 기대로 하이일드펀드 수요는 증가한 것이다.

이러한 시장 왜곡은 BBB급의 기업이 저금리로 자금을 조달할 수 있다는 측면에서 지원 정책의 효과를 입증하는 것이기도 하다. 하이일드펀드 지원 정책에는 크게 공모주 우선배정 혜택과 세제 혜택이 있다. 분리과세 혜택은 2024년 말에 일몰 종료될 예정이며, 공모주 우선배정 혜택은 수 차례 연장되어 왔으나 현 시점에서는 2025년 말에 종료하는 것으로 예정되어 있다.

하이일드펀드의 본질은 결국 BBB급 채권이다. 지원 정책은 언제든지 바뀔 수 있지만 BBB급 채권이라는 본질은 변하지 않는다. 안전한 고수익이라는 것은 없다. BBB급의 기업은 A급 이상 기업 대비 외부 변수에 대해 취약하여 크레딧 리스크가 높다. 하이일드펀드 열풍으로 BBB급 기업의 발행여건이 전반적으로 개선된 것은 긍정적이거나, BBB급 채권 중에서도 옥석을 가릴 필요가 있다. 본 자료를 통해 하이일드 채권 시장과 주요 발행사를 점검해보고자 한다.

CONTENTS

I 하이일드펀드의 분리과세 혜택을 종료하게 된 것에 대하여

분리과세 혜택의 종료가 곧 하이일드펀드의 끝은 아니다	07
주식 공모시장의 영향을 받는 채권 펀드, 하이일드펀드	08
하이일드펀드 vs 코스닥벤처펀드	09
하이일드채권 투자 활성화를 위한 하이일드펀드 지원 정책	10
하이일드펀드에 대한 제도적 지원으로 발행여건이 개선된 하이일드채권	11

II 하이일드펀드 전에 하이일드채권 있다

BBB급 이하 하이일드 회사채 시장 규모 추이	15
BBB급 채권이 곧 하이일드채권이다	16
하이일드채권의 사모채 발행 비중 확대	17
하이일드채권의 큰 손: 개인에서 운용사로	19
2024년 하이일드 공모채 수요예측 모아보기	20

III 주요 발행사 신용도 점검

종목 선정 기준	23
두산에너빌리티(주)	24
(주)한진칼	30
한솔테크닉스(주)	35





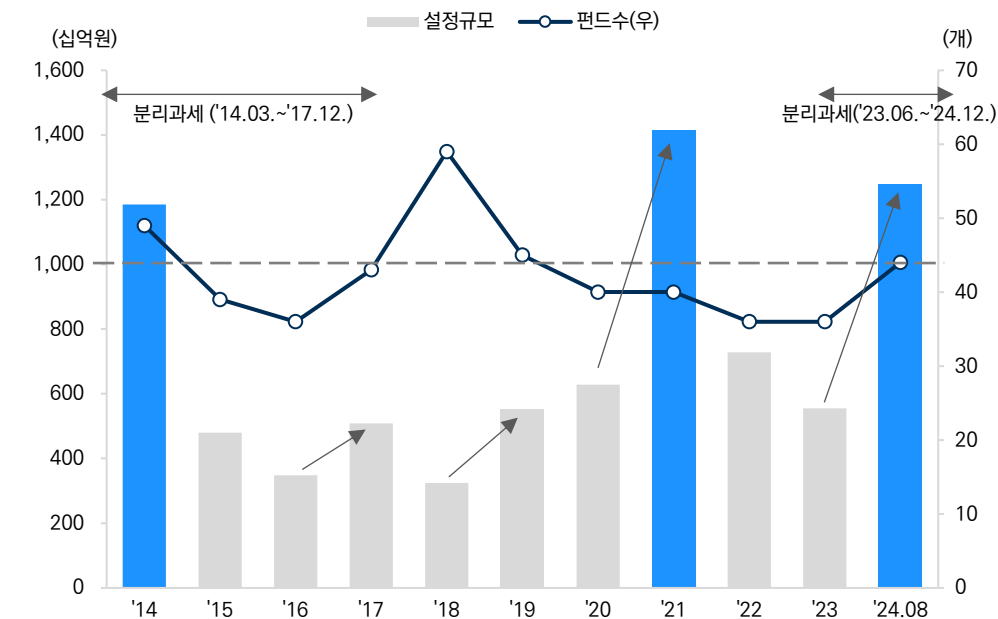
PART 1

하이일드펀드의 분리과세 혜택을 종료하게 된 것에 대하여

분리과세 혜택의 종료가 곧 하이일드펀드의 끝은 아니다

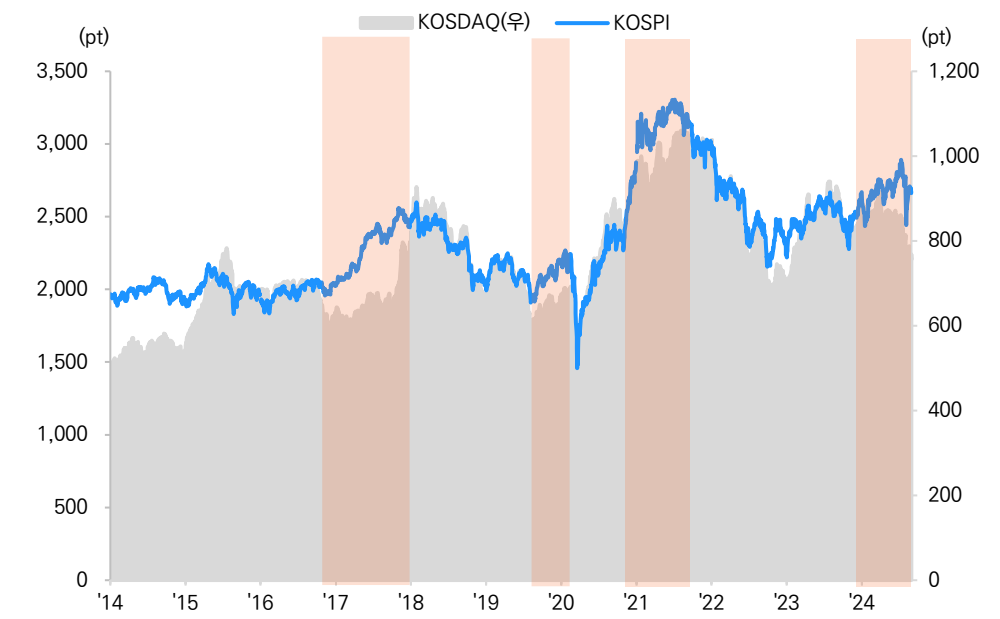
- 하이일드펀드 시장 규모는 별도로 집계되고 있진 않으나, 2024년 4월 기준 공·사모 합산 규모는 약 3조원 규모로 추산
- 금융투자협회에서 하이일드로 분류된 펀드의 설정 규모가 전년 대비 증가한 해는 2017년·2019년·2021년·2024년
- 분리과세 혜택이 적용되지 않았던 해인 2021년, 하이일드펀드 설정규모가 1조원을 상회하였음. 당시 주식시장의 상승세가 이어지는 가운데 LG에너지솔루션, 현대엔지니어링 등 2022년에 예정된 KOSPI 상장 종목에 대한 기대감이 작용했던 것으로 보임
- 하이일드펀드는 공모주 우선배정 혜택이 있어 주식시장 상승기에 수요가 증가하는 경향이 존재. 연동되는 분리과세 혜택이 종료된다고 해서 하이일드펀드 수요가 크게 위축되지는 않을 것

하이일드펀드 설정 규모가 1조원을 상회했던 해는 2014년, 2021년, 2024년



주) 금융투자협회에서 과거 '하이일드'로 분류한 펀드의 설정액으로 추세 참고용
 자료: 금융투자협회, 유안타증권 리서치센터

KOSPI 및 KOSDAQ 지수 추이

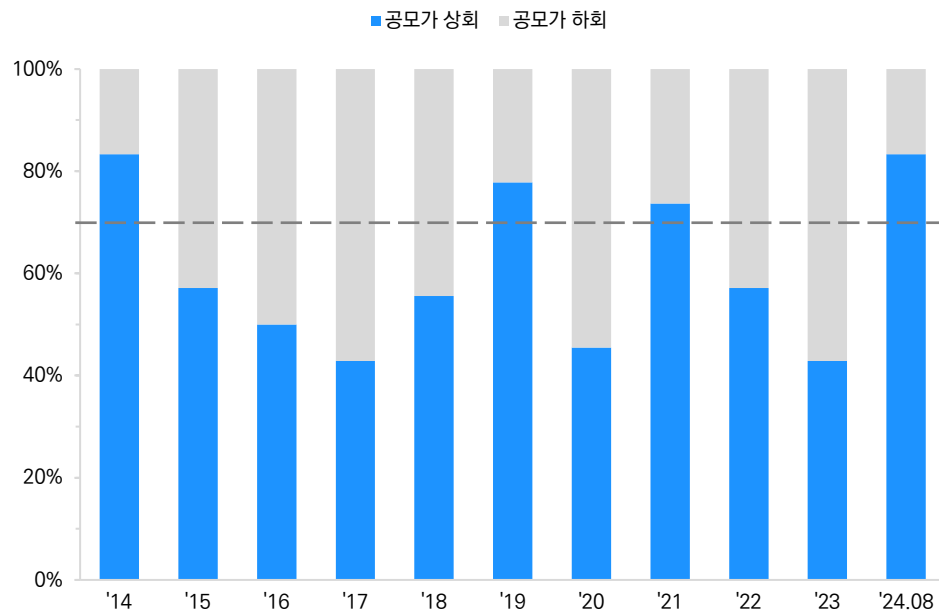


자료: ECOS, 유안타증권 리서치센터

주식 공모시장의 영향을 받는 채권 펀드, 하이일드펀드

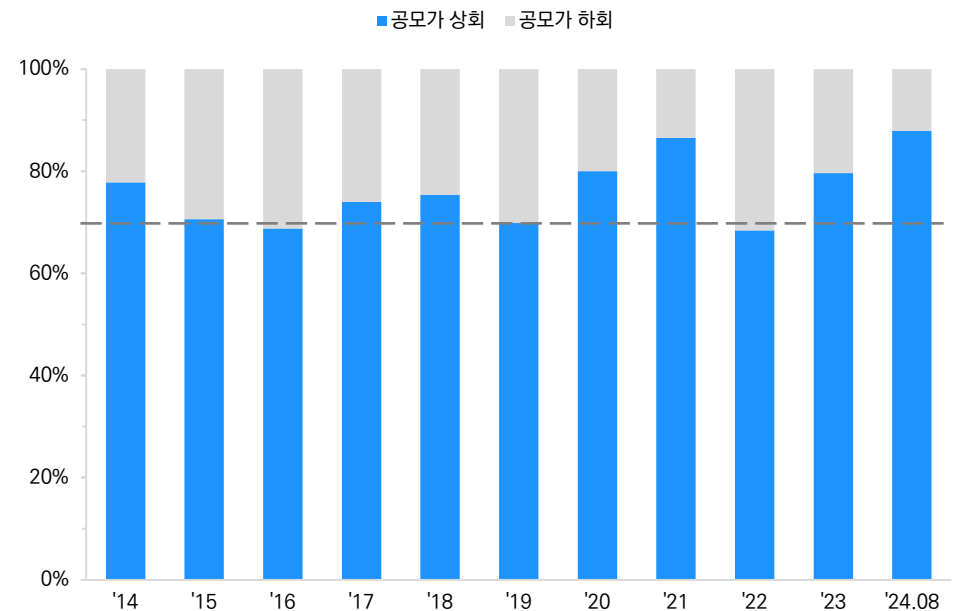
- 하이일드펀드 수요의 핵심 기반이 되는 것 중 하나가 공모주 우선배정 혜택임
- 하이일드펀드는 코스닥 10%, 코스피 5%로 공모주 전체에 대한 투자가 가능함
- KOSPI 및 KOSDAQ 공모주식 중 상장일 종가가 공모가를 상회한 종목의 비중이 70%를 모두 넘었던 해는 2014년·2021년·2024년이었음.
하이일드 설정규모가 1조원을 상회했던 시기와 일치함
- 하이일드펀드 수요에 영향을 미치는 다른 변수도 있지만, 공모주 시장의 흥행 여부가 미치는 영향이 상당수준 존재하는 것으로 보임

KOSPI 상장일 종가 기준 공모가 상회 종목 수 비중 추이



자료: KIND, 유안타증권 리서치센터

KOSDAQ 상장일 종가 기준 공모가 상회 종목 수 비중 추이



자료: KIND, 유안타증권 리서치센터

하이일드펀드 vs 코스닥벤처펀드

- 공모주 우선배정 혜택으로 공모주 간접투자가 가능한 펀드는 하이일드펀드와 코스닥벤처펀드가 있음
- 코스닥벤처펀드는 코스닥 공모주식의 25% (출시 당시 30%) 우선 배정 혜택과 소득공제 혜택이 존재
- 2018년은 하이일드펀드의 분리과세 혜택 종료 및 코스닥벤처펀드 출시로 하이일드펀드에 대한 투자 메리트가 상대적으로 감소했을 것으로 추정됨
- 단, 코스닥벤처펀드는 유가증권시장에 상장하는 공모 주식에 대한 우선배정 혜택이 없음

하이일드펀드 vs. 코스닥벤처펀드

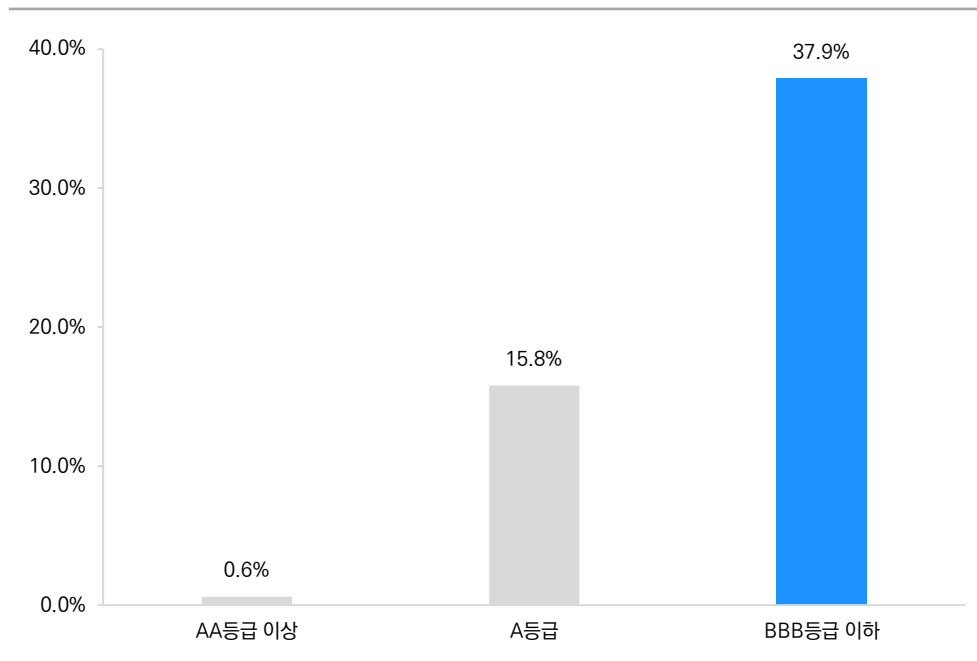
구 분	하이일드펀드('14.03)	코스닥벤처펀드('18.03)
가입 조건	국내 거주자	
투자기간	1년 이상	3년 이상
투자대상	공모: BBB+등급 이하 (A3+등급 이하 전단계 포함) 45% 이상, 국내 채권 60% 이상 사모·일임·특금: BBB+등급 이하 (A3+등급 이하 전단계 포함) 45% 이상, A등급(A2등급 전단계포함) 15%이상	벤처기업 신주 15% 이상, 벤처기업 또는 벤처기업 해제 후 7년 이내 코스닥 상장 중소·중견기업의 신주·구주 35% 이상 (사모형은 메자닌 투자 가능)
세제혜택	펀드에서 발생한 이자·배당소득 분리과세 1인당 3천만원, 3년간	소득공제 10% 1인당 3천만원, 1 과세연도 선택
우선배정 혜택	공모주식의 5% 이상 (단, 코스닥 주권 상장법인인 10% 이상)	코스닥 공모주식의 25% 이상
배정 금액	투자신탁 자산 총액의 20%를 초과할 수 없음 (공모 투자신탁 등은 10%)	투자신탁 자산 총액의 20%를 초과할 수 없음 (공모 투자신탁 등은 10%)

