

쌍용건설(주) Ssangyong Engineering & Construction

본평가
평가일: 2017.04.19

평가개요	신용등급 A3+	평가대상 기업어음	유효기간 2018.06.30
-------------	-------------	--------------	--------------------

Analyst	김태헌 책임연구원	02)6966-2456	kimth@scri.co.kr
----------------	-----------	--------------	------------------

Latest Rating	평가일 -	구분 -	등급 -
----------------------	----------	---------	---------

재무요약

(단위: 십억원)

(연결기준)	2011.12	2012.12	2013.12	2014.12	2015.12	2016.12
매출액	1,823.5	1,721.3	1,655.0	1,353.4	956.6	862.5
영업이익	-36.2	-159.6	-173.6	-3.8	-125.0	28.4
EBITDA	-26.1	-144.2	-162.7	3.7	-119.2	33.9
운전자금	920.7	734.8	520.3	441.8	270.2	343.0
총자산	1,729.7	1,309.6	900.8	1,000.7	795.2	825.1
조정순차입금	1,887.1	1,390.0	1,173.5	366.1	11.8	-81.5
영업이익률(%)	-2.0	-9.3	-10.5	-0.3	-13.1	3.3
운전자금/매출액(%)	50.5	42.7	31.4	32.6	28.2	39.8
조정부채비율(%)	1,412.8	자본잠식	자본잠식	1,299.5	282.9	246.2
조정차입금커버리지(배)	N/A	N/A	N/A	98.7	N/A	-2.4
유동성커버리지(배)	27.5	-4.9	-12.2	233.4	160.1	12,958.5
회계기준	K-IFRS	K-IFRS	K-IFRS	K-IFRS	K-IFRS	K-IFRS

주1: 운전자금=매출채권(공사미수금, 미청구공사 등)+미수금+장단기대여금+선급금(선급공사비 포함)+재고자산

주2: 조정순차입금=총차입금+PF 지급보증+(선수금+초과청구공사)*0.7-현금및금융상품

주3: 조정부채비율=(부채총계+우발채무)/(자본총계)*100

주4: 조정차입금커버리지=조정순차입금/EBITDA, 유동성커버리지=(현금및금융상품+EBITDA)/단기성차입금*100

주5: 회생채무는 차입금에 포함

평가의견

서울신용평가(주)는 쌍용건설(주)의 기업어음 신용등급을 A3+ 로 평가하며, 주요 평가요인은 다음과 같다.

- 두바이투자청의 인수 이후 지배구조의 불안정성 해소
- 기업회생 종료 후 국내외 수주확대를 통한 사업기반 회복 추세
- 공공공사 등 진행 사업장의 낮은 수익성
- 회생계획안에 따른 유상증자 및 출자전환으로 재무안정성 제고
- 모회사인 두바이투자청의 사업 및 재무적 지원 가능성

■ 신용등급논리

쌍용건설(주)(이하 '동사')는 2016년 시공능력평가 23위의 중견건설업체로 다양한 시공이력과 해외 건축부문에서의 양호한 사업역량에도 불구하고 회생절차로 인한 대외신인도 저하와 사업차질로 경영상 어려움을 겪어왔다. 그러나 두바이투자청(ICD)이 동사를 인수하는 과정에서 이루어진 유상증자를 토대로 대부분의 회생채무를 조기상환함으로써 2015.3월 회생절차를 종료하였다.

ICD 인수 후 지배구조의 안정성이 제고되는 가운데 ICD 발주 물량을 바탕으로 국내외 수주가 확대되고 있으며, 도급공사 위주의 사업구성, 재개발/재건축 및 리모델링 중심의 주택사업 전개, JV(Joint Venture)를 통한 해외공사 진행 등을 고려할 때 사업의 변동성도 비교적 안정적으로 관리될 전망이다.

할인분양, 공사 지연 및 취소, 원가율 조정 등 과거 부실요인이 상당부분 제거되면서 영업흑자로 전환, 중장기적인 영업기반 확보로 경영정상화가 진행되고 있다. 다만 공공공사 및 해외부문의 낮은 채산성과 진행사업장의 예정원가 등을 감안하면 당분간 수익성 개선 정도는 제한적일 것으로 판단된다.

2015년 유상증자를 통한 자본확충과 회생채무 현금상환 및 출자전환으로 평가일 현재 실질적인 무차입 상태에 있는 등 재무안정성을 크게 개선하였다. 향후 공사 확대에 따른 운전자금 수요가 증가할 것으로 전망되나, 점진적인 영업활동현금흐름 개선과 내부 가용자금 등을 감안하면 현금흐름 및 재무적 안정성의 변동 요인은 크지 않은 것으로 판단된다.

서울신용평가(주)는 양호한 사업역량과 영업력 복원, 재무안정성 개선 추세 등을 반영하여 동사의 모형신용도를 bbb로 도출하였으며, 모회사인 ICD 산하 유일의 건설사로서 동사가 차지하는 전략적 위치 및 출자전환 지분 매입 등을 고려한 ICD의 지원 가능성, 양호한 유동성 위험 관리 수준 등을 종합적으로 고려하여 동사의 기업어음 신용등급을 A3+ 로 결정하였다.

■ 모니터링 요소

서울신용평가(주)는 동사의 사업 및 재무안정성 등을 면밀히 모니터링 하여 향후 신용등급에 반영할 계획이다.

아래와 같은 요건을 충족할 경우에는 신용등급 상향을 검토할 수 있다.

