

두산건설(주) Doosan Engineering & Construction Co., Ltd.

정기평가
평가일: 2017.12.27

평가개요	신용등급	평가대상	유효기간
	B+	기업어음	2018.06.30

Analyst	문정일 수석연구원	02)6966-2454	jimoon@scri.co.kr
	김 현 실장	02)6966-2451	tolius@scri.co.kr

Latest Rating	평가일	구분	등급
	2017.06.29	본평가	B+

재무요약

(단위: 십억원)

(별도기준)	2014.12	2015.12	2016.12	2016.9	2017.9
매출액	2,135.3	1,185.3	1,274.6	907.5	1,085.9
영업이익	134.2	-127.9	12.8	28.6	35.2
조정순전자금	2,754.0	2,204.2	1,573.1	1,828.4	1,635.5
총자산	5,011.1	4,168.6	3,066.9	3,278.2	2,934.3
순차입금	1,511.1	1,278.8	814.4	943.8	807.3
조정순차입금	2,405.4	2,180.2	2,013.4	2,064.6	1,915.9
영업이익률(%)	6.3	-10.8	1.0	3.2	3.2
조정순전자금/매출액(%)	129.0	186.0	123.4	151.1	113.0
조정부채비율(%)	235.6	311.4	400.9	307.4	443.2
조정차입금커버리지(배)	14.8	N/A	72.5	37.1	35.9
유동성커버리지(%)	20.0	-4.5	13.9	14.1	17.6
회계기준	K-IFRS	K-IFRS	K-IFRS	K-IFRS	K-IFRS

주1: 조정순전자금=매출채권+장단기대여금+미수금+선금금+재고자산

주2: 조정순차입금=총차입금+우발채무+전환상환우선주+(선수금(초과청구공사포함)×70%)-현금성자산

주3: 조정부채비율=(부채총계+우발채무+전환상환우선주)/(자본총계-전환상환우선주)

주4: 유동성커버리지=(현금 및 금융상품+EBITDA)/단기성차입금

평가의견

서울신용평가(주)는 두산건설(주)의 기업어음 신용등급을 B+ 로 유지하며, 주요 평가요인은 다음과 같다.

- CPE, HRSG사업 매각에 따른 사업포트폴리오와 수익기반 약화
- 미분양 완공사업장 및 장기 미착공 현장에 대한 채권 고정화
- 수익창출력 대비 과중한 차입금 규모와 금융비용 부담
- 그룹의 강한 지원 의지
- 보유 유동성 재원 대비 과다한 단기성차입금 규모

■ 신용등급 논리

두산건설(이하 '동사')는 2017년 기준 시공능력순위 21위의 종합건설회사로 다수의 SOC사업 수행경험과 주택브랜드 인지도를 기반으로 양호한 수주경쟁력을 유지해 왔다. 하지만 2010년 이후 주택사업부문의 부진한 분양성공에 따른 수익창출력 약화와 운전자금 부담으로 차입금이 확대되었으며, 이에 대한 부담이 지속되고 있다.

최근 자구계획에 따른 사업구조 재편으로 사업안정성은 과거 대비 약화되었다. 동사는 2013년 그룹의 직간접적인 지원을 통해 메카텍(CPE: 플랜트 기자재) 합병, HRS(배열회수보일러) 사업 인수 등으로 다각화된 사업포트폴리오를 구축하며 주택부문의 실적부진에 대응해 왔다. 다만, 2016년 재무구조 개선을 위해 동 사업분문을 매각함에 따라 재차 건설업 위주로 사업구조가 재편되었다.

수익성 약화추이가 지속될 전망으로 당분간 재무안정성 개선은 쉽지 않을 것으로 예상된다. 최근 주택사업의 양호한 분양성공에 따라 수익창출력이 일정수준 회복되었으나 착공지연 및 미분양 완공사업장에 대한 부담이 잔존하고 있어 당분간 저수익구조가 지속될 것으로 판단된다. 또한 자구 계획 실행으로 차입금 규모가 축소되었으나 여전히 현금창출력 대비 부담스러운 수준인 점을 감안하면 단기간 내 유의미한 수준의 재무안정성 제고는 어려울 전망이다.

유동성위험에 대한 부담이 지속되고 있다. 보유 유동성 재원 대비 과도한 단기차입금 규모와 점차 단기화되고 있는 차입금 만기구조로 인해 유동성 위험이 해소되지 못하고 있다. 다만, 그 동안 지속되어 왔던 그룹의 직간접적인 지원이력을 종합해 볼 때 유사시 지원가능성이 인정되며, 이는 동사 신용도에 긍정적인 요소로 작용하고 있다.

■ 모니터링 요소

당사는 동사의 사업 및 재무안정성 등을 면밀히 모니터링 하여 향후 신용도에 반영할 계획이다.

아래와 같은 요건을 충족할 경우에는 신용등급 상향을 검토할 수 있다.

- 미분양 완공사업장에 대한 부담이 해소된 가운데
- 금융비용을 상회하는 영업이익창출이 안정적으로 지속되고
- 조정차입금커버리지가 10배 이하로 하락하는 경우

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

- 진행 및 예정사업현장의 사업성 훼손으로 수익변동성이 확대되는 가운데
- 보유 유동성재원 규모가 단기소요자금의 30% 이하 수준으로 하락하거나
- 계열사 재무위험 확대로 그룹의 대외신인도가 약화되는 경우

■ 주요 평가요소별 검토

2017년 시공능력순위 21위의 종합건설업체

동사는 1960년에 설립된 두산그룹 계열의 종합건설회사로 2017년 시공능력순위 21위를 기록하고 있음. 2017.9월말 기준 최대주주는 두산중공업(77.8%)이며, 특수관계자 포함 85.0%의 지분을 확보하고 있음.