자료: 금융투자협회, 유안타증권 리서치센터

하이일드채권 투자 활성화를 위한 하이일드펀드 지원 정책

- 2023년 1분기 BBB 등급 이하의 미매각률이 37.9%를 기록. 회사채 시장 여건이 전년 대비 개선되었음에도 불구하고 신용등급에 따른 수요 양극화가 지속됨에 따라 BBB급 이하의 기업 자금조달 지원의 필요성이 커졌음
- 2023년 6월, 하이일드펀드 투자 활성화를 위한 투자자 혜택을 확대하였음. 하이일드펀드는 BBB 등급의 하이일드채권에 유동성을 공급하는 중요한 경로이기 때문
 1. 분리과세 혜택: 2024년까지 ('23.06. 조세특례제한법 개정)
 2. 공모주 우선배정 혜택 ('23.04. 증권 인수업무 등에 관한 규정 개정)
 - 2023년 말에서 2025년 말까지 연장
 - 코스닥 공모주 우선 배정 비중은 기존 5%에서 10%로 상향 조정 (코스피 공모주 우선 배정 비중은 5%로 기존과 동일)

2023년 1분기 무보증회사채 등급별 수요예측 미매각률



자료: 금융투자협회, 유안타증권 리서치센터

하이일드펀드 혜택 정리

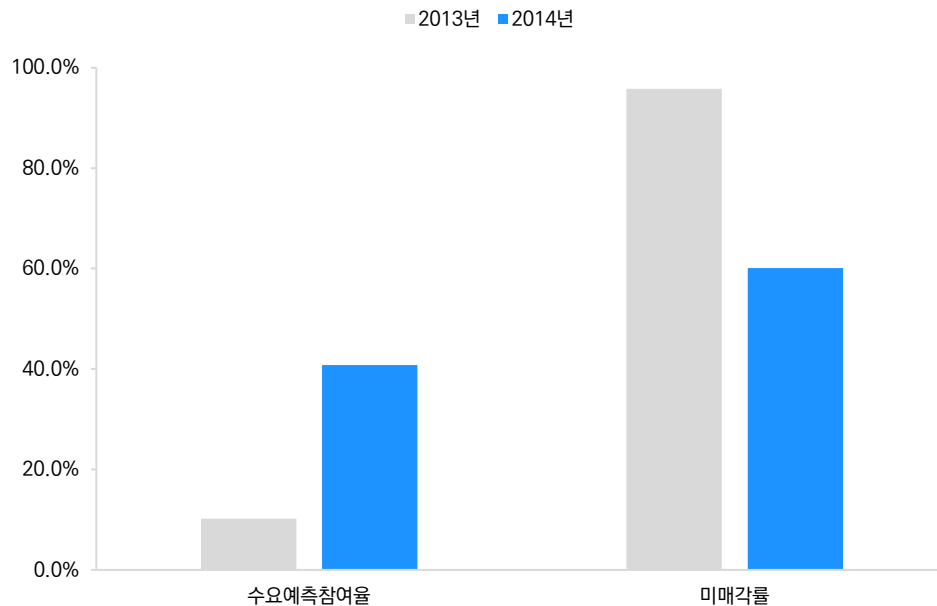
관련 법령 및 규정	구 분	내 용
조세특례제한법 시행령 제2장 직접 국세 제9절 저축지원을 위한 조세 특례 제93조(고위험고수익채권투자신탁에 대한 과세특례)	가입 조건	국내 거주자
	계약기간	1년 이상
	투자대상	공모: BBB+등급 이하 (A3+등급 이하 전단채 포함) 45% 이상, 국내 채권 60% 이상 사모·일임·특금: BBB+등급 이하 (A3+등급 이하 전단채 포함) 45% 이상, A등급(A2등급 전단채포함) 15%이상
	세제혜택	펀드에서 발생한 이자·배당소득 분리과세
	한도	1인당 3천만원
	기간	가입일로부터 3년간
증권 인수업무 등에 관한 규정 제2장 주식의 인수 제9조 (주식의 배정)	배정 방식	공모주식의 5% 이상 (단, 코스닥 주권 상장법인의 경우 10% 이상)
	배정 금액	투자신탁 자산 총액의 20%를 초과할 수 없음 (공모 투자신탁 등은 10%)

자료: 국가법령정보센터, 금융투자협회, 유안타증권 리서치센터

하이일드펀드에 대한 제도적 지원으로 발행여건이 개선된 하이일드채권

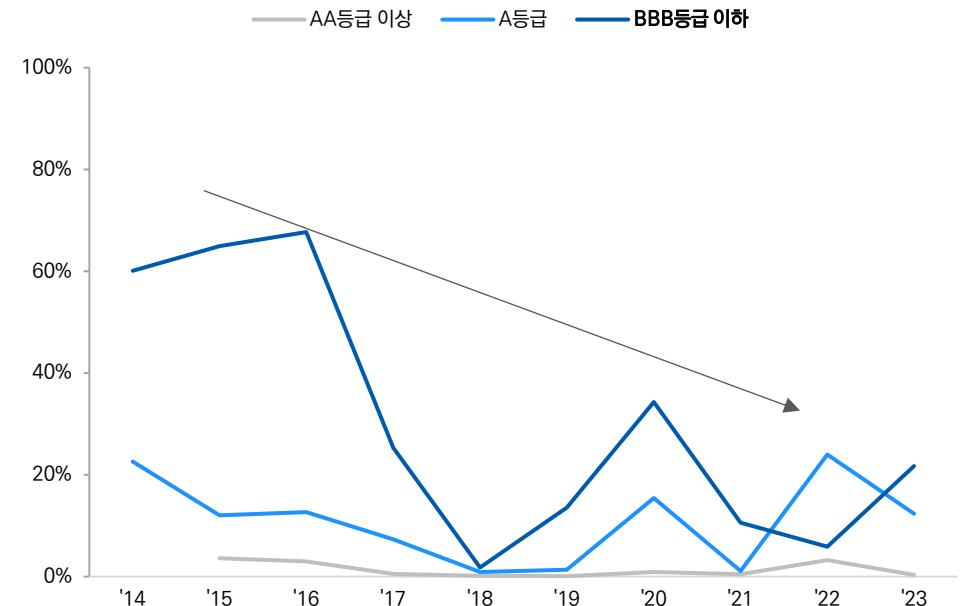
- 2014년 1월 조세특례제한법 개정안 국회 통과하며 제도 도입 근거를 마련한 후 2014년 3월부터 상품 출시 시작
- 2014년 5월 공모주 청약 시 우선배정권 부여하는 추가 인센티브 도입
- 공모주 우선배정 혜택 시행 이후로 신규 설정된 펀드 수가 급증하였으며, 출시 5개월만에 설정 잔고 1.0조원 돌파, 2014년 말 3.2조원 기록하는 등 단기간에 설정 규모 증가
- 공모주 시장 흥행의 영향이 컸을 것으로 보임 (2014년 1월~8월 상장 공모주의 평균 공모가 대비 시초가 수익률은 42.5%)
- 당시 2014년 수요예측 참여율과 미매각률이 전년 대비 개선되었으며, 하이일드채권 발행여건이 개선되었다는 평가

BBB급 이하 회사채 수요예측 참여율 및 미매각률 비교 (2013년 vs. 2014년)



자료: 금융투자협회, 유안타증권 리서치센터

하이일드펀드 지원 제도 시행 이후 하이일드채권 미매각률은 감소 추세



주) 미매각률은 당해에 발생한 미매각금액에서 총 발행금액을 나눈 값임

자료: 금융투자협회, 유안타증권 리서치센터

중·저신용등급 채권 시장 활성화를 위한 과거 펀드 지원 이력

- 2014년 이전에도, 1999년 이후로 총 4차례에 걸쳐 하이일드펀드에 대해 세제 지원한 바 있음
- 2014년 3월 출시한 하이일드펀드 역시 신용등급 BBB급 이하의 회사채 수요 진작의 일환으로, 금융당국의 주도로 출시한 금융상품임
- 2014년 출시 당시 분리 과세와 공모주 10% 우선 배정 혜택으로 관심을 받았음
- 2021년 공모주에 대한 일반 청약자 배정 물량 확대를 위해 하이일드펀드의 우선 배정 물량을 5%로 감축한 바 있음

과거 세제지원 하이일드펀드 사례

구 분	하이일드펀드	CBO(후순위채)펀드	비과세고수익고위험펀드	Junk Bond투자펀드	하이일드펀드(고위험고수익채권펀드)
판매년월	1999.11.	2000.01.	2001.08.~2002.12.	2007.03.~2009.03.	2014.03.~
편입요건	투기등급채권·어음 50% 이상 편입	투기등급채권·어음 50% (CBO25%)이상 편입	1~3년 이내 투기등급 채권 및 어음 30% 이상	1~3년 이내 투기등급 채권 10%이상 편입	비우량채권 혹은 코넥스 주식 30% 이상, 채권 투자 60% 이상 →BBB+이하 채권(A3+이하 전단채) 45% 이상, 채권 투자 60%이상
투자한도	2천만원	2천만원	3천만원	거주자:1억원미만 비거주자: 외국인: 한도없음	5천만원(출시~'17.12) → 3천만원('23.06~'24.12)
세제혜택	분리과세	분리과세	비과세	분리과세	분리과세
공모주 우선배정	공모주 청약 시 우선배정	공모주 청약 시 우선배정			공모주 청약 시 우선배정
수탁고	1.7조원	9.8조원	4.1조원	0.75조원	-

자료: 금융투자협회, 유안타증권 리서치센터



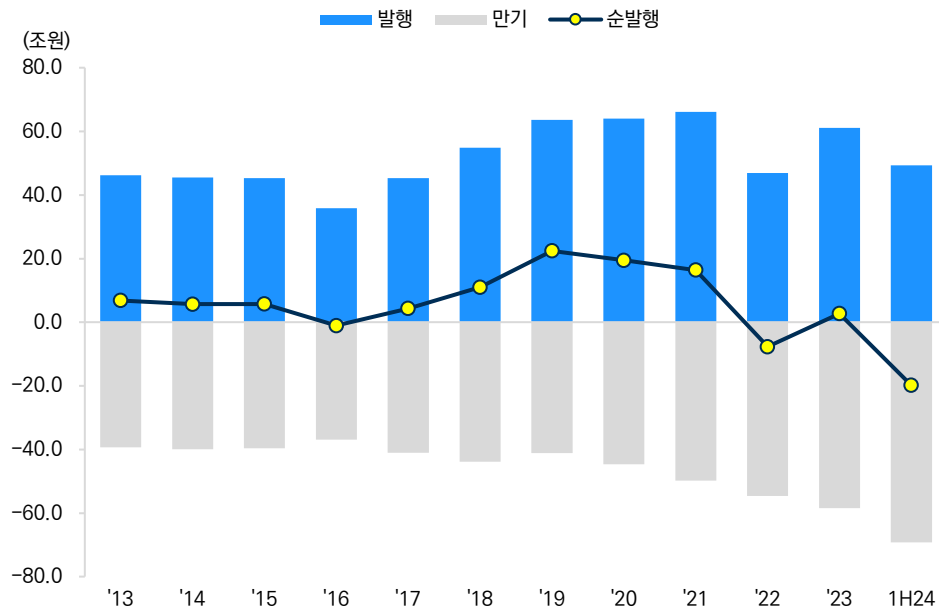
PART 2

하이일드펀드 전에
하이일드채권 있다

회사채 시장 규모 추이

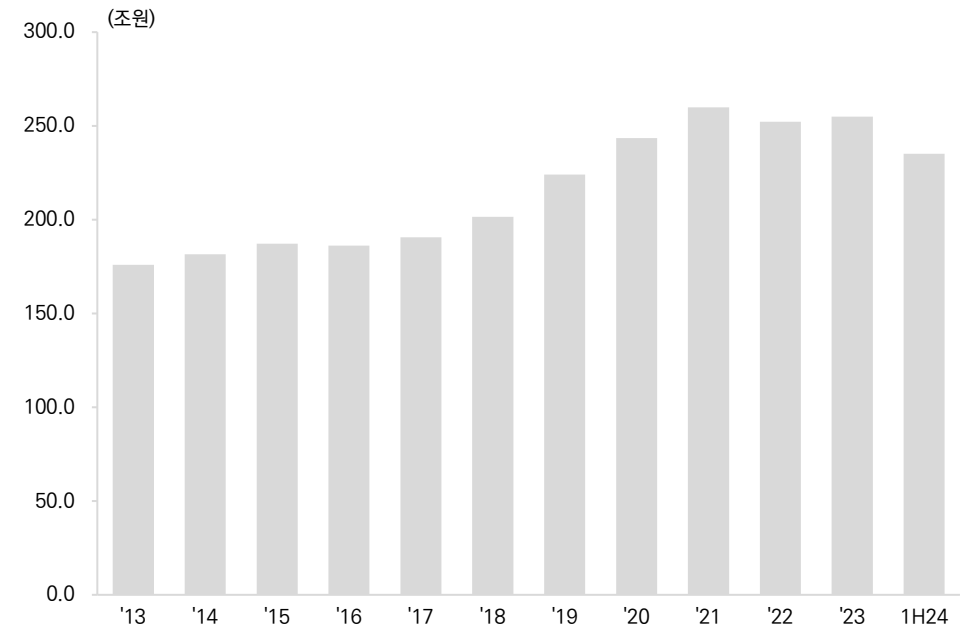
- 2024년 6월 말 회사채 시장 규모는 235조원을 상회하고 있음
- 회사채 시장은 2016년, 2022년을 제외하고는 순발행을 지속하였음
- 2016년은 미국 금리인상에 대한 경계심 지속되며 순상환 기록함. 2022년은 하반기부터 미국의 자이언트스텝 이어지며 시장 불안이 고조되는 가운데, 2022년 말 레고랜드 사태로 발행시장 급격히 냉각됨에 따라 순상환 이어짐
- 2024년은 상반기 역대 최대 발행에도 불구하고 순상환을 기록할 전망. 2024년 1월 시장금리 안정되며 역대 최대 순발행을 기록했으나, 이후 금리 인하 시기가 지연됨에 따라 발행사들의 관망세 지속되는 것으로 보임

