아이엠캐피탈 등급상향과 캐피탈업종 등급 변별력

아이엠캐피탈 신용등급 AA-로 상향조정돼, 캐피탈채 AA-등급 편중 심화
캐피탈업종 등급, 피어그룹내 상대적 서열 제대로 반영하지 못하고 있는 상황
중기적으로 PF 부담 해소되면 비어있는 AA등급 채우는 기업 나올 것으로 예상

아이엠캐피탈 신용등급 AA-로 상향조정돼, AA-등급 편중 심화

최근 한달여간 신용평가 3사의 회사채 신용등급 변동 상황 중 캐피탈업종의 변동 상황을 살펴보면 아이엠캐피탈과 키움캐피탈의 등급 내지 등급전망이 상향조정됐다. 즉 아이엠캐피탈은 신용평가사별로 등급 내지 등급전망이 상향조정(A+/P→AA-/S, A+/S→A+/P)됐고, 키움캐피탈은 등급전망이 상향조정(A-/S→A-/P)됐다.

이중 아이엠캐피탈의 신용등급 상향조정은 향후 캐피탈업종의 신용등급이 가지는 채권 가격 결정 지표로서의 기능 및 변별력과 관련해 고민해 볼 필요가 있는 이슈로 판단한다.

아이엠캐피탈은 두개 평가사(한신평, 한기평)에서 부여한 신용등급이 AA-로 상향조정됨에 따라, AA-에 포진해 있는 캐피탈사는 공모채권을 발행해 회사채 신용등급이 있는 24개 캐피탈사의 절반인 12개사에 달하게 됐다. 등급 편중이 심한 편인데, 신용등급에 정부의 지원가능성을 반영하고 있는 공기업이나 은행의 경우 대부분의 기업이 최고등급인 AAA에 포진해 있고 신용카드사의 경우 8개 기업 중 5개가 AA+ 등급에 포진해 있어 캐피탈업종만의 현상은 아닌 것으로 볼 수도 있다.

하지만 이들 섹터 내지 업종은 캐피탈과는 상황이 다른 것으로 판단한다. 즉 공기업이나 시스템적으로 중요한 은행은 유사시 정부 지원 가능성이 존재하는 점을 감안할 때 기업별 펀더멘털 측면의 차이가 있어도 구조적 상환능력이 최고수준인 것으로 볼 수 있어 AAA등급에 대부분 포진해 있는 것이 납득이 가능하다.

신용카드사의 경우에도 지급결제기능을 수행하고 있어 시스템적으로 중요하고, 이러한 점을 반영해 여전업종 중에서 유일하게 등록제가 아닌 인가제를 유지하고 있어 제도적 진입장벽이 높고 경쟁강도가 제한적이다. 이런 점을 감안할 때 규모의 경제를 확보하고 있는 선발카드사들의 경우 상환능력 관점에서 의미있는 차별성이 있다고 보기 어려워 선발카드사 중심으로 AA+ 등급에 포진해 있는 상황을 이해 못할 바는 아니다.

김기명
kmkim@koreainvestment.com

한국투자증권은 당사 고객 및 별도의 서비스 계약을 맺은 법인에게만 리서치 리포트를 공개하고 있습니다. 한국투자증권의 사전 승인 없이 리포트를 어떤 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형 및 판매하는 행위는 저작권법 위반으로 법적 처벌의 대상이 될 수 있음을 알려드립니다.

피어그룹내 상대적 서열 제대로 반영하지 못하고 있는 상황

반면에 캐피탈사는 시스템적으로 중요한 금융기관으로 보기 어려운 순수 민간의 영역으로, 진입장벽이 낮아 다수 기업이 시장에 참여하고 있어 경쟁강도가 높다. 캐피탈사별 사업규모 및 사업구조, 위험관리 측면의 차이가 바로 상환능력 차이로 연결될 가능성이 있다. 따라서 절반의 캐피탈사가 동일등급을 부여받고 있는 상황이 이러한 경쟁환경과 리스크를 제대로 반영하고 있는지 의문시되는 측면이 있다.

그리고 신용등급을 절대적 원리금 상환능력 차이를 나타내는 부호로 정의할 수 있지만 현실적으로 피어그룹내 상대적 서열을 나타내는 측면이 강한 점을 감안하면, 자산규모나 주주구성, 수익성 및 자본적정성 등의 측면에서 차이가 있는 캐피탈사들이 한 등급에 대거 포진한 점은 문제로 볼 수 있다.

특히 캐피탈사 등급분포 상황을 살펴보면, 캐피탈업계 선두업체인 현대캐피탈 신용등급이 AA에서 AA+로 상향되면서 현재 AA등급에는 어떠한 캐피탈사도 위치해 있지 않고 비어 있는 상태다. 상대적 서열을 반영해 등급으로 표시할 수 있는 룸이 존재하는 것이다. 그럼에도 불구하고 AA-에 절반의 캐피탈사가 몰려 있는 상황은, 상대적 서열을 신용등급으로 녹여내는 작업이 제대로 이루어지지 않고 있는 것으로 볼 수 있다.