- 두산그룹은 2017년 기준 공정거래위원회가 지정한 상호출자제한 기업집단 중 13위를 기록하고 있으며, 주요 계열사로는 동사를 비롯해 두산, 두산중공업, 두산인프라코어, 두산엔진 등이 있음.

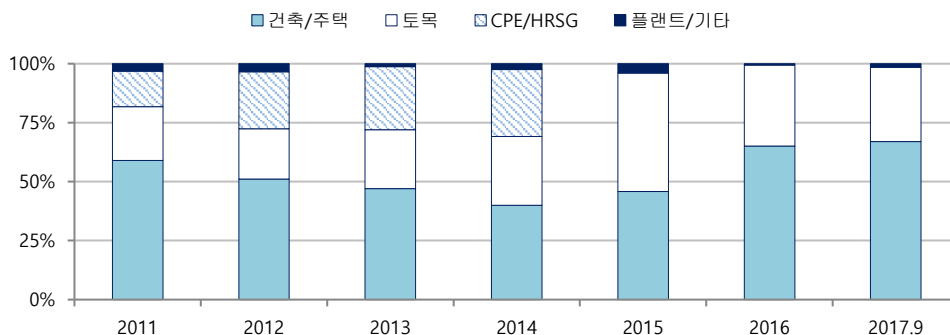
비건설부문 매각에 따른 사업포트폴리오 변화

2010년 이후 동사는 주택부문의 부진한 분양성과로 사업변동성이 확대되었으나 그룹의 적극적인 지원 하에 사업포트폴리오를 강화하며 이에 대응해 왔음. 하지만 최근 자구계획의 일환으로 진행된 사업구조 재편으로 사업포트폴리오가 건설업 위주로 재차 재편되었음.

- 2008년 이후 일산제니스, 해운대제니스 등 대규모 주택사업을 진행하는 과정에서 부진한 분양성과를 보였으며, 이는 동사의 사업 및 재무적 변동성 확대에 이어졌음.
- 2011년 메카텍 합병(CPE/OSS: 화학플랜트 기기), 2013년 두산중공업의 HRSG(배열회수보일러) 부문 양수, 2014년 렉스콘(레미콘) 합병을 통해 비건설부문으로 영업기반을 확대하며 주택부문의 부진을 보완해 왔음.
- 하지만 미분양 주택에 대한 부담 지속으로 레미콘 사업을 비롯해 CPE 및 HRSG사업부문을 매각함에 따라 동사의 사업구조가 건설업 위주로 재차 재편되었음(2017.9월 별도기준 동사 매출구성 건축/주택 72.7%, 토목 34.2%, 기타 1.6%).
- 다수의 SOC사업 수행경험과 아파트브랜드 ‘두산위브’에 기반한 사업역량은 양호한 수준임. 다만, 매출의 30% 내외를 차지하며 사업안정성에 기여했던 비건설사업부문을 매각함에 따라 외형 축소가 불가피하며, 국내 경기 변화에 민감한 건축부문 비중 확대에 사업안정성은 과거대비 약화된 것으로 판단됨.

매출구성 및 추이

(단위: %)



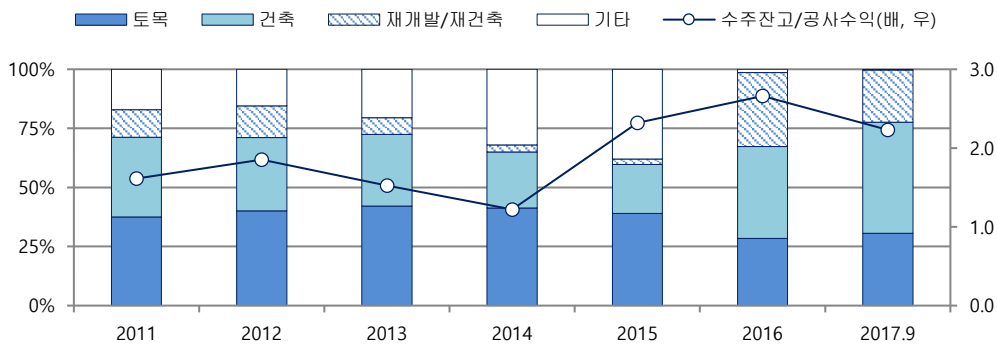
자료: 사업보고서 및 동사제시

재개발/재건축 중심으로 수주잔고 회복세, 진행 주택현장 양호한 분양성과

최근 재개발현장의 착공전환과 주택사업 중심의 신규수주 확대로 매출 및 수주잔고가 회복추세를 보이고 있음. 수주잔고의 상당부분을 차지하는 주택사업이 양호한 분양성과를 바탕으로 당분간 동사의 사업변동성을 완화할 전망이다.