전체 회사채 시장 발행, 만기, 순발행



자료: infomax, 유안타증권 리서치센터

전체 회사채 시장 잔액 추이

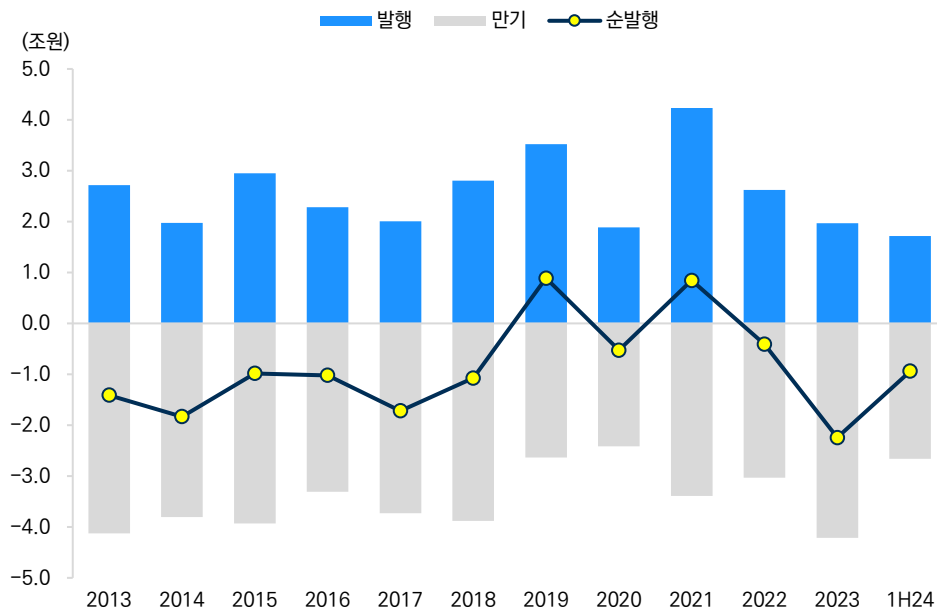


자료: infomax, 유안타증권 리서치센터

BBB급 하이일드 회사채 시장 규모 추이

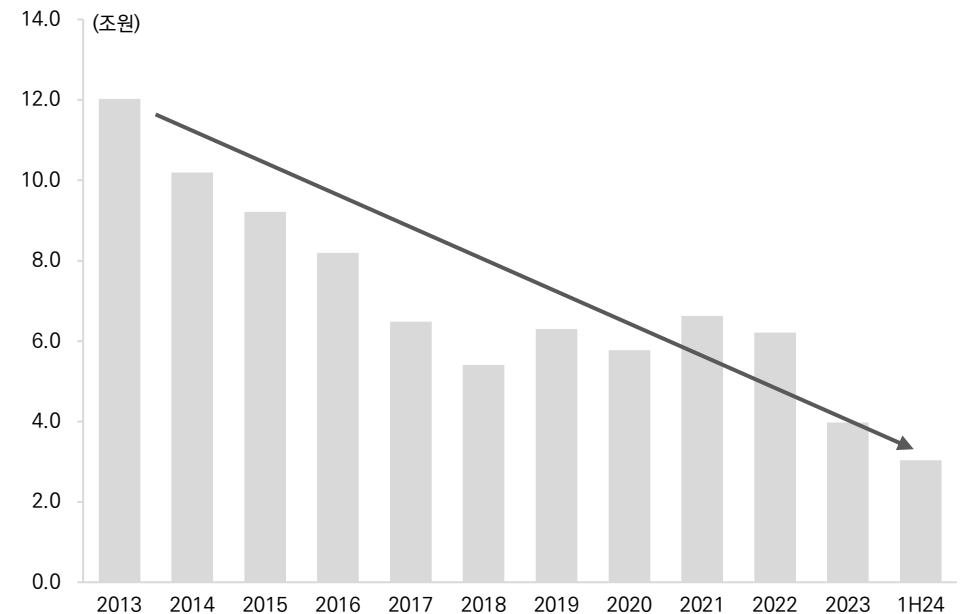
- BBB급 하이일드 회사채 시장은 2019년과 2021년을 제외하면 순상환을 기록하며 규모 축소
- BBB급 여전채를 포함한 하이일드 채권은 2024년 6월 말 기준 3.0조원
- 2024년 6월 말 잔액 기준 BBB급 여전채는 3,980억원, BBB급 일반 회사채는 2조6,398억원
- 2023년에는 BBB급 빅이슈어였던 대한항공, HD현대삼호의 등급 상향으로 인한 잔액 감소 영향이 컸을 것으로 보임
- 2022년 말 대한항공의 회사채 잔액은 1조 8,610억원, HD현대삼호의 잔액은 5,620억원이었음

BBB급 회사채 발행, 만기, 순발행



자료: infomax, 유안타증권 리서치센터

BBB급 이하 회사채 잔액 및 BBB급 비중 추이

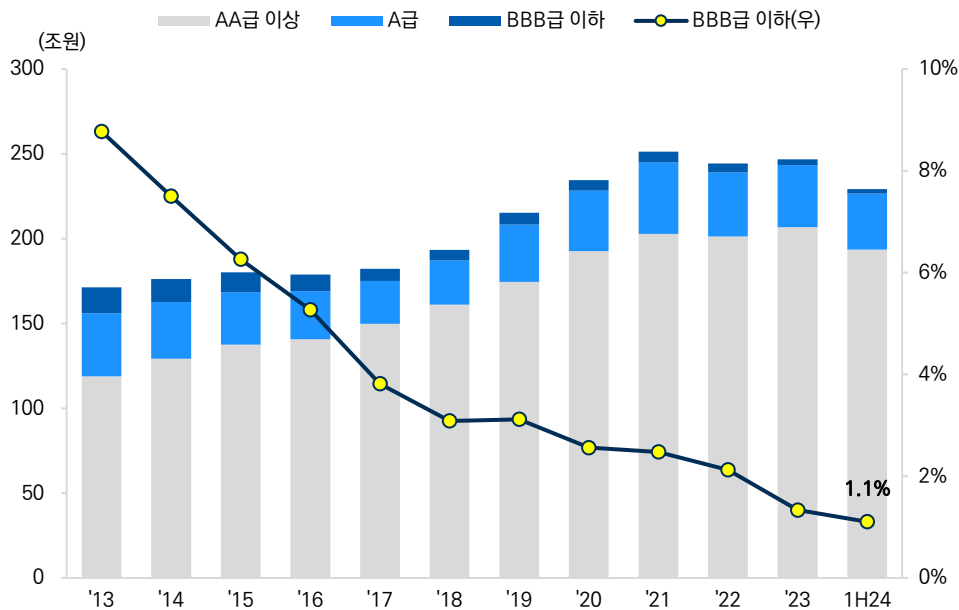


자료: infomax, 유안타증권 리서치센터

BBB급 채권이 곧 하이일드채권이다

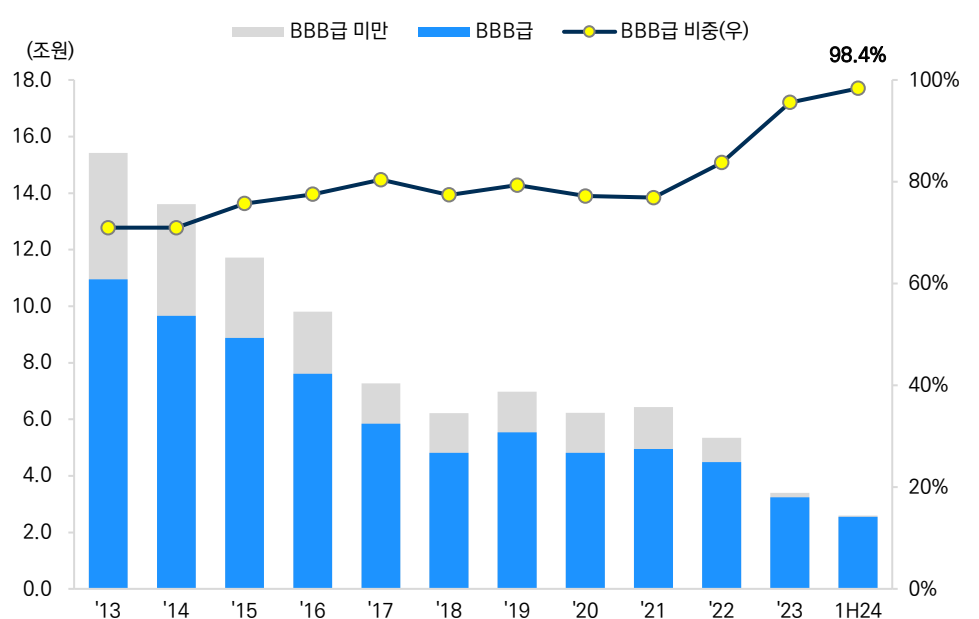
- 회사채 시장 규모는 과거 대비 성장 추세를 기록한 반면, BBB급 이하의 규모는 감소세를 지속. 2024년 상반기 말 기준 회사채 시장의 1.1%
- 2024년 6월 말 잔액 기준 BBB급 이하 회사채에서 BBB급이 차지하는 비중은 98.4%. 이중에서도 BBB- 등급의 공모채 잔액은 존재하지 않으며, BBB-의 경우 사모채 잔액 630억원으로 사실상 BBB0등급과 BBB+등급의 회사채의 비중이 압도적
- 하이일드채권은 최근 BBB급 위주로 발행이 이루어지고 있으며, 과거 BBB급 미만 물량의 대부분은 투기등급인 CCC급이었음
- 하이일드펀드에서는 BBB+급 이하의 채권 투자를 독려하고 있으나, 투자적격등급이 BBB-까지임을 고려했을 때 국내 무보증 회사채에 대한 투자가 이루어지는 마지노선이 BBB 등급이라고 할 수 있음

등급별 회사채 잔액 및 BBB급 이하 비중 추이



자료: infomax, 유안타증권 리서치센터

BBB급 이하 회사채 잔액 및 BBB급 비중 추이

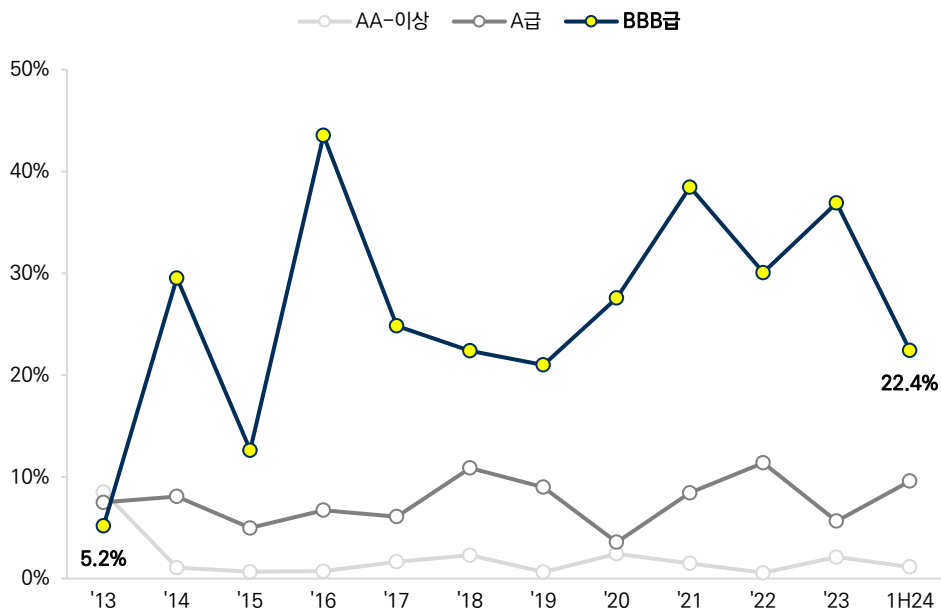


자료: infomax, 유안타증권 리서치센터

하이일드 채권의 사모채 발행 비중 확대

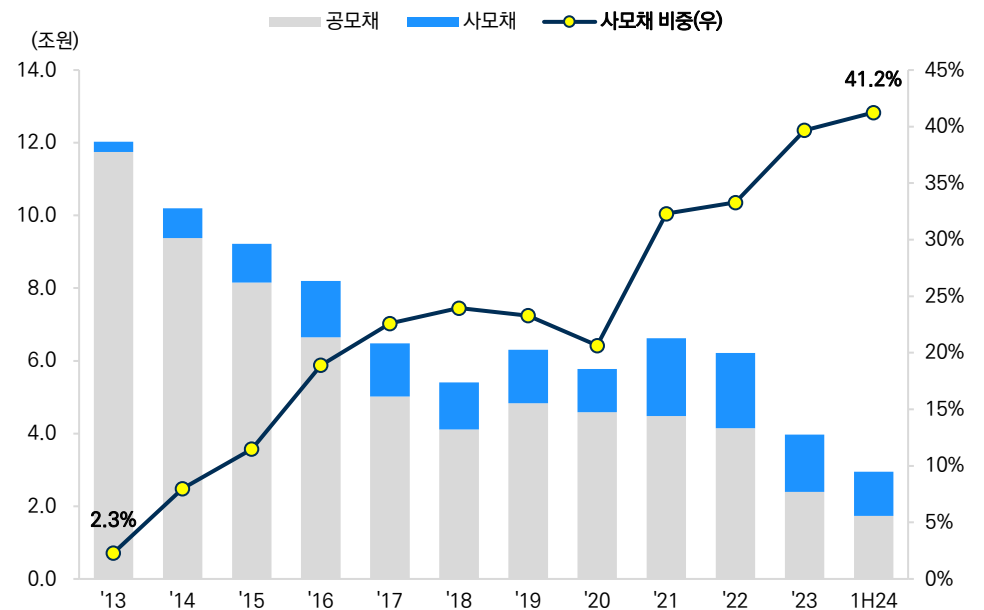
- 공·사모 전체 발행액 대비 사모채 발행액의 비중은 BBB급이 가장 높은 것으로 파악됨
- 공모채의 경우 자금 조달에 불확실성이 존재. 수요예측 결과에 따라 발행액과 발행금리가 달라지기 때문임
- BBB급 발행사의 공모채 발행은 감소한 반면, 사모채 발행은 꾸준히 이어지면서 사모채의 비중이 과거 대비 확대되었음
- 사모채의 발행금리가 공모채보다 높은 편이나, 공모채 발행 시 미매각 리스크와 사모채 발행 절차의 편의성 등이 존재
- BBB 혹은 펀더멘털이 약화된 발행사 등의 경우 사모채 발행 지속되고 있는 것으로 보임