- 지속적인 신규 수주 및 ICD 발주 물량 확대로 수주잔고/매출액이 3배를 상회하면서,
- 진행사업장의 채산성 향상, 수익구조 개선 등으로 영업이익률이 6%를 상회하고,
- 보수적인 재무정책을 바탕으로 현 수준의 재무안정성을 유지하는 경우

반면, 아래와 같은 변화가 있을 경우에는 신용등급 하향을 검토할 수 있다.

- 수주실적이 저조한 가운데, 진행사업장의 대규모 추가원가 발생으로
- 영업이익률이 2% 이하로 하락하고,
- 자금소요 및 차입금 증가로 조정부채비율이 450% 이상을 상회하는 경우

■ 주요 평가요소별 검토

2016년 시공능력평가 23위의 종합건설업체

동사는 1977.10월 쌍용양회 건설사업부로부터 분할된 종합건설사로, 국내외 토목, 건축, 주택, 플랜트 등 다양한 분야에서 사업을 영위하고 있음. 2016.12월말 기준 최대주주는 두바이투자청(ICD, Investment Corporation of Dubai)으로 99.0%의 지분을 보유하고 있음.

- 동사는 부동산 경기 침체, 한국자산관리공사의 동사 매각 지연, 금융시장 경색 등의 부정적인 사업환경 하에서, 우이동 사업장 관련 PF우발채무 현실화로 유동성 위협에 직면하였음. 이에 따라 2013.3월 2차 워크아웃에 돌입하였으며, 2014.1월 회생절차를 진행하였음.
- 2015.1월 ICD가 제3자 배정 방식으로 동사를 인수하면서 최대주주가 되었으며, 유상증자 대금을 토대로 회생담보권 및 회생채권을 조기상환함으로써 2015.3월 회생절차를 종결함. 또한 ICD는 동사를 완전자회사로 편입시키기 위해 회생채권 출자전환 지분 매입을 지속하고 있음.

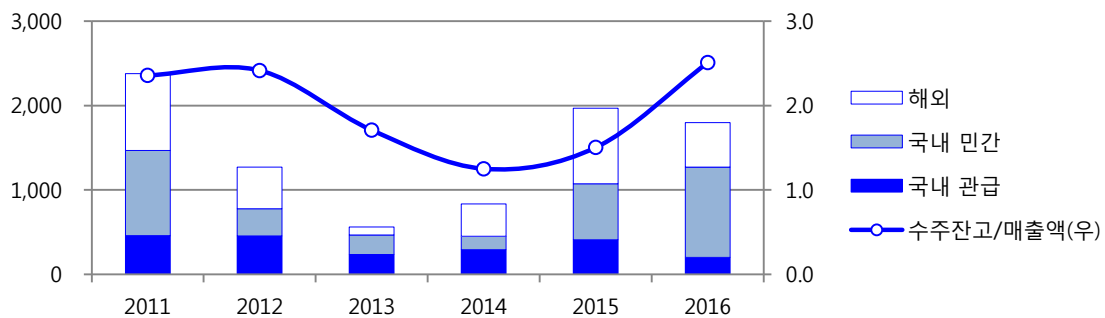
회생절차 완료 이후 사업안정성 회복추세

동사는 국내외 풍부한 시공이력과 양호한 경쟁력에도 불구하고, 회생기간 동안 시장신뢰도 저하와 수주 및 매출 감소 등으로 인해 사업차질을 보여왔음. 그러나 회생절차 종료 후 ICD 발주 물량을 중심으로 국내외 수주가 확대되고 있어 사업기반이 일정수준 회복된 것으로 판단됨.

- 동사는 2016년 시공능력평가 23위의 중견건설업체로서 다양한 분야의 시공이력과 오랜 업력을 바탕으로 수주경쟁력을 보유하고 있음. 특히 고급건축(호텔, 병원 등)에 강점을 보이고 있으며, 다수의 해외 랜드마크 건설로 양호한 국내외 인지도를 확보하고 있음.
- 토목과 건축 중심의 사업구조를 보유하고 있는 가운데(공종별 매출비중 토목 48.6%, 건축 45.0%, 플랜트 6.0%, 기타 0.4%), 발주처/지역별로 균형적인 매출구성을 나타내고 있어 전반적인 다각화 수준은 양호한 것으로 판단됨(발주처/지역별 매출비중 국내관급 50.0%, 국내민간 17.8%, 해외 32.2%).
- 회생절차 기간 동안 대규모 계약 취소 및 신규 수주 부진으로 외형이 크게 감소하는 등 사업 경쟁력이 약화되었으나, 최근 ICD 발주 대형 프로젝트(로열 아틀란티스 호텔, ICD-브룩필드 플레이스 등 총 도금액 6,300억원)를 비롯해 국내외 수주를 확대하고 있어 중장기적인 영업기반을 확보한 상황임(2015년 수주잔고/매출액 1.5배 → 2016년 2.5배).