- 동사는 상대적으로 분양위험이 낮은 재개발/재건축 위주로 수주를 진행하였으나 일부 현장의 경우 사업이 지연되어 왔음. 하지만 2014년 이후 부동산경기 회복에 힘입어 미착공 현장의 착공전환과 주택사업을 중심으로 한 신규수주 확대로 수주잔고가 점차 회복되고 있음.
- 2017.9월 착공기준 수주잔고는 3.2조원(미착공 포함 6.9조원)으로 건축 47.0%, 재개발/재건축 22.0%, 토목 30.7% 등으로 구성되어 있음. 공사수익의 2.2배 수준의 풍부한 공사물량을 확보하고 있으며, 현재 진행 주택사업장은 우수한 분양성과(2017.9월 분양률 기준 96.6%)를 보이고 있어 당분간 동사의 사업안정성을 지지하는 요소로 작용할 것으로 판단됨.
- 다만, 주택관련 분양사업이 50%를 상회하는 가운데, 재개발 위주의 미착공(3.1조원) 현장의 경우 착공시기가 유동적인 점을 감안하면 향후 주택경기 변화에 따라 실적 가변성이 확대될 가능성이 있음.

수주잔고 비중 추이



자료: 동사제시(착공기준)
 주: 2017.9월 기준 수주잔고/공사수익의 공사수익은 연환산 수치 적용

운전자금 회수에 대한 불확실성 내재

미착공 및 미분양 주택사업장에 대한 공사미수금 회수 지연에 따라 운전자금 부담은 높은 수준을 보이고 있음. 최근 주택사업장의 원활한 사업진행과 이에 따른 분양률 개선, 장기 미회수채권에 대한 대손충당금 반영으로 운전자금 규모가 점차 완화되고 있으나 부담은 여전히 높은 수준임.

- 동사의 조정운전자금/매출액 비율은 2015년 186.0%에서 2017.9월 113.0%로 개선된 상황임. 장기 미회수채권에 대한 대손충당금 반영이 상당부분 이루어진 가운데, 2011년 이후 부진사업장에 대한 적극적인 분양촉진으로 미분양물량을 축소하였기 때문임.
- 다만, 주요 현안 사업장인 일산제니스 현장에 대한 대여금 2,526억원을 포함해 회수가 지연되고 있는 채권 규모는 여전히 부담스러운 수준임(2017.9월 준공사업장의 채권잔액 4,884억원).

- 이 외에 천안 청당, 화성반월, 용인삼가, 청원바이오 등 착공 지연 사업장에 대한 대여금은 동사의 운전자금 부담에 부정적인 요소로 작용하고 있음(2017.9월 예정사업 관련 대여금 2,440 억원)

주요 완공사업장 현황

(단위: 십억원)

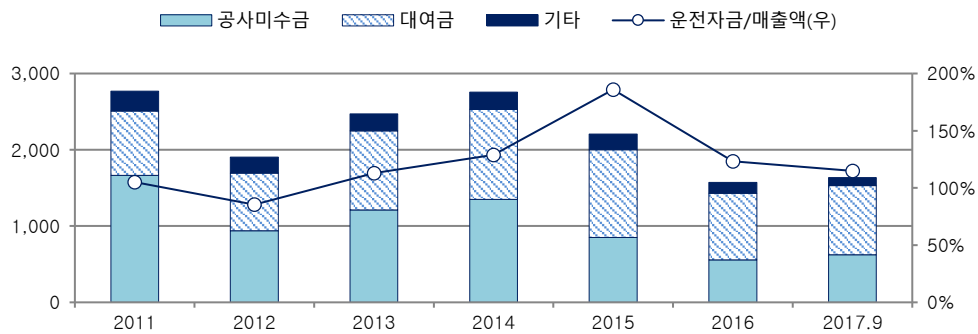
소재지	사업장명	분양세대	준공월	분양률	채권잔액
대구	대구제니스	1,494	2010.01	100.0%	5.2
경기	일산제니스	2,700	2013.04	100.0%	279.0
인천	인천학인APT	432	2011.09	24.7%	39.9
부산	해운대제니스	1,788	2011.12	98.7%	58.4
충북	오송센티움	1,515	2014.07	74.4%	15.1

자료: 동사제시(2017. 9월 기준)

주: 채권은 공사미수금, 미청구공사, 대여금 합계이며 대손충당금 반영 후 금액

운전자금 추이

(단위: 십억원)



자료: 감사보고서

주: 공사미수금은 미청구공사, 대여금은 장기대여금 포함 금액임, 기타는 선급금, 미수금, 재고자산 합계 금액

당분간 저조한 수익성 유지할 전망

주택부문의 양호한 사업성과에 따라 영업수익성 개선이 예상되나 장기 미회수 채권에 대한 추가 대손상각 부담과 사업재편에 따른 수익기반 축소를 감안하면 저조한 수익구조가 유지될 전망이다.

- 2011~2012년 대규모 대손상각비 발생으로 영업적자를 기록한 동사는 2013년 이후 손실반영 효과와 연간 150억원 내외의 영업이익이 시현되는 HRSG사업부문 양수에 힘입어 영업수익성이 회복되기도 하였음. 하지만 2015년 현장별 원가율 상승과 추가적인 대손상각비 인식, 구조조정비용 등으로 2015년 1,279억원의 영업적자가 발생하였음.
- 최근에는 주택부문의 양호한 사업성과로 개선된 영업수익성을 나타내고 있음(2017.9월 영업이익률 3.2%). 다만, 주택부문의 채산성이 높지 않은 가운데, 장기 미회수채권에 대한 추가 대손상각 가능성을 감안하면 당분간 영업수익성은 낮은 수준이 지속될 것으로 판단됨.
- 한편, 동사는 사업부분 매각 등 구조조정에 따른 중단사업손실과 차입금에 대한 금융비용 부담으로 당기순손실 기조가 지속되고 있음. 사업재편 일단락으로 일회성 비용은 축소될 전망이나 금융비용에 대한 부담 지속으로 큰 폭의 순이익창출은 쉽지 않을 전망이다.