사모채 발행 비중 추이



자료: infomax, 유안타증권 리서치센터

하이일드 채권의 사모채 잔액 비중 추이

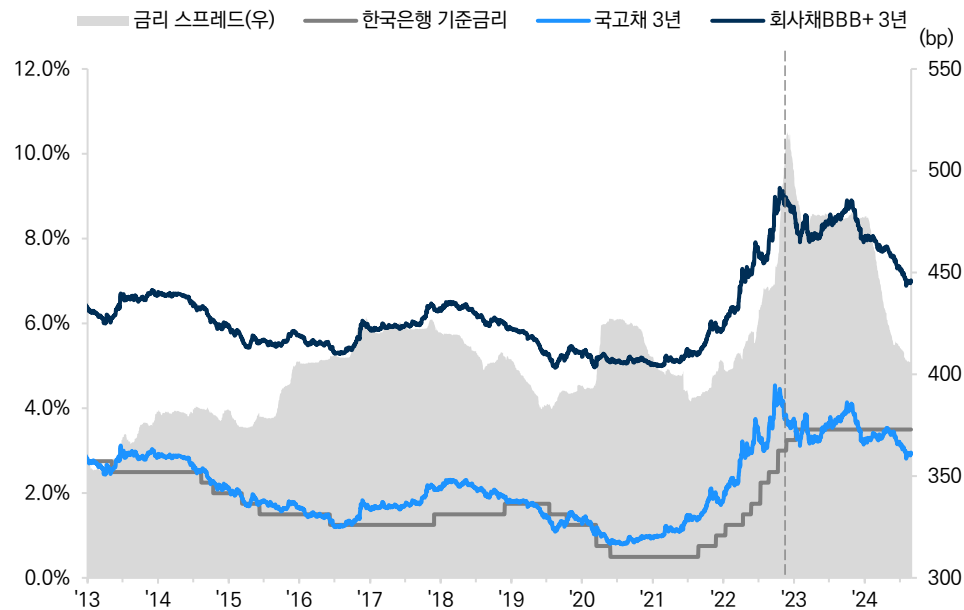


자료: infomax, 유안타증권 리서치센터

하이일드 채권 스프레드

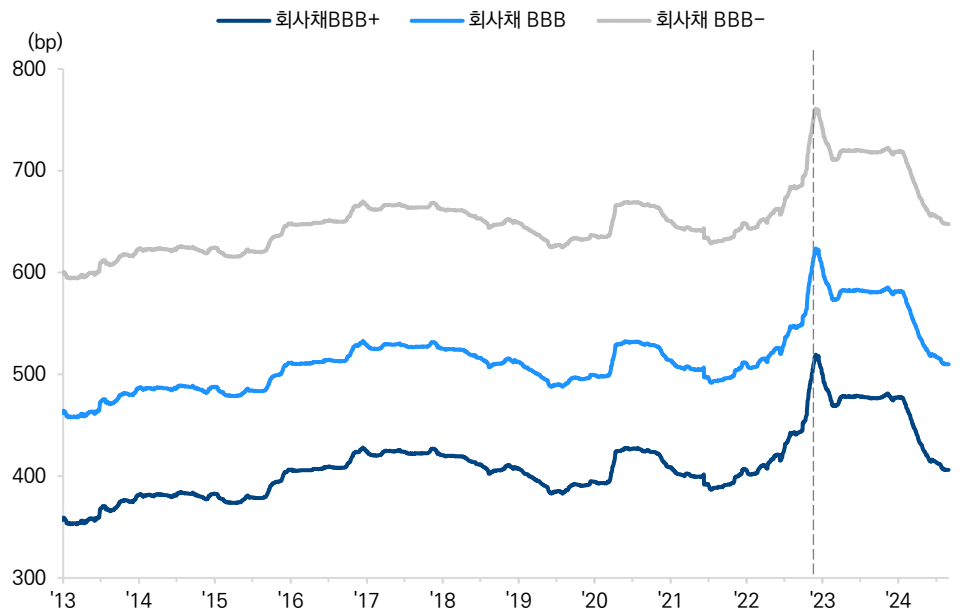
- 2023년 8월 말 기준 회사채 BBB+ 등급 민평금리는 7.016%, 국고채와의 스프레드는 406.1bp
- 2020년 COVID-19에 따른 하이일드 채권 시장 불안 지속되었으나, 2021년 하반기 이후 COVID-19 이전 수준으로 회복
- 2022년 10월 레고랜드 사태 이후로 2022년 말까지 하이일드 채권의 스프레드는 가파르게 상승한 바 있음
- 2023년 BBB+등급의 크레딧 스프레드는 500bp를 하회하며 470~480bp 선을 유지
- 2024년 2월 이후 스프레드 하락세 지속

BBB+ 등급 민평 금리 및 스프레드 추이



자료: Infomax, 유안타증권 리서치센터

하이일드 채권 등급 민평 스프레드 추이



자료: Infomax, 유안타증권 리서치센터

하이일드채권의 큰 손: 개인에서 운용사로

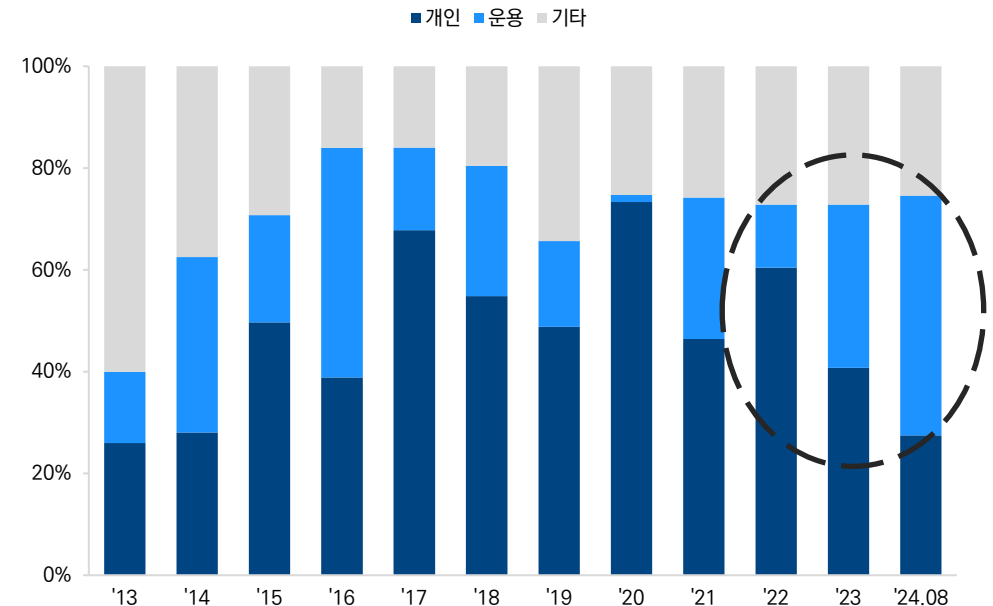
- BBB 등급의 회사채는 과거부터 고수익 채권에 대한 수요가 있는 개인 투자자들이 투자하는 종목, **최근 운용사의 순매수 비중 증가**
- 최근 개인의 순매수 비중이 감소하고 있는 것은, 빅이슈어였던 대한항공의 이탈 외에도 BBB급의 신용도 대비 금리 메리트가 크지 않다고 판단했을 것
- BBB급의 빅이슈어였던 대한항공의 등급 상향으로 발행 물량이 크게 감소하며 BBB급 채권의 공급이 감소
2022년 말 대한항공의 회사채 잔고 1.8조원 중 약 0.8조원을 개인이 보유
- 하이일드펀드로 인한 하이일드채권 수요 증가로 일부 발행사 채권의 가격 왜곡이 발생

장외시장 내 하이일드채권 순매수 기준 상위 투자자 순위

연도 \ 순위	1	2	3	4	5
2013	기타법인	개인	운용(공모)	종금/상호	은행
2014	운용(공모)	기타법인	개인	종금/상호	정부
2015	개인	기타법인	운용(공모)	기금/공제	종금/상호
2016	운용(공모)	개인	기타법인	기금/공제	보험
2017	개인	기타법인	운용(공모)	운용(사모)	종금/상호
2018	개인	운용(공모)	기타법인	은행	종금/상호
2019	개인	기타법인	은행	운용(공모)	종금/상호
2020	개인	기타법인	기금/공제	운용(공모)	종금/상호
2021	개인	운용(공모)	기타법인	은행	종금/상호
2022	개인	기타법인	운용(공모)	은행	운용(사모)
2023	개인	운용(사모)	기타법인	운용(공모)	종금/상호
2024.08.	개인	운용(공모)	운용(사모)	종금/상호	기타법인

자료: infomax, 유안타증권 리서치센터

하이일드채권 순매수금액 기준 개인 비중은 과거 대비 감소, 운용사 비중은 증가

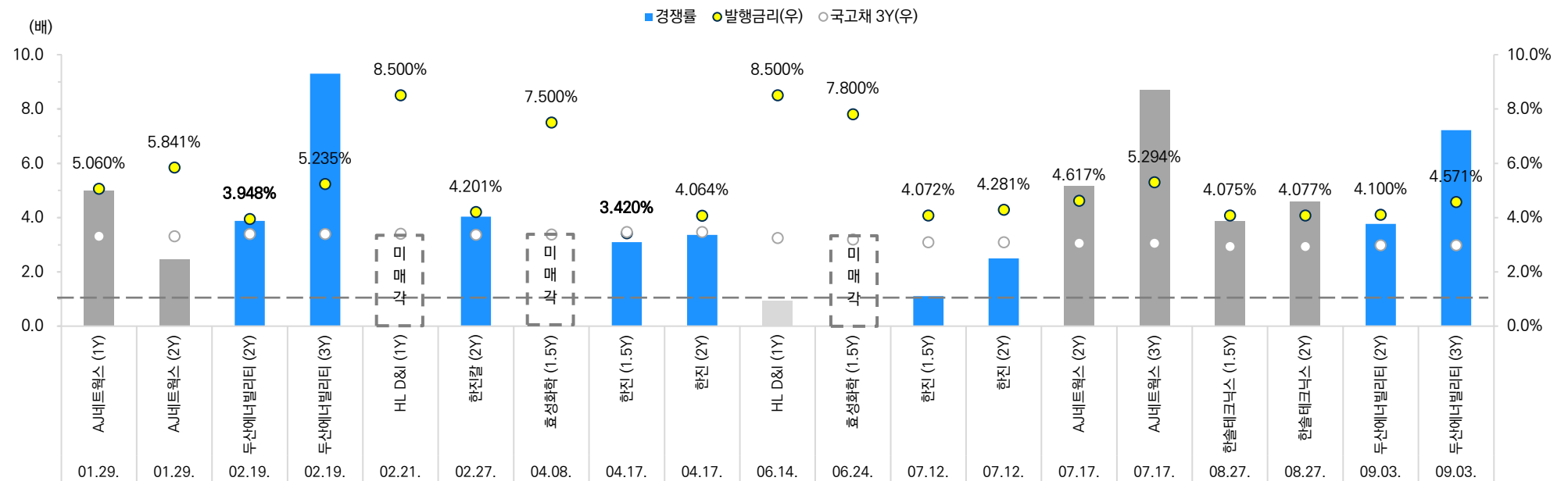


자료: infomax, 유안타증권 리서치센터

2024년 BBB+ 회사채 수요예측

- 전반적으로 공모채 수요예측에서 양호한 성과 기록했으나, 선별적 투자 기조 지속되고 있음
- 2024년 2월 21일 수요예측을 진행했던 HL D&I는 전량 미매각 기록하였으며, 이후 6월 14일 수요예측을 진행했으나 1배수 미만의 수요를 확보하였음
- 효성화학은 올해 2차례의 수요예측을 진행했으나, 전량 미매각 기록. 4월 8일 수요예측 진행 시 전량 미매각 후 6월 24일 공모채 발행을 재추진하였으나, 전량 미매각 기록함. 업황 저하된 가운데 베트남 법인의 자본잠식으로 인한 과중한 재무부담으로 신용도 부담 지속
- 2024년 4월 17일 수요예측을 통해 (주)한진의 1.5년물 회사채의 발행금리는 3.420%으로, 국채 금리 수준으로 발행. 한진 그룹의 신용도 개선으로 계열사 전반의 발행여건 개선

2024년 BBB+ 무보증 회사채 수요예측 경쟁률 및 발행금리

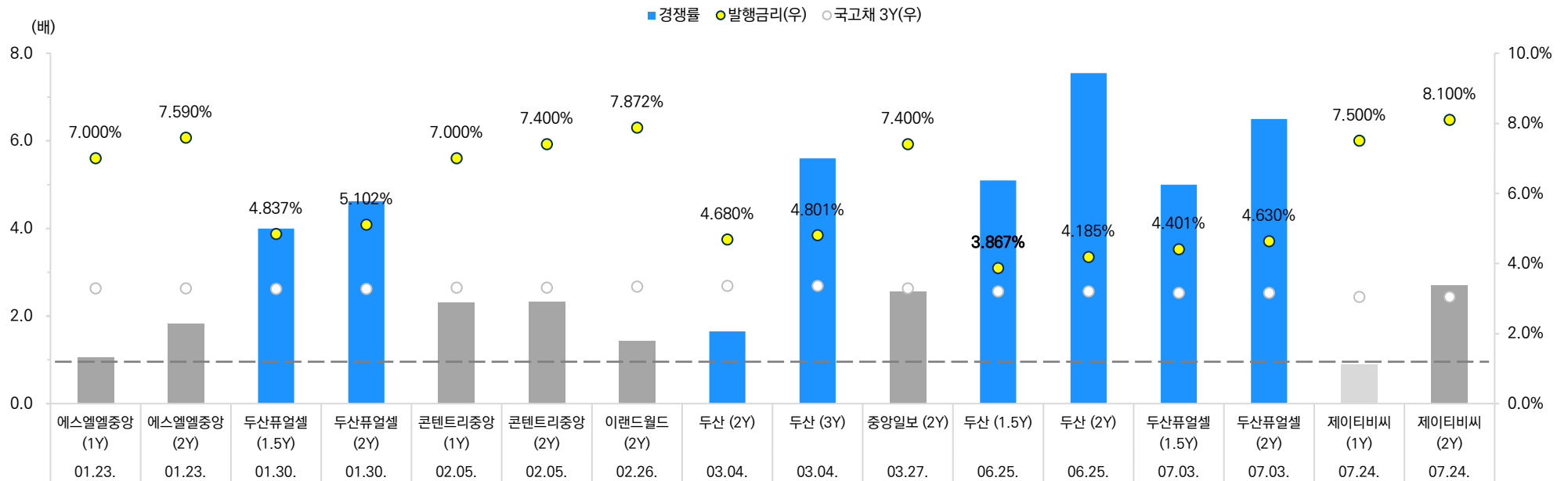


자료: DART, infomax, 유안타증권 리서치센터

2024년 BBB0 회사채 수요예측

- BBB0 등급 회사채의 경우 수요예측을 통한 공모채 발행이 전반적으로 원활하게 이루어지고 있음
- 2023년 이후 신용도가 개선된 두산 그룹 발행물의 수요가 높은 편
- 2024년 2월 두산에너지빌리티(주)의 등급이 'BBB, 긍정적'에서 'BBB+, 안정적'으로 상향되었으며, 2024년 6월 KIS에서 (주)두산의 신용등급을 'BBB, 긍정적'에서 'BBB+, 안정적'으로 상향하며 두산 그룹 발행물에 대한 투자심리가 개선된 것으로 보임
- 1년물 수요예측에서 0.9배의 투자 수요를 확보한 제이티비씨의 경우 신용등급이 'BBB, 부정적(KR, NICE)', 'BBB-, 안정적(KIS)'로 등급 스플릿 상태임. 제이티비씨를 제외하고는 모두 1배수 이상의 수요를 모집

