



건설: 본격화되는 PF 구조조정, PF우발채무 및 미분양 부실에 주목할 시점

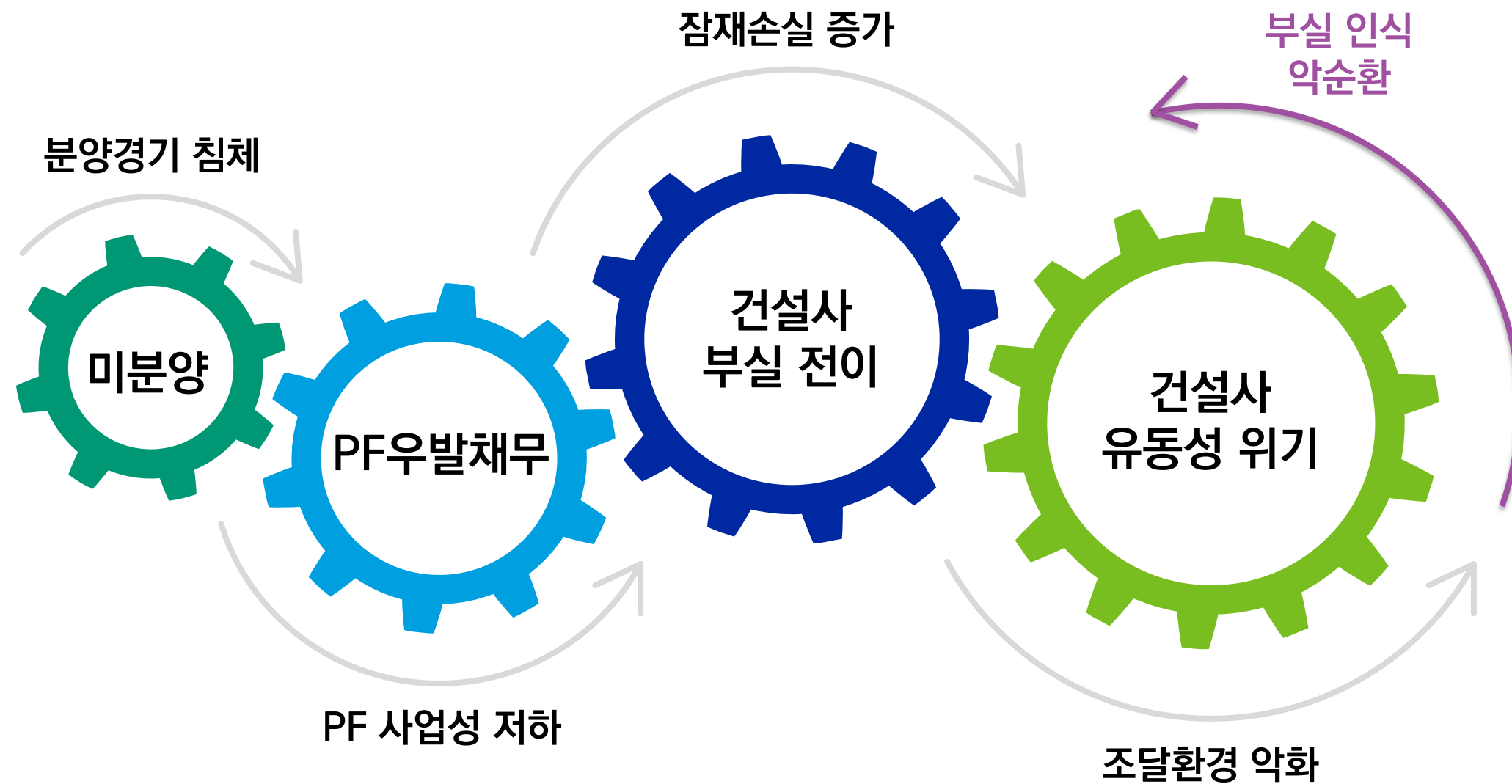
- 유동성 대응력 점검 및 잠재부실 Stress Test

한국신용평가 기업평가본부
전지훈 연구위원

2024. 03. 25

현실화된 유동성 Risk, 부상하는 건설사 부실 가능성

- 태영건설의 워크아웃 신청으로 건설사 유동성 Risk 현실화
- 분양경기 부진, 과중한 우발채무로 부실 인식 건설사 증가 예상: 부실 인식 → 유동성 위기의 악순환
- 건설사 유동성 대응능력과 더불어 주요 부실 원인인 PF우발채무와 미분양 Risk 점검



Contents

건설사 유동성 점검

건설사 부실 Risk(I) – 미분양

건설사 부실 Risk(II) – PF우발채무

잠재부실 Stress Test

2024년 실적 전망 및 주요 모니터링 업체

급한 불은 꺾으나...

건설사, 유동성 확보에 총력

- 저조한 분양경기, 고금리 및 투자심리 냉각으로 건설사 유동성 부담 확대
- 비우호적 조달여건 하에서 계열의 재무적 지원 및 자산 매각 등을 통한 유동성 확충 노력 지속
- 유동성 우려가 확대되었던 롯데건설과 신세계건설: 계열 지원 등을 통한 재무구조 개선 추진 → 당장의 유동성 대응 부담은 경감

2024년 주요 건설사 자금조달 내역 및 계획

업체명	내용	시기	금액(억원)
롯데건설	롯데케미칼 보증을 통해 회사채 발행	2024.2	2,000
	금융권, 계열사와 유동화증권 매입 펀드 모집	2024.3	23,000
	메리츠금융그룹과 펀드 조성	2024.3	5,000
신세계건설	신세계영랑호리조트 합병	2024.1	660
	산업은행 및 계열사 지원을 통한 사모사채 발행	2024.1~7	2,000
	조선호텔엔리조트에 레저부문 매각	2024.4(예정)	1,820
GS건설	GS이니마 지분 일부 또는 경영권 매각 추진	미정	미정
대우건설	CGIF 보증을 통해 싱가포르 달러 채권 발행	2024.3	1,484
KCC건설	KAMCO 보증 및 사옥 담보로 담보부사채 발행	2024.1	625
SGC이앤씨	SGC에너지에 신종자본증권 발행	2024.2	800
	물류 자회사 설립 및 계열 지원을 통한 자금 조달	2024.2	1,400

주) 금액은 해당 활동을 통한 현금 유입효과

자료: DART 공시 및 언론보도

롯데건설 유동성 확보 현황 - 2023년 말 별도기준

(단위: 조원)

가용 유동성 원천		'24년 만기도래 차입금 등	
현금성자산	2.0	PF보증(대출잔액)	1.7
미사용 여신한도	0.1	공모사채, CP(보증채 포함)	1.0
합계	2.1	금융기관 차입	0.9
		합계	3.5

신세계건설 유동성 확보 현황 - 2023년 말 별도기준

(단위: 억원)

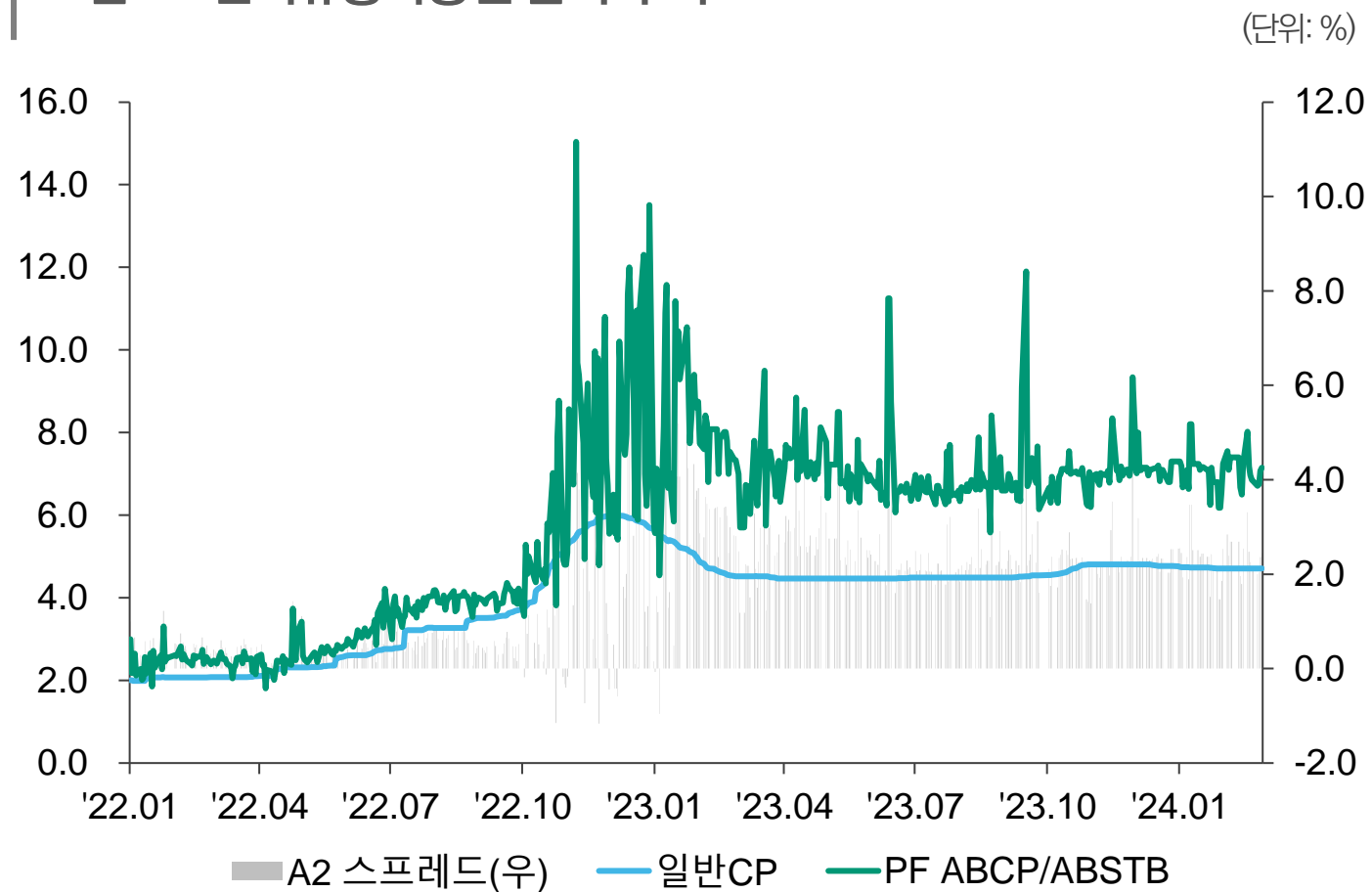
가용 유동성 원천		'24년 만기도래 차입금 등	
현금성자산	1,260	PF보증(대출잔액)	800
영랑호리조트 합병	660	회사채	300
레저사업 매각	1,820	기업어음	850
사모채(계열 인수) 발행	2,000	금융기관 차입	850
미사용 여신한도	650	합계	2,800
합계	6,390	미분양 현장 공사비	+ α
계열 추가 지원 검토 중	+ α		

아직 회복되지 못하고 있는 조달환경

업체별 조달여건 양극화

- 최근 시장금리 일부 하락세에도 건설업종 금리는 여전히 높은 수준
- 중견 이하 건설사: 국책기관 지원이나 자산 담보 없이 직접 금융시장 조달 곤란
- 대기업 계열 건설사: 그룹신인도 등을 바탕으로 일정 수준 재무융통성 유지

A2급 PF 단기유동화증권 금리 추이



주) A2+ ~ A2-등급 3개월물

자료: 연합인포맥스

주요 건설사 공모사채 수요예측 결과

회사명	발행시 등급	발행월	수요 예측	비고
GS건설	A+	2023.03	오버	
신세계건설	A	2023.03	미달	산업은행인수
KCC건설	A-	2023.04	미달	산업은행인수
한양	BBB+	2023.06	미달	산업은행인수
SK에코플랜트	A-	2023.07	오버	
현대건설	AA-	2023.09	오버	
현대건설	AA-	2024.01	오버	
SK에코플랜트	A-	2024.02	오버	
롯데건설	AA	2024.02	오버	롯데케미칼 보증
HL D&I 한라	BBB+	2024.02	미달	
포스코이앤씨	A+	2024.03	오버	

주) 신용등급은 발행시점 증권신고서상 등급

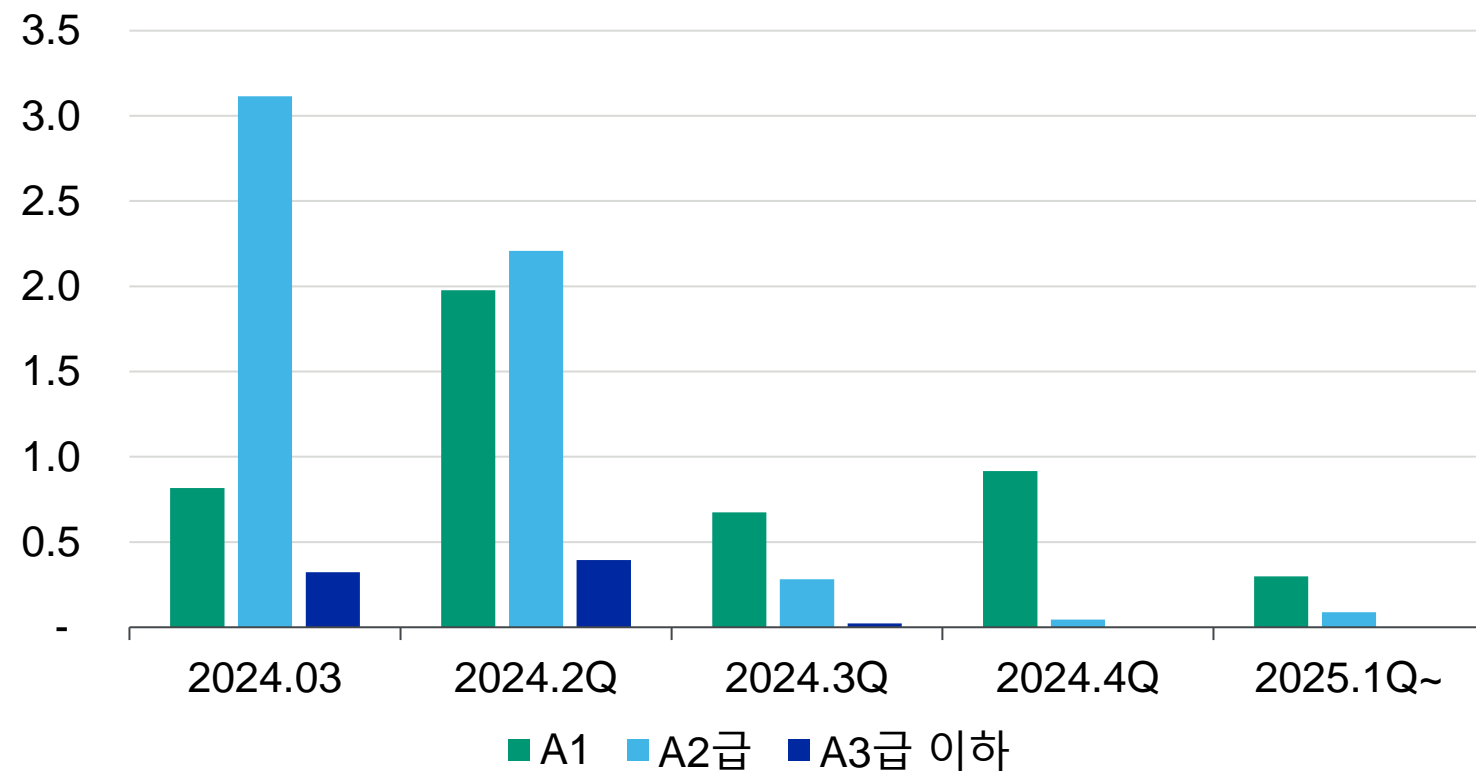
자금시장 경색 장기화에 대비한 추가적인 노력 필요

건설사 단기 유동성 대응능력 검토

- 당사 등급보유 건설사 분석 결과 BBB급 이상 건설사들은 기존 현금성자산과 자구안 실행 등을 통해 단기 유동성 대응 상당 수준 가능할 전망
- 그러나, 조달여건이 보다 경색되는 스트레스 상황을 가정할 경우 A- ~ BBB- 등급 일부 건설사는 추가 유동성 확충 필요
: 연내 만기도래 회사채나 금융권 차입금 규모가 크고 자금조달 수단이 제한된 BBB급 중견 건설사 등의 유동성 경색 가능성 모니터링 강화
- 단기 대응이 가능한 A등급 이상 건설사들도 비우호적 외부여건이 장기화된다면 2025년 이후 추가적인 자구계획이나 계열 지원 필요할 수 있어

건설사 신용연계 단기유동화증권 만기도래 현황

(단위: 조원)