자구계획을 통한 차입부담 완화

동사는 그룹의 직간접적인 지원과 자체 자구계획 실행을 통해 재무구조 개선을 도모하고 있으나 차입부담은 여전히 현금창출력에 비해 과중한 수준임. 재무구조 개선을 위한 경영기조를 감안하면 급격한 재무부담 확대 가능성은 크지 않으나 자체 영업을 통한 재무안정성 개선은 쉽지 않을 것으로 예상됨.

- 동사는 2013년 두산중공업으로부터의 현물출자(HRSG사업부, 5,716억원)와 유상증자(3,783억원), 자체적으로 전환상환우선주(3,897억원)를 발행하며 재무부담 확대에 대응해 왔음.
- 또한 2016년 CPE, HRSG 사업부문 매각(매각대금 각각 1,172억원, 3,000억원) 등 자구계획 실행으로 2012년 546.2%에 이르던 부채비율은 2017.9월말 기준 183.1%로 크게 감소하였으며, 차입금은 1.5조원 내외에서 8,073억원으로 크게 감소한 상황임.
- 여전히 차입금 규모는 수익창출력 대비 과중한 수준이며, 이에 따른 금융비용을 감안하면 영업현금흐름을 통한 재무안정화는 쉽지 않을 전망이다. 다만, 2017.5월 분당토지(763억원) 및 창원 1공장(800억원) 매각 등 차입부담 완화를 위한 재무정책 기조가 유지되고 있어 재무안정성은 현 수준에서 유지할 것으로 판단됨.
- 한편, 2011년 1.3조원에 이르던 PF우발채무는 2017.9월말 기준 5,244억원으로 축소되었음. 하지만 이 중 상당부분이 미착공현장(3,800억원)에 대한 보증금액으로 향후 사업성과에 따라 일부 현실화 가능성이 있으며, 만기가 3개월 단위로 연장되고 있어 차환에 대한 부담도 내재하는 상황임.
- 일산 및 해운대제니스 현장의 경우 수분양자가 매매보장을 신청할 경우 분양대금을 보장해주는 제도를 시행하고 있음. 최근 부동산 경기가 회복됨에 따라 현실화 위험은 과거대비 축소된 것으로 판단되나 동사의 사업 및 재무안정화에 부담요소로 작용할 전망이다.

재무안정성 지표

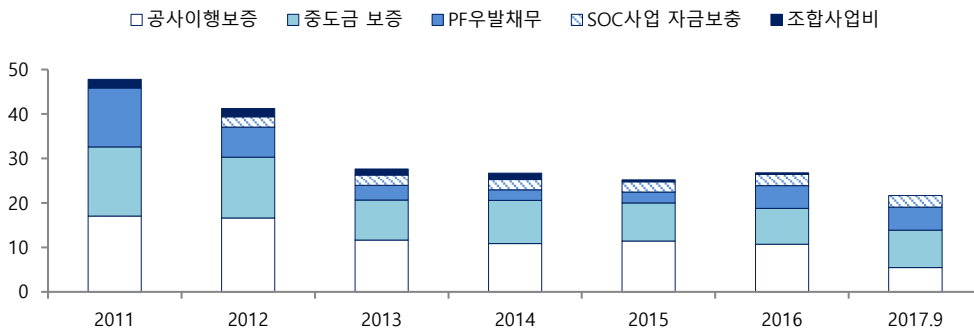
(단위: 십억원)

구분	2012	2013	2014	2015	2016	2017.9
조정순차입금	2,837.2	2,401.4	2,405.4	2,180.2	2,013.4	1,915.9
순차입금	1,729.1	1,354.9	1,511.1	1,278.8	814.4	807.3
부채비율(%)	546.2	136.2	149.4	180.4	172.6	183.1
차입금커버리지(배)	N/A	17.3	9.3	N/A	29.3	15.1
조정부채비율(%)	697.9	224.5	235.6	311.4	400.9	443.2
조정차입금커버리지(배)	N/A	30.7	14.8	N/A	72.5	35.9

자료: 감사보고서

주요 우발채무 현황 및 추이

(단위: 천억원)



자료: 감사보고서

유동성위험 관리 부담 높은 수준

보유 유동성 재원을 상회하는 단기성차입금 규모와 단기화된 차입금 만기구조, 1년 이내 만기도래하는 PF우발채무를 감안하면 유동성위험 관리에 대한 동사의 부담은 매우 높은 수준임.

- 2017.9월말 단기성차입금 규모는 총차입금의 84.4%인 7,472억원으로 매출채권 유동화채무 62.5%, 교환사채 및 신주인수권부사채 19.0%, 금융기관 차입금 17.1% 등으로 구성되어 있음. 이외에도 PF지급보증 중 1년 이내 만기도래 금액 5,015억원도 유동성 위험에 대한 부담요소로 작용하고 있음(2017.9월 유동성커버리지 17.6%).
- 금융기관 차입금의 경우 상당부분 담보를 통해 조달하고 있어 만기연장이 가능할 것으로 보임. 유동화채무는 자금회수 가능성이 높은 관급공사에 대한 공사미수금을 기초자산으로 하여 발행하고 있어 단기자금 상황에 대응이 가능할 것으로 전망됨.