[신규 수주 현황]

(단위: 십억원, 배)



자료: 동사제시

주: 신규 수주는 증감액, 미착공 공사, 도시정비사업 가계약 포함, 수주잔고/매출액 지표는 진행사업장의 계약잔고 기준

[2015 ~ 2016 년 주요 신규 수주 현황]

(단위: 십억원)

구분		사업장	도금액	비고	
국내	관급	토목	하남선(5 호선연장)1-2 공구 건설공사	40.6	단독
			수도권 광역상수도 신뢰성제고사업 2 공구	47.5	공동도급(주간사)
			서울 마곡중앙공원 조성공사	50.2	공동도급(회원사)
			보성~임성리 철도건설 제 6 공구	57.9	공동도급(주간사)
			영동고속도로 시설개량공사(제 2 공구)	40.9	공동도급(주간사)
			포항신항 스웰 개선대책 시설공사	26.5	공동도급(주간사)
	관급	건축	공군서산지역시설공사	64.7	단독
			육군담양지역 시설공사(16-2031)	36.3	단독
		주택	오산세교 B6BL 아파트 건설공사 13 공구	59.9	공동도급(주간사)
			부천옥길지구 아파트 건설공사 5 공구	36.2	공동도급(회원사)
	플랜	김해공항 항공유저장소 신축공사	24.0	단독	
	민간	건축	동부산 힐튼호텔 신축공사	62.5	공동도급(주간사)
세종 유로 아울렛 신축공사			38.1	단독	
차병원 일산 라이프센터 신축공사			76.6	단독	
차병원 역삼 의료관광호텔 신축공사			36.5	단독	
동부산 힐튼호텔 인테리어 공사			24.5	단독	
주택		구미 확장단지 아파트	127.0	단독	
	부산 사직아시아드 쌍용예가	144.7	단독		
해외	관급	토목	Thomson-East Coast Line T308	227.3	공동도급(주간사)
		건축	Hotel Basilica	25.6	단독(현지법인 재하도)
	민간	건축	Forest Woods Condominium	98.2	단독
	ICD	건축	The Royal Atlantis	488.6	공동도급(주간사)
			ICD-Brookfield Place	138.4	공동도급(회원사)
		Deira Waterfront Development Ph.1	115.7	공동도급(주간사)	

자료: 동사제시(진행사업장 기준)

과거 대비 완화된 사업변동성 유지 전망

가장 큰 사업부문에 해당하는 공공공사의 수주환경이 악화된 점은 부정적 요인이나, 도급공사 위주의 사업구성, 재개발/재건축 및 리모델링 중심의 주택사업 전개, JV(Joint Venture)를 통한 해외공사 진행 등을 감안할 때 전반적인 사업변동성은 크지 않을 것으로 판단됨.

- 최근 양호한 수주성과를 보이고 있으나, 영위산업 특성을 감안하면 예년수준의 외형 회복에는 다소 시일이 소요될 것으로 전망되며, 공공기관의 적극적인 부채관리 및 2017년 SOC예산 감축으로 인한 공공부문 수주환경 약화도 사업확장에 다소 부담요인임.
- 다만 도급공사 위주의 사업구성을 유지하고 있고 상대적으로 변동성이 낮은 재건축/재개발, 리모델링을 중심으로 주택사업을 전개하고 있고 해외공사도 대부분 JV를 통해 진행함으로써 리스크를 완화하는 등 전반적인 사업위험은 비교적 안정적인 수준에서 관리될 전망이다.

다소 낮은 수익성 유지 전망

매출규모 감소로 현금창출력이 약화된 가운데, 할인분양, 공사 지연 및 취소, 원가율 조정 등으로 영업손실을 기록하였으나, 회생절차 완료 후 경영정상화가 빠르게 이루어지면서 영업흑자로 전환하였음.

- 동사는 과거 경기침체, 저가수주 확대 등으로 수익성이 약화된 가운데, 준공 사업장의 할인분양에 따른 대규모 대손상각으로 영업손실을 기록하였음. 이후에도 해외 공사 지연 및 취소, 국내 공사 수익성 저하로 2013년까지 영업손실을 지속함.
- 2015년에는 토목 및 해외부문의 원가조정으로 인해 영업적자 폭이 확대되었으나, 회생절차 완료 이후 경영정상화가 빠르게 이루어지면서 원가율이 개선되고 영업흑자로 전환되었음 (2016.12월 영업이익 284억원, 영업이익률 3.3%, 매출원가율 89.2%).
- 다만 공공공사 및 해외부문은 여전히 낮은 채산성을 보이고 있으며, 고수익 사업장의 부족, 매출감소에 따른 고정비 및 판관비 부담, 추가원가 발생 가능성 등을 감안하면 당분간 수익성 개선 폭은 제한적일 것으로 판단됨.

유상증자 및 회생절차 종결에 따른 재무구조 개선

2014년 회생절차가 개시된 이후 출자전환에 따른 대규모 채무면제이익과 2015년 유상증자 유입대금 1,700억원을 바탕으로 재무구조가 크게 개선되었음.

- 동사는 2013년까지 영업적자가 지속된 가운데, 미분양 사업장 관련 대손상각비로 대규모 자기자본 감소가 발생하였음. 그러나 2015년 회생계획안에 따라 유상증자(1,700억원)을 바탕으로 대부분의 회생채무를 상환하였음.
- 2016.12월말 연결기준 회생채무 외 차입부담이 대부분 청산되었고, 보증채무 및 미확정구상채무는 현금상환 및 출자전환되고 있어 전반적인 재무안정성은 양호한 수준으로 회복되었음 (2016.12월말 기준 조정부채비율 246.2%, 조정차입금커버리지 -2.4배).
- 향후 사업진행 물량의 확대에 따라 공사비 선투입 등 운전자금 수요가 증가할 것으로 보이나, 중단기적인 영업기반 확보에 따른 점진적인 영업활동현금흐름 개선 추세를 감안하면 재무안정성에 미치는 영향은 크지 않을 것으로 판단됨.
- 한편 모회사인 ICD의 우수한 신인도와 대규모 발주 물량, ICD계열 금융기관을 통한 해외공사 보증서 발급 등 사업/재무적 지원은 동사의 재무용통성에 긍정적으로 작용하고 있는 것으로 판단됨.