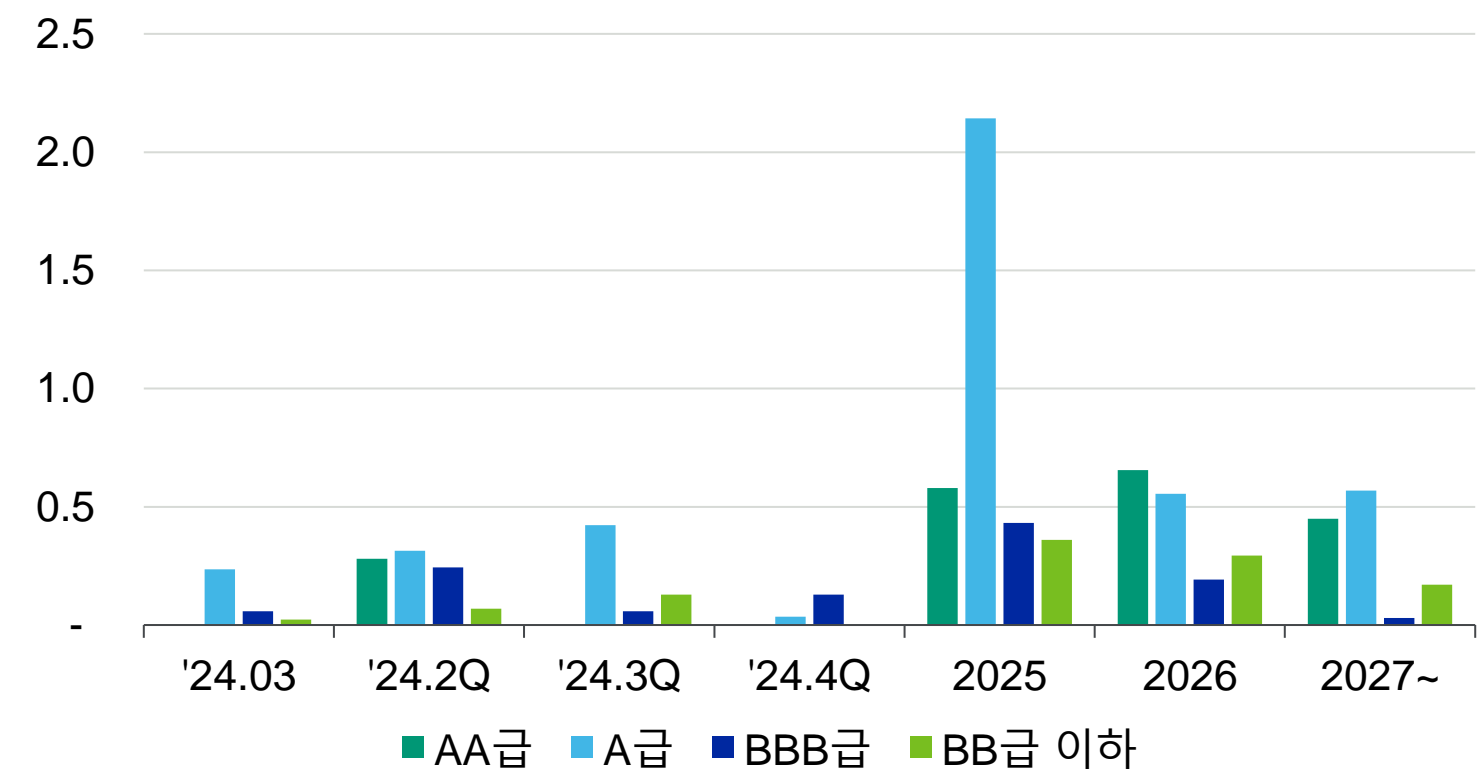


주) 2024년 2월 말 기준 단기유동화증권은 ABCP/ABSTB

자료: 연합인포맥스

건설사 회사채 만기도래 현황

(단위: 조원)



주) 2024년 2월 말 기준, 건설 매출비중이 50%미만인 업체 제외

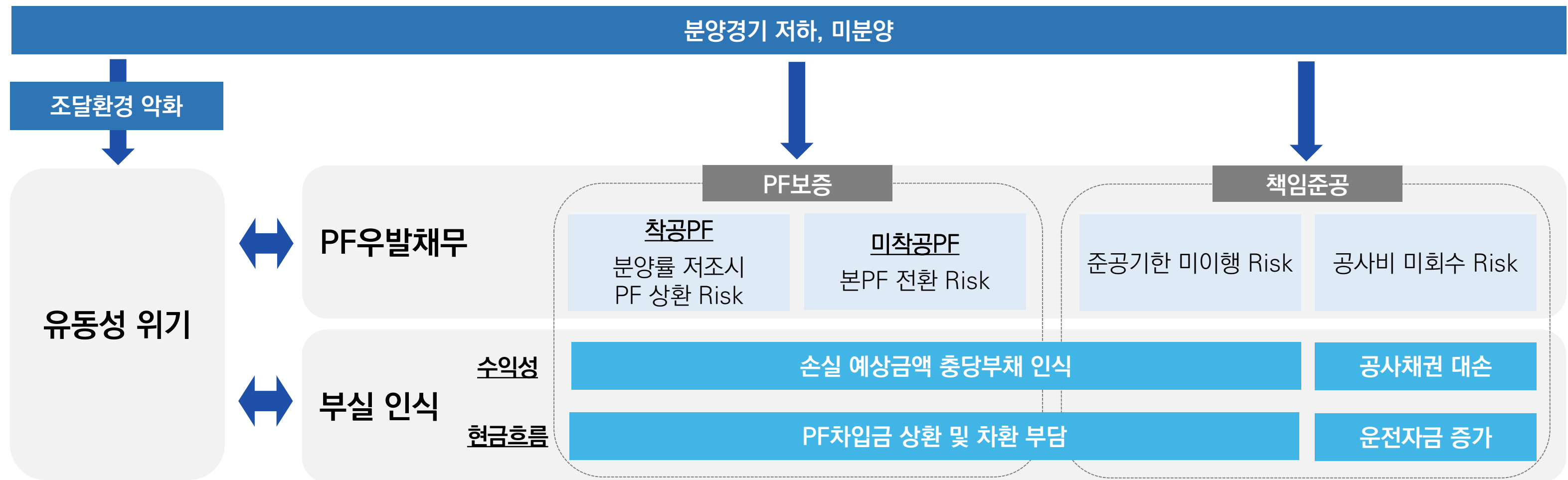
자료: 연합인포맥스

유동성 위기 속에서, 점증하는 건설사 부실 Risk

건설사 부실 요인 - 미분양, PF우발채무

- 장기화되는 업황 부진 → 미분양, PF우발채무 관련 부실 우려 증가
- 유동성 Risk와 더불어 부실 Risk가 향후 건설사 신용도를 결정하는 주 요인으로 부상

건설사 부실 인식 구조



Contents

건설사 유동성 점검

건설사 부실 Risk(I) – 미분양

건설사 부실 Risk(II) – PF우발채무

잠재부실 Stress Test

2024년 실적 전망 및 주요 모니터링 업체

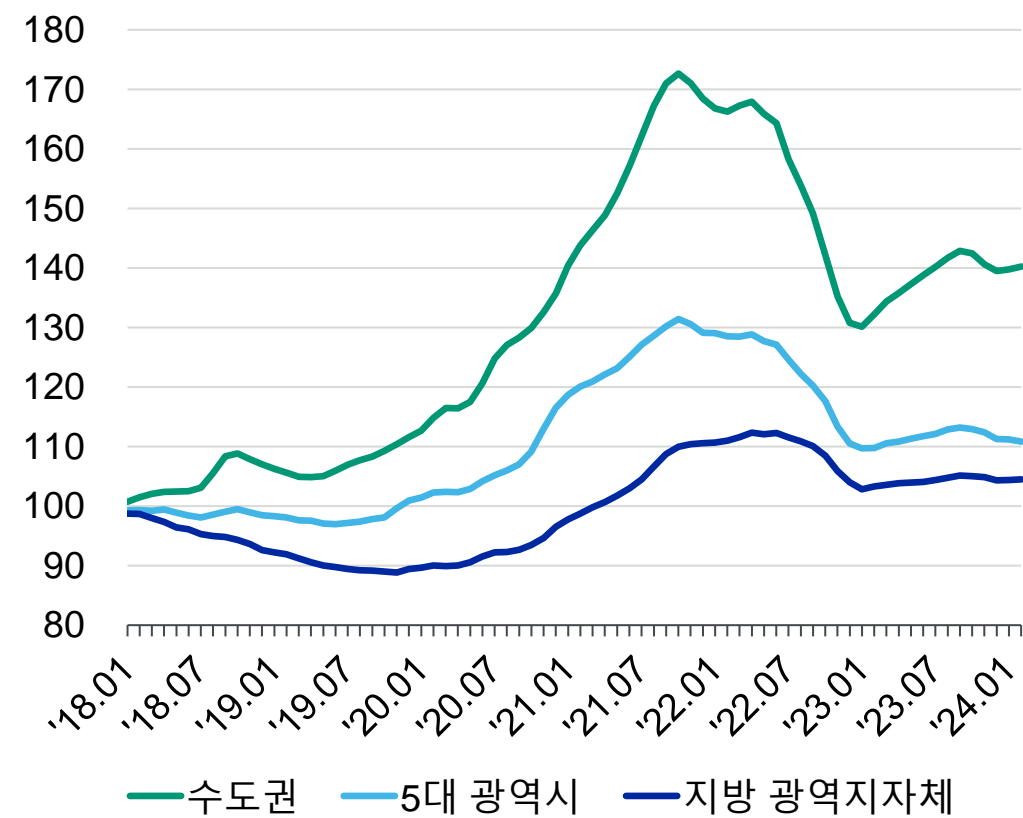
미분양: 건설사 Risk의 근원

분양경기 회복, 건설사 신용위험 해소의 선결 조건

- 2023년 반등하는 모습을 보였던 아파트 실거래 가격은 4분기 하락 전환
- 미분양주택수도 2023년 말부터 다시 증가, 준공후 미분양 증가세
- 현재까지 건설사 진행사업장 분양률 양호: '22년 이전 분양 비중 많기 때문이며, 금년부터 건설사 평균 분양률 하락 가시화될 전망

아파트 매매 실거래가격지수

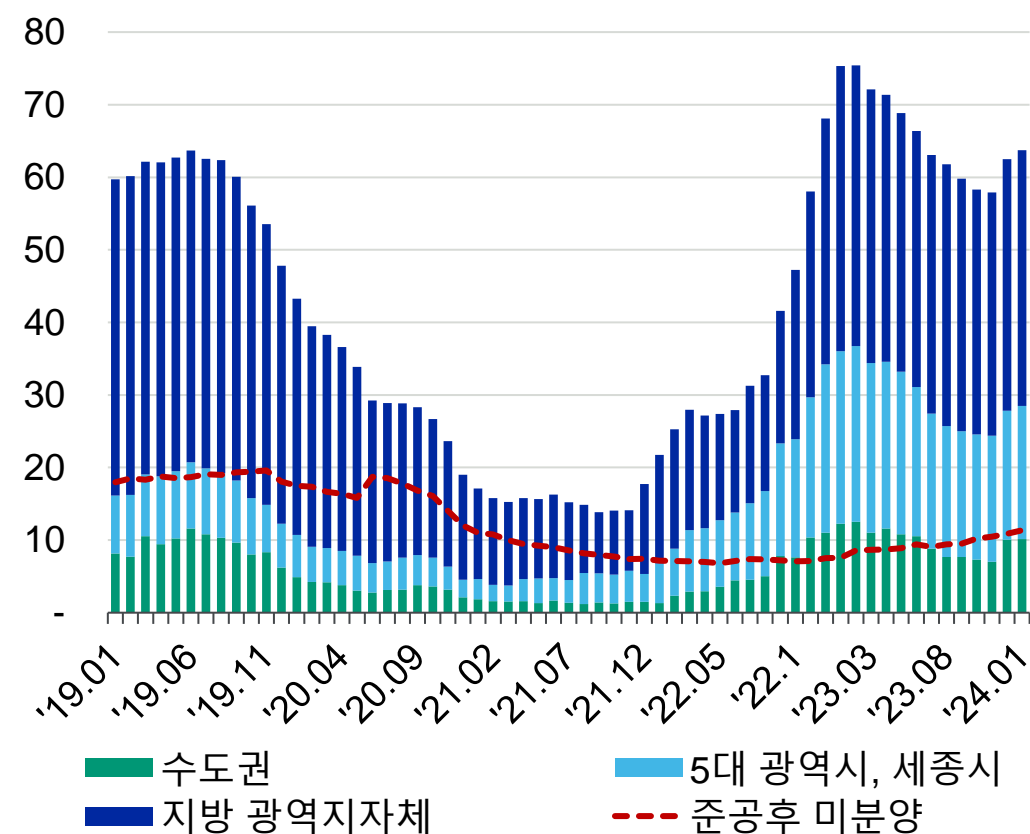
(2017.11 = 100)



자료: 한국부동산원

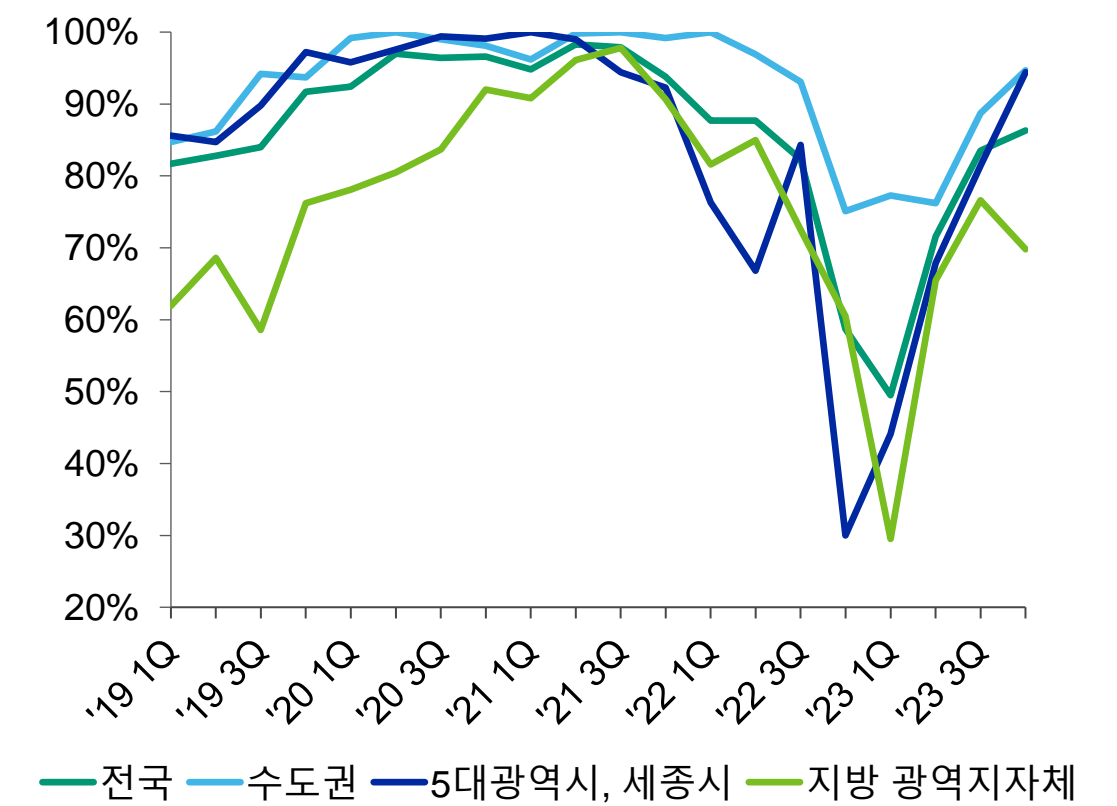
미분양주택수

(단위: 천호)