유동성 지표 추이

(단위: 십억원)

구분	2012	2013	2014	2015	2016	2017.9
단기성차입금	1,541.7	1,076.8	1,296.7	1,093.3	757.2	747.2
현금 및 금융상품	203.6	110.7	96.9	51.3	77.2	78.3
EBITDA	-434.9	78.1	162.8	-100.1	27.8	40.0
단기성차입금 비중(%)	79.8	73.5	80.6	82.2	84.9	84.4
유동성커버리지(%)	-15.0	17.5	20.0	-4.5	13.9	17.6

자료: 감사보고서

그룹의 강한 지원 의지

최근 몇 년간 두산 그룹은 주요계열사들의 실적 약화에 따라 재무위험이 확대되고 있으며, 이는 그룹의 실질적인 지원 주체인 두산중공업의 지원여력 감소로 이어지고 있음. 그룹의 재무적 부담은 여전히 지속되는 상황이나 최근 업황 회복과 주요 계열사들의 구조조정으로 재무위험이 완화되고 있으며, 이와 더불어 동사에 대한 지속적인 지원 이력을 감안하면 유사시 지원가능성이 인정되며, 이는 동사의 신용도를 보완하는 요소이다.

Fundamental Review

단기신용도 B+	Fundamental bb+
-------------	--------------------

Mapping Grid

사업위험		aaa	aa	a	bbb	bb	b
매출액(조원)				√			
매출 및 이익 변동성						√	
사업 기반	시공능력순위			√			
	다각화				√		
	경쟁역량					√	
재무위험		aaa	aa	a	bbb	bb	b
수익성	영업이익/매출액(%)						√
재무 정책	운전자금관리						
	유동성 리스크 관리						√
	투명성 및 안정성						
레버 리지	조정부채비율(%)				√		
커버 리지	조정차입금커버리지(배)						√
모형신용도		aaa	aa	a	bbb	bb	b

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
사업 기반	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
재무 정책	운전자금관리							
	유동성 리스크 관리	20%	매우 보수적	상당히 보수적	보수적	비교적 보수적	공격적	매우 공격적
	투명성 및 안정성							
레버 리지	조정부채비율(%)	10%	≤150	≤200	≤300	≤450	≤800	>800
커버 리지	조정차입금커버리지(배)	10%	≤2	≤4	≤6	≤10	≤20	>20

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

본 건 신용평가등급 산정에 이용한 중요자료는 사업보고서, 감사보고서, 차입금 현황 등입니다.

[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 12월 7일이며, 평가 완료일은 2017년 12월 27일입니다.
- 최근 2년간 평가요청인과 체결한 다른 신용평가 건수 및 수수료 총액은 각각 1건, 20백만원입니다. 당사는 평가완료일 현재 평가요청인의 다른 신용평가 용역을 수행하고 있지 않습니다. 또한 평가요청인은 「독점규제 공정거래에 관한 법률」에 따른 기업집단에 해당되며, 동 기업집단의 직전연도 평가수수료 비중은 당사의 직전연도 평가수수료의 2.7%에 해당합니다.
- 최근 2년간 평가요청인과 체결한 비평가용역계약 체결 건수 및 수수료 총액은 1건, 120백만원이며, 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, 조세 제도의 변경 등에 따라 발생하는 위험을 반영하지 않습니다. 또한 신용등급 및 당사 간행물에 포함된 견해는 현재 또는 과거 사실에 관한 서술이 아니며, 당사 고유의 평가기준에 따라 신용위험에 대하여 예측한 의견으로서, 이러한 예측정보는 실제 결과지와 다르게 나타날 수 있습니다. 신용등급 및 당사 간행물에 포함된 견해는 환경변화 및 당사가 정한 기준에 따라 변경 또는 취소될 수 있습니다.
- 2) 신용등급, 평가의견 및 간행물은 금융투자상품에 대한 투자자문을 의미하지 않으며, 특정 증권권의 투자의사결정(매매, 보유 등)을 권유하는 것이 아닙니다. 신용등급이나 평가의견, 간행물 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. 특히 당사의 신용등급과 간행물은 개인투자자들이 이용하는 것을 전제로 하고 있지 않으며, 따라서 개인투자자들이 당사의 신용등급과 간행물을 이용하여 투자의사결정을 하는 것은 바람직하지 않습니다.
- 3) 신용평가서, 평가의견, 간행물 등 보고서는 평가대상자 또는 의뢰인이 제출한 자료와 각종 공시자료 등 당사가 객관적으로 정확하고 신뢰할 수 있다고 판단한 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 제공한다든 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 본 보고서에 주요 판단 근거로서 제시된 어떠한 정보에 대해서도 그 정확성, 적합성 또는 충실성을 보증하지 않으며, 제공된 정보의 오류, 사기 및 허위, 미제공 등에 따른 결과에 대하여 당사는 어떠한 책임도 부담하지 않습니다.
- 4) 신용등급 및 본 보고서에 반영되었거나 포함되어 있는 정보 및 기재내용의 정확성, 완전성 및 적합성을 당사가 보증하거나 약속하지 않습니다. 본 보고서에 포함된 모든 정보들은 신용등급 부여에 필요한 주요 판단 근거로서 제시된 것이며, 평가대상에 대한 모든 정보가 기재된 것은 아닙니다. 또한, 당사는 고의 또는 중대한 과실에 기인한 사항을 제외하고 신용등급 및 본 보고서에 포함된 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 배포될 수 없습니다.