2024년 BBB 무보증 회사채 수요예측 경쟁률 및 발행금리



자료: DART, infomax, 유안타증권 리서치센터



PART 3

주요 발행사 신용도 점검

종목 선정 기준

- BBB 등급 채권의 투자 시, 투자적격등급 중 하위등급임을 고려했을 때 면밀한 크레딧 분석이 필요. 발행사의 펀더멘털은 기본적으로 고려해야 할 요소이며, 산업·그룹 전망 역시 신용도에 큰 영향을 미침. 외부 변수에 대한 민감도가 높은 점을 고려했을 때 장기물 투자는 신중한 접근 필요
- 2024년 9월 10일 기준 공모채 잔액이 존재하는 발행사는 총 14개, 총 합계는 2조2,070억원으로 규모가 크지 않음
- 당 팀에서는 세 가지 기준으로 검토 가능한 발행사 3곳을 선정
 - 1) 신용등급 'BBB+', 등급전망 '안정적' 이상
 - 2) 공모채 잔액이 500억원 이상
 - 3) 신용평가사의 산업 혹은 그룹 전망이 중립 의견 이상

BBB급 발행사 및 발행잔액 (24.09.10)

발행사	신용등급	합 계	1년 이내 만기	2년 이내 만기	3년 이내 만기	3년 초과 만기	업종 분류	산업 전망
AJ네트웍스	KIS, KR: BBB+(S)	1,250	540	600	110	-	컴퓨터 및 사무용 기계 · 장비 임대업	부정적
HL D&I	BBB+(S)	1,420	1,420	-	-	-	도로 건설업	부정적
두산에너지빌리티	KR, NICE: BBB+(S)	1,800	800	430	570	-	기타 기관 및 터빈 제조업	중립적
한솔테크닉스	KR, NICE: BBB+(S)	840	390	450	-	-	그 외 기타 전자 부품 제조업	중립적
한진	KR, KIS, NICE: BBB+(S)	3,750	2,010	1,740	-	-	기타 도로 화물 운송업	-
한진칼	KR, NICE: BBB+(S)	500	-	500	-	-	항공 여객 운송업	중립적
효성화학	KIS: BBB+(S)/ NICE: BBB+(N)	2,710	1,710	1,000	-	-	기초 화학물질 제조업	부정적
두산	KIS: BBB+(S)/ NICE: BBB(P)	2,120	830	1,150	140	-	지주회사	중립적
두산퓨얼셀	KIS, NICE: BBB(S)	2,380	900	1,480	-	-	전동기 및 발전기 제조업	중립적
에스엘엘중앙	KR, KIS, NICE: BBB(S)	1,490	560	930	-	-	영화, 비디오물 및 방송 프로그램 배급업	-
이랜드월드	KR, NICE: BBB(S)/ KIS: BBB(N)	1,450	1,000	450	-	-	종합 소매업	부정적
제이티비씨	KR, NICE: BBB(N)/ KIS: BBB-(S)	770	440	330	-	-	유선 방송업	-
중앙일보	KIS, KR, NICE: BBB(S)	450	-	450	-	-	신문 발행업	-
콘텐츠리중앙	KIS, KR: BBB(S)	1,140	620	520	-	-	영화, 비디오물, 방송 프로그램 제작 및 배급업	-

자료: Infomax, kis-net, 유안타증권 리서치센터

두산에너지빌리티(주)

발전설비 등 제작 및 시공

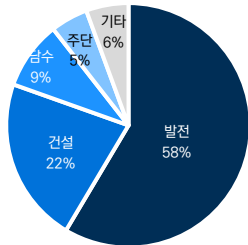
최대주주 (주)두산 외 30.7%

등급 및 등급전망

KIS	NA
KR	BBB+ (S)
NICE	BBB+ (S)

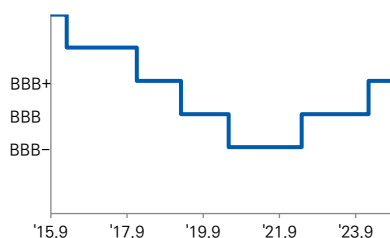
개별민평금리	4.951 %
등급민평 스프레드	-197.5 bp
발행잔액	1,800 억원

별도 기준 매출 비중 (2023)



자료: KR, 유안타증권 리서치센터

신용등급 추이



자료: kis-net, 유안타증권 리서치센터

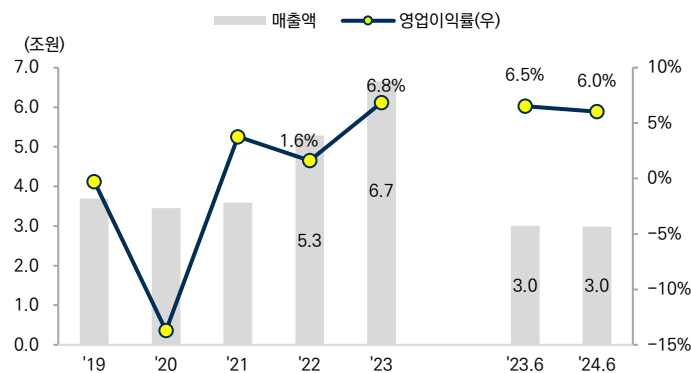
• 원자력·가스·해수담수화 등 두산 그룹의 발전 설비 관련 EPC 업체

1962년 설립되어 2001년 두산 그룹에 편입되었음. 발전 및 담수설비, 주단조품 제조 등의 사업을 영위. 국내에서 유일하게 원자력·가스·화력 등 발전설비 전반에 걸친 원천기술을 확보하고 있는 EPC 업체임. 다수의 발전설비 제작경험 등을 바탕으로 국내외에서 양호한 경쟁지위를 확보하고 있음. 2024년 7월 한수원 체코 신규 원전 건설사업의 우선협상대상자로 선정되는 등 해외 대형 원전 수주 기대감 존재

• 대내외적으로 원전에 대한 우호적인 정책환경 조성, 실적에 반영되는 중

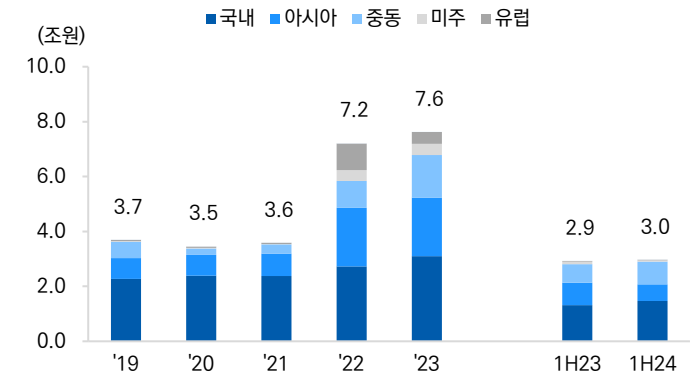
회사는 원전에 대한 기술을 독자적으로 확보하고 있는 가운데, 2017년 이후 탈원전 정책으로 사업 불확실성이 고조되었으며 두산건설에 대한 자금지원 지속되었음. 2020년 4월 유동성 위기 이후 약 2년간 채권단 관리 하에 그룹의 구조조정 이루어짐. 최근 원전 사업이 무탄소에너지(CFE, Carbon Free Energy)로 주목받으며 우호적인 사업환경이 전개되고 있음. 2023년 이후 해외 원전 건설공사, 신한울 3·4호기 납품 등 채산성이 높은 수주물량에 대한 매출 인식하며 수익성 개선. 배당금 수익을 제외한 2024년 상반기 자체 사업의 수익성은 전년 동기 대비 개선되었음

매출액 및 영업이익률 추이



자료: DART, 유안타증권 리서치센터

지역별 매출액 추이

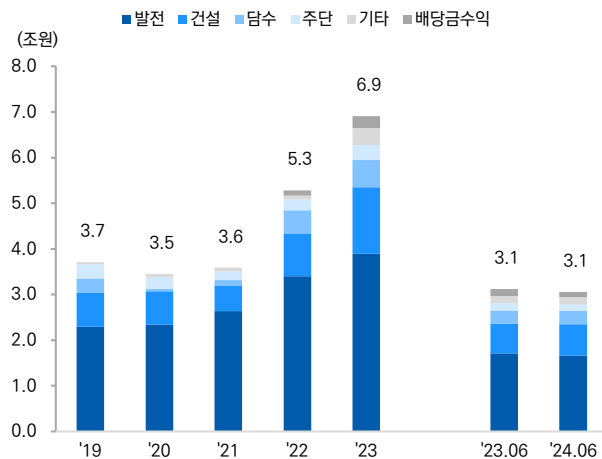


자료: DART, 유안타증권 리서치센터

두산에너지빌리티(주): 2025년 수주 성과 모니터링 필요

- 2023년에는 기수주한 해외 대규모 EPC 매출이 집중되었으며, 두산밥캣 등으로부터 배당금수익 2,536억원, 계약금액 증액으로 호실적 기록. 2024년 6월 말 기준 수주잔고는 13.4조원임. 2024년 6월 누적 수주액은 1.6조원으로 전년 대비 감소하였음. 2023년 대규모 EPC 프로젝트에 대한 매출 인식으로 2024년 매출은 역성장 불가피해보임
- 2022년 이후 채산성이 높은 발전 기자재, 수의계약 물량 중심으로 선별 수주 이루어졌으며, 2023년 하반기 이후부터 신규 수주물량에 대한 매출인식 이루어짐에 따라 자체 사업의 원가율 개선됨. 2024년까지 과거 저가수주 물량 소진 시 2025년부터 본격적인 수익성 개선 기대
- 우호적인 정책환경 하 수주기반 강화된 가운데, 공사 진행 및 납품 과정에서 운전자금 부담 확대 가능성 존재. LNG발전용 가스터빈 등 투자 부담 잔존해있는 점을 고려 시 차입 확대 가능성 상존
- 체코 신규 원전 건설사업 계약 체결은 2025년 상반기 예정되어 있음. 수주 규모는 4조원 이상일 것으로 추정되며, 체코 원전 사업 수주 시 수주기반 강화될 것으로 기대. 이외에도 폴란드, 영국, 사우디 등 신규원전 건설 추진 국가에 한수원, 국내 건설사와 컨소시엄을 형성하여 수주 확보를 위한 노력 중

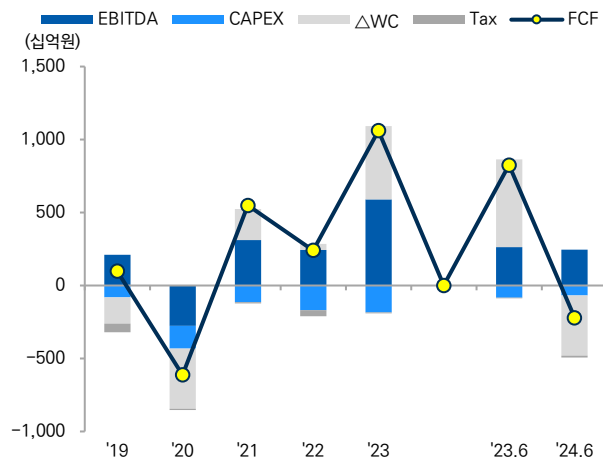
부문별 매출 추이



주) 배당금수익 합산

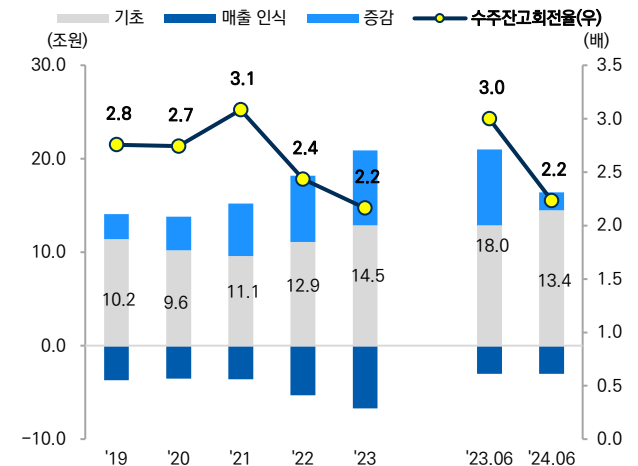
자료: 회사 제시, KR, DART, 유안타증권 리서치센터

현금흐름 추이



자료: DART, 유안타증권 리서치센터

별도 기준 수주잔고 및 수주잔고 회전을 추이



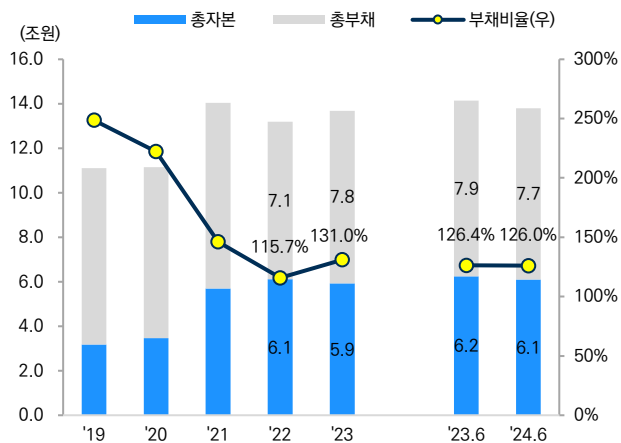
주) 상반기 수주잔고회전율은 연환산 값

자료: DART, 유안타증권 리서치센터

두산에너지(주): 채권단 관리 졸업 후 개선된 재무안정성 유지 중

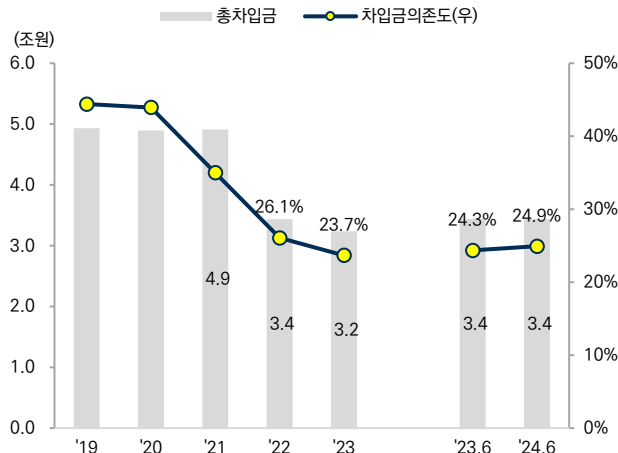
- 2020년 유상증자(1.2조원), 두산퓨얼셀 지분 수증 (0.6조원), 두산인프라코어 분할 매각(0.9조원) 및 투자부문 합병 후에도 2021년 말 총차입금 4.9조원 규모 유지하는 등 높은 수준의 차입부담 지속
- 2022년 말 부채비율 115.7%, 차입규모 26.1%로 2021년 말 대비 개선되었음. 2022년 2월 유상증자(1.1조원), 신주인수권의 행사에 따른 유입자금으로 차입금 상환 이루어짐에 따라 차입규모는 1.5조원 감소한 3.4조원을 기록함
- 2023년 이후 채산성 높은 수주물량의 매출 인식 이루어지며 이익창출력 개선됨에 따라 커버리지 지표도 이전 대비 개선된 수준을 유지. 2025년에도 현 수준의 커버리지 지표 유지 가능할 전망
- 유형자산 3.1조원 중 1.2조원 담보로 제공 중이며, 보유 지분가치 4.3조원 중 2.2조원 담보 제공 중으로 유동성 대응 능력은 양호한 수준