자료: 국토교통부

민간아파트 평균 초기분양률



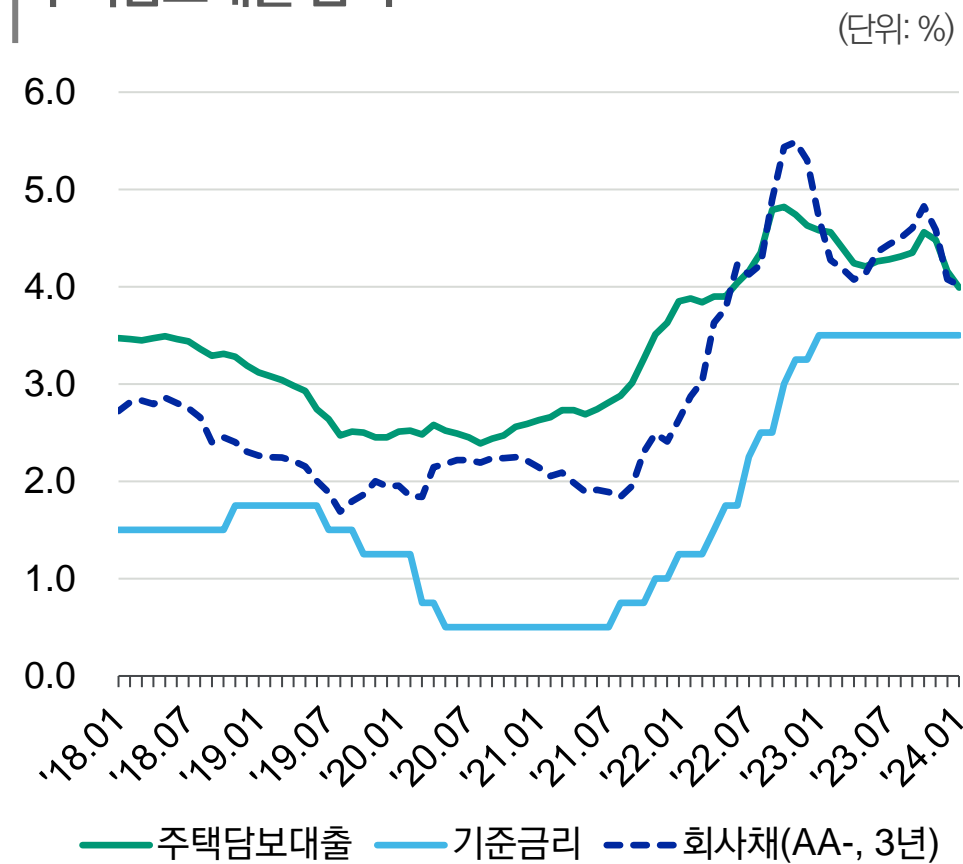
자료: 통계청

미분양: 분양경기 회복을 위해서는 수급여건 개선 필요

위축된 수요의 본격적 반등을 기대하기는 어려운 상황

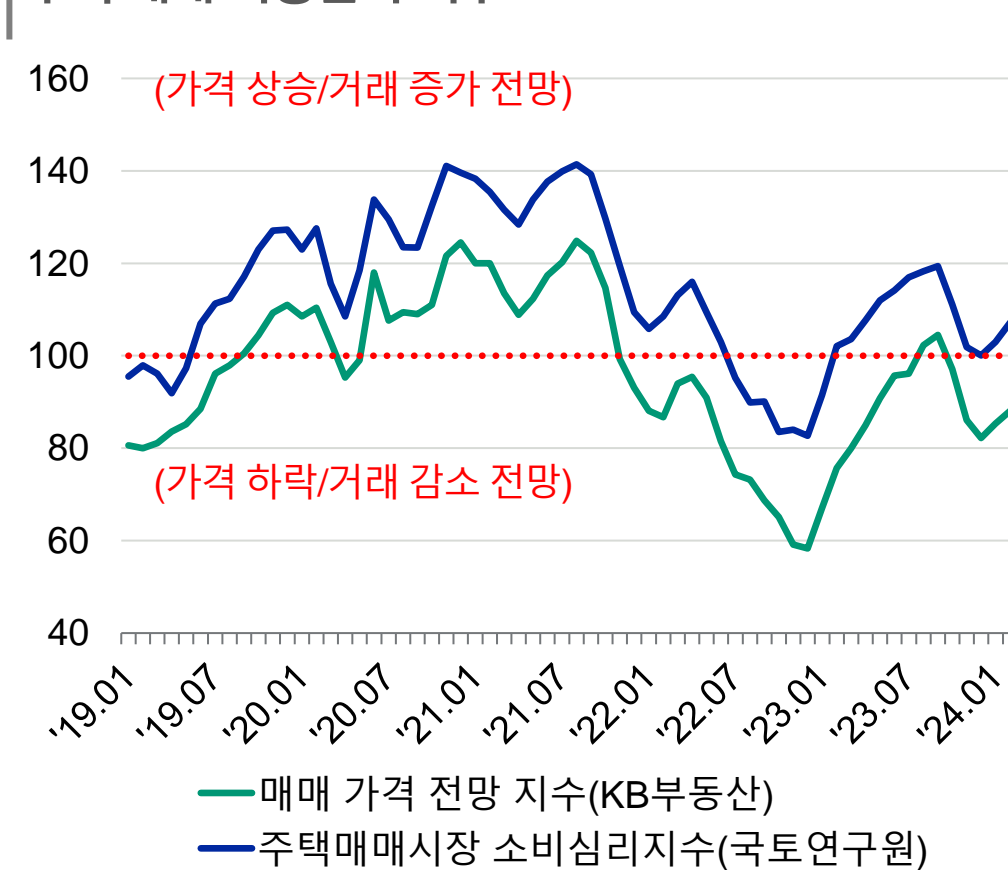
- 정책효과 등으로 인한 주택담보대출 금리 하락에도 과거 대비 높은 수준의 금리 유지
- 공사비 증가 및 금융비용 부담이 지속되면서 분양가도 상승세 지속
- 수요자들의 실질 소득 감소하는 등 실물 경기 측면의 구매력 저하도 부정적 요인

주택담보대출 금리



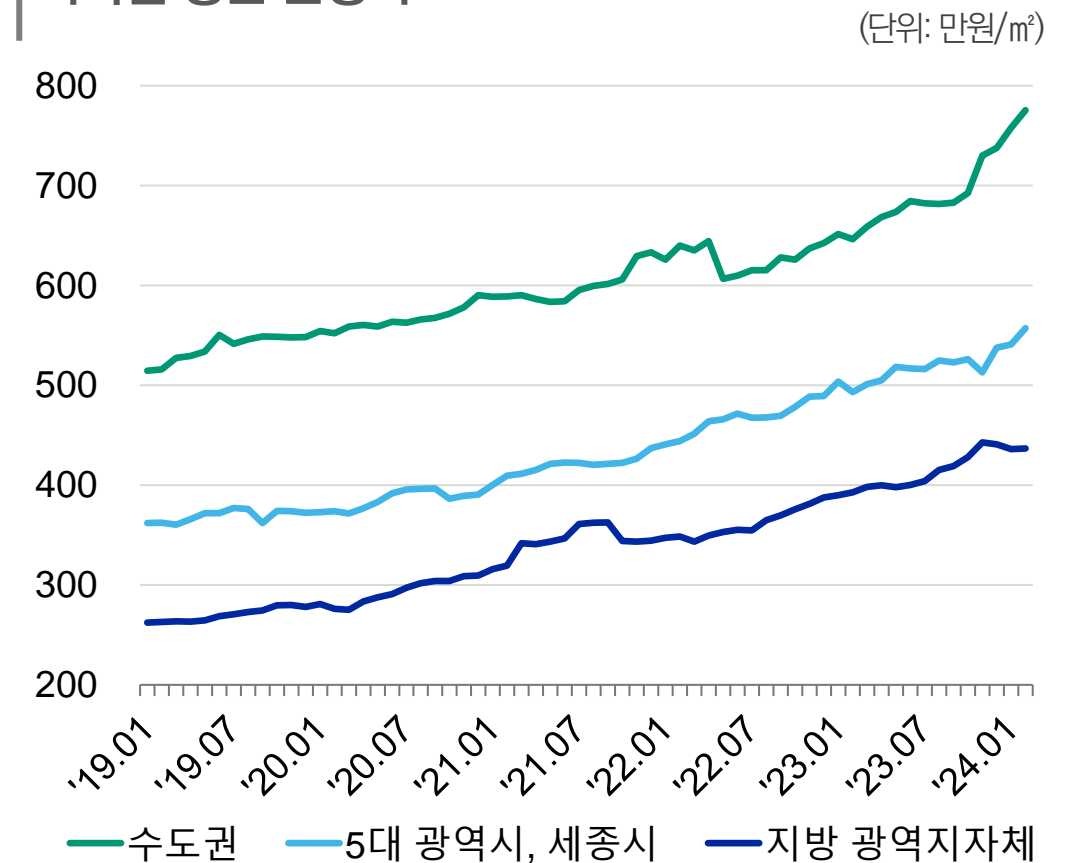
자료: 한국은행 등

주택 매매 시장심리 지수



자료: KB부동산, 국토연구원

지역별 평균 분양가



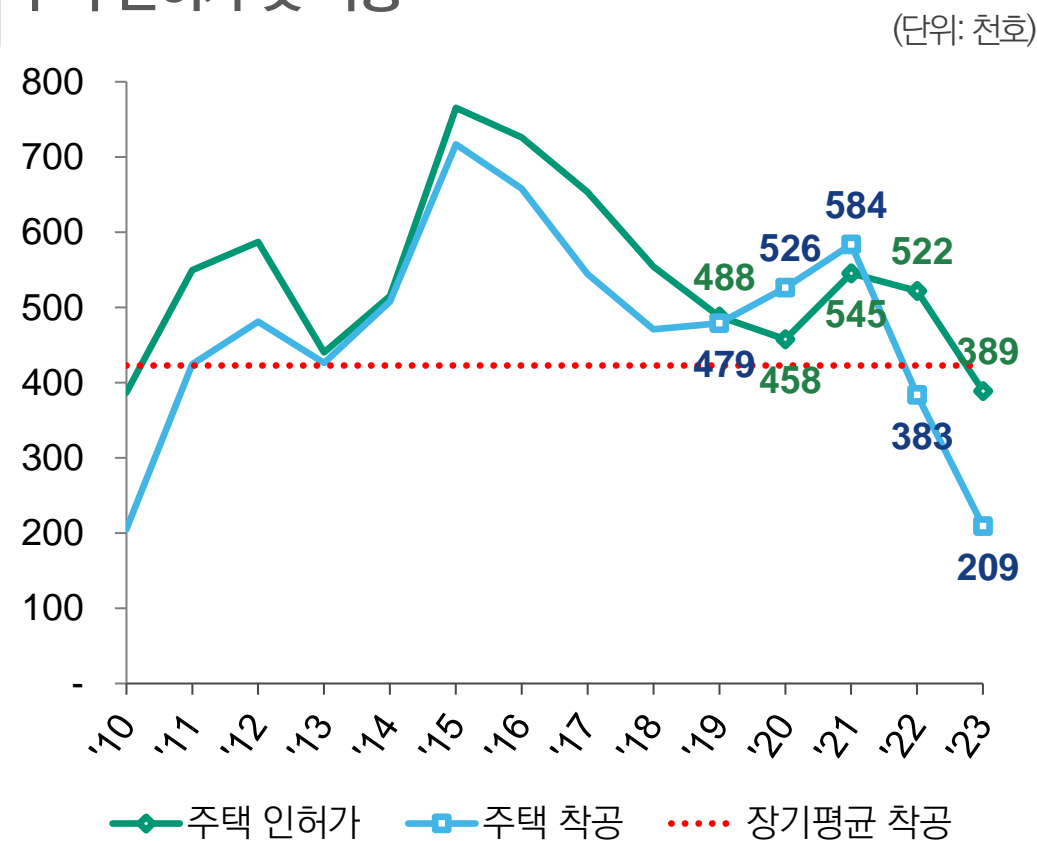
자료: 주택도시보증공사

미분양: 2024년 내 큰 폭의 회복은 쉽지 않을 전망

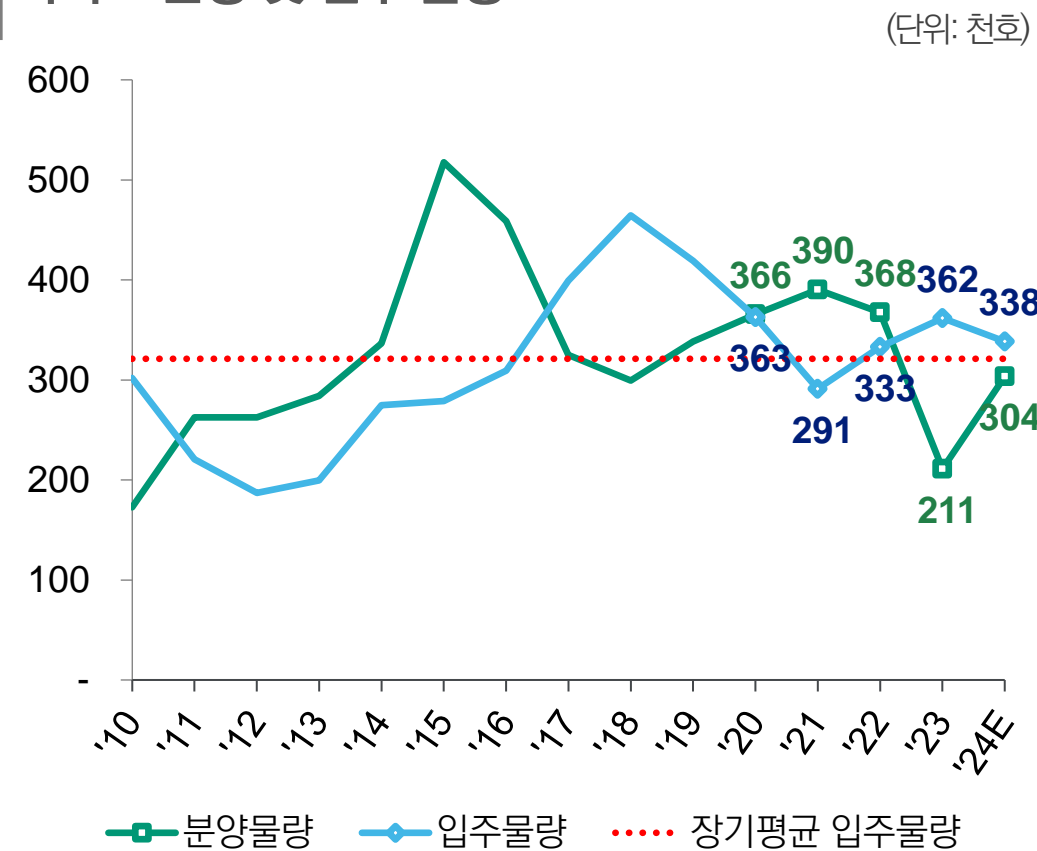
공급물량 줄어 들고 있으나, 실제 영향까지는 장기간 소요

- 경기 저하로 2022년 이후 착공 및 인허가 규모 감소세 지속, 2024년 실제 착공물량도 계획에 미치지 못할 전망
- 다만, 2024년까지는 입주물량이 많고 수요 위축된 점 감안할 때 단기간 내 분양시장 회복은 쉽지 않을 것으로 판단
- 2025년 이후 금리 인하 본격적으로 체감될 경우 입주물량 감소와 더불어 수급 다소 개선될 수 있으나, 수요 회복 지연된다면 경기 부진 장기화 가능성