별도재무상태표(단위: 십억원)	2012.12	2013.12	2014.12	2015.12	2016.12	2016.9	2017.9
회계기준	K-IFRS	K-IFRS	K-IFRS	K-IFRS	K-IFRS	K-IFRS	K-IFRS
유동자산	2,369.7	2,421.7	2,459.3	1,599.2	1,217.8	1,271.0	1,105.9
당좌자산	2,333.0	2,398.7	2,437.7	1,531.3	1,172.7	1,226.1	1,096.4
현금 및 단기금융상품	203.5	110.7	96.9	51.3	77.2	57.6	78.2
단기투자증권	0.2	2.3	7.0	0.0	1.3	0.0	1.3
매출채권	940.7	1,212.1	1,348.1	849.1	557.1	554.6	622.0
미수금	127.5	165.2	142.4	62.7	65.9	118.6	67.4
단기대여금	723.5	591.8	520.6	159.8	100.0	138.7	100.8
선급금	44.2	34.1	61.8	74.6	30.9	59.3	28.4
기타당좌자산	293.4	282.4	260.9	333.9	340.3	297.2	198.3
재고자산	36.7	23.0	21.6	67.8	45.1	44.9	9.5
미완성주택	32.2	19.8	15.6	22.4	3.1	2.9	1.8
용지	0.0	0.0	0.0	41.1	41.1	41.1	0
비유동자산	1,540.1	2,324.1	2,551.8	2,569.5	1,849.1	2,007.2	1,828.4
투자자산	716.0	1,064.7	1,171.7	1,438.8	1,311.0	1,472.5	1,299.2
장기투자증권	229.6	135.6	135.7	131.3	139.8	173.2	136.8
종속/관계기업투자주식	389.0	417.2	305.9	315.7	178.2	166.3	354.8
투자부동산	64.6	67.7	68.7	0.2	218.9	220.6	0.2
유형자산	519.9	661.8	817.3	580.5	293.9	294.6	262.7
토지	393.2	523.1	657.6	440.1	241.0	241.0	224.5
건물	88.8	92.6	110.4	105.5	45.0	45.5	31.6
무형자산	23.6	33.3	328.8	315.5	5.8	6.1	6.9
기타비유동자산	280.7	264.4	234.0	234.6	238.4	234.1	259.6
조정운전자금	1,903.6	2,469.5	2,754.0	2,204.2	1,573.1	1,828.4	1,635.5
자산총계	3,909.8	4,745.8	5,011.1	4,168.6	3,066.9	3,936.5	3,120.9
유동부채	2,726.1	2,201.4	2,541.3	2,298.1	1,684.6	1,626.4	1,608.2
매입채무	688.1	639.4	815.7	685.5	446.3	357.7	395.9
단기성차입금	1,541.7	1,076.8	1,296.7	1,093.3	757.2	802.2	747.2
단기차입금	541.4	522.2	560.4	499.1	213.7	296.4	128.1
유동성커버리지부채	824.3	323.1	403.3	268.4	238.1	198.8	218.9
선수금	271.8	242.2	149.2	284.9	333.8	259.2	263.2
기타유동부채	496.3	485.2	428.9	519.3	481.1	466.4	465.1
비유동부채	578.7	535.0	460.6	383.8	257.1	314.7	289.4
장기성차입금	391.0	388.8	311.3	236.8	134.4	199.3	138.4
사채	199.1	235.7	242.5	134.8	134.4	132.3	138.4
장기차입금	61.1	153.2	26.1	82.3	0.0	67.0	0.0
기타비유동부채	187.7	146.1	149.3	147.0	122.7	115.4	151.0
부채총계	3,304.8	2,736.4	3,001.9	2,681.9	1,941.6	1,941.1	1,897.6
자본총계	605.0	2,009.4	2,009.2	1,486.7	1,125.2	1,337.1	1,036.7
부채와자본총계	3,909.8	4,745.8	5,011.1	4,168.6	3,066.9	3,278.2	2,934.3
총차입금	1,932.7	1,465.6	1,608.0	1,330.2	891.6	1,001.5	885.5
현금성자산	203.6	110.7	96.9	51.3	77.2	57.7	78.3
순차입금	1,729.1	1,354.9	1,511.1	1,278.8	814.4	943.8	807.3
우발채무	917.8	477.0	389.9	301.9	565.4	539.4	524.4
조정순차입금	2,837.2	2,401.4	2,405.4	2,180.2	2,013.4	2,064.7	1,915.9
주요 재무비율(B/S)							
부채비율(%)	546.2	136.2	149.4	180.4	172.6	145.2	183.0
차입금의존도(%)	49.4	30.9	32.1	31.9	29.1	30.6	30.2
순차입금의존도(%)	44.2	28.5	30.2	30.7	26.6	28.8	27.5
단기성차입금/총차입금(%)	79.8	73.5	80.6	82.2	84.9	80.1	84.4
차입금커버리지(배)	N/A	17.3	9.3	N/A	29.3	17.0	15.1
유동성커버리지(%)	-15.0	17.5	20.0	-4.5	13.9	14.1	17.6
조정부채비율(%)	697.9	224.5	235.6	311.4	400.9	307.4	443.2
조정차입금커버리지(배)	N/A	30.7	14.8	N/A	72.5	37.1	35.9
매출채권 회전기간(월)	7.0	5.9	7.2	11.1	6.6	4.4	4.9
재고자산 회전기간(월)	0.3	0.2	0.1	0.5	0.5	0.6	0.2
매입채무 회전기간(월)	3.8	3.6	4.1	7.6	5.3	1.8	3.1
총자산회전율(회)	0.5	0.5	0.4	0.3	0.4	0.5	0.5
조정운전자금/매출액(%)	85.4	112.9	129.0	186.0	123.4	151.1	113.0
총자산증가율(%)	-19.1	21.4	5.6	-16.8	-26.4	101.7	-10.5
자기자본증가율(%)	-50.4	232.1	0.0	-26.0	-24.3	77.4	-22.5