재무구조 추이



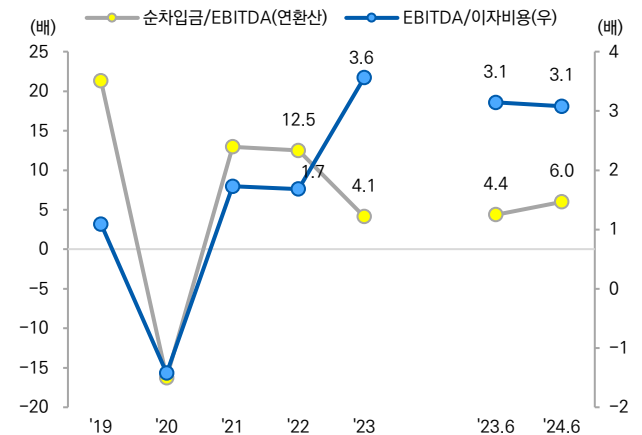
자료: DART, 유안타증권 리서치센터

차입금 추이



자료: DART, 유안타증권 리서치센터

커버리지 지표 추이

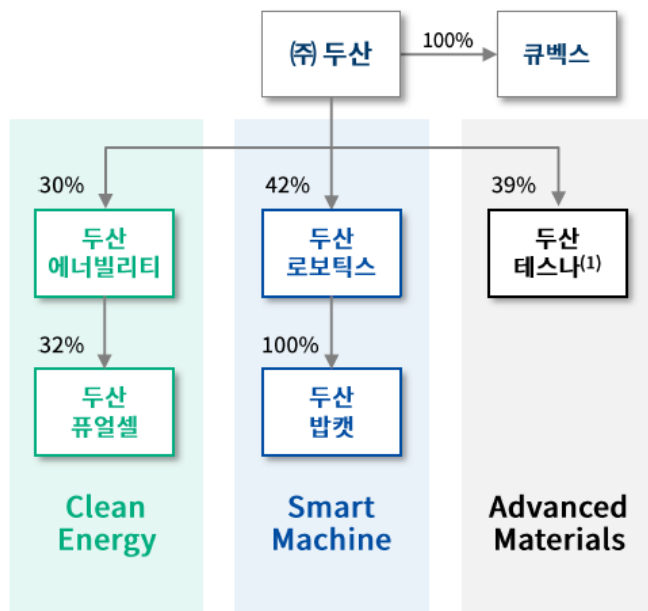


자료: DART, 유안타증권 리서치센터

두산에너지빌리티(주): 두산그룹 지배구조 개편 Issue Check

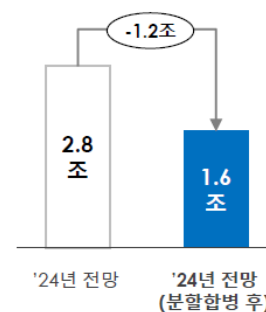
- 2024년 7월 두산 그룹이 발표한 지배구조 개편 대상은 두산에너지빌리티였음. 두산에너지빌리티가 보유한 두산밥캣 지분을 인적분할 후 포괄적 주식교환을 통해 두산로보틱스의 100% 자회사로 편입시키고, 두산에너지빌리티의 100% 자회사 큐백스의 지분을 (주)두산에 이관하는 것
- 주요 계열사를 사업부문별로 재편하는 것이 본 건 지배구조 개편의 주요 골자
- 두산에너지빌리티를 존속법인과 신설법인으로 인적분할 후, 두산밥캣을 보유한 신설법인을 두산로보틱스와의 합병을 진행할 계획이었으나 두산로보틱스와 두산밥캣의 주식합병비율 논란으로 합병 철회한 상황
- 두산밥캣 이관 시 두산에너지빌리티의 배당금 수익 기반 약화에 대한 우려 존재할 수 있으나, 두산밥캣 실적의 Peak out, 두산밥캣 관련 차입금 이관 등을 고려했을 때 두산에너지빌리티의 신용도에 미치는 영향은 제한적일 것

두산 그룹 지배구조 개편 계획 (2024.07.)



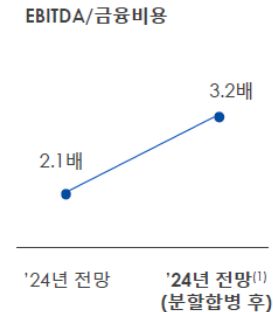
인적분할 합병을 통한 기대효과 (2024.07.)

순차입금 1.2조 감소



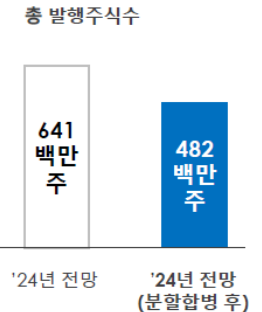
- 밥캣 분할 시 신설법인에 차입금 이관
- 직접적인 시너지 효과가 부족한 큐백스, D20 등 비핵심 자회사 지분 매각

연간 금융비용 660억 감소



- 순차입금 감소에 따른 연간 금융비용 절감
- EBITDA/금융비용 개선

주당순이익 개선



- 분할합병 전 640,561,146주 → 분할합병 후 482,084,397주
- 향후 순이익 증가 시, 두산에너지빌리티 주당순이익(EPS) 개선

두산에너지(주) 별도 주요 재무지표

단위: 억원, %, 배	2019	2020	2021	2022	2024	2023.6	2024.6
매출액	36,964	34,514	35,929	52,844	66,519	30,061	29,855
영업이익	-100	-4,731	1,353	853	4,549	1,964	1,803
EBITDA	2,095	-2,763	3,110	2,435	5,884	2,632	2,459
순이익	-6,529	-18,802	266	-12,118	-1,042	1,126	1,607
영업이익률	-0.3%	-13.7%	3.8%	1.6%	6.8%	6.5%	6.0%
EBITDA 마진	5.7%	-8.0%	8.7%	4.6%	8.8%	8.8%	8.2%
총자산	111,072	111,472	140,319	131,895	136,845	141,459	137,948
자기자본	31,864	34,607	57,016	61,136	59,247	62,494	61,041
총부채	79,208	76,865	83,303	70,759	77,598	32,673	32,673
총차입금 (TD, Total Debt)	49,293	48,954	49,074	34,362	32,374	78,966	76,907
현금성자산	5,230	6,357	10,840	8,882	9,554	34,425	34,359
순차입금 (ND, Net Debt)	44,062	42,597	38,234	25,480	22,820	23,055	29,524
부채비율	248.6%	222.1%	146.1%	115.7%	131.0%	126.4%	126.0%
차입금의존도	44.4%	43.9%	35.0%	26.1%	23.7%	24.3%	24.9%
순차입금의존도	39.7%	38.2%	27.2%	19.3%	16.7%	16.3%	21.4%
영업활동 현금흐름(OCF)	-1,705	-6,396	5,611	2,717	8,660	7,213	-2,246
운전자금 증가	1,794	4,117	-2,128	-412	-5,023	-5,997	4,130
투자활동 현금흐름(CFI)	-4,580	-5,423	5,438	-4,306	-2,316	543	-2,318
유무형자산 투자(CAPEX)	-813	-1,555	-1,153	-1,688	-1,854	-837	-677
재무활동 현금흐름(CFF)	4,448	11,270	-9,794	324	-2,123	-129	1,393
FCF(Free Cash Flow)	1,229	-6,421	5,231	2,314	10,304	8,243	-2,209
TD/EBITDA	23.5	-17.7	15.8	14.1	5.5	6.5	7.0
ND/EBITDA	21.0	-15.4	12.3	10.5	3.9	4.4	6.0
EBTIDA이자보상배율	1.1	-1.5	1.7	1.7	3.6	3.1	3.1
영업이익이자보상배율	-0.1	-2.5	0.8	0.6	2.8	2.3	2.3

자료: DART, Quantiwise, 유안타증권 리서치센터

두산에너지(주) 연결 주요 재무지표

단위: 억원, %, 배	2019	2020	2021	2022	2024	2023.6	2024.6
매출액	155,704	91,715	109,909	154,211	175,899	85,804	82,484
영업이익	9,184	-1,345	8,694	11,061	14,673	8,592	6,679
EBITDA	14,692	4,342	14,063	15,775	19,340	10,861	9,035
순이익	-2,236	-8,384	6,458	-4,531	5,175	4,335	4,818
영업이익률	5.9%	-1.5%	7.9%	7.2%	8.3%	10.0%	8.1%
EBITDA 마진	9.4%	4.7%	12.8%	10.2%	11.0%	12.7%	11.0%
총자산	247,742	255,672	237,205	230,498	246,408	253,075	261,141
자기자본	59,861	71,065	88,076	100,803	108,415	110,275	116,577
총부채	187,881	184,607	149,129	129,695	137,993	32,673	32,673
총차입금 (TD, Total Debt)	101,264	102,300	75,937	53,830	52,217	142,800	144,564
현금성자산	18,576	28,701	25,683	17,052	28,434	56,344	57,658
순차입금 (ND, Net Debt)	82,688	73,599	50,254	36,778	23,783	27,544	30,784
부채비율	313.9%	259.8%	169.3%	128.7%	127.3%	129.5%	124.0%
차입금의존도	40.9%	40.0%	32.0%	23.4%	21.2%	22.3%	22.1%
순차입금의존도	33.4%	28.8%	21.2%	16.0%	9.7%	10.9%	11.8%
영업활동 현금흐름(OCF)	4,337	2,952	10,277	6,251	20,706	12,587	-1,327
운전자금 증가	7,166	3,392	4,932	7,467	-6,446	-4,592	8,383
투자활동 현금흐름(CFI)	-5,797	-5,260	-12,657	-711	-8,166	-3,594	-3,406
유무형자산 투자(CAPEX)	-6,002	-4,802	-4,508	-5,324	-5,925	-2,542	-2,845
재무활동 현금흐름(CFF)	-5,305	12,262	-3,084	-11,325	-529	3,657	3,170
FCF(Free Cash Flow)	419	-2,747	3,447	822	18,634	11,371	-4,294
TD/EBITDA	6.9	23.6	5.4	3.4	2.7	2.6	3.2
ND/EBITDA	5.6	16.9	3.6	2.3	1.2	1.3	1.7
EBTIDA이자보상배율	2.9	1.4	5.0	6.1	6.0	6.6	5.5
영업이익이자보상배율	1.8	-0.4	3.1	4.3	4.6	5.3	4.1

자료: DART, Quantiwise, 유안타증권 리서치센터

지주사업

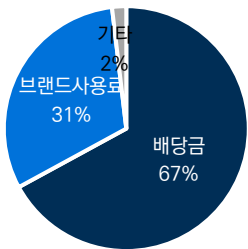
최대주주 조원태 외 21.2%

등급 및 등급전망

KIS	BBB+ (S)
KR	BBB+ (S)
NICE	BBB+ (S)

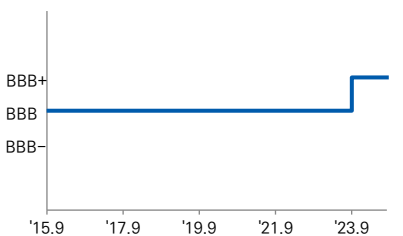
개별민평금리	5.506 %
등급민평 스프레드	-142.0 bp
발행잔액	500 억원

별도 기준 매출 비중 (2023)



자료: DART, 유안타증권 리서치센터

신용등급 추이



자료: kis-net, 유안타증권 리서치센터

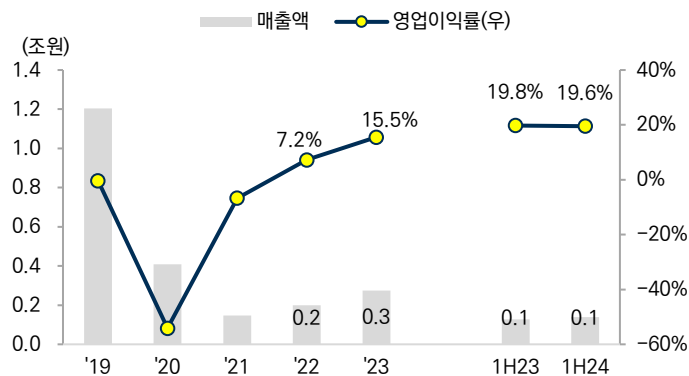
• 한진 그룹의 지주회사

2013년 대한항공의 투자사업부문 인적분할로 설립된 한진 그룹의 지주회사. 제1 국적항공사인 대한항공의 절대적인 실적 비중이 높은 수준으로, 한진 그룹의 주력 사업은 항공업임. 2024년 6월 말 기준 대한항공 지분 26.1% 보유하고 있어 연결 대상에 포함되어 있지 않으나, 주력 자회사인 지배구조를 고려했을 때 대한항공에 대한 경영지배력 인정됨. 진에어를 통해 LCC 사업 영위하는 등 계열사 간 사업적 연계성 높음

• 대한항공의 실적 회복에 따른 배당 재개로 수익 개선

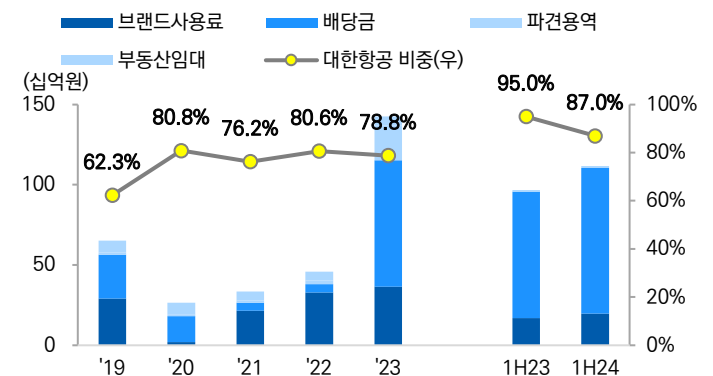
지주회사로서, 계열사로부터 수취하는 배당금 및 브랜드 사용료 등이 수입원임. COVID-19 이후 수익규모가 크게 감소하였으나, 2023년 대한항공이 배당을 재개함에 따라 동사의 수익성이 15.5%로 크게 개선되었음. 수에즈 운하 운행 차질 장기화로 인한 반사효과와 테무 등 중국발 물동량 증가로 인한 화물 사업의 견조한 실적, 여객수요 회복세 등을 고려했을 때 대한항공의 실적 호조에 따른 배당금 수익 기반 강화될 것으로 전망