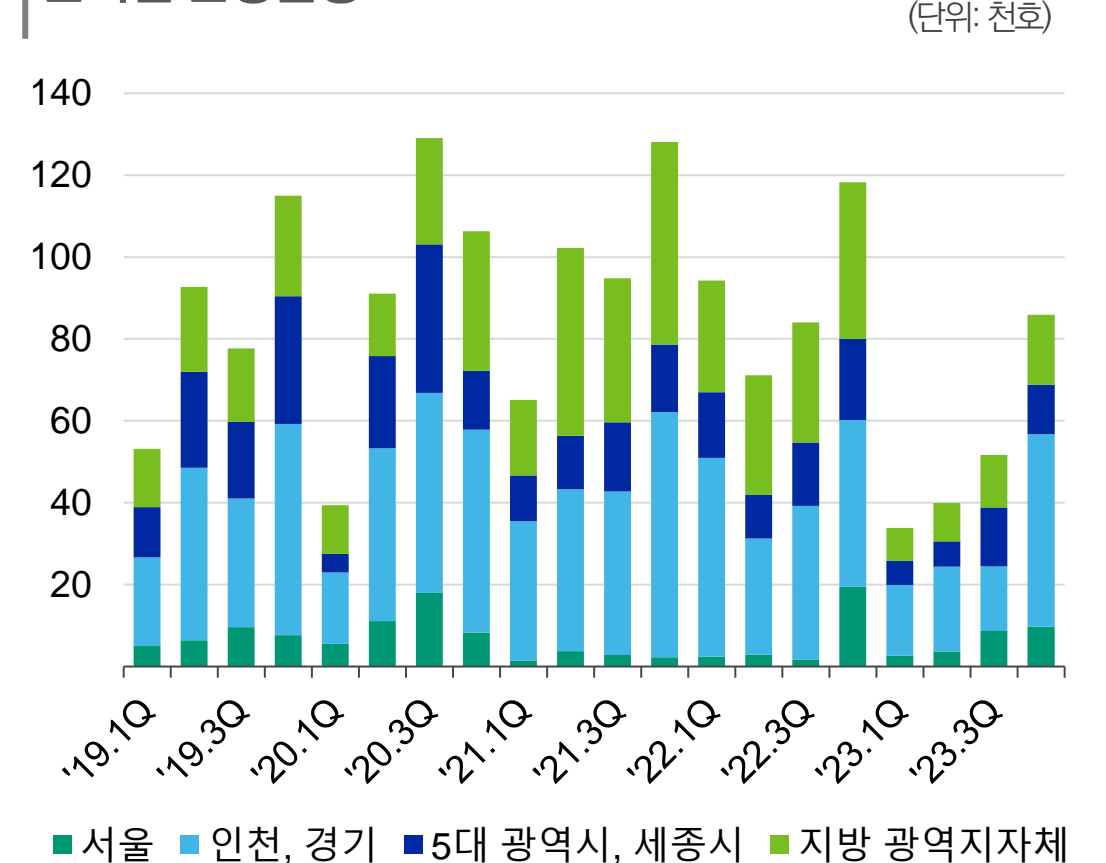
주택 인허가 및 착공



아파트 분양 및 입주 물량



분기별 분양물량



Contents

건설사 유동성 점검

건설사 부실 Risk(I) – 미분양

건설사 부실 Risk(II) - PF우발채무

잠재부실 Stress Test

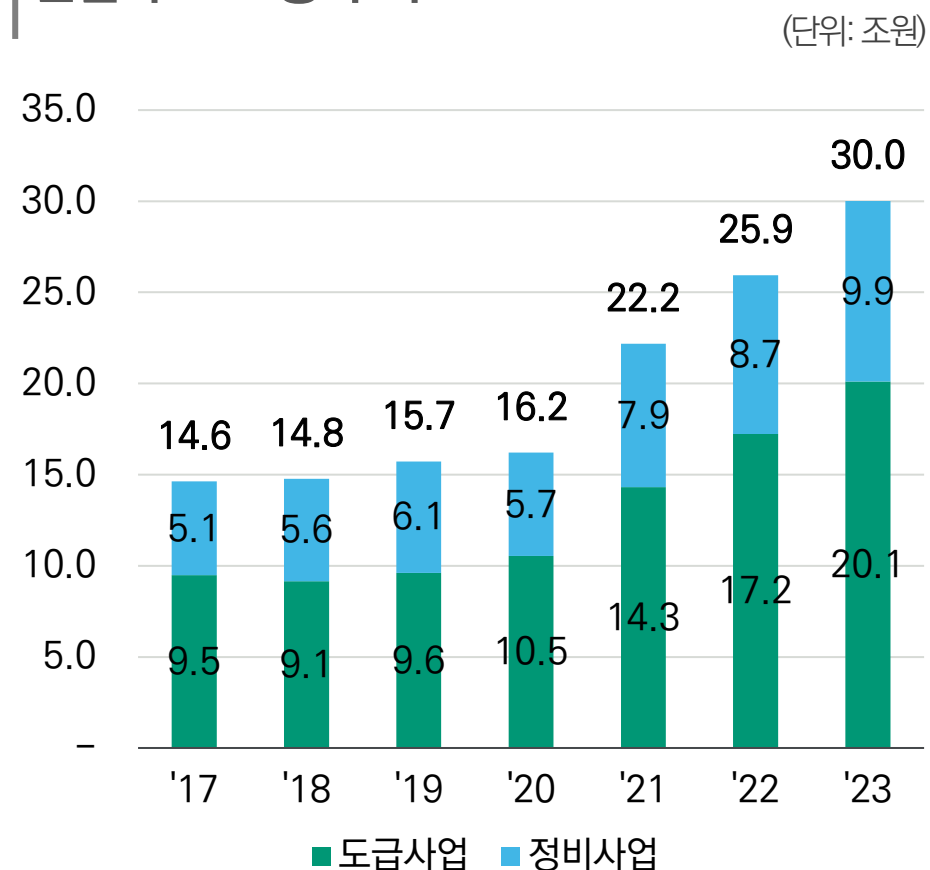
2024년 실적 전망 및 주요 모니터링 업체

PF우발채무: 여전히 과중한 PF보증 규모

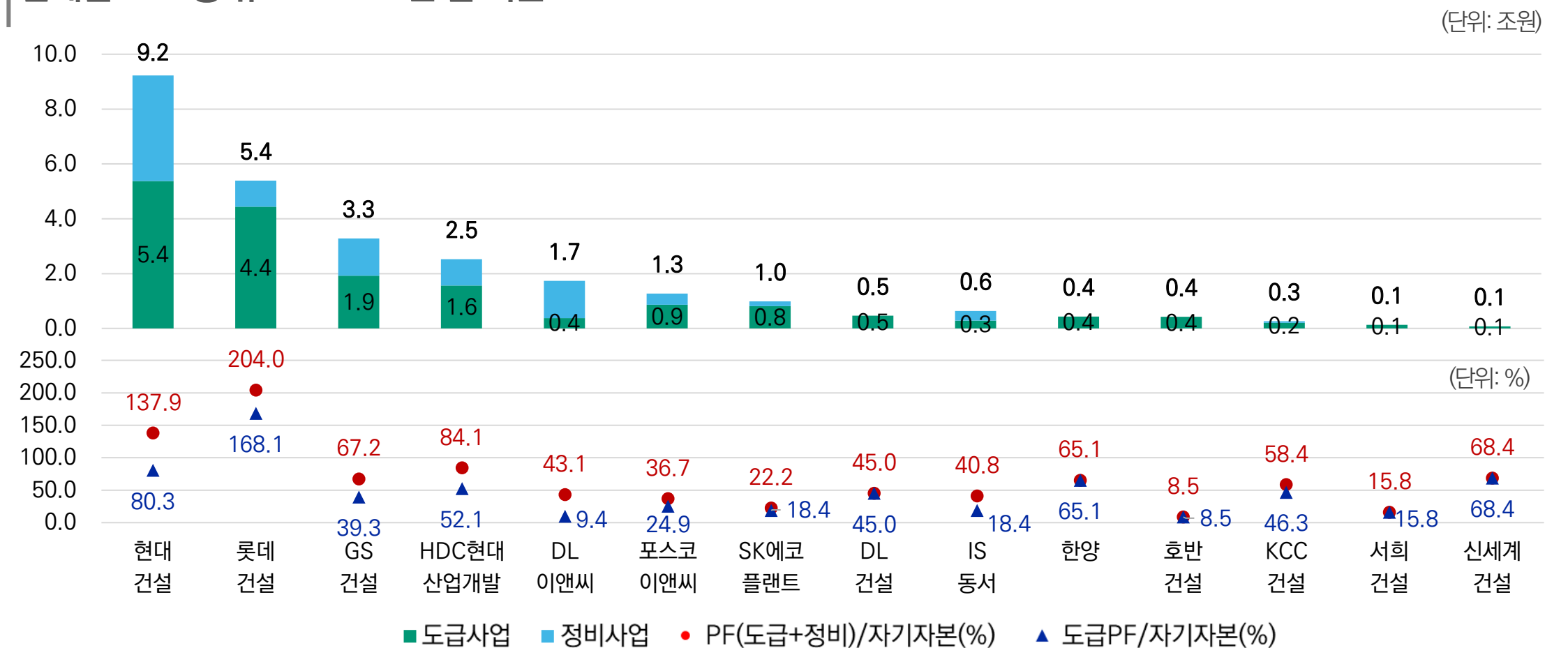
증가세를 지속하는 건설사 PF보증

- 2023년 말 당사 유효등급 보유 20개 건설사 합산 PF보증 30조원(도급 20.1조원, 정비 9.9조원, 연대보증, 채무인수, 자금보충 포함)으로 전년 말 대비 약 15.6% 증가
- 분양경기 침체로 인한 착공 연기, 본PF 전환 지연 등으로 미착공 PF보증이 해소되지 못하는 것이 주요 원인
- 차환과정에서 시공사가 추가적인 보증을 제공하거나, 기한 내 준공 미이행으로 책임준공 약정이 PF보증으로 확대되는 사례도 증가

건설사 PF보증 추이



업체별 PF보증 규모 - 2023년 말 기준



주1) PF보증: 연대보증, 채무인수, 자금보충 포함, 당사 등급보유 건설사 합산(연결재무제표가 있을 경우 연결기준, 현대건설, DL이앤씨, IS동서는 별도기준, 태영건설 포함)

주2) 자기자본의 경우 2023년 9월 말 또는 12월 말 기준, GS건설의 업체별 PF보증에 자이에스앤디 포함

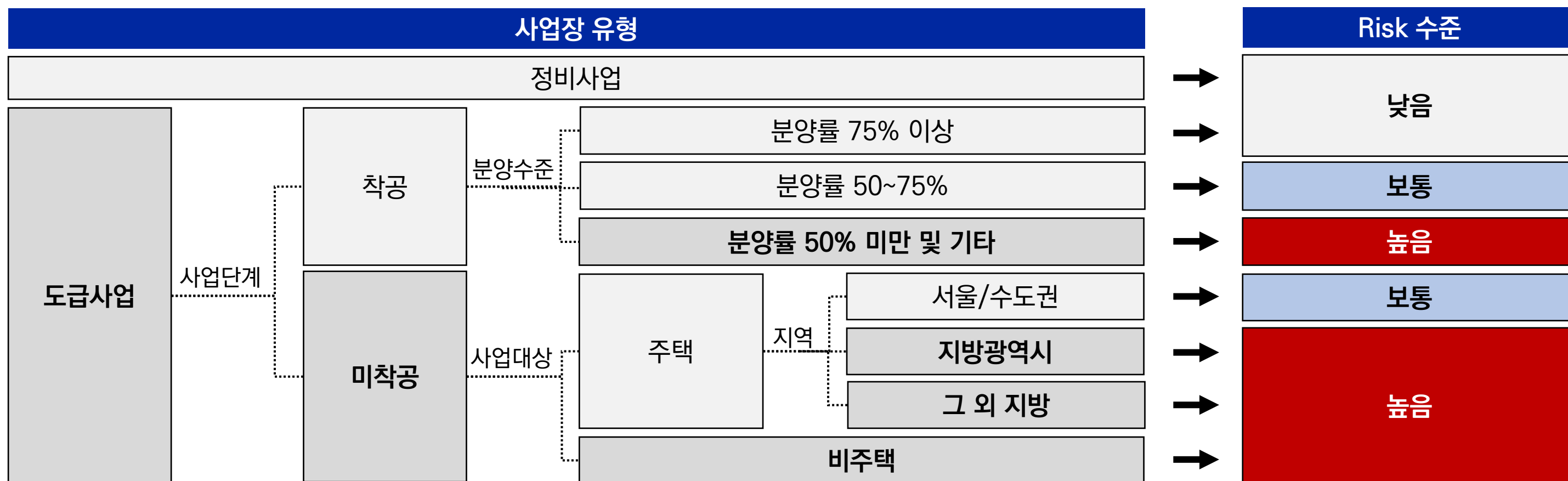
자료: 각사 공시 및 제시

PF우발채무: 사업성 저하로 인한 PF 부실 우려 본격화

사업유형별로 PF 부실 위험 차별적

- 태영건설 워크아웃 사태와 정부의 PF 구조조정 추진 → 기존 PF 차환 Risk 뿐만 아니라 PF보증 현장의 사업성 저하로 인한 부실 우려 점증
- 도급사업 중 분양 부진 착공사업장, 지방 주택과 비주택 미착공사업장이 PF부실 위험의 핵심
- 사업성 저하에 따른 PF우발채무 현실화 경로 다양: 분양실적 저하로 인한 상환재원 부족(착공PF), 착공 지연 및 본PF 전환 실패(미착공PF)
- 정비사업은 최근 사업 지연 이슈에도 조합원이 보유한 토지 가치를 감안할 때 위험 제한적

유형별 PF보증 사업성 Risk



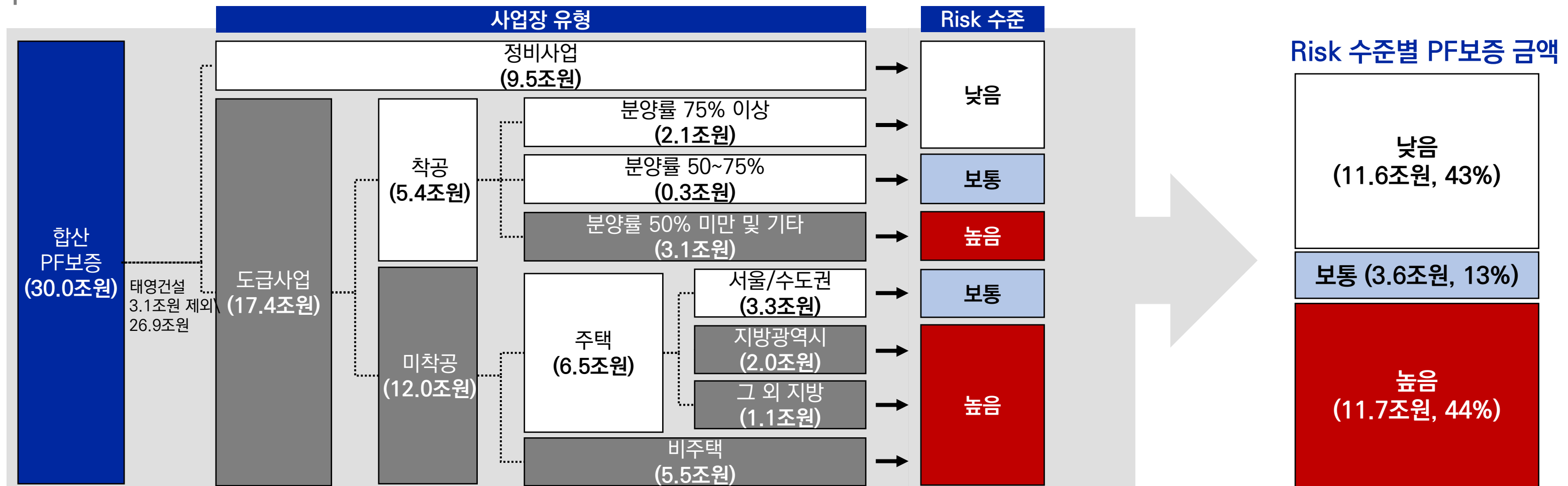
주1) 비주택: 오피스텔, 생활형숙박시설, 물류센터 등
 2) 분양 기타: 임대주택, 상업시설, 분양 전 사업장 등

PF우발채무: PF보증의 절반 가량이 위험 수준 높아

위험 수준 높은 PF보증 금액 약 12조원, 전체의 44%

- 태영건설 제외한 2023년 말 당사 등급보유 건설사 합산 PF보증 26.9조원을 유형별로 분류
- 도급사업 중 분양부진 착공사업장, 지방 주택 및 비주택 미착공사업장 등 Risk 수준 높은 현장이 약 12조원으로 전체 보증금액의 44%

Risk 수준별 PF보증 분류



주1) PF보증: 연대보증, 채무인수, 자금보충 포함, 당사 등급보유 건설사 합산(연결재무제표가 있을 경우 연결기준, 현대건설, DL이앤씨, 아이에스동서는 별도기준)

주2) 현재 워크아웃이 진행 중인 태영건설의 PF보증은 제외하였음

자료: 각사 공시 및 제시

PF우발채무: 책임준공 등 변형된 신용보강에도 유의

책임준공 미이행 채무인수 현실화 사례 증가

- PF보증 외 변형된 신용보강에도 유의: 책임준공, 책임분양, 책임착공 등
- 가장 많이 활용되는 책임준공의 경우 기한 내 준공시 의무 면탈되어 통상 PF보증보다 Risk 낮음, 의무 미이행시에도 경기 호조기에는 기한 연장 수월
→ 2022년 이후 경기 저하로 준공기한 미준수시 건설사에 PF 채무인수 등 요구하는 사례 증가, 특히 공기가 짧은 물류센터에 집중
- 공사비 지급유무와 별개로 의무를 이행해야 하기 때문에 기성불 조건이 아니라면 분양실적 부진시 공사대금 회수 지연 Risk와도 결부

건설사 주요 PF우발채무 유형

구분	유형	내용
PF보증	연대보증	건설사가 주채무자와 PF대출채무에 연대해 책임을 부담
	채무인수	PF대출 기한이익상실, 채무불이행시 주채무를 건설사에 이전
	자금보충	차주의 원리금 상환재원 부족시 건설사가 자금을 보충할 의무
기타 신용보강	책임준공	도급계약에 의거 정해진 기간 내 건설사가 공사를 완료할 의무 미이행시 대주에 대한 손해배상, PF대출 채무인수 등 부수의무 존재
	책임착공	약정상 정해진 기간 내 건설사가 인허가완료 및 공사 착공할 의무 미이행시 대주에 대한 손해배상, PF대출 채무인수 등 부수의무 존재
	책임분양	약정상 분양률(일반적으로 PF대출 원금상환가능 분양률) 달성할 의무 미이행시 약정 수준에 미달하는 자금을 건설사가 보충
	차주 부도사유 발생방지	PF대출의 만기일까지 건설사가 차주에 대하여 부도사유가 발생하지 않도록 책임질 의무, 미이행시 채무인수 등 부수의무 존재

물류센터 책임준공 관련 우발채무 현실화 사례

시공사	사업명	변경년월	금액
LT삼보	인천아이푸드파크 물류센터	2022.02	440억원
호반산업 등	이현리 저온물류센터	2022.06	1,150억원
SGC이앤씨	원창동 물류센터	2022.11~ 2023.12	4,165억원
DL건설	이천 군량리 물류센터	2023.03	890억원
HDC 현대산업개발	가유지구 물류센터	2023.12	995억원