[PF 우발채무 규모]

(단위: 십억원)

구분	ABCP	ABS	기타 PF Loan	합계
2016.12.31	-	-	4.0	4.0

자료: 동사제시

주: 상기 자료는 해당회사가 작성한 것으로 그 정확성에 대한 책임은 전적으로 해당회사에 있으며, 당사는 상기의 정보에 대하여 별도의 실사나 감사를 실시한 바 없음.

[재무구조 추이]

(단위: 십억원)

구분	2011	2012	2013	2014	2015	2016
자산총계	1,729.7	1,309.6	900.8	1,000.7	795.2	825.1
부채총계	1,429.1	1,436.7	1,443.8	928.6	586.4	583.8
자본총계	300.6	-127.1	-543.0	72.1	208.9	241.3
조정순차입금	1,887.1	1,390.0	1,173.5	366.1	11.8	-81.5
총차입금	675.3	550.4	626.5	394.0	118.9	70.7
PF 지급보증	1,263.0	769.7	519.3	3.3	-	4.0
선수금	150.9	270.5	169.0	203.8	130.2	110.9
현금 및 금융상품	156.9	119.5	90.7	173.9	198.2	233.8
조정부채비율(%)	1,412.8	자본잠식	자본잠식	1,299.5	282.9	246.2
조정차입금커버리지(배)	N/A	N/A	N/A	98.7	N/A	-2.4

자료: 연결감사보고서 및 동사제시

주1: 조정순차입금=총차입금+회생채무+PF 지급보증+(선수금+초과청구공사)*0.7-현금및금융상품

주2: 조정부채비율=(부채총계+우발채무)/(자본총계)*100

주3: 조정차입금커버리지=조정순차입금/EBITDA

주4: 회생채무는 차입금에 포함

양호한 수준의 유동성 위험 관리

실질적인 무차입 상태와 풍부한 현금성자산 보유로 유동성 위험은 낮은 수준이며, 모회사의 재무적 지원 가능성을 감안하면 유동성 위험 대응 능력은 우수한 수준으로 판단됨.

- 2016.12월말 기준 실질적인 무차입 상태를 유지하고 있어 단기채무상환위험은 매우 낮은 수준으로 판단됨. 또한 영업이익 흑자전환에 따른 현금창출력 회복 추세, 풍부한 현금 및 금융상품(2016.12월말 연결기준 2,338억원), 대체자금 조달능력(매도가능증권 및 투자부동산 등 총 581억원) 등을 감안하면 유동성 위험이 확대될 가능성은 낮을 것으로 판단됨.
- 다만 신규 공사에 대한 선투입 자금과 진행사업장 증가에 따른 매출채권 및 미청구공사 부담, 지역주택조합 관련 장단기대여금 지급, 공사확대를 위한 출자 등으로 단기소요자금이 확대될 전망이다.

[유동성 지표]

(단위: 십억원)

구분	2011	2012	2013	2014	2015	2016
EBITDA	-26.1	-144.2	-162.7	3.7	-119.2	33.9
현금 및 금융상품	156.9	119.5	90.7	173.9	198.2	233.8
단기성차입금	475.2	500.7	589.6	76.1	49.3	2.1
단기성차입금/총차입금(%)	70.4	91.0	94.1	19.3	41.5	2.9
유동성커버리지(%)	27.5	-4.9	-12.2	233.4	160.1	12,958.5

자료: 연결감사보고서

주: 회생채무는 차입금에 포함

계열 및 기타 요인

최대주주인 두바이투자청은 자산규모 230조원에 달하는 국부펀드로서 금융, 부동산개발, 항공, 에너지, 호텔 등 다수의 우량 계열사를 보유하고 있음. 그룹 내 동사의 전략적 중요성, 경영참여,

육성의지 등을 감안하면 직간접적인 사업 및 재무적 지원 가능성이 존재하는 것으로 판단됨.

- 최근 ICD의 중동아시아 지역 개발 사업 추진, 2020 두바이 엑스포 등을 감안하면 계열 발주 물량으로부터의 수혜가 전망됨. 또한 ICD계열의 유일한 건설사로서 전략적인 지위도 인정됨.
- 또한 기확보된 지분 외 회생채권 출자전환 지분을 지속적으로 매입하고 있고 이사회 구성을 통해 경영에 참여하는 등 ICD가 동사에 대한 지배력을 확고히 하고 있는 점은 동사의 신용도에 긍정적으로 작용하고 있음.

Fundamental Review

단기신용도 A3+	Fundamental bbb+(안정적)	모형신용도 bbb
--------------	--------------------------	--------------

Mapping Grid

사업위험		aaa	aa	a	bbb	bb	b
매출액(조원)				√			
매출 및 이익 변동성					√		
사업기반	시공능력순위				√		
	다각화				√		
	경쟁역량				√		
재무위험		aaa	aa	a	bbb	bb	b
수익성	영업이익/매출액(%)						√
재무정책	운전자금 관리				√		
	유동성 리스크 관리						
	투명성 및 안정성						
레버리지	조정부채비율(%)			√			
커버리지	조정순차입금커버리지(배)			√			