(연결) 매출액 및 영업이익률 추이



자료: DART, 유안타증권 리서치센터

(별도) 대한항공으로부터 수취하는 수익 비중이 높음

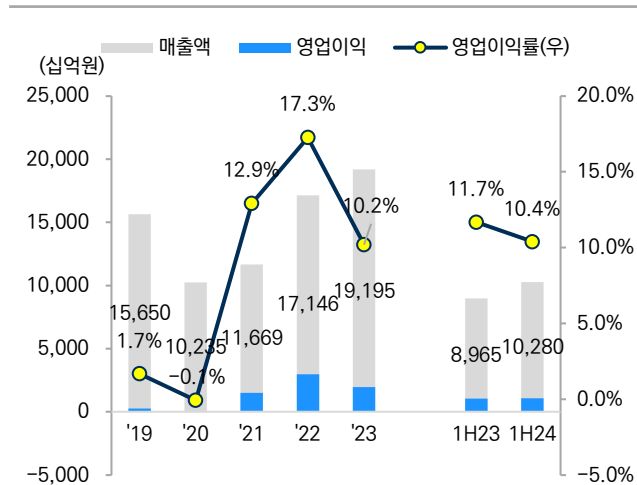


자료: DART, 유안타증권 리서치센터

(주)한진칼: 항공업의 업황 회복으로 그룹의 재무부담 완화 추세

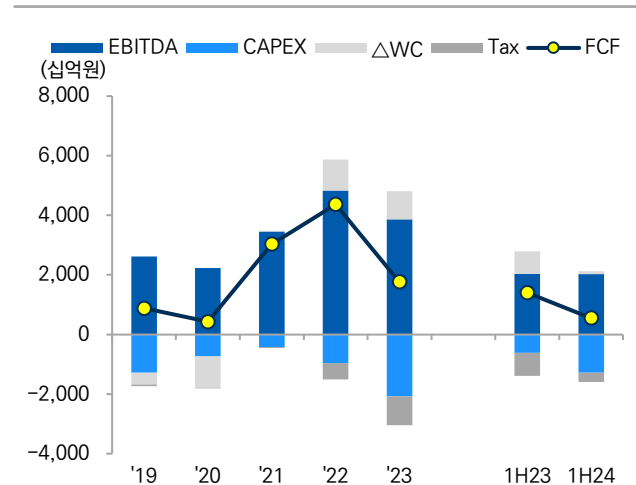
- 대한항공은 COVID-19로 여객기 운항의 중단이 이어지며 여객 매출이 크게 감소하였음. 여객기 운항 중단에 따른 Belly space 공급량 축소로 화물운임이 급등하면서 2022년까지 화물 부문의 실적 호조 지속됨에 따라 이익창출력은 오히려 강화되었음
- 2023년 화물 부문의 업황 정상화 과정에서 실적 저하 우려했으나, 국제여객 수요가 COVID-19 이전 수준으로 빠르게 회복되며 양호한 실적을 유지하고 있음. 최근 수에즈 운하의 통행이 지체되어 항공화물 운임이 상승세에 있는 가운데, 중국발 이커머스 수요 증가로 인해 화물 수송량이 증가하고 있는 점도 긍정적 요인
- 2024년 6월 말 부채비율 20.0%, 차입금의존도 12.9%임. 순차입금 383억원으로 차입부담 낮은 수준. 한진칼은 2022년 진에어 지분 이관(0.6조원), 2023년 서소문 사옥 매각(0.3조원) 등으로 확보한 재원을 통해 차입금을 감축하였으며, 자산 매각에 따른 당기순이익 누적으로 자기자본 확충됨. 이중레버리지비율은 2021년 148.3%에서 2024년 6월 말 102.9%로 하락하며 재무안정성 개선세 지속

그룹 합산 매출액 및 수익성 추이



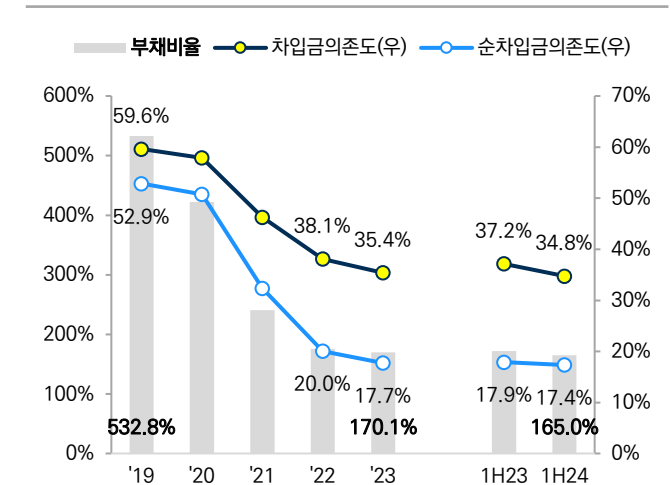
주) 한진칼 연결, 대한항공 연결, 한진 연결 합산 값
자료: DART, 유안타증권 리서치센터

그룹 합산 현금흐름 추이



주) 한진칼 연결, 대한항공 연결, 한진 연결 합산 값
자료: DART, 유안타증권 리서치센터

그룹 합산 부채비율 및 차입금의존도 추이

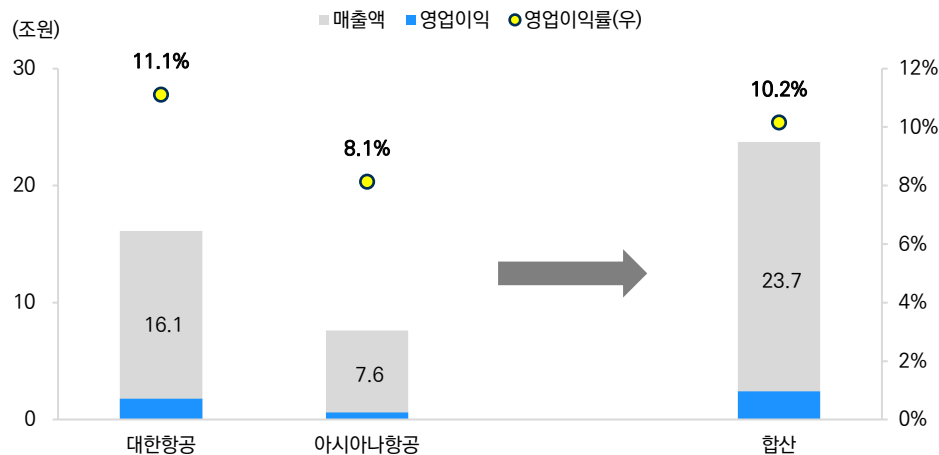


주) 한진칼 연결, 대한항공 연결, 한진 연결 합산 값
자료: DART, 유안타증권 리서치센터

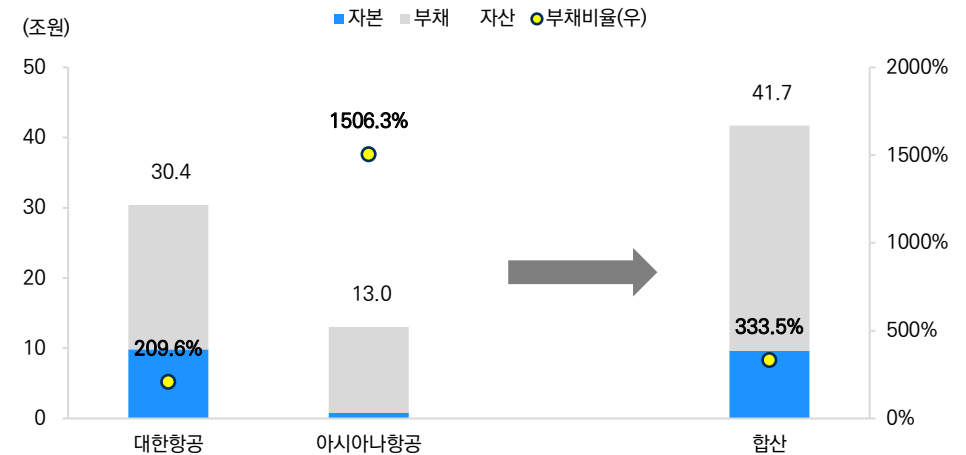
(주)한진칼: 대한항공의 아시아나항공 인수 Issue Check

- 대한항공의 아시아나항공 인수절차 진행 중. 기업결합 승인이 남은 국가는 유럽과 미국. 2024년 2월 EU는 아시아나항공 화물사업부 매각과 대한항공의 유럽 중복노선 이관 등을 전제로 조건부 승인함. 대한항공의 유럽 4개노선은 티웨이항공이 이관할 예정이며, 아시아나항공의 화물사업은 약 4,700억원에 에어인천에 매각될 예정. 연내 기업결합 심사 마무리될 것으로 예상
- 2023년 기준 아시아나항공의 부채비율은 1506.3%, 차입금의존도 41.4%임. 2024년 상반기 아시아나항공은 인건비를 비롯한 판관비 상승, 유류비 증가(+16.2% YoY)로 이익이 803억원 규모로 전년동기 대비 74.7% 감소한 가운데, 높은 수준의 이자부담으로 2,750억원의 당기순손실 기록하며 재무안정성 재차 저하되었음
- 아시아나항공의 화물사업 매각, 대한항공의 유럽 노선 이관 등으로 인수 후 대한항공의 실적 저하될 것으로 전망함. 또한 상대적으로 재무구조가 열위한 아시아나항공 인수 시 대한항공의 재무부담 확대는 불가피할 전망이다. 인수 후 부채비율은 300%를 상회할 전망
- 단, 중단기간 견조한 실적 유지할 것으로 전망되는 점, 최근 수년간의 실적 호조로 대한항공의 재무안정성이 개선된 점을 고려했을 때 인수통합과정에서의 급격한 펀더멘털 저하 가능성은 제한적일 것으로 보임

대한항공, 아시아나항공 합산 매출액 및 영업이익률 (2023)



대한항공, 아시아나항공 합산 재무구조 (2023)



주) 단순 합산 값으로, 실제 인수 시 아시아나 항공의 화물사업 매각 효과 등이 고려되지 않음
 자료: DART, 유안타증권 리서치센터

주) 연결 합산 값에서 유상증자(1.5조원), 영구채(0.3조원) 등 상계
 자료: NICE신용평가, 유안타증권 리서치센터

(주)한진칼 별도 주요 재무지표

단위: 억원, %, 배	2019	2020	2021	2022	2024	2023.6	2024.6
매출액	651	417	334	401	1,174	1,005	1,116
영업이익	486	191	169	221	973	897	1,005
EBITDA	498	203	177	230	980	902	1,009
순이익	307	-34	-811	3,792	2,170	724	1,756
영업이익률	74.7%	45.8%	50.6%	55.0%	82.9%	89.3%	90.1%
EBITDA 마진	76.5%	48.7%	52.8%	57.2%	83.5%	89.7%	90.4%
총자산	19,076	30,212	31,139	33,143	30,903	31,683	32,226
자기자본	15,303	20,105	19,572	23,339	25,300	23,850	26,856
총부채	3,773	10,107	11,567	9,804	5,603	7,833	5,370
총차입금 (TD, Total Debt)	3,633	8,047	9,053	7,786	3,679	6,317	4,140
현금성자산	1,895	8,924	925	4,289	2,864	2,313	3,757
순차입금 (ND, Net Debt)	1,738	-877	8,128	3,497	815	4,005	383
부채비율	24.7%	50.3%	59.1%	42.0%	22.1%	32.8%	20.0%
차입금의존도	19.0%	26.6%	29.1%	23.5%	11.9%	19.9%	12.8%
순차입금의존도	9.1%	-2.9%	26.1%	10.6%	2.6%	12.6%	1.2%
영업활동 현금흐름(OCF)	507	231	222	-648	1,044	949	293
운전자금 증가	25	-11	55	70	10	7	5
투자활동 현금흐름(CFI)	1,413	-10,917	-1,300	3,414	2,928	2,299	296
유무형자산 투자(CAPEX)	-1	-0	-8	-9	-33	-17	-10
재무활동 현금흐름(CFF)	-1,492	10,868	883	-2,050	-5,051	-2,380	-293
FCF(Free Cash Flow)	415	197	269	-1,248	780	846	218
TD/EBITDA	7.3	39.6	51.3	33.9	3.8	3.5	2.1
ND/EBITDA	3.5	-4.3	46.0	15.2	0.8	2.2	0.2
EBTIDA이자보상배율	3.3	1.0	0.3	0.4	1.7	3.0	3.7
영업이익이자보상배율	3.3	1.0	0.3	0.3	1.7	3.0	3.7

자료: DART, Quantiwise, 유안타증권 리서치센터

(주)한진칼 연결 주요 재무지표

단위: 억원, %, 배	2019	2020	2021	2022	2024	2023.6	2024.6
매출액	12,035	4,088	1,484	2,003	2,757	1,285	1,400
영업이익	-39	-2,211	-99	145	428	254	274
EBITDA	1,410	-822	1,120	877	713	378	396
순이익	-2,606	-3,415	-357	6,596	3,883	1,416	2,484
영업이익률	-0.3%	-54.1%	-6.7%	7.2%	15.5%	19.8%	19.6%
EBITDA 마진	11.7%	-20.1%	75.4%	43.8%	25.9%	29.4%	28.3%
총자산	26,937	34,886	37,547	39,151	37,849	38,474	40,128
자기자본	14,207	16,643	18,242	25,761	28,539	26,865	30,868
총부채	12,730	18,243	19,305	13,390	9,310	11,610	9,260
총차입금 (TD, Total Debt)	8,892	14,031	14,852	9,979	5,879	8,537	6,337
현금성자산	5,665	10,666	2,922	4,189	2,918	2,922	4,468
순차입금 (ND, Net Debt)	3,227	3,365	11,931	5,790	2,961	5,615	1,869
부채비율	89.6%	109.6%	105.8%	52.0%	32.6%	43.2%	30.0%
차입금의존도	33.0%	40.2%	39.6%	25.5%	15.5%	22.2%	15.8%
순차입금의존도	12.0%	9.6%	31.8%	14.8%	7.8%	14.6%	4.7%
영업활동 현금흐름(OCF)	1,306	-1,869	-463	-36	1,355	1,152	412
운전자금 증가	221	1,238	-31	-418	136	17	35
투자활동 현금흐름(CFI)	2,138	-8,782	-700	3,318	2,810	2,294	255
유무형자산 투자(CAPEX)	-48	-19	-37	-80	-49	-23	-33
재무활동 현금흐름(CFF)	-3,008	10,489	1,120	-2,984	-5,242	-2,487	-400
FCF(Free Cash Flow)	1,009	-2,287	2,050	796	-96	301	-464
TD/EBITDA	6.3	-17.1	13.3	11.4	8.2	11.3	8.0
ND/EBITDA	2.3	-4.1	10.7	6.6	4.2	7.4	2.4
EBTIDA이자보상배율	3.4	-1.8	1.7	1.2	1.0	1.0	1.2
영업이익이자보상배율	-0.1	-4.8	-0.1	0.2	0.6	0.7	0.8