주 1: 현금성자산=현금및현금등가물+단기금융상품+장기금융상품
주 2: 조정순차입금=총차입금+우발채무+장단기선수금(조과청구공사 포함)*0.7+상환우선주-현금성자산
주 3: 조정부채비율(%)=(부채총계+상환우선주+우발채무)/(자본총계-상환우선주)
주 4: 차입금커버리지(배)=(순차입금/EBITDA, 조정차입금커버리지(배)=조정순차입금/EBITDA
주 5: 유동성커버리지(%)=(현금성자산+EBITDA)/단기성차입금
주 6: 매출채권 회전기간(월)=(기초매출채권+기말매출채권)/2/매출액*12
주 7: 재고자산 회전기간(월)=(기초재고자산+기말재고자산)/2/매출액*12
주 8: 매입채무 회전기간(월)=(기초매입채무+기말매입채무)/2/매출액*12
주 9: 총자산회전율(회)=매출액/(기초총자산+기말총자산)/2
주 10: 조정운전자금=매출채권(미청구공사)+장단기대여금+미수금+선급금+재고자산

별도손익계산서(단위: 십억원)	2012.12	2013.12	2014.12	2015.12	2016.12	2016.9	2017.9
회계기준	K-IFRS	K-IFRS	K-IFRS	K-IFRS	K-IFRS	K-IFRS	K-IFRS
매출액	2,229.1	2,188.2	2,135.3	1,185.3	1,274.6	907.5	1,085.9
매출원가	1,976.8	1,952.1	1,883.7	1,115.0	1,161.2	805.8	976.1
매출총이익	252.2	236.1	251.6	70.3	113.3	101.8	109.8
판매비와 관리비	705.7	180.5	117.4	198.2	100.5	73.1	74.6
인건비	72.5	93.2	61.2	42.1	35.9	25.8	24.2
대손상각비	555.7	-12.9	-22.2	80.9	-0.2	0.0	-0.4
감가상각비	4.6	7.1	8.6	0.6	0.3	0.2	2.1
경상(연구)개발비	132	12.1	9.7	15.7	5.6	3.7	6.3
기타판관비	59.7	80.9	60.1	58.8	58.9	43.4	42.4
영업이익	-453.5	55.6	134.2	-127.9	12.8	28.6	35.2
영업외이익	125.1	147.4	42.2	31.0	25.9	65.7	75.3
이자수익(매출채권처분이익포함)	66.8	16.5	5.7	5.6	6.4	5.3	4.9
투자증권관련이익	1.1	25.7	1.5	12.2	0.0	0.0	0.1
유무형자산 관련이익	1.9	41.5	0.1	0.7	0.0	0.0	0.0
외화관련이익	9.0	7.8	14.7	6.4	1.9	1.7	0.1
기타영업외이익	46.3	55.8	20.3	6.0	17.6	58.7	70.2
영업외비용	456.4	244.8	232.2	312.8	295.3	122.0	133.7
금융비용	212.2	175.1	147.1	152.3	103.1	82.1	67.4
투자증권 관련손실	8.1	20.3	3.2	0.0	29.8	1.8	0.1
유무형자산 관련 손실	1.3	1.0	0.5	0.6	2.9	2.7	4.8
외환관련 손실	10.4	8.6	15.5	7.1	2.1	2.0	0.2
기타영업외손실	224.4	39.8	65.9	152.8	157.4	33.3	61.3
영업외손익	-331.3	-97.5	-190.0	-281.8	-269.4	-56.3	-58.4
법인세비용차감전계속사업이익	-784.8	-41.9	-55.8	-409.7	-256.5	-27.6	-23.2
계속사업손익법인세비용	-170.0	-8.2	8.5	0.2	-4.2	9.9	27.7
계속사업이익(손실)	-614.8	-33.7	-64.3	-409.9	-252.4	-37.5	-50.9
중단사업이익	0.0	0.0	15.4	-88.1	-119.1	-108.9	-31.9
당기순이익	-614.8	-33.7	-48.9	-498.0	-371.5	-146.4	-82.8
EBITDA	-434.9	78.1	162.8	-100.1	27.8	41.7	40.0
주요 재무비율							
매출원가율(%)	88.7	89.2	88.2	94.1	91.1	88.8	89.9
판관비부담률(%)	31.7	8.2	5.5	16.7	7.9	8.1	6.9
영업이익/매출액(%)	-20.3	2.5	6.3	-10.8	1.0	3.2	3.2
EBITDA/매출액(%)	-19.5	3.6	7.6	-8.4	2.2	4.6	3.7
당기순이익/매출액(%)	-27.6	-1.5	-2.3	-42.0	-29.1	-16.1	-7.6
총자산순이익률(ROA)(%)	-14.1	-0.8	-1.0	-10.8	-10.3	-8.0	-3.6
자기자본순이익률(ROE)(%)	-67.3	-2.6	-2.4	-28.5	-28.4	-18.7	-9.3
EBITDA/금융비용(배)	-2.0	0.4	1.1	-0.7	0.3	0.5	0.6
이자보상배율(배)	-2.1	0.3	0.9	-0.8	0.1	0.3	0.5
금융비용부담률(%)	9.5	8.0	6.9	12.9	8.1	9.1	6.2
매출액증가율(%)	-15.4	-1.8	-2.4	-44.5	7.5	30.5	19.7
영업이익증가율(%)	적자	흑자전환	141.4	적자전환	흑자전환	629.9	22.9
EBITDA 증가율(%)	적자	흑자전환	108.4	적자전환	흑자전환	654.7	-4.1
당기순이익증가율(%)	적자	적자	적자	적자	적자	적자	적자