유동성위험

유동성위험 관리 수준	양호	보통	미흡
-------------	----	----	----

Mapping Grid: 건설

사업위험		가중치	aaa	aa	a	bbb	bb	b
매출액(조원)		10%	≥10	≥5	≥1	≥0.5	≥0.05	<0.05
매출 및 이익 변동성		15%	매우 낮음	상당히 낮음	낮음	다소 높음	높음	매우 높음
사업기반	시공능력순위	5%	≤3	≤7	≤20	≤70	≤150	>150
	다각화	10%	매우 높음	상당히 높음	높음	다소 낮음	낮음	매우 낮음
	경쟁역량	10%	매우 높음	상당히 높음	높음	다소 낮음	낮음	매우 낮음
재무위험		가중치	aaa	aa	a	bbb	bb	b
수익성	영업이익/매출액(%)	10%	≥15	≥10	≥6	≥3	≥2	<2
재무정책	운전자금 관리	20%	매우 보수적	상당히 보수적	보수적	비교적 보수적	공격적	매우 공격적
	유동성 리스크 관리							
	투명성 및 안정성							
레버리지	조정부채비율(%)	10%	≤150	≤200	≤300	≤450	≤800	>800
커버리지	조정순차입금커버리지(배)	10%	≤2	≤4	≤6	≤10	≤20	>20

본 평가는 서울신용평가(주)가 공시한 건설 평가방법론을 적용하였습니다. 공시된 신용평가방법론은 서울신용평가(주) 홈페이지 www.scri.co.kr의 Research/평가방법론에서 찾아볼 수 있습니다.

본 건 신용평가등급 산정에 이용한 중요자료는 감사보고서, 경영공시자료, 차입금 현황 등 입니다.

[단기신용등급의 정의]

신용등급	정 의
A1	적기 상환능력이 최상이며, 상환능력의 안정성 또한 최상이어서 투자위험도가 극히 낮음.
A2	적기 상환능력이 우수하지만, 그 안정성은 A1등급에 비하여 다소 열등한 요소가 있음.
A3	적기 상환능력은 양호하나, 장래의 급격한 환경변화에 따라 그 안정성이 다소 영향을 받을 가능성이 있음.
B	적기 상환능력은 인정되지만, 그 안정성에 다소 투기적인 요소가 내포되어 있음.
C	적기 상환능력이 의문시되어 투기적 요소가 강함.
D	채무불이행 상태에 있음.

주1: 상기 등급 중 A2부터 B까지는 당해 등급 내에서의 상대적 우월 정도에 따라 +, - 기호를 부기할 수 있음.

주2: 상기 등급 중 A1등급에서 A3등급까지는 적기 상환능력이 인정되는 투자등급으로, B, C 등급은 환경변화에 따라 적기 상환능력이 크게 영향을 받을 수 있는 투기등급으로 분류됨.

- 본 신용평가의 평가개시일은 2017년 4월 7일이며, 평가완료일은 2017년 4월 19일입니다.
- 최근 2년간 평가요청인과 체결한 다른 신용평가 건수 및 수수료총액은 각각 0건, 0백만원입니다. 당사는 평가완료일 현재 평가요청인의 다른 신용평가용역을 수행하고 있지 않습니다. 또한 평가요청인은 「독점규제 공정거래에 관한 법률」에 따른 기업집단에 해당되지 않습니다.
- 최근 2년간 평가요청인과 체결한 비평가용역계약 체결 건수 및 수수료 총액은 0건, 0백만원이며, 당사는 평가완료일 현재 평가요청인의 다른 비평가용역을 수행하고 있지 않습니다. 또한 동 기업집단의 직전연도 비평가용역 수수료 비중은 당사의 직전연도 전체 비평가용역 수수료 총액의 0.0%에 해당합니다.

[유의사항]

- 1) 신용등급은 특정 금융투자상품, 금융계약, 발행자 등의 상대적인 신용위험에 대한 현재시점에서의 서울신용평가(주)의 의견입니다. 신용등급은 신용위험을 제외한 다른 위험(시장가치 변동위험, 유동성위험, 운영위험 등의 여타 위험)에 대해서는 설명하지 않습니다. 특히, 구조화금융상품의 신용등급은 법령, 조세제도의 변경 등에 따라 발생하는 위험을 반영하지 않습니다. 또한 신용등급은 현재 또는 과거 사실에 관한 서술이 아니며, 당사의 평가기준에 따라 신용위험에 대하여 예측한 의견으로서, 이러한 예측정보는 실제 결과치와 다르게 나타날 수 있습니다. 신용등급은 환경변화 및 당사가 정한 기준에 따라 변경 또는 취소될 수 있습니다.
- 2) 신용등급은 금융투자상품에 대한 투자자문을 의미하지 않으며, 특정 증권외의 투자사결정(매매, 보유 등)을 권유하는 것이 아닙니다. 신용등급이나 평가의견 등은 정보이용자의 투자결정을 대신할 수 없으며, 정보이용자의 투자결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 정보이용자들은 유가증권, 발행자, 보증기관 등 투자대상의 위험에 대해 자체적인 분석과 평가를 통해 투자에 대한 의사결정을 하여야 합니다.
- 3) 본 평가서 및 의견서 등 보고서는 평가대상자 또는 의뢰인이 제출한 자료 및 각종 공시자료 등의 자료원으로부터 수집한 자료에 근거하고 있으며, 당사는 평가대상자 또는 의뢰인으로부터 제출자료에 거짓이 없고, 중요사항이 누락되지 않았으며 중대한 오해를 유발하는 내용이 들어있지 않다는 확인서를 받고 있습니다. 당사는 평가대상자 또는 의뢰인이 정확하고 완전한 정보를 적시에 제공한다는 전제하에 신용평가업무를 수행하고 있으며, 신용평가 과정에서 이용하는 정보에 대해 별도의 실사나 감사를 실시하고 있지 않습니다. 또한 신용평가의 특성 및 자료원의 제한성, 분석자, 분석도구 또는 기타 요인에 의한 오류의 발생가능성이 있기 때문에 신용등급 결정시에 활용되었거나 평가보고서에 주요 판단근거로서 제시된 어떠한 정보에 대해서도 그 정확성, 적합성 또는 충분성을 보증하지 않으며, 제공된 정보의 오류, 사기 및 허위, 미제공 등에 따른 결과에 대하여 당사는 어떠한 책임도 부담하지 않습니다.
- 4) 당해 신용등급 및 평가의견을 포함한 보고서에 반영되었거나 포함되어 있는 정보 및 기재내용의 정확성, 완전성 및 적합성을 당사가 보증하거나 확약하지 않습니다. 평가의견을 포함한 신용평가서의 모든 정보들은 신용등급 부여에 필요한 주요한 판단 근거로서 제시된 것이며, 평가대상에 대한 모든 정보가 기재된 것은 아닙니다. 또한, 당사는 고의 또는 중대한 과실에 기인한 사항을 제외하고 신용등급 및 평가의견을 포함한 신용평가서상의 정보의 이용으로 발생하는 어떠한 손해 및 결과에 대해서도 책임지지 않습니다.
- 5) 본 보고서에 수록된 모든 정보의 저작권은 서울신용평가(주)의 소유입니다. 따라서 당사의 사전서면동의 없이는 무단 전재되거나 복사, 인용, 재판매 또는 유포될 수 없습니다.

