

디에스디삼호(주) DSD Samho Co., LTD.

본평가

평가일: 2018.06.12

평가개요	신용등급 B	평가대상 기업어음	유효기간 2019.06.30
-------------	------------------	--------------	--------------------

Analyst	김유진 전문연구원 박춘성 실장	02)6966-2452 02)6966-2467	032kyj@scri.co.kr cspark1113@scri.co.kr
----------------	---------------------	------------------------------	--------------------------------------------

Latest Rating	평가일	구분	등급
	2017.07.12	본평가	B
	2016.06.29	본평가	B-
	2015.06.25	본평가	B-

재무요약

(단위: 억원)

(연결기준)	2013.12	2014.12	2015.12	2016.12	2017.12
매출액	764	1,378	1,827	6,521	8,555
영업이익(EBIT)	-167	-238	-599	1,128	1,909
EBITDA	-159	-232	-592	1,134	1,918
총자산	13,761	13,710	15,185	16,100	16,012
순차입금	6,133	6,262	9,006	8,818	8,216
EBITDA/매출액(%)	-20.8	-16.8	-32.4	17.4	22.4
NCF/경상투자(배)	49.9	N/A	N/A	N/A	2.6
부채비율(%)	313.8	304.7	617.1	493.0	304.1
차입금커버리지(배)	N/A	N/A	N/A	7.8	4.3
유동성커버리지(%)	1.3	0.6	2.6	38.1	49.6
회계기준	일반	일반	일반	일반	일반

주: 차입금커버리지=순차입금/EBITDA, 유동성커버리지=(현금 및 금융상품+EBITDA)/단기성차입금

평가의견

서울신용평가(주)는 디에스디삼호(주)(이하 '동사')의 기업어음 신용등급을 B로 평가하며, 주요 평가요인은 다음과 같다.

- 부동산 경기 둔화로 확대된 사업가변성
- 미분양 주택 부담해소와 진행사업장의 양호한 분양성과
- 용지 투자 등으로 지속되고 있는 재무부담
- 대형시공사의 지급보증 수혜를 통한 차입리스크 통제

■ 신용등급 논리

1980년 설립된 동사는 부동산개발 전문회사로, 수도권 위주의 주택개발사업을 영위하고 있다.

주택분양 경기에 민감한 사업구조를 보유하고 있다. 주택사업에 편중된 사업구조로, 수도권을 중심으로 한 소수의 대형 프로젝트에 대한 매출 의존도가 높다. 대형 시공사와의 안정적인 거래관계를 통해 사업 위험을 완화하고 있으나, 개별 사업장의 분양시기 및 사업성과에 따른 큰 폭의 실적변동성을 보이고 있어 사업안정성은 열위한 수준이다.

최근 부동산경기 호조에 따라 외형이 확대되었으나, 향후 영업환경 저하로 실적가변성은 확대될 것으로 판단된다. 최근 완공사업장의 미분양 물량 해소와 함께 주택경기 호조에 따라 광주 대전 지구, 동천지구 등 진행사업장의 양호한 분양성과가 이어지고 있어 외형 및 수익창출력이 회복되는 모습을 보였다. 그러나, 최근 정부규제 등으로 분양시장이 둔화되고 있어 향후 실적변동성이 확대될 것으로 예상된다. 특히 기존사업의 진행률을 감안할 때, 예정사업의 추진 여부와 분양성과에 따라 향후 영업실적 변동성이 크게 나타날 것으로 판단된다. 비우호적인 영업환경 내 진행사업장의 입주리스크 및 예정사업장의 분양 시기와 성과는 모니터링 대상이다.

양호한 분양성과를 바탕으로 과거대비 재무부담은 완화되었으나, 실적변동성을 완충하기에는 미흡한 수준이다. 선투입자금 회수지연과 용지확보를 위한 자금소요로 현재 차입금 규모는 과중한 수준이다. 단기적으로 진행사업장의 원활한 분양대금 유입으로 현금흐름이 개선될 것으로 예상되나, 향후 실적변동성을 완화시킬 정도의 재무구조 개선가능성은 제한적이다. 여기에 향후 분양경기 변화에 따라 사업위험 확대 가능성이 상존하고, 수익창출력 대비 과중한 차입금 규모를 유지하고 있어 영업 및 자금시장 여건 변화에 대한 대응력은 미흡한 수준이다.