PF우발채무: 부실 인식 가능성 반영 필요

회계정보 제약 하에서 실질 Risk 분석이 중요

- PF 구조조정 본격화로 부실사업장 관련 자금소요 및 손실 인식 가능성이 증가하고 있으나, 아직 PF우발채무 및 미분양 관련 손실 인식 사례 제한적 : 태영건설, 워크아웃 개시 직후인 2023년 연간 실적 발표에서 1조원 이상의 대규모 손실 반영
- 건설계약 관련 우발부채 주석공시 모범사례 시행(2024.1): 세부정보 공개, 비교가능성 제고는 긍정적이나 변형된 신용보강 등 확인에는 한계
→ PF우발채무와 관련한 회계정보 제약 존재, 가용 정보를 활용한 실질 Risk 분석 및 신용도 반영 강화 예정

건설사 우발채무 주석공시 사례(현대건설)

[단독사업] (단위:백만원)

구분	종류	보증한도	보증금액	대출잔액							
				만기구분							전기
				당기	3개월 이내	3개월초과 6개월이내	6개월 초과 12개월 이내	1년초과 2년이내	2년초과 3년이내	3년초과	
정비사업	브릿지론	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
	본PF	9,086,156	4,634,027	3,892,844	295,712	30,000	1,426,848	710,062	608,573	821,650	2,851,840
	계	9,086,156	4,634,027	3,892,844	295,712	30,000	1,426,848	710,062	608,573	821,650	2,851,840
기타사업	브릿지론	4,549,280	4,543,380	4,356,830	1,381,100	1,430,100	1,545,630	-	-	-	3,834,200
	본PF	1,825,030	1,710,200	1,453,700	426,300	130,000	410,000	268,500	75,000	143,900	1,277,000
	계	6,374,310	6,253,580	5,810,530	1,807,400	1,560,100	1,955,630	268,500	75,000	143,900	5,111,200
총계		15,460,466	10,887,607	9,703,374	2,103,112	1,590,100	3,382,478	978,562	683,573	965,550	7,963,040



(단위:백만원)

사업지역	사업장구분	PF종류	신용보강 종류	보증한도 (전체)	부담율	보증금액	채무자	특수 관계자	채권기관 종류	대출잔액		대출기간		유형	만기 (유통화증권)	책임준공
										당기	전기	시작일	종료일			
서울특별시	지식산업센터 및 판매업무시설	브릿지론	연대보증	1,518,500	100%	1,518,500	인창개발 주식회 사	-	증권사 등	1,482,500	1,341,000	2020-02-27	2024-11-21	LOAN 외	2024-11-21	-
서울특별시	오피스텔	브릿지론	연대보증	1,018,000	100%	1,012,100	하나대체투자그랜 드강서피에프브이 주식회사	해당	증권사 등	952,100	764,000	2021-09-15	2024-12-18	LOAN 외	2024-12-18	-
서울특별시	지식산업센터(+)	본PF	연대보증	408,000	100%	408,000	주식회사 가산웰 스튜디오스	-	증권사 등	342,000	330,000	2022-07-11	2024-03-11	LOAN 외	2024-03-11	-
서울특별시	오피스텔, 업무 시설(+)	브릿지론	연대보증	265,000	100%	265,000	마스터제116호강 남프리미어프로젝 트금융투자(주)	해당	증권사 등	220,000	150,000	2023-09-27	2024-09-27	ABCP 외	2024-09-27	-
인천광역시	공동주택	본PF	연대보증	193,000	100%	193,000	스마트송도PFV(주)	-	증권사 등	171,000	148,000	2022-09-27	2024-09-24	LOAN 외	2024-09-24	-
대전광역시	공동주택	본PF	연대보증	210,000	100%	202,200	(주)와이즈씨앤디	-	증권사 등	173,500	140,000	2022-09-06	2025-02-06	LOAN 외	2025-02-06	-
서울특별시	공동주택	본PF	자금보충	201,000	100%	201,000	고려자산개발(주)	-	증권사 등	201,000	190,000	2023-11-06	2025-02-06	ABCP	2025-02-07	-
서울특별시	업무시설(+)	브릿지론	연대보증	200,000	100%	200,000	와이디427피에프 브이(주)	해당	증권사 등	200,000	200,000	2022-02-24	2024-05-04	ABS 외	2024-05-04	-
천안시	오피스텔(+)	본PF	연대보증	201,500	100%	187,070	(주)엠앤케이	-	증권사 등	143,900	155,000	2022-11-15	2027-11-15	LOAN 외	2027-11-15	-
서울특별시	지식산업센터	브릿지론	연대보증	169,000	100%	169,000	코마센디앤씨(주)	-	증권사 등	169,000	158,000	2023-10-27	2024-12-11	ABCP 외	2024-12-11	-
서울특별시	공동주택(+)	브릿지론	연대보증	156,650	100%	156,650	이지스네오밸류일 반부동산투자재8 호	해당	증권사 등	146,500	101,500	2022-02-24	2024-06-24	ABCP 외	2024-06-24	-
서울특별시	공동주택	브릿지론	자금보충	146,000	100%	146,000	수서대토개발(주)	-	증권사 등	146,000	-	2023-02-27	2024-01-26	ABCP	2024-01-27	-
서울특별시	공동주택	브릿지론	자금보충	141,005	100%	141,005	케이스퀘어용산PF V	해당	증권사 등	141,005	95,700	2023-06-19	2024-12-19	LOAN 외	2024-10-17	-
서울특별시	지식산업센터	브릿지론	자금보충	114,995	100%	114,995	인창개발(주)	-	은행	114,995	102,500	2023-10-04	2024-09-30	ABS	2024-10-01	-
기타(+)				1,431,660		1,339,060				1,207,030	1,235,500					1,553,800

Contents

건설사 유동성 점검

건설사 부실 Risk(I) – 미분양

건설사 부실 Risk(II) – PF우발채무

잠재부실 Stress Test

2024년 실적 전망 및 주요 모니터링 업체

미분양과 PF우발채무를 고려한 잠재부실 Stress Test

분석의 배경 및 가정

- 추가적인 경기 하락을 가정한 스트레스 상황에서 PF보증과 미분양(책임준공)으로 인해 발생 가능한 전체 손실 규모 추산
 PF보증: PF 상환재원 부족(착공) 또는 본PF 전환 차질(미착공)로 인한 손실금액, Risk 수준에 따라 손실률 상이
 미분양(책임준공): 저조한 분양실적 지속시 건설사가 회수하지 못하게 되는 공사수입, 분양 부진 현장의 잔여 공사대금이 기준
- 대상 업체: 당사 유효등급 보유 건설사 중 AA급(현대건설, DL이앤씨)과 태영건설을 제외한 17개사
- 분석 대상: 2023년 말 기준 PF보증과 Exit 분양률을 달성하지 못한 책임준공 현장
- 시나리오 가정: Case1 – 부동산 경기가 현 수준에서 점진적으로 저하되는 상황, Case2 – 부동산 경기가 급격히 악화되는 상황

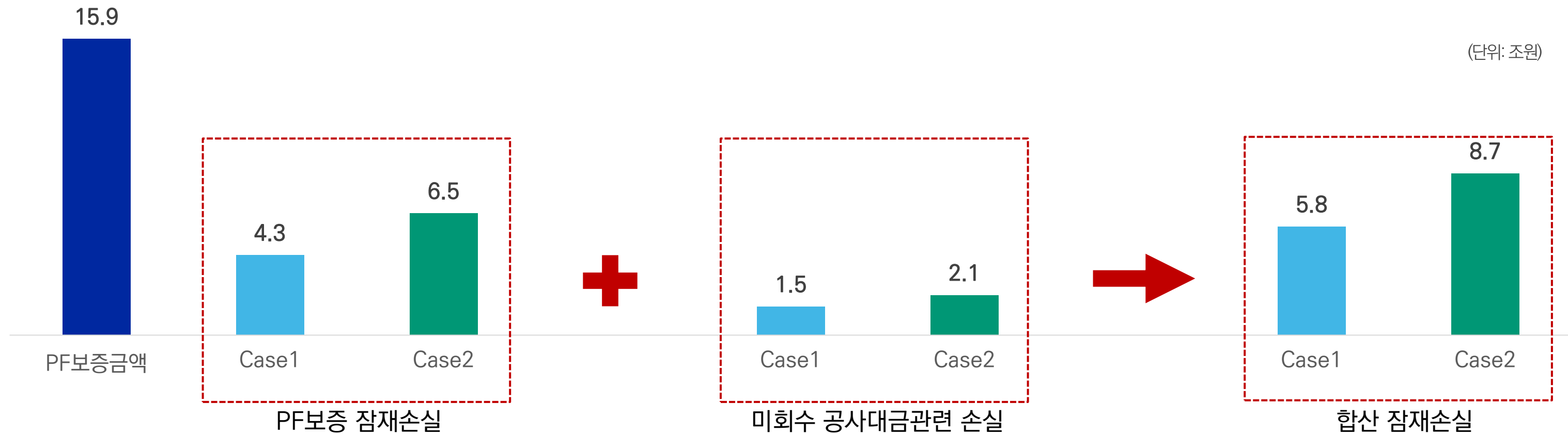
유형			Risk 수준(손실비율)	
			Case1	Case2
PF보증	정비사업		낮음(0~10%)	낮음(0~10%)
	도급사업(착공)	분양률 75%~		
		분양률 50~75%	보통(20~50%)	보통(20~50%)
		분양률 ~50%		높음(60~90%)
	도급사업(미착공)	주택(수도권)	낮음(0~10%)	보통(20~50%)
		주택(지방광역시)	높음(60~90%)	높음(60~90%)
		주택(기타)		
		비주택		
책임준공(공사대금 미회수)			현 분양률 하에서 미회수 예상대금의 50%	현 분양률 하에서 미회수 예상대금의 70%

잠재부실 Stress Test 결과

스트레스 상황에서 예상되는 부실 5.8 ~ 8.7조원

- 분석 결과 스트레스 상황에서 총 5.8~8.7조원의 손실 발생 가능
- A~BBB급 건설사 PF보증 15.9조원 중 잠재손실 4.3~6.5조원, 미회수 공사대금 관련 부실 규모는 1.5~2.1조원
- BBB급은 신용도 제약 등으로 통상 PF보증규모 크지 않아 대부분의 잠재손실이 A급 건설사에 집중

A~BBB급 건설사 잠재손실 규모



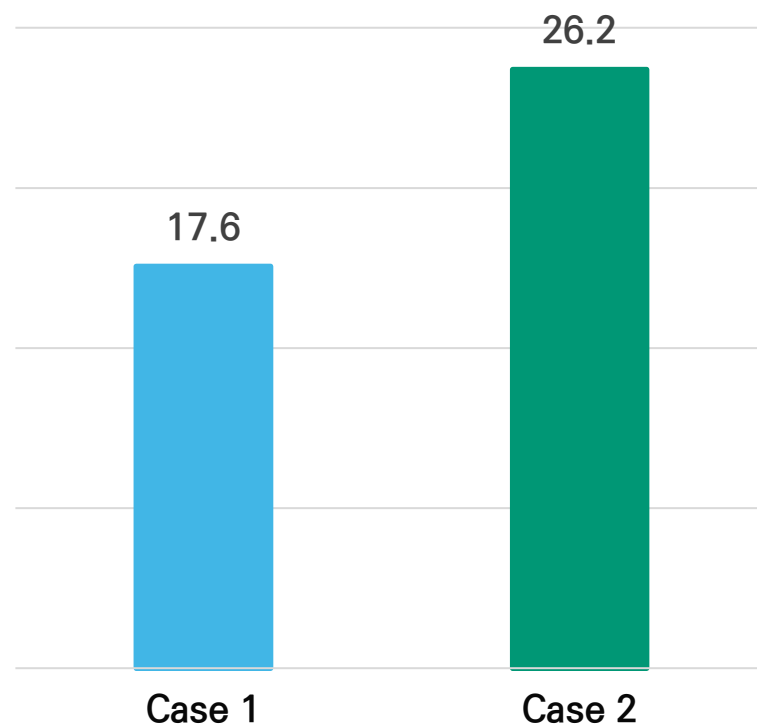
Stress Test 결과 반영에 따른 재무적 영향

잠재부실 반영시 일부 건설사 재무안정성 크게 저하

- 향후 관련 손실이 순차적으로 현실화될 경우 부채비율 등 재무안정성 저하 예상
- 건설사 합산 자본규모 대비 잠재손실 비중 17~26% 수준

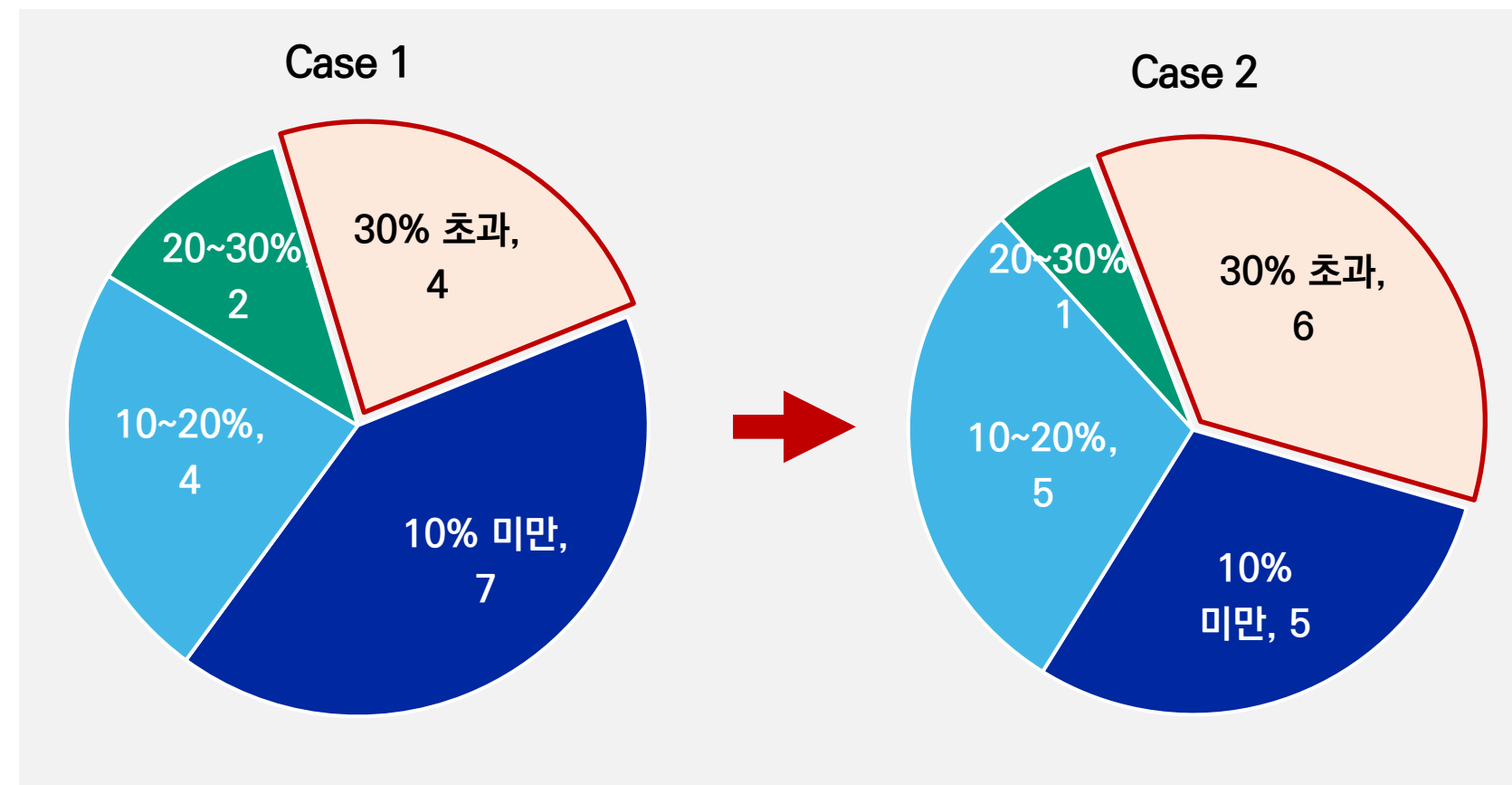
자본규모 대비 잠재손실 비중

(단위: %)



자본규모 대비 잠재손실 비중 업체수

(단위: 개)