자료: DART, Quantiwise, 유안타증권 리서치센터

한솔테크닉스(주)

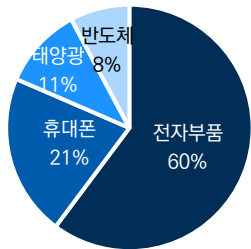
전자부품 제조업

최대주주 한솔홀딩스(주) 및 자사주 22.4%

등급 및 등급전망

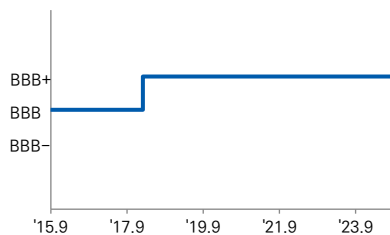
KIS	NA
KR	BBB+ (S)
NICE	BBB+ (S)
개별민평금리	4.839 %
등급민평 스프레드	-208.7 bp
발행잔액	840 억원

연결 기준 매출 비중 (2023)



자료: DART, 유안타증권 리서치센터

신용등급 추이



자료: kis-net, 유안타증권 리서치센터

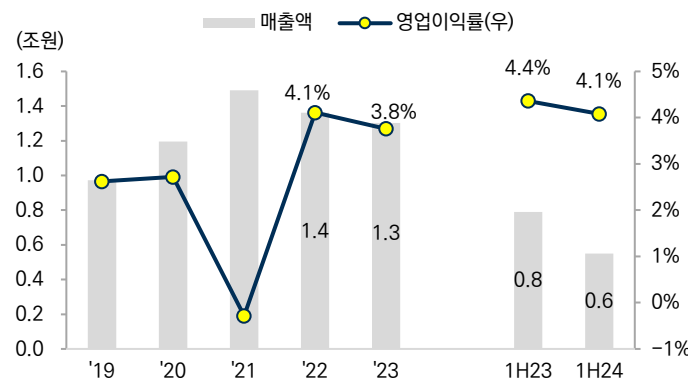
• 한솔 그룹의 전기·전자제품 모듈 제조업체

1966년 설립된 한솔 계열의 전자제품 모듈 제조업체임. 연결 기준 스마트폰 조립, TV용 파워보드 등 전자부품 제조, 태양광 모듈 제조 등으로 다각화된 제품 포트폴리오를 구축하고 있음. 2022년 인수한 한솔아이원스는 반도체 전공정 장비 부품의 정밀 가공 및 세정 등을 주요 사업으로 영위하고 있음. IT기기 중심의 전방 수요 보유하고 있어 전방 업황에 따른 실적 변동성 내재하고 있음. 파워보드의 경우 S사와의 고정거래 기반을 확보하고 있으며, 한솔아이원스는 미국 반도체 장비사인 A사 등에 OEM 부품 납품 중

• 반도체 업황 회복세에 기반한 전사 실적 유지 전망

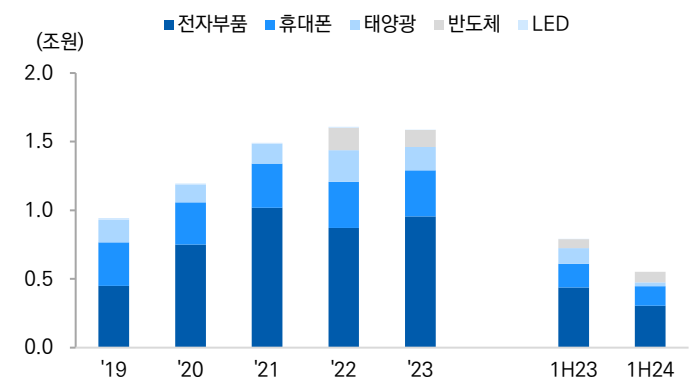
2023년 LCM 사업 중단 등 사업구조 재편으로 매출 감소하였음. 2024년 상반기 매출은 대규모 태양광 프로젝트 종료로 전년 동기 대비 20.9% 감소하였음. 주력사업인 파워보드의 출하량의 경우 고객사의 원가경쟁력 확보를 위해 보급형 모델에 대한 중국 OEM업체의 납품량 확대에 과거 대비 저하된 수준을 유지할 것으로 전망되나, 반도체 업황 회복에 따른 동 부문의 실적 개선이 전사 이익창출력을 보완할 전망

매출액 및 영업이익률 추이



자료: DART, 유안타증권 리서치센터

사업 부문별 매출액 추이

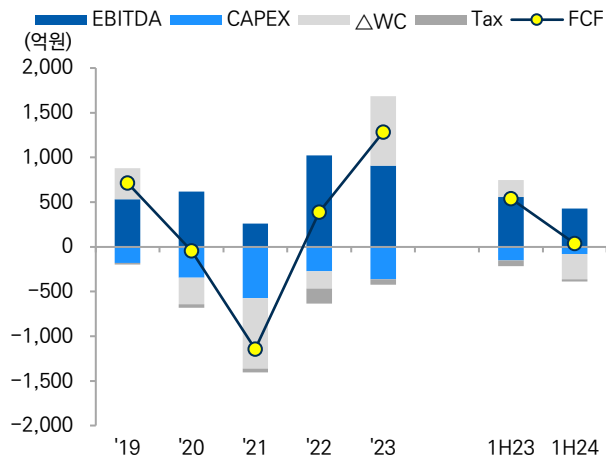


자료: DART, 유안타증권 리서치센터

한솔테크닉스(주): 개선된 재무안정성, 반도체 부문의 실적 방어 기대

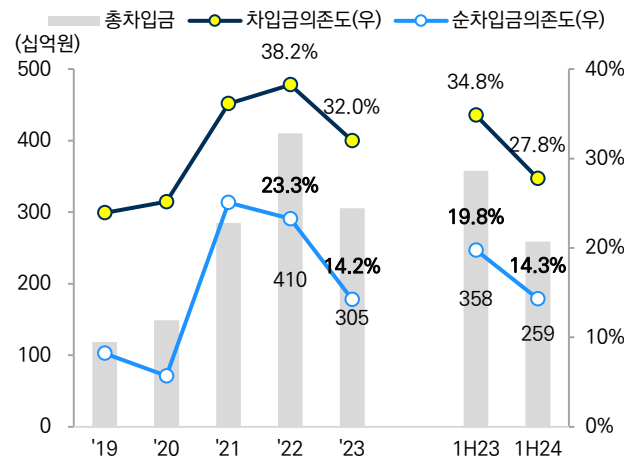
- 2022년 인수한 아이원스가 영위하는 반도체 사업 중 세정코팅 사업의 경우 상대적으로 수익성이 높은 사업. 2023년 전방수요 저하로 반도체부문 영업실적은 급격히 저하되었으나, 2024년 상반기 기준 반도체 부문 영업이익률은 11.7% 기록하며 전사의 수익성 개선에 기여. 최근 전방 산업의 업황 개선세를 고려했을 때, 반도체 부문의 높은 채산성이 전사의 이익창출력을 보완할 것으로 전망
- LCM 및 태양광 부문의 재고 소진, 대규모 태양광 프로젝트에서의 채권 회수 등이 이루어짐에 따라 운전자본 부담 완화되며 2023년 잉여현금을 창출하였음. 이를 바탕으로 1,100억원 규모의 차입금 순상환 이루어짐. 2024년 상반기에는 전방수요 둔화로 이익창출력이 약화되었으나, 제한된 규모의 Capex 집행되며 잉여현금이 창출되었음
- 2024년 6월 말 기준 부채비율 85.5%, 차입금의존도 27.8%. 총차입금은 2,587억원임. 2022년 채산성 높은 반도체 부문의 연결 편입, 2023년 전자부품 중심의 이익창출력 향상, 2023년 이후 지속된 차입금 순상환 기조로 순차입금/EBITDA 1.6배, EBITDA/이자비용 6.6배로 커버리지 지표 개선됨

현금흐름 추이



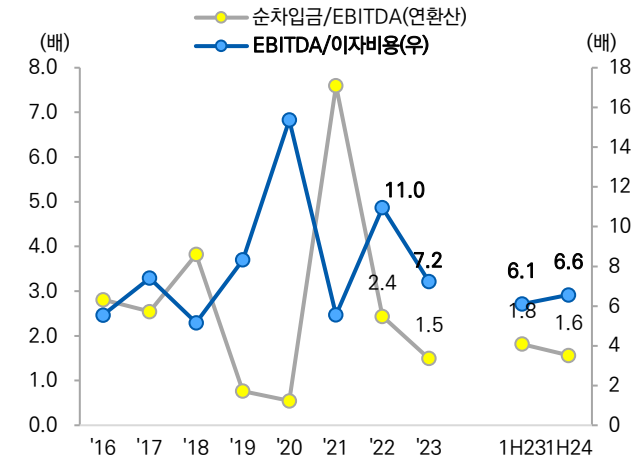
자료: DART, 유안타증권 리서치센터

차입금 추이



자료: DART, 유안타증권 리서치센터

커버리지 지표 추이



자료: DART, 유안타증권 리서치센터

한솔테크닉스(주) 별도 주요 재무지표

단위: 억원, %, 배	2019	2020	2021	2022	2024	2023.6	2024.6
매출액	5,913	6,741	6,157	7,446	7,171	3,852	2,574
영업이익	132	222	-126	113	280	221	-5
EBITDA	262	336	-20	216	379	270	42
순이익	19	184	73	174	465	237	45
영업이익률	2.2%	3.3%	-2.0%	1.5%	3.9%	5.7%	-0.2%
EBITDA 마진	4.4%	5.0%	-0.3%	2.9%	5.3%	7.0%	1.6%
총자산	4,015	4,335	4,987	5,914	5,659	5,780	5,602
자기자본	2,148	2,345	2,409	2,629	3,039	2,834	3,054
총부채	1,867	1,990	2,577	3,285	2,620	2,946	2,548
총차입금 (TD, Total Debt)	1,139	1,050	1,503	2,341	1,797	1,985	1,647
현금성자산	678	914	780	833	950	814	573
순차입금 (ND, Net Debt)	461	136	723	1,507	847	1,171	1,073
부채비율	86.9%	84.8%	107.0%	125.0%	86.2%	103.9%	83.5%
차입금의존도	28.4%	24.2%	30.1%	39.6%	31.8%	34.3%	29.4%
순차입금의존도	11.5%	3.1%	14.5%	25.5%	15.0%	20.3%	19.2%
영업활동 현금흐름(OCF)	588	458	-201	255	900	422	-173
운전자금 증가	-199	58	405	191	-240	-88	303
투자활동 현금흐름(CFI)	-9	-146	-380	-1,234	33	187	-14
유무형자산 투자(CAPEX)	-35	-71	-41	-46	-25	-8	-11
재무활동 현금흐름(CFF)	-75	-95	449	823	-591	-398	-185
FCF(Free Cash Flow)	394	169	-531	-85	542	360	-278
TD/EBITDA	4.3	3.1	- 75.5	10.8	4.7	3.7	19.4
ND/EBITDA	1.8	0.4	- 36.3	7.0	2.2	2.2	12.7
EBTIDA이자보상배율	4.4	9.7	- 0.6	2.9	4.0	5.1	1.1
영업이익이자보상배율	2.2	6.4	- 3.7	1.5	2.9	4.2	- 0.1

자료: DART, Quantiverse, 유안타증권 리서치센터

한솔테크닉스(주) 연결 주요 재무지표

단위: 억원, %, 배	2019	2020	2021	2022	2024	2023.6	2024.6
매출액	9,722	11,949	14,906	13,608	13,027	7,904	5,506
영업이익	255	325	-43	559	489	345	225
EBITDA	531	617	260	1,024	908	558	427
순이익	64	262	-93	326	390	236	239
영업이익률	2.6%	2.7%	-0.3%	4.1%	3.8%	4.4%	4.1%
EBITDA 마진	5.5%	5.2%	1.7%	7.5%	7.0%	7.1%	7.8%
총자산	4,953	5,914	7,887	10,719	9,540	10,269	9,316
자기자본	2,618	2,791	2,783	4,400	4,747	4,624	5,024
총부채	2,335	3,123	5,104	6,319	4,794	5,645	4,293
총차입금 (TD, Total Debt)	1,185	1,488	2,849	4,100	3,053	3,577	2,588
현금성자산	781	1,155	892	1,637	1,701	1,548	1,254
순차입금 (ND, Net Debt)	404	333	1,957	2,463	1,352	2,029	1,334
부채비율	89.2%	111.9%	183.4%	143.6%	101.0%	122.1%	85.5%
차입금의존도	23.9%	25.2%	36.1%	38.2%	32.0%	34.8%	27.8%
순차입금의존도	8.2%	5.6%	24.8%	23.0%	14.2%	19.8%	14.3%
영업활동 현금흐름(OCF)	948	420	-562	664	1,638	721	200
운전자금 증가	-347	297	788	195	-778	-187	283
투자활동 현금흐름(CFI)	-130	-366	-952	-1,248	-191	-70	-192
유무형자산 투자(CAPEX)	-179	-345	-575	-272	-365	-151	-78
재무활동 현금흐름(CFF)	-257	318	1,241	620	-1,168	-621	-551
FCF(Free Cash Flow)	632	-52	-1,177	451	1,227	541	39
TD/EBITDA	2.2	2.4	10.9	4.0	3.4	3.2	3.0
ND/EBITDA	0.8	0.5	7.5	2.4	1.5	1.8	1.6
EBTIDA이자보상배율	8.3	15.4	5.6	11.0	7.2	6.1	6.6
영업이익이자보상배율	4.0	8.1	-	0.9	3.9	3.8	3.5

자료: DART, Quantiwise, 유안타증권 리서치센터

- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 타인의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인함.
(작성자: 이소윤)
- 당사는 자료공표일 현재 동 종목 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당 기업과 관련하여 특별한 이해관계가 없습니다.
- 당사는 동 자료를 전문투자자 및 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배우자는 자료공표일 현재 대상법인의 주식관련 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 종목 투자등급 (Guide Line): 투자기간 6~12개월, 절대수익률 기준 투자등급 4단계(Strong Buy, Buy, Hold, Sell)로 구분한다
- Strong Buy: 30%이상 Buy: 10%이상, Hold: -10~10%, Sell: -10%이하로 구분
- 업종 투자등급 Guide Line: 투자기간 6~12개월, 시가총액 대비 업종 비중 기준의 투자등급 3단계(Overweight, Neutral, Underweight)로 구분
- 2014년 2월21일부터 당사 투자등급이 기존 3단계 + 2단계에서 4단계로 변경

본 자료는 투자자의 투자를 권유할 목적으로 작성된 것이 아니라, 투자자의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 작성된 참고 자료입니다. 본 자료는 금융투자분석사가 신뢰할만하다고 판단되는 자료와 정보에 의거하여 만들어진 것이지만, 당사와 금융투자분석사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없습니다. 따라서, 본 자료를 참고한 투자자의 투자의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않습니다. 또한, 본 자료는 당사 투자자에게만 제공되는 자료로 당사의 동의 없이 본 자료를 무단으로 복제 전송 인용 배포하는 행위는 법으로 금지되어 있습니다.