연결재무상태표(단위: 십억원)	2011.12	2012.12	2013.12	2014.12	2015.12	2016.12
회계기준	K-IFRS	K-IFRS	K-IFRS	K-IFRS	K-IFRS	K-IFRS
유동자산	1,216.0	859.4	591.3	598.9	491.8	558.6
당좌자산	1,161.0	740.6	552.1	594.7	490.3	551.3
현금 및 단기금융상품	156.9	119.5	89.2	164.1	181.0	218.1
단기투자증권	87.2	34.5	0.1	0.0	0.0	0.0
매출채권	646.7	434.6	364.6	343.6	197.1	236.8
미수금	69.1	57.1	50.8	38.4	37.5	44.4
단기대여금	40.0	38.1	6.4	6.2	1.0	8.5
선급금	61.3	45.5	29.8	23.5	17.1	27.5
기타당좌자산	168.9	68.4	62.1	57.3	94.0	60.4
재고자산	55.0	118.8	39.2	4.2	1.5	7.3
완성주택	0.2	33.8	0.2	-	-	-
미완성주택	5.2	-	-	-	-	-
용지	46.8	83.0	37.3	-	-	-
비유동자산	513.7	450.3	309.5	401.8	303.5	266.6
투자자산	112.8	127.8	77.4	210.9	164.1	165.1
장기금융상품	0.0	0.0	1.5	9.8	17.1	15.8
장기투자증권	107.3	89.1	63.7	57.7	54.8	57.8
종속/관계기업투자주식	1.3	34.6	8.9	0.2	0.2	0.2
투자부동산	4.1	4.1	3.3	26.7	0.2	0.2
유형자산	35.8	44.4	37.3	13.9	12.3	9.3
토지	15.8	15.7	15.6	0.9	0.9	0.8
건물	1.8	1.7	1.5	1.5	1.4	1.4
무형자산	9.6	7.6	6.3	4.9	3.4	2.1
기타비유동자산	355.5	270.4	188.5	172.2	123.7	90.0
자산총계	1,729.7	1,309.6	900.8	1,000.7	795.2	825.1
유동부채	1,113.6	1,281.2	1,193.8	502.1	401.9	402.9
매입채무	304.3	293.6	280.0	85.8	62.2	101.5
단기성차입금	475.2	500.7	589.6	76.1	49.3	21.1
단기차입금	107.2	293.2	574.7	6.0	-	-
유동성장기부채	368.0	197.5	15.0	70.1	49.3	21.1
선수금	150.9	270.5	169.0	203.8	130.2	110.9
기타유동부채	183.1	216.3	155.1	136.4	160.2	188.3
비유동부채	315.5	155.5	249.9	426.5	184.4	181.0
장기성차입금	200.1	49.7	36.9	317.9	69.6	68.7
사채	129.0	30.0	19.6	-	-	-
장기차입금	71.0	19.7	17.3	-	-	-
회생채무	-	-	-	317.9	69.6	68.7
기타비유동부채	15.1	14.2	111.4	3.2	0.0	0.0
부채총계	1,429.1	1,436.7	1,443.8	928.6	586.4	583.8
자본총계	300.6	-127.1	-543.0	72.1	208.9	241.3
부채와자본총계	1,729.7	1,309.6	900.8	1,000.7	795.2	825.1
총차입금	675.3	550.4	626.5	394.0	118.9	70.7
단기성차입금	475.2	500.7	589.6	76.1	49.3	21.1
장기성차입금	200.1	49.7	36.9	317.9	69.6	68.7
현금성자산	156.9	119.5	90.7	173.9	198.2	233.8
순차입금	518.4	430.9	535.9	220.1	-79.3	-163.1
주요 재무비율(B/S)						
부채비율(%)	475.4	자본잠식	자본잠식	1,288.5	280.7	242.0
차입금의존도(%)	39.0	42.0	69.6	39.4	14.9	8.6
순차입금의존도(%)	30.0	32.9	59.5	22.0	-10.0	-19.8
단기성차입금/총차입금(%)	70.4	91.0	94.1	19.3	41.5	29.2
차입금커버리지(배)	N/A	N/A	N/A	59.3	N/A	-4.8
유동성커버리지(%)	27.5	-4.9	-12.2	233.4	160.1	12,958.5
매출채권 회전기간(월)	4.4	3.8	2.9	3.1	3.4	3.0
재고자산 회전기간(월)	0.7	0.6	0.6	0.2	0.0	0.1
매입채무 회전기간(월)	1.9	2.1	2.1	1.6	0.9	1.1
총자산회전율(회)	1.0	1.1	1.5	1.4	1.1	1.1
운전자금/매출액(%)	50.5	42.7	31.4	32.6	28.2	39.8
순운전자금/매출액(%)	21.8	15.1	7.5	19.4	14.3	16.5
총자산증가율(%)	-11.9	-24.3	-31.2	11.1	-20.5	3.8
자기자본증가율(%)	-29.2	자본잠식	자본잠식	-113.3	189.8	15.5