주) 자본규모는 2023년 9월 말 또는 2023년 말 실적 기준

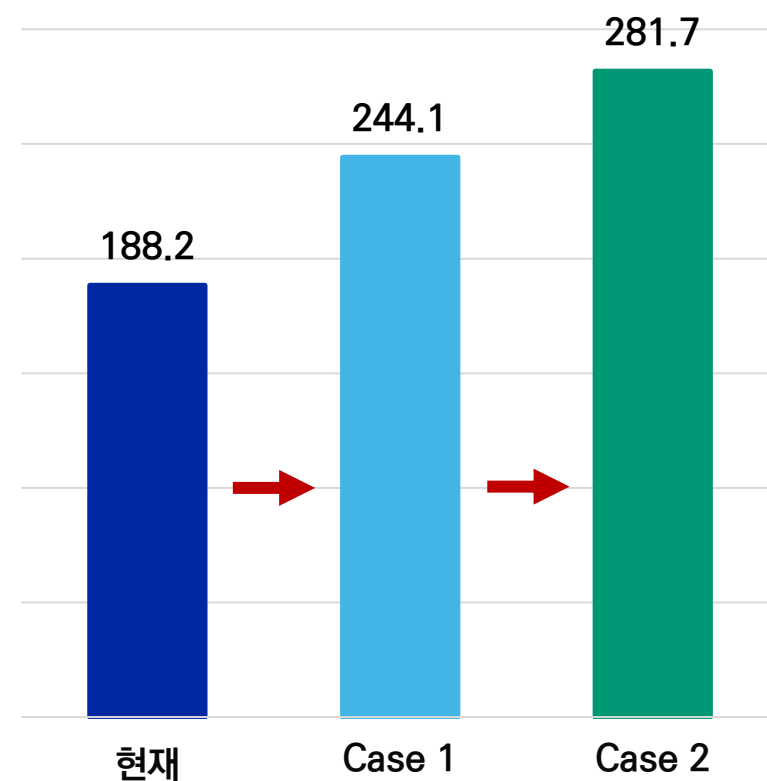
Stress Test 결과 반영에 따른 재무적 영향

잠재부실 반영시 일부 건설사 재무안정성 크게 저하

- 건설사 합산 부채비율 현재 188.2%에서 Case 2 기준 281.7%까지 상승
- 부채비율 300% 초과 업체 현재 2개 → Case 1: 6개 → Case 2: 7개로 증가
- 신용평가 과정에서 Stress Test 등을 활용하여 잠재부실의 실질 Risk 분석 강화

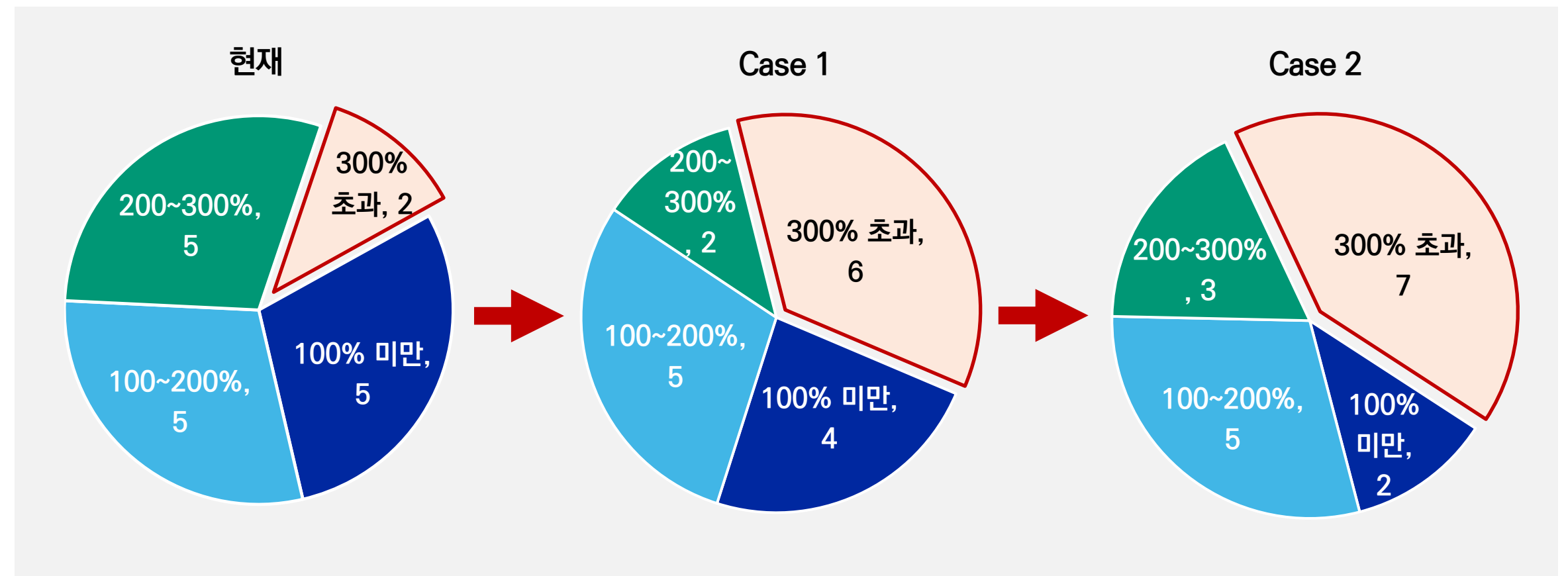
손실반영시 부채비율 변동

(단위: %)



손실반영에 따른 부채비율 변동 업체수

(단위: 개)



주) 현재 부채비율은 2023년 9월 말 또는 2023년 말 실적 기준

Contents

건설사 유동성 점검

건설사 부실 Risk(I) – 미분양

건설사 부실 Risk(II) – PF우발채무

잠재부실 Stress Test

2024년 실적 전망 및 주요 모니터링 업체

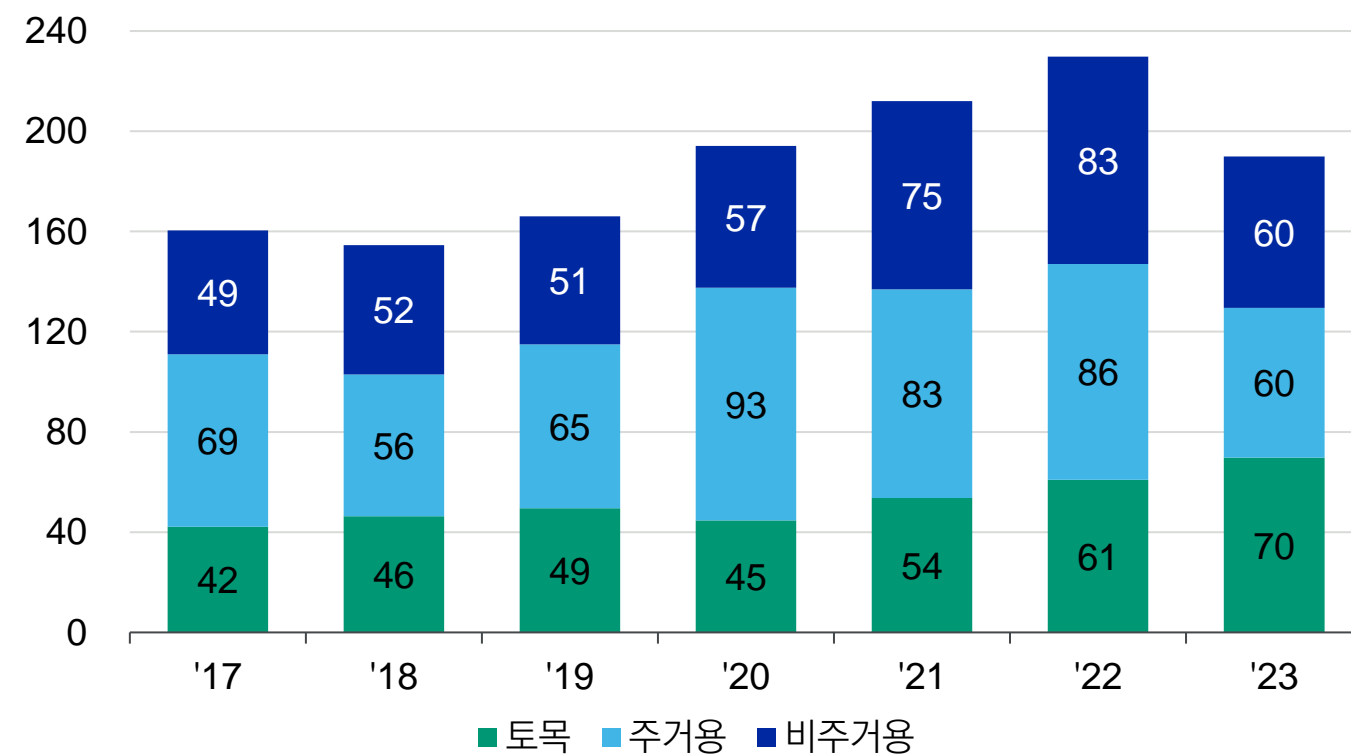
매출: 외형 성장세 둔화 전망

착공 및 건설 수주 감소로 매출기반 위축

- 분양경기 부진 장기화로 착공물량 감소, 2023년 국내 건설 수주액도 전년 대비 17.4% 감소한 190조원 기록
- 공급 관련 선행지표 고려할 때 건축·주택사업 의존도 높아진 건설사들의 매출규모 위축 불가피
- 인허가에서 착공, 매출 인식까지의 시차 고려할 때 2024년 하반기부터 주택사업 중심으로 건설사 매출 감소 예상

국내 건설 수주

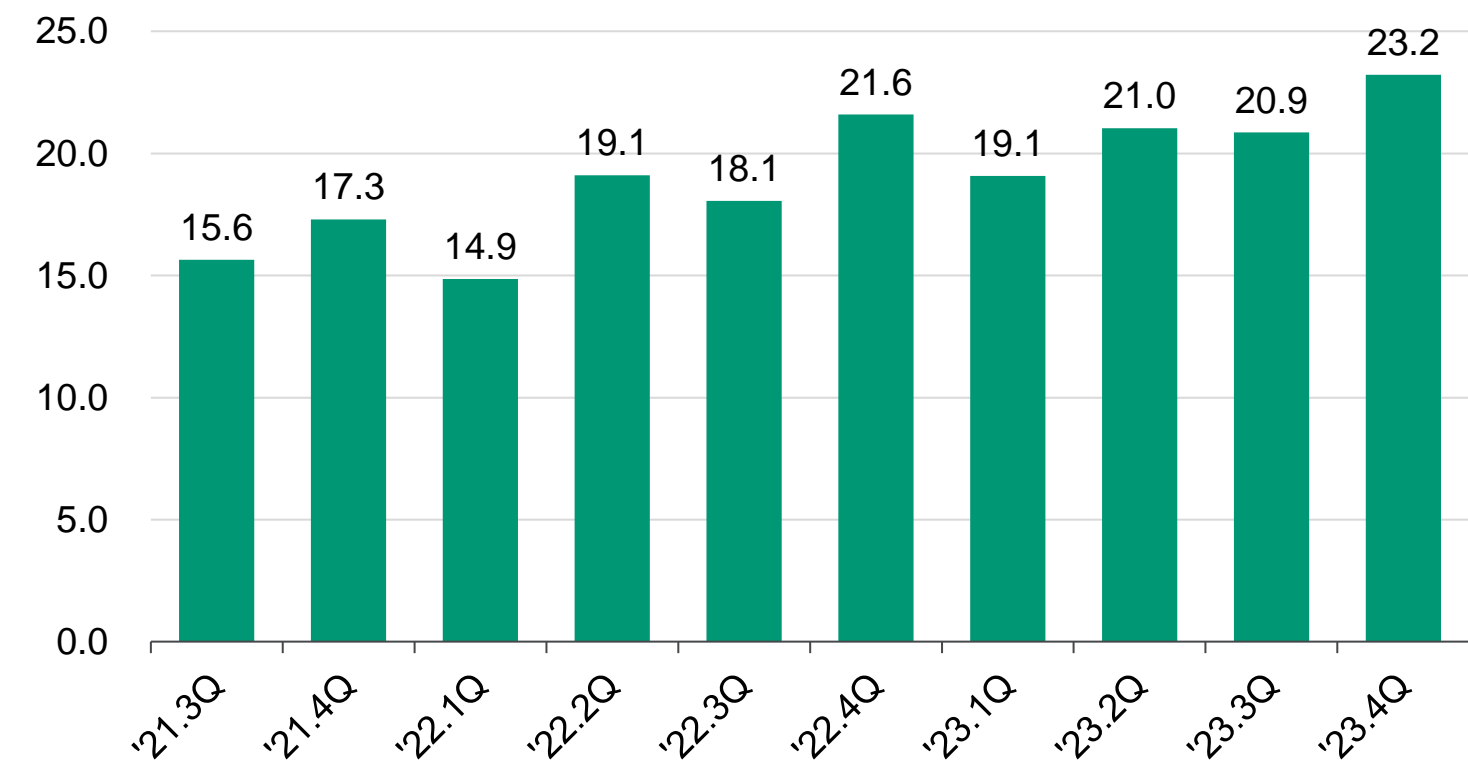
(단위: 조원)



자료: 대한건설협회

건설사 합산 분기별 매출

(단위: 조원)



주) 당사 등급 보유 건설사 중 분기실적을 공시하는 12개사(현대건설, DL이앤씨, 포스코이앤씨, GS건설, 롯데건설, HDC현대산업개발, 신세계건설, SK에코플랜트, KCC건설, 서희건설, 한양, 아이에스동서) 합산 기준
자료: 각사 공시

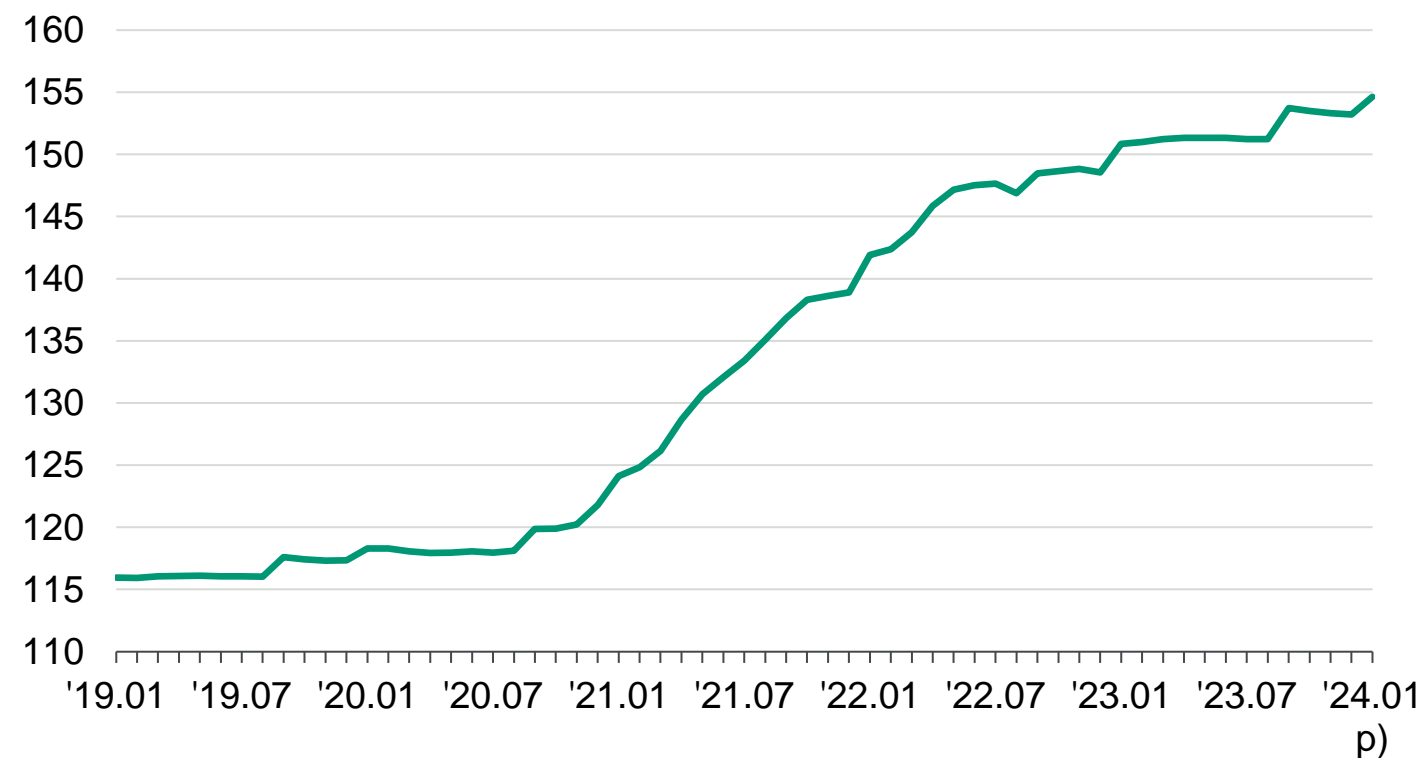
수익성: 공사원가 부담으로 저조한 상태 지속

높은 공사원가 부담 여전, 미분양 관련 손실 가중

- 글로벌 원자재 인플레이션, 근로자 수급 어려움으로 확대되었던 공사원가 부담은 여전히 건설사 수익성의 제약 요인
- 2023년 건설사 합산 영업이익은 전년보다 감소, 원가 상승 및 돌관공사 비용, 미분양 관련 손실이 주요 원인
- 공사비 반영 미진한 현장 비중 아직 크고, 미분양 및 PF우발채무 관련 손실 가능성 감안할 때 수익성 단기간 내 반등 어려울 전망