유동성 리스크 관리 수준은 보통이다. 단기성차입금 규모는 보유 유동성재원에 비해 다소 과중한 수준이나 차입금 대부분을 대형시공사의 지급보증을 통해 조달하고 있어 차환위험은 높지 않다. 시공사 지급보증을 제외한 차입금의 경우, 현금성자산에 비해 크지 않은 규모로 유동성위험은 대응 가능한 범위 내에 있는 것으로 판단된다.

■ 모니터링 요소

향후 주택경기 둔화에 따른 실적 변동성 확대와 예정사업 추진 여부에 따른 재무구조 변동성 등을 면밀히 모니터링 하여 향후 신용등급에 반영할 계획이다.

아래와 같은 요건을 충족할 경우에는 신용등급 상향을 검토할 수 있다.

- 건설경기 둔화에도 예정사업 성과가 양호하여
- 실적변동성이 완화되고 재무부담이 개선되는 경우

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

- 현재 진행사업장의 입주리스크 확대와 신규사업장의 지연 또는 부진한 분양성과로
- 영업실적 저하와 함께 차입부담이 현 수준에서 확대되는 경우

■ 주요 평가요소별 검토

부동산개발 전문회사

동사는 1980년에 설립된 부동산개발회사로 수도권 지역을 중심으로 주택분양사업을 영위하고 있다. 2017년말기준 최대주주인 김연식 회장(25.6%)을 포함한 특수관계인이 55.1%의 지분을 보유하고 있다.

- 관계사로는 토목 및 건축공사 사업을 영위하는 (주)신삼호(동사 지분 100%)와 김포 풍무2지구 분양사업을 진행하고 있는 스카이랜드(주)(동사 지분 45%) 등이 있음.

주택경기 등락에 따른 영업기변성

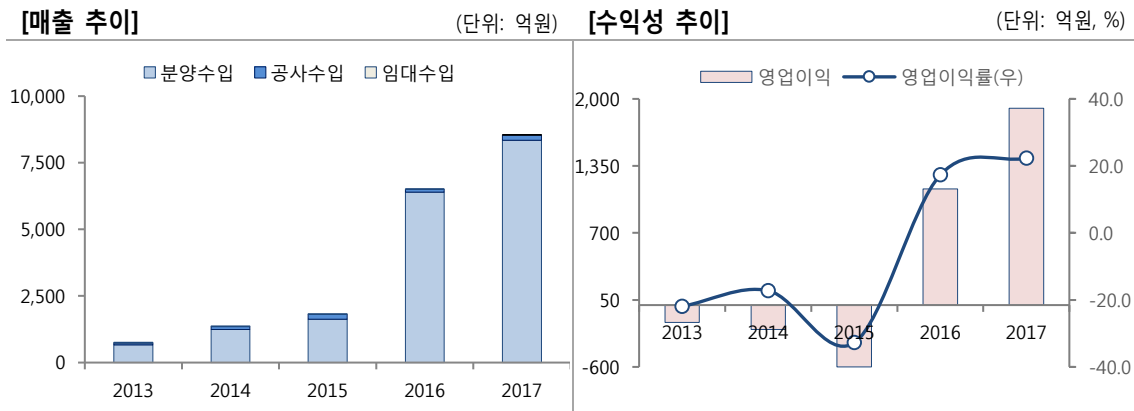
부동산경기에 민감한 사업구조를 보유하고 있으며, 소수 대형프로젝트에 대한 매출의존도가 높아 개별현장의 사업성과에 따른 실적변동성이 크게 나타나고 있다.

- 분양수입이 매출의 대부분을 차지하는 가운데 국내 주택분양경기 변화에 민감한 사업구조를 보유함. 또한 소수의 대형현장 위주로 사업을 추진하고 있어 개별현장의 사업성과에 따른 실적변동성이 높은 수준임.
- 분양사업은 주택부문에서 우수한 브랜드인지를 보유한 대형시공사(GS건설, 현대건설, 대우건설)와 사업을 진행하고 있음. 이는 분양 및 준공위험을 완화하고 사업관련 자금조달에 긍정적인 요소로 작용할 것으로 판단됨.

진행사업장의 양호한 분양실적에 기반한 수익성 개선

대형시공사와의 사업진행을 통해 분양위험을 완화하는 가운데 현재까지 진행사업의 분양성과는 우수하다. 이에 따라 전반적인 영업실적 또한 개선된 모습을 시험하였다.