주 1: 현금성자산=현금 및 단기금융상품(현금및현금등가물+단기금융상품)+장기금융상품

주 2: 차입금커버리지(배)=순차입금/EBITDA

주 3: 유동성커버리지(%)=(현금성자산+EBITDA)/단기성차입금*100

주 4: 매출채권 회전기간(월)=(기초매출채권+기말매출채권)/2/매출액*12

주 5: 재고자산 회전기간(월)=(기초재고자산+기말재고자산)/2/매출액*12

주 6: 매입채무 회전기간(월)=(기초매입채무+기말매입채무)/2/매출액*12

주 7: 총자산회전율(회)=매출액/(기초총자산+기말총자산)/2

주 8: 회생채무는 차입금에 포함

연결손익계산서(단위: 십억원)	2011.12	2012.12	2013.12	2014.12	2015.12	2016.12
회계기준	K-IFRS	K-IFRS	K-IFRS	K-IFRS	K-IFRS	K-IFRS
매출액	1,823.5	1,721.3	1,655.0	1,353.4	956.6	862.5
매출원가	1,654.0	1,705.8	1,599.0	1,334.4	1,026.2	769.2
매출총이익	169.5	15.5	56.0	19.0	-69.6	93.3
판매비와 관리비	205.7	175.1	229.6	22.9	55.4	64.8
인건비	50.9	49.6	37.1	21.4	31.5	34.3
대손상각비	110.6	77.1	153.1	-17.9	-1.5	0.7
감가상각비	0.0	2.3	1.7	1.3	1.1	1.0
경상(연구)개발비	1.9	1.5	1.8	1.5	1.5	0.4
기타판매비	42.4	44.6	35.9	16.5	22.7	28.3
영업이익	-36.2	-159.6	-173.6	-3.8	-125.0	28.4
영업외이익	22.5	20.9	86.7	696.4	210.6	22.8
이자수익(매출채권처분이익포함)	15.1	9.0	4.5	1.5	2.2	2.1
투자증권관련이익	-	-	0.7	-	3.4	-
유무형자산 관련이익	0.1	0.2	0.3	0.1	0.1	0.5
외화관련이익	2.2	4.2	5.0	3.7	8.5	6.7
기타영업외이익	5.1	7.6	76.2	691.2	196.5	13.5
영업외비용	157.0	264.0	428.0	196.2	117.4	18.8
금융비용	48.7	66.6	39.0	34.6	4.2	1.4
투자증권 관련손실	2.1	27.5	57.4	1.4	2.2	-
유무형자산 관련 손실	0.3	9.0	0.3	0.5	0.1	0.6
외환관련 손실	3.4	2.2	2.2	2.6	7.5	5.9
기타영업외손실	102.5	158.6	329.2	157.0	103.4	10.9
영업외손익	-134.5	-243.1	-341.3	500.2	93.2	4.0
법인세비용차감전계속사업이익	-170.7	-402.7	-515.0	496.4	-31.8	32.4
계속사업손익법인세비용(부의법인세비용)	-25.5	10.7	93.3	6.0	6.5	2.4
계속사업이익(손실)	-145.2	-413.4	-608.3	490.4	-38.3	30.0
중단사업이익	-	-	-	-	-	-
당기순이익	-145.2	-413.4	-608.3	490.4	-38.3	30.0
EBITDA	-26.1	-144.2	-162.7	3.7	-119.2	33.9
주요 재무비율						
매출원가율(%)	90.7	99.1	96.6	98.6	107.3	89.2
판매비부담률(%)	11.3	10.2	13.9	1.7	5.8	7.5
영업이익/매출액(%)	-2.0	-9.3	-10.5	-0.3	-13.1	3.3
EBITDA/매출액(%)	-1.4	-8.4	-9.8	0.3	-12.5	3.9
당기순이익/매출액(%)	-8.0	-24.0	-36.8	36.2	-4.0	3.5
총자산순이익률(ROA)(%)	-7.9	-27.2	-55.0	51.6	-4.3	3.7
자기자본순이익률(ROE)(%)	-40.0	자본잠식	자본잠식	-208.3	-27.3	13.3
EBITDA/금융비용(배)	-0.5	-2.2	-4.2	0.1	-28.3	24.7
이자보상배율(배)	-0.7	-2.4	-4.4	-0.1	-29.6	20.7
금융비용부담률(%)	2.7	3.9	2.4	2.6	0.4	0.2
매출액증가율(%)	-20.4	-5.6	-3.9	-18.2	-29.3	-9.8
영업이익증가율(%)	-126.0	340.2	8.8	-97.8	3,159.5	-122.7
EBITDA 증가율(%)	-117.0	452.0	12.9	-102.3	-3,313.4	-128.5
당기순이익증가율(%)	-581.1	184.7	47.2	-180.6	-107.8	-178.4