건설공사비지수

(2015=100)

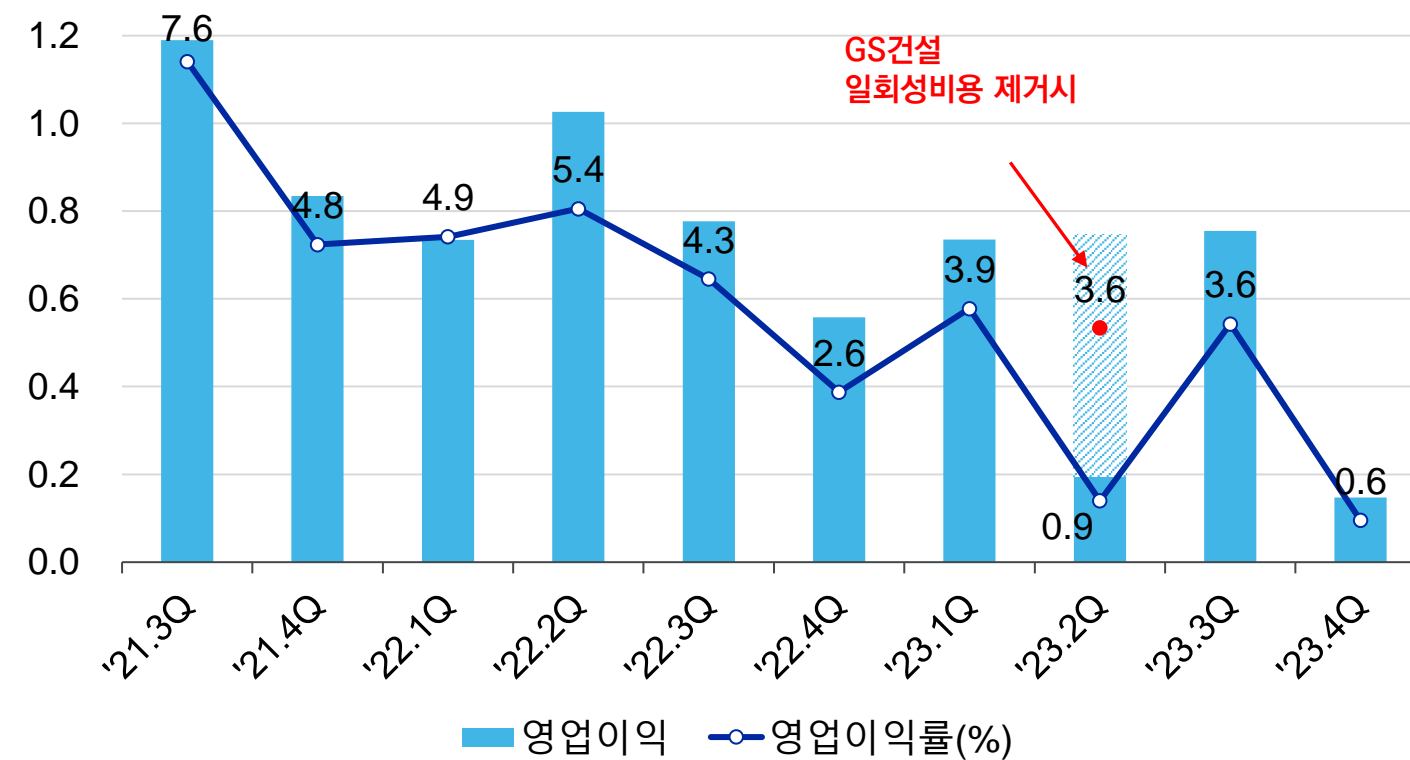


주) 2024년 1월은 잠정수치

자료: 통계청

건설사 합산 수익성 지표

(단위: 조원)



주) 당사 등급 보유 건설사 중 분기실적을 공시하는 12개사 합산 기준

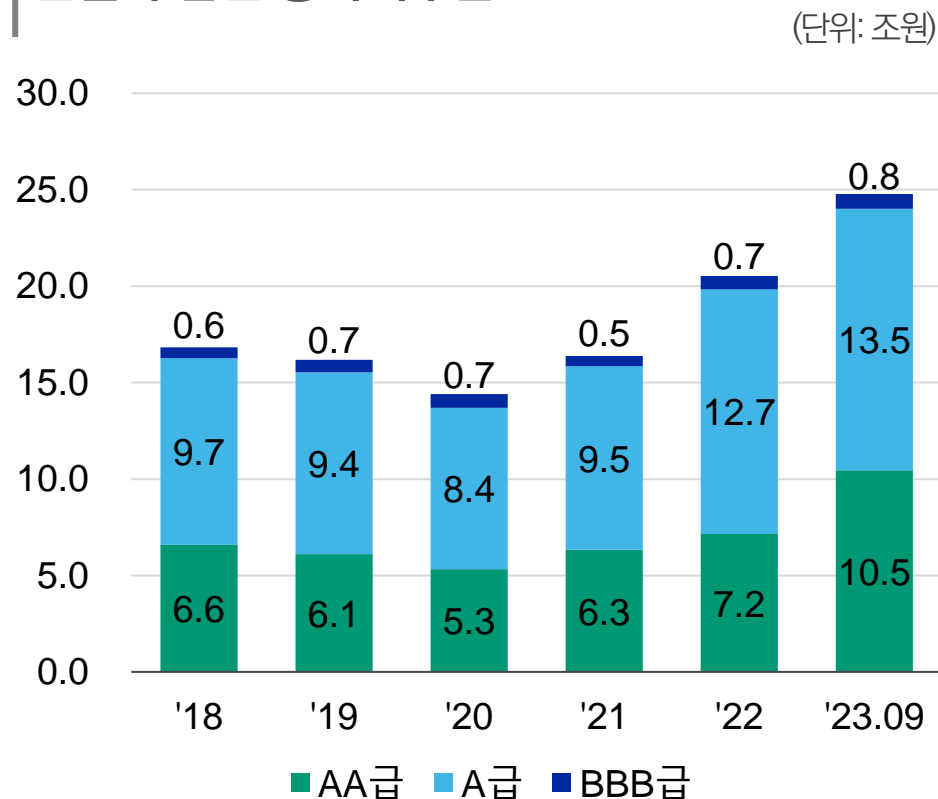
자료: DART 공시

재무안정성: 원활한 운전자금 회수가 관건

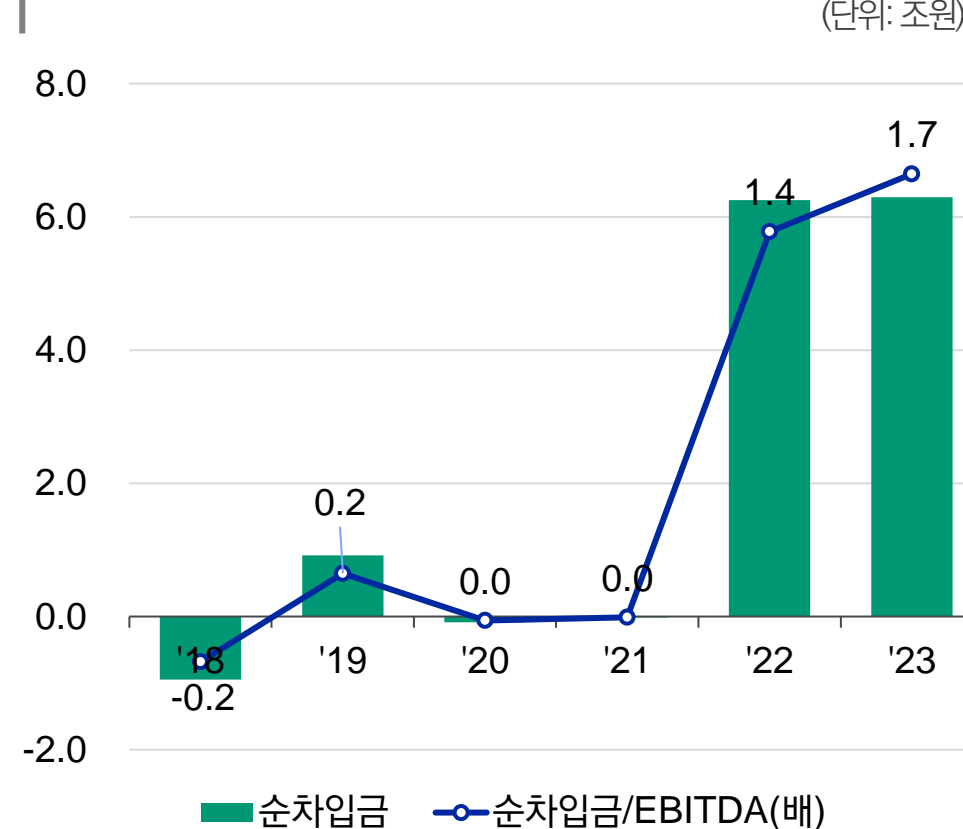
수익성 저하 & 운전자금 부담으로 차입규모 증가

- 수익성 저하와 주택사업 매출 성장에 따른 공사미수금 부담으로 2022년부터 건설사 합산 영업현금흐름 적자 전환
- 운전자금 부담과 PF우발채무 관련 자금소요로 건설사 합산 순차입금 2022년부터 크게 확대
- 2024년부터 기존 진행현장 준공으로 공사대금 회수될 경우 재무부담 완화될 수 있으나, 경기 부진 장기화로 인한 대금 회수 지연, PF 부실로 인한 재무구조 저하 가능성 내재

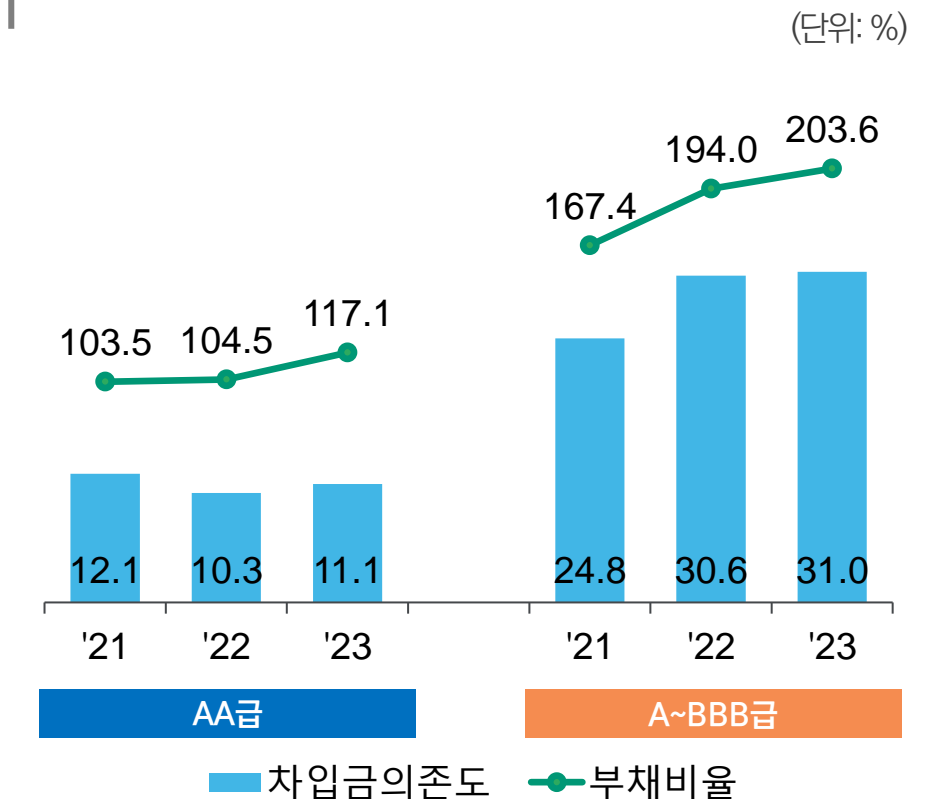
건설사 합산 공사미수금



건설사 합산 순차입금



등급군별 재무안정성 지표



주) 당사 등급 보유 건설사 중 분기실적을 공시하는 12개사 합산 기준, 공사미수금은 미청구 포함

자료: DART 공시

'22년 이후 신용등급 변동 건설사(BBB- 이상)

업체명	구분	2019.12	2020.12	2021.12	2022.12	2023.12	2024.03
롯데건설	장기 단기	A+/안정적 A2+	A+/안정적 A2+	A+/안정적 A2+	A+/부정적 A2+	A+/부정적 A2+	A+/부정적 A2+
GS건설	장기 단기	A/안정적 A2	A/안정적 A2	A+/안정적 A2+	A+/안정적 A2+	A+/부정적 A2+	A/안정적 A2
HDC현대산업개발	장기 단기	A+/하향검토 A2+/하향검토	A+/안정적 A2+	A+/안정적 A2+	A/부정적 -	A/부정적 -	A/부정적 -
신세계건설	장기 단기	A/안정적 A2	A/안정적 A2	A/안정적 A2	A/안정적 A2	A/부정적 A2	A-/안정적 A2-
KCC건설	장기 단기	A-/안정적 A2-	A-/안정적 A2-	A-/안정적 A2	A-/안정적 A2	A-/안정적 A2-	A-/안정적 A2-
호반산업	장기 단기	- A3+	- A3+	- A3+	- A3+	- A2-	- A2-
서희건설	장기 단기	BBB-/안정적 -	BBB-/긍정적 -	BBB/안정적 -	BBB/긍정적 -	- A3+	- A3+
한신공영	장기 단기	BBB/안정적 -	BBB/안정적 -	BBB/긍정적 -	BBB/부정적 -	BBB-/안정적 A3	(BBB-/부정적) -
대보건설	장기 단기	BBB/부정적 -	BBB-/안정적 -	BBB-/안정적 -	BBB-/안정적 -	BBB-/안정적 -	BBB-/부정적 -

주) 한신공영의 무보증사채 신용등급은 2024년 2월 28일 만료, 현재 한국자산관리공사 보증사채(AAA/안정적) 등급만 존재

롯데건설(A+/부정적, A2+)

한숨 돌린 유동성 Risk, 여전히 과중한 PF우발채무

- 2024년 1분기 총 2.8조원 규모의 PF유동화증권 매입펀드 조성 → 보증 PF유동화증권의 약 60% 장기로 차환, 유동성 부담 완화
- 2023년 말 기준 5.4조원(정비사업 0.9조원 포함)에 이르는 PF보증은 여전히 과중한 수준이며, 미착공사업장 비중 높음 → 사업 및 재무적 불확실성
- PF보증 제공 사업장의 진행과정 및 PF우발채무 규모와 관련한 비경상적 손실가능성은 신용도 관점 주요 모니터링 포인트

유동성 확보 현황 - 2023년 말 별도기준

(단위: 조원)

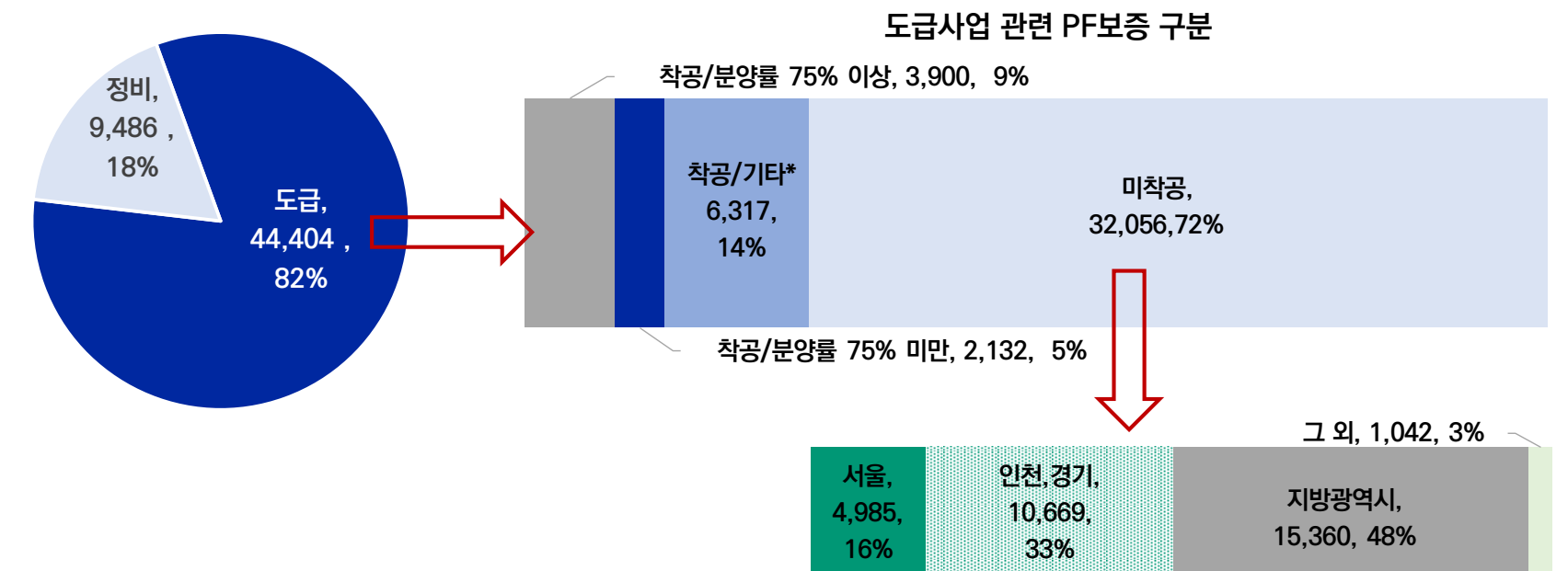
가용 유동성 원천		'24년 만기도래 차입금 등		
현금성자산	2.0	PF보증(대출잔액)	1.7	펀드 2.8 제외
미사용 여신한도	0.1	공모사채, CP(보증채 포함)	1.0	차환완료 0.2
합계	2.1	금융기관 차입	0.9	차환완료 0.1
		합계	3.5	