- 2015년 이후 태전 5,6지구, 동천자이 등 총 6개(자체시행 4개, 총 2.2조원)의 사업이 주택분양경기 호조에 힘입어 현재 99.9% 분양이 완료되었고, 2017년말 분양이 완료된 일산 식사 2구역 일부도 양호한 분양률을 보이며 매출이 회복되었음 (2014년 1,378억원 → 2017년 8,555억원).



자료: 연결감사보고서

예정사업 관련 불확실성 확대로 향후 실적변동성 내재

진행사업장의 대부분이 2019년 상반기에 마무리되는 가운데 현재 추진하고 있는 예정사업 수가 많지 않고, 불리한 분양경기로 인해 사업진행 시기가 유동적임을 감안할 때 향후 실적변동성이 크게 확대될 것으로 전망된다. 이에 따라 부동산 시장 동향과 신규사업 추진 여부 및 분양성과 등은 중요한 모니터링 대상이다.

- 자체시행 기준 총 사업규모 2조원의 예정사업장이 특정지역에 집중되어 있는 점과 사업시기가 유동적임을 감안하면 향후 부동산 경기변화에 따라 사업위험이 확대될 가능성이 높음. 정부의 부동산 규제 등으로 분양시장 둔화가 불가피한 환경에서 향후 예정사업장에 대한 추진 여부 및 분양 성과와 자금소요는 중요한 모니터링 요소임.

[진행 및 예정사업장 현황]

(단위: 억원)

구분	사업주체	사업장	세대수	분양액	공사기간	공정률	분양률	시공사
진행	자체	동천 자이1단지	1,437	7,757	15.12~18.08	76.0%	100.0%	GS건설
	자체	동천 자이2단지	1,057	5,766	16.05~19.05	44.6%	100.0%	GS건설
	자체	태전 파크자이	668	2,147	16.12~19.08	21.3%	100.0%	GS건설
	자체	일산 식사2구역 1블럭	802	2,885	18.01~20.12	0.0%	100.0%	GS건설
예정	자체	용인 신봉 1-2	789	3,277	-	-	-	GS건설
	자체	용인 신봉 2구역	4,070	17,374	-	-	-	GS건설

자료: 동사제시(2018.4월말 기준)

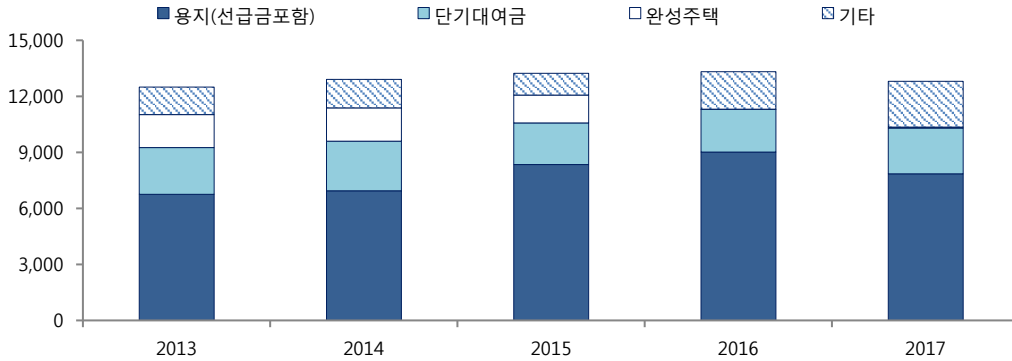
재무안정성 개선은 미흡한 수준

사업관련 선투자 자금의 대부분을 외부차입에 의존하고 있어 높은 수준의 재무레버리지가 지속되고 있다. 진행사업장의 양호한 분양성파에도 불구하고, 사업관련 용지대금과 자금대여 등으로 자금소요부담이 지속되고 있으며 선투자자금의 일부는 고정화 되어 있어 단기간 내 재무안정성 지표의 개선은 제한적이다.