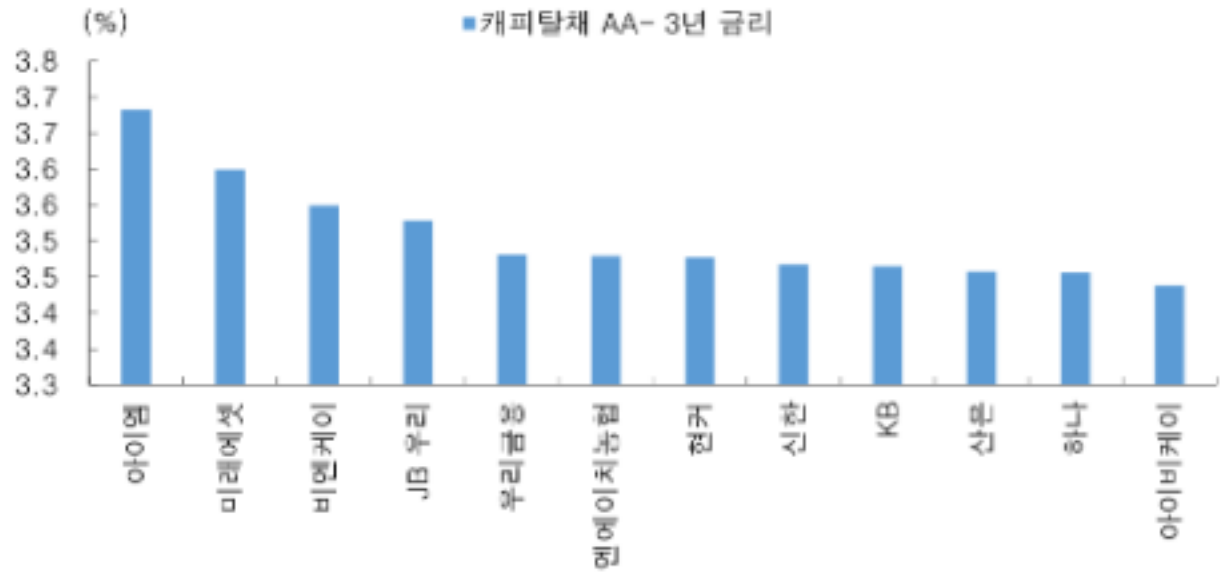
참고로 채권시장은 AA- 등급을 부여받고 있는 캐피탈채도 주주구성 측면에서 시중은행계와 지방은행계 등을 구분해 채권금리가 차별화된 상태다.

PF 부담 해소되면 비어있는 AA등급 채우는 기업 나올 것으로 예상

현재는 충당금 적립이나 경공매 등을 통해 부동산PF 문제 사업장을 충분히 정리하지는 못한 상황으로 볼 수 있어 등급 상향을 통해 AA에 위치할 자격이 있는 캐피탈사를 선별하기 어려울 수 있다.

그러나 부동산PF 정리작업은 연착륙 단계에서 이탈하지 않고 꾸준히 진행되면서 부담이 지속적으로 완화되고 있는 상황이기도 하다. 따라서 중기적으로 PF와 관련한 자산건전성 저하 부담이 해소되면 캐피탈사의 상대적 서열을 반영해 비어 있는 AA등급에 위치하는 캐피탈사가 나올 가능성 및 필요성이 있는 것으로 판단한다.

[그림 1] 주주구성에 따라 차별화된 캐피탈채 민평금리



자료: 인포맥스, 한국투자증권

<표 1> 주요 캐피탈사 재무지표

(단위: 억원, 배, %)

	현대	현커	KB	하나	신한	우리금융	IBK	미래에셋	산은	BNK	NH	JB 우리	아이엠
신용등급	AA+/S	AA-/S	AA-/S	AA-/S	AA-/S	AA-/S	AA-/S	AA-/S	AA-/S	AA-/S	AA-/S	AA-/S	AA-/S
자산총계	398,108	130,184	179,799	187,252	123,689	124,916	117,816	64,978	119,952	103,090	100,802	111,708	49,623
차입부채	318,312	107,135	142,650	144,852	99,919	96,598	96,481	47,868	94,112	80,210	78,642	91,456	38,121
자본총계	63,395	18,699	26,376	27,484	22,647	18,069	20,263	14,662	18,465	15,006	13,760	18,023	7,856
당기순이익	3,720	1,714	1,962	654	818	1,156	1,954	715	2,015	1,127	874	1,989	453
조정레버리지	6.3	7.6	7.5	7.4	5.9	7.3	5.8	4.4	6.5	6.9	7.3	6.9	6.7
요주의이하여신비율	5.9	5.4	6.2	8.4	7.0	5.9	2.5	1.5	1.6	8.5	3.4	6.2	6.9
고정이하충당금커버리지비율	88.1	139.2	90.7	89.9	101.0	114.2	152.4	54.7	296.1	66.9	94.4	91.8	86.4

주: 2025년 3분기 기준
자료: 한국신용평가, 한국투자증권

■ 본 리포트는 고객의 증권투자를 돕기 위하여 작성된 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있으며, 당사의 동의 없이 어떤 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형할 수 없습니다.
■ 본 리포트는 당사 리서치본부에서 수집한 자료 및 정보를 기초로 작성된 것이나 당사가 그 자료 및 정보의 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없으므로 당사는 본 리포트로써 고객의 투자 결과에 대한 어떠한 보장도 하는 것이 아닙니다. 최종적 투자 결정은 고객의 판단에 기초한 것이며 본 리포트는 투자 결과와 관련한 법적 분쟁에서 증거로 사용될 수 없습니다.
■ 본 리포트에 제시된 종목들은 리서치본부에서 수집한 자료 및 정보 또는 계량화된 모델을 기초로 작성된 것이나, 당사의 공식적인 의견과는 다를 수 있습니다.
■ 이 리포트에 게재된 내용들은 작성자의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.