주 1: EBITDA=영업이익+유·무형자산상각비

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

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

주 4: 이자보상배율(배)=영업이익/금융비용

주 5: 금융비용부담률(%)=금융비용/매출액

별도현금흐름표(단위: 십억원)	2012.12	2013.12	2014.12	2015.12	2016.12	2016.9	2017.9
회계기준	K-IFRS	K-IFRS	K-IFRS	K-IFRS	K-IFRS	K-IFRS	K-IFRS
EBITDA	-4349	78.1	1628	-100.1	27.8	41.7	40.0
영업이익	-4535	55.6	1342	-127.9	12.8	28.6	35.2
유무형자산상각비	18.7	22.5	28.6	27.8	15.0	13.1	4.8
금융비용(-)	-2122	-175.1	-147.1	-152.3	-103.1	-82.1	-67.4
기타비현금항목조정	6275	19.7	5.6	94.2	60.6	50.4	28.8
총영업활동현금흐름(TCF)	-195	-77.4	21.3	-158.2	-14.8	10.0	1.4
운전자금증감	603	-405.5	-10.8	364.7	-87.5	-191.3	-52.8
순운전자금 증감	3088	-13.3	211.9	-149.0	41.3	-69.3	-33.9
매출채권 증감	3049	26.5	64.0	-16.2	89.0	74.2	20.5
재고자산 증감	291	15.8	2.6	-6.0	8.8	9.0	-5.5
매입채무증감	-25.1	-55.7	145.3	-126.8	-56.5	-152.4	-48.9
기타운전자금 증감	-248.5	-392.2	-222.7	513.7	-128.8	-122.1	-18.9
순영업활동현금흐름(NCF)	40.8	-482.9	10.5	206.5	-102.3	-181.3	-51.4
경상투자	-14.6	66.9	-28.0	-25.4	106.1	107.9	76.9
자본적지출(Capex)	-14.6	67.2	-27.7	-15.4	5.6	6.2	21.3
유형자산증감	-13.6	68.0	-22.5	-13.8	7.1	7.8	22.9
무형자산증감	-0.9	-0.8	-5.2	-1.6	-1.6	-1.6	-1.6
종속/관계기업투자주식증감	0.0	-0.3	-0.3	-10.0	100.5	101.7	55.6
잉여현금흐름(FCF)	26.3	-416.0	-17.5	181.0	3.8	-73.4	25.5
배당금지급(-)	0.0	0.0	0.0	-55.1	-26.0	-26.0	0.0
처분가능현금흐름(DCF)	26.3	-416.0	-17.5	125.9	-22.2	-99.4	25.5
비영업자산순투자	-149.8	314.7	-121.1	90.8	452.4	393.0	-4.8
투자유가증권증감	-23.1	72.4	-5.4	6.0	-44.4	-42.3	3.1
기타투자자산증감	-126.7	242.3	-115.7	84.8	496.8	435.3	-7.9
자금조달전 현금흐름	-123.5	-101.3	-138.6	216.7	430.2	293.6	20.8
자금조달활동현금흐름	-172.9	79.2	124.6	-263.2	-404.3	-288.7	-19.7
차입금 증감	-172.9	-677.1	120.7	-263.2	-392.1	-276.6	-19.7
유상증자/감자	0.0	768.1	0.0	0.0	0.2	0.2	0.0
자기주식증감	0.0	-11.8	3.9	0.0	-12.3	-12.3	0.0
기타증감	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
연결실체 및 환율변동 효과 등	-0.2	0.0	0.1	-0.2	0.0	0.0	0.0
현금및현금성자산의 증감	-296.4	-22.1	-13.9	-46.5	25.9	4.9	1.1
기초 현금및현금성자산	429.4	132.8	110.7	96.9	50.3	50.3	76.2
기말 현금및현금성자산	132.8	110.7	96.9	50.3	76.2	55.1	77.2
주요 재무비율(C/F)							
총영업활동현금흐름(TCF)/총차입금(%)	-1.0	-5.3	1.3	-11.9	-1.7	1.3	0.2
순영업활동현금흐름(NCF)/총차입금(%)	2.1	-32.9	0.7	15.5	-11.5	-24.1	-7.7
잉여현금흐름(FCF)/총차입금(%)	1.4	-28.4	-1.1	13.6	0.4	-9.8	3.8
자금조달전현금흐름/총차입금(%)	-6.4	-6.9	-8.6	16.3	48.2	39.1	3.1
총영업활동현금흐름(TCF)/매출액(%)	-0.9	-3.5	1.0	-13.4	-1.2	1.1	0.1
순영업활동현금흐름(NCF)/매출액(%)	1.8	-22.1	0.5	17.4	-8.0	-20.0	-4.7
잉여현금흐름(FCF)/매출액(%)	1.2	-19.0	-0.8	15.3	0.3	-8.1	2.4
순영업활동현금흐름(NCF)/경상투자(배)	2.8	N/A	0.4	8.1	N/A	N/A	N/A

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