- 동사는 수익성 약화와 2015년 동천 2지구 등 예정사업과 관련한 용지대금으로 차입금 규모가 크게 증가하여 재무안정성 지표가 전반적으로 낮은 수준을 보이고 있음(순차입금 2013년 6,133억원 → 2017년 8,216억원, 부채비율 304.1%).
- 관계사 (주)호담은 보유 토지 매각을 통해 대여금(1,274억원)을 단계적으로 상환할 계획이나 단기간 내 회수 가능성은 낮은 수준이며, 예정사업지의 경우 사업시기가 유동적으로 동사의 현금흐름에 부담요소로 작용할 가능성이 존재함.
- 한편, 2017년말기준 관계사인 스카이랜드, 와이즈플래닝의 PF차입금에 대한 연대보증을 포함한 총 2,824억원의 우발채무는 동사의 재무안정성에 부담요소로 작용하고 있음. 다만 이 중 규모가 가장 큰 스카이랜드(1,302억원)가 진행하는 김포풍무 2지구의 분양이 완료된 점을 감안하면 우발채무의 현실화 부담은 높지 않은 수준으로 판단됨.

[운전자금 추이]

(단위: 억원)



자료: 연결감사보고서 및 동사제시

[재무안정성 지표]

(단위: 억원)

구분	2013	2014	2015	2016	2017
조정순차입금	14,043	15,202	16,091	12,523	11,223
순차입금	6,133	6,262	9,006	8,818	8,216
선수금	1,371	1,343	1,240	1,414	262
PF 지급보증	6,950	8,000	6,217	2,715	2,824
부채비율(%)	313.8	304.7	617.1	493.0	304.1
차입금커버리지(배)	N/A	N/A	N/A	7.8	4.3
조정부채비율(%)	522.9	541.0	910.5	593.0	375.4
조정차입금커버리지(배)	N/A	N/A	N/A	11.0	5.9

자료: 동사제시, 연결감사보고서 및 당사 재가공

주1: 조정부채비율(%) = (총부채+상환전환우선주+우발채무)/(총자본-상환전환우선주)

주2: 조정차입금커버리지(배) = 조정순차입금/EBITDA, 조정순차입금: 총차입금+PF우발채무+(선수금+초과청구공사)*0.7+상환전환우선주-현금및금융상품

시공사 지급보증을 통한 차환위험 통제

동사의 단기화된 차입금 만기구조와 보유 현금성자산을 감안하면 유동성 관리지표는 과중한 수준이나 차입금 대부분을 GS건설 등 시공사의 지급보증을 통해 조달하고 있어 실질적인 차환위험은 관리 가능한 범위 내로 판단된다.

- 2017년말기준 동사의 단기성차입금은 총차입금의 76.6%인 7,783억원으로 동사의 보유 유동성 재원을 감안하면 지표상 단기 채무 상황 부담은 상당히 높은 수준임.
- 다만, 총차입금 중 대부분이 사업관련 차입금으로 시공사의 지급보증을 통해 조달하고 있어 차환위험이 상대적으로 크지 않고, 그 외 차입금은 동사의 수익창출력과 보유 현금성자산으로 대응 가능한 것으로 판단됨.

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	20%	매우 보수적	상당히 보수적	보수적	비교적 보수적	공격적	매우 공격적
	유동성 리스크 관리							
	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 평가에 적용된 주요 평가방법론은 산업별 평가방법론(건설(2016) 등)입니다. 공시된 신용평가방법론은 서울신용평가(주) 홈페이지 www.scri.co.kr/Research/평가방법론에서 찾아볼 수 있습니다.

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

[단기채무 신용등급의 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	현재 채무불이행 상태에 있음.

주1: 상기 등급 중 A2등급에서 B등급까지는 당해 등급 내에서의 상대적 우열 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 2018년 5월 10일이고, 계약체결일은 2018년 5월 2일이며, 평가완료일은 2018년 6월 12일입니다.
- 최근 2년간 평가요청인과 체결한 다른 신용평가 건수 및 수수료총액은 각각 2건, 12백만원입니다. 당사는 평가완료일 현재 평가요청인의 다른 신용평가용역을 수행하고 있지 않습니다.
- 최근 2년간 평가요청인과 체결한 비평가용역계약 체결 건수 및 수수료 총액은 0건, 0백만원이며, 당사는 평가완료일 현재 평가요청인의 다른 비평가용역을 수행하고 있지 않습니다.

[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 신용등급 및 당사 간행물에 포함된 견해는 현재 또는 과거 사실에 관한 서술이 아니며, 당사 고유의 평가기준에 따라 신용위험에 대하여 예측한 의견으로서, 이러한 예측정보는 실제 결과치와 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 증권에 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 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 본 보고서에 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) 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 유포될 수 없습니다.