주 1: EBITDA=영업이익+유·무형자산감가상각비

주 2: 총자산순이익률(ROA)(%)=당기순이익/(기초총자산+기말총자산)/2*100

주 3: 자기자본순이익률(ROE)(%)=당기순이익/(기초자기자본+기말자기자본)/2*100

주 4: 이자보상배율(배)=영업이익/금융비용

주 5: 금융비용부담률(%)=금융비용/매출액*100

연결현금흐름표(단위: 십억원)	2011.12	2012.12	2013.12	2014.12	2015.12	2016.12
회계기준	K-IFRS	K-IFRS	K-IFRS	K-IFRS	K-IFRS	K-IFRS
EBITDA	-26.1	-144.2	-162.7	3.7	-119.2	339
영업이익	-36.2	-159.6	-173.6	-3.8	-125.0	284
유무형자산상각비	10.1	15.4	10.9	7.5	5.7	5.5
금융비용(-)	48.7	66.6	39.0	34.6	4.2	14
기타비현금흐름조정	39.7	-29.8	107.3	-68.3	38.7	39.7
총영업활동현금흐름(TCF)	62.2	-107.3	-16.4	-30.0	-76.3	75.0
운전자금증감(영업관련 자산부채변동)	16.0	446.4	-239.7	93.9	58.0	-63.1
순운전자금 증감	85.2	220.0	-40.0	13.7	141.6	-9.9
매출채권 증감	-2.6	158.4	-111.7	50.1	157.1	-40.8
재고자산 증감	56.5	71.7	79.6	-2.5	1.8	-5.8
매입채무증감	31.2	-10.1	-7.9	-34.0	-17.3	36.6
기타운전자금 증감	-69.2	226.3	-199.7	80.2	-83.5	-53.2
영업활동현금흐름(NCF)	78.2	339.0	-256.1	63.8	-18.3	11.9
경상투자	-6.9	-57.1	-6.5	33.0	-2.8	-1.1
자본적지출(Capex)(NET)	-5.7	-23.4	-6.5	0.9	-2.8	-1.1
유형자산증감	-5.5	-23.3	-6.2	0.9	-2.8	-1.1
무형자산증감	-0.2	-0.1	-0.3	-	-	-
종속/관계기업투자주식증감	-1.1	-33.7	-	32.1	-	-
잉여현금흐름(FCF)	71.4	281.9	-262.6	96.9	-21.0	10.9
배당금지급(-)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
처분가능현금흐름(DCF)	71.4	281.9	-262.6	96.9	-21.0	10.9
비영업자산순투자	-154.8	-74.1	5.4	-22.2	47.1	26.0
투자유기증권증감	-8.5	-7.9	6.1	5.7	2.9	-2.4
기타투자자산증감	-146.2	-66.2	-0.6	-27.9	44.2	28.5
자금조달전 현금흐름	-83.4	207.8	-257.1	74.7	26.1	36.9
자금조달활동현금흐름	19.8	-253.3	273.3	-3.9	-8.5	-3.7
차입금 증감	19.8	-253.3	273.3	-3.9	-155.5	-3.7
유상증자/감자	-	-	-	-	170.0	-
자기주식증감	-	-	-	-	-23.0	-
기타증감	-	-	-	-	-	-
연결실체 및 환율변동 효과 등	0.3	-0.1	0.5	-0.1	0.5	0.9
현금및현금성자산의 증감	-63.6	-45.5	16.2	70.8	17.5	33.2
기초 현금및현금성자산	179.0	115.6	70.1	86.8	157.4	175.4
기말 현금및현금성자산	115.6	70.1	86.8	157.4	175.4	209.4
주요 재무비율(C/F)						
총영업활동현금흐름(TCF)/총차입금(%)	9.2	-19.5	-2.6	-7.6	-64.2	106.0
순영업활동현금흐름(NCF)/총차입금(%)	11.6	61.6	-40.9	16.2	-15.4	16.9
잉여현금흐름(FCF)/총차입금(%)	10.6	51.2	-41.9	24.6	-17.7	15.4
자금조달전현금흐름/총차입금(%)	-4.8	15.9	-28.5	7.5	3.3	4.5
총영업활동현금흐름(TCF)/매출액(%)	3.4	-6.2	-1.0	-2.2	-8.0	8.7
순영업활동현금흐름(NCF)/매출액(%)	4.3	19.7	-15.5	4.7	-1.9	1.4
잉여현금흐름(FCF)/매출액(%)	3.9	16.4	-15.9	7.2	-2.2	1.3
순영업활동현금흐름(NCF)/경상투자(배)	11.4	5.9	-39.3	N/A	-6.6	11.3

주 1: 총영업활동현금흐름(TCF)=당기순이익+현금유출입이없는 비현금수익및비용가감

주 2: 순영업활동현금흐름(NCF)=총영업활동현금흐름+영업관련 자산부채변동

주 3: 경상투자=자본적지출(유·무형자산증감+종속/관계기업투자주식증감)

주 4: 잉여현금흐름(FCF)=순영업활동현금흐름+경상투자

주 5: 처분가능현금흐름(DCF)=잉여현금흐름-배당금지급

주 6: 자금조달전현금흐름=처분가능현금흐름+비영업자산순투자