주) PF보증금액에는 유동화증권 매입펀드 편입금액(총 2.8조원) 제외

자료: 롯데건설 공시 및 제시

PF보증 구성 - 2023년 말 연결 기준

(단위: 억원)



주1) 연대보증, 채무인수, 자금보충 포함, SOC 및 BTL 관련 보증 제외, 이하 동일

주2) 기타에는 민간임대, 복합개발, 분양 전 현장 관련 PF 포함

자료: 롯데건설 제시

자산 매각, 미착공 PF 사업장 진행 상황 검토 필요

- 2024년 2월 정부의 영업정지 처분 결정 및 검단 현장 사고 등에 따른 대규모 손실을 감안하여 신용등급 하향
- 차입금 및 PF유동화증권 등의 단기 차환부담 내재하고 있으나, GS이니마 지분 매각 추진 등을 통해 대응 능력 확보 중
- 구조적으로 미착공 현장이 많은 PF보증 구성, 전반적으로 위험 통제하고 있으나 장기 미착공 현장의 진행 상황 모니터링 필요

유동성 확보 현황 - 2023년 말 별도기준

(단위: 조원)

가용 유동성 원천

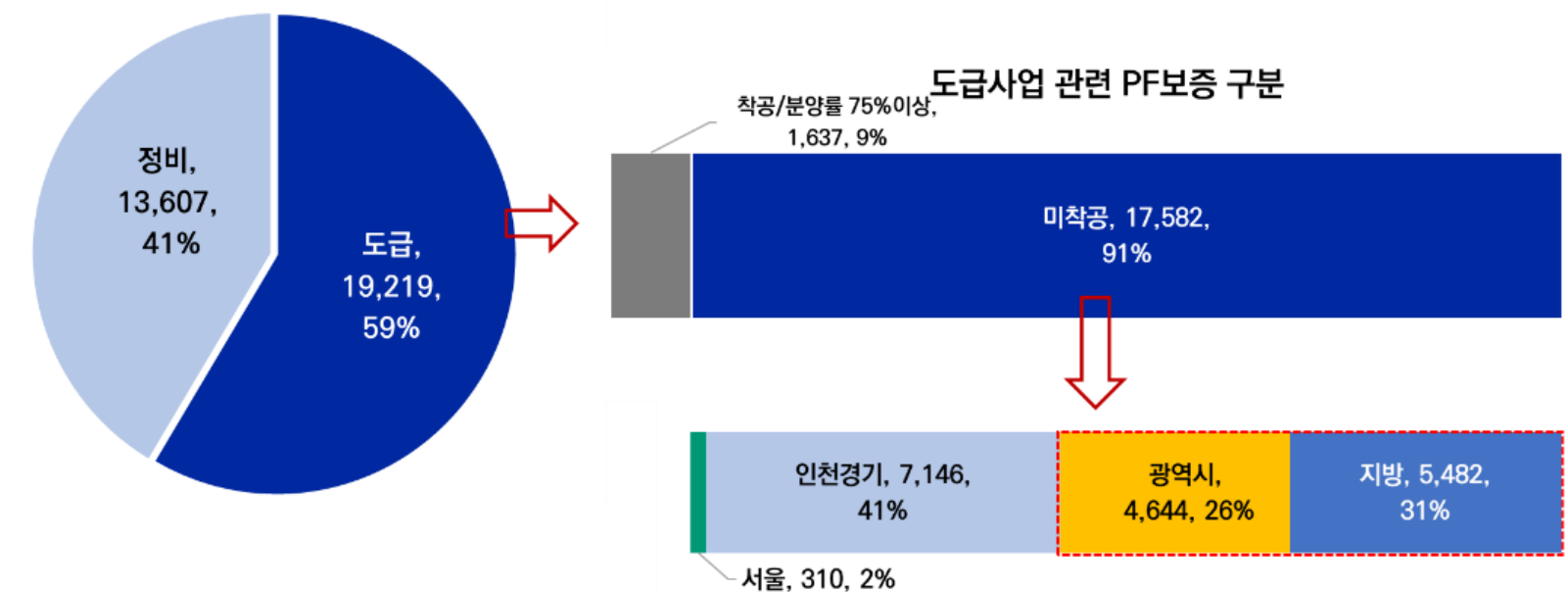
현금성자산	1.7
GS이니마 매각	0.3~1.5
미사용 여신한도	0.9
합계	3.0~4.2

'24년 만기도래 차입금 등

PF보증(대출잔액)	2.0
공모사채	0.2
금융기관 차입	1.8
차환완료 0.5	
합계	4.0

PF보증 구성 - 2023년 말 연결기준

(단위: 억원)



주) GS이니마 매각금액은 언론기사 등에서 언급하고 있는 예상금액 범위를 준용

자료: GS건설 공시 및 제시

자료: GS건설 공시 및 제시

HDC현대산업개발(A/부정적)

PF우발채무 Risk 제한적, 영업정지 관련 소송 결과 모니터링

- 2024년 만기도래 PF보증 및 차입금의 경우 양호한 분양실적과 보유 현금성자산, 미사용 여신한도 및 대체자금조달능력을 바탕으로 대응 가능할 전망
- PF보증규모는 큰 편이나 정비사업과 착공 도급 현장이 대부분으로 실질 Risk는 제한적
- 모니터링 대상: ①영업정지 처분 관련 소송의 영향, ②PF보증 대상 미착공 도급사업장들의 사업 진행, ③대규모 자체사업 관련 운전자본 부담 통제

유동성 확보 현황 - 2023년 말 별도기준

(단위: 조원)

가용 유동성 원천

현금성자산	0.7
미사용 여신한도	0.1
합계	0.8

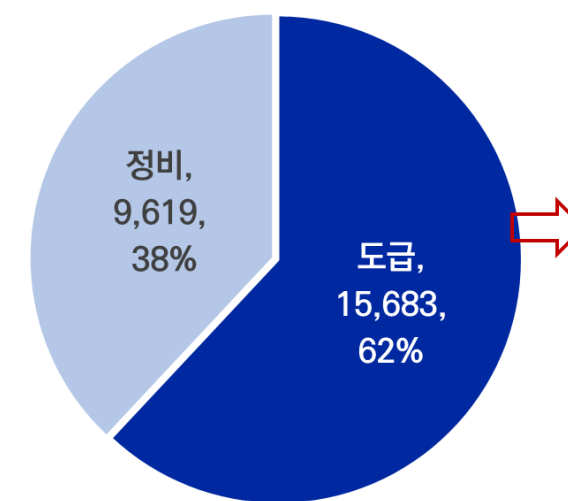
'24년 만기도래 차입금 등

PF보증(대출잔액)	1.2	0.5는 입주완료 (예정) 사업장
공모사채	0.1	
금융기관 차입	1.2	담보부차입 0.9
합계	2.4	

자료: HDC현대산업개발 공시 및 제시

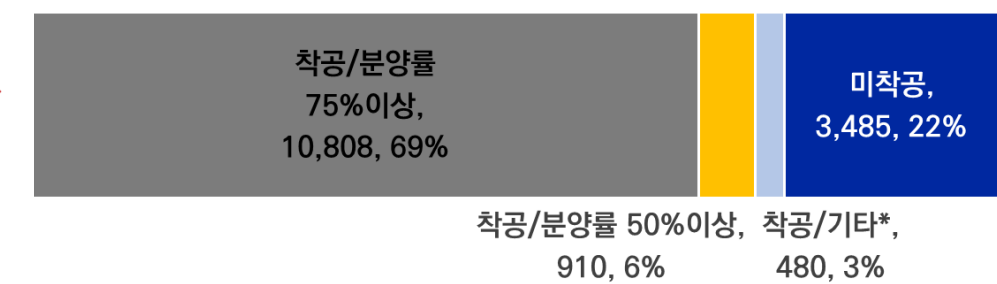
PF보증 구성 - 2023년 말 별도기준

(단위: 억원)



주) 기타에는 분양 전 현장 관련 PF 등 포함

도급사업 관련 PF보증 구분



자료: HDC현대산업개발 제시

계열 기반의 유동성 확보에도 원가 및 미분양 부담 수준, PF보증 리스크 모니터링 필요

- 2024년 3월 공사원가 상승 및 미분양 관련 예상 손실 반영 등에 따른 대규모 영업적자, 확대된 PF우발채무 Risk 등을 감안하여 신용등급 하향 : '24.02 기존 책임착공 의무 제공한 구포항역 개발사업의 착공 및 본PF 전환 지연됨에 따라 PF 자금보충으로 전환(만기 '25.02, 보증금액 2,000억원)
- 2024년 초 그룹 차원의 재무적 지원으로 단기 자금소요에는 대응 가능할 전망
- 공사원가 상승에 대응한 수익성 확보 여부, 주요 미분양 현장의 공사미수금 추이, PF보증 사업장의 진행 상황 등이 향후 신용도 좌우

유동성 확보 현황 - 2023년 말 별도기준

(단위: 억원)

가용 유동성 원천		'24년 만기도래 차입금 등	
현금성자산	1,260	PF보증(대출잔액)	800
영랑호리조트 합병	660	회사채	300 신종자본증권
레저사업 매각 ¹	1,820	기업어음	850
사모채(계열인수) 발행 ¹	2,000	금융기관 차입	850
미사용 여신한도	650	합계	2,800
합계	6,390	미분양 현장 공사비	+ α
계열 추가 지원 검토 중	+ α		

부문별 수익성 구성 - 별도기준

(단위: 억원, %)

구 분		2019	2020	2021	2022	2023
건설	매출	9,650	9,200	12,185	13,699	14,154
	영업이익	305	336	496	-68	-1,935
	영업이익률	3.2	3.6	4.1	-0.5	-13.7
레저	매출	512	368	382	625	872
	영업이익	-62	-129	-112	-52	57
	영업이익률	-12.2	-35.1	-29.3	-8.4	6.5
합계	매출	10,162	9,568	12,568	14,324	15,026
	영업이익	242	206	384	-120	-1,878
	영업이익률	2.4	2.2	3.1	-0.8	-12.5

주1) 레저 매각대금 유입은 2024년 4월 예정, 사모채는 1월(1,000억원)에 이어 4월(500억원), 7월(500억원) 발행 예정
자료: 신세계건설 공시 및 제시

주) 레저사업부문은 2024년 4월 매각 예정

자료: 신세계건설 공시

결론 및 신용평가시 주안점

길어지는 업황 부진, 이제는 장기전에 대비해야 할 때

- 2024년 내 본격적인 분양경기 회복은 쉽지 않으며, 고금리 및 투자심리 냉각도 지속
- 당사 등급보유 건설사는 대부분 단기 유동성 대응 능력 보유하고 있으나, 업황 부진 장기화에 대비한 체력 필요

2024년에도 건설사 신용도에 대한 하방압력은 지속될 전망이다

- 외부여건 단기간 내 개선 어려운 상황에서 2024년에도 건설사 등급 하방압력 여전
- ①계열 지원, 자구안 등을 통한 유동성 확보, ②PF우발채무 부실화 여부가 건설사 신용도의 핵심요소
- 유동성 및 부실 Risk에 적절히 대응하는 건설사와 그렇지 못한 건설사 간 등급 차별화 현상 나타날 것

건설사 유동성 상황과 더불어 부실 Risk를 면밀히 검토하여 신용도에 반영할 계획이다

- 건설사 손실 반영 사례 증가 전망 : 부실 관련 Stress Test 강화, 필요시 신용평가에 적극적으로 활용할 계획
- 상반기 회사채 정기평가시 PF보증이나 미분양 Risk가 큰 건설사의 유동성 관리 수준과 부실 인식 가능성을 중점적으로 검토할 예정

Appendix – 건설사 신용등급 추이

업체명	구분	2019.12	2020.12	2021.12	2022.12	2023.12	2024.03
현대건설	장기 단기	AA-/안정적 -	AA-/안정적 -	AA-/안정적 -	AA-/안정적 -	AA-/안정적 -	AA-/안정적 -
DL이앤씨	장기 단기	- -	- -	AA-/안정적 A1	AA-/안정적 A1	AA-/안정적 A1	AA-/안정적 A1
포스코이앤씨	장기 단기	A/긍정적 A2	A+/안정적 A2+	A+/안정적 A2+	A+/안정적 A2+	A+/안정적 A2+	A+/안정적 A2+
롯데건설	장기 단기	A+/안정적 A2+	A+/안정적 A2+	A+/안정적 A2+	A+/부정적 A2+	A+/부정적 A2+	A+/부정적 A2+
GS건설	장기 단기	A/안정적 A2	A/안정적 A2	A+/안정적 A2+	A+/안정적 A2+	A+/부정적 A2+	A/안정적 A2
호반건설	장기 단기	A/안정적 A2	A/안정적 A2	A/안정적 A2	A/안정적 A2	A/안정적 A2	A/안정적 A2
HDC현대산업개발	장기 단기	A+/하향검토 A2+/하향검토	A+/안정적 A2+	A+/안정적 A2+	A/부정적 -	A/부정적 -	A/부정적 -
신세계건설	장기 단기	A/안정적 A2	A/안정적 A2	A/안정적 A2	A/안정적 A2	A/부정적 A2	A-/안정적 A2-
KCC건설	장기 단기	A-/안정적 A2-	A-/안정적 A2-	A-/안정적 A2	A-/안정적 A2	A-/안정적 A2-	A-/안정적 A2-
SK에코플랜트	장기 단기	A-/안정적 A2-	A-/안정적 A2-	A-/안정적 A2-	A-/안정적 A2-	A-/안정적 A2-	A-/안정적 A2-
SK에코엔지니어링	장기 단기	- -	- -	- -	- -	A-/안정적 -	A-/안정적 -
자이에스앤디	장기 단기	- -	- -	A-/안정적 -	A-/안정적 -	A-/안정적 -	A-/안정적 -
디엘건설	장기 단기	- -	- -	A-/안정적 -	A-/안정적 A2-	A-/안정적 A2-	A-/안정적 A2-
호반산업	장기 단기	- A3+	- A3+	- A3+	- A3+	- A2-	- A2-
부영주택	장기 단기	- A3+	- A3+	- A3+	- A3+	- A3+	- A3+
한양	장기 단기	BBB+/안정적 -	BBB+/안정적 A3+	BBB+/안정적 A3+	BBB+/안정적 A3+	BBB+/안정적 A3+	BBB+/안정적 A3+
서희건설	장기 단기	BBB-/안정적 -	BBB-/긍정적 -	BBB/안정적 -	BBB/긍정적 -	- A3+	- A3+
아이에스동서	장기 단기	- A3	- A3	BBB/안정적 A3	BBB/안정적 A3	- A3	- A3
한신공영	장기 단기	BBB/안정적 -	BBB/안정적 -	BBB/긍정적 -	BBB/부정적 -	BBB-/안정적 A3	(BBB-/부정적) -
대보건설	장기 단기	BBB/부정적 -	BBB-/안정적 -	BBB-/안정적 -	BBB-/안정적 -	BBB-/안정적 -	BBB-/부정적 -

주1) 당사 회사채 및 Issuer Rating 신용등급 기준

2) 한신공영의 무보증사채 신용등급은 2024년 2월 28일 만료, 현재 한국자산관리공사 보증사채(AAA/안정적) 등급만 존재

한국신용평가 기업평가본부

전지훈 연구위원

02.787.2243

jihoon.jeon@kisrating.com

김상수 수석애널리스트

02.787.2219

sangsoo.kim@kisrating.com

선지훈 선임애널리스트

02.787.2363

jihun.seon@kisrating.com

Disclaimer

한국신용평가주식회사(‘당사’)가 공시하는 신용등급은 발행사/기관 신용공여채무 및 이에 준하는 증권시장의 상대적인 신용위험에 대한 당사의 현재 견해를 뜻하며, 당사가 발표하는 신용등급 및 평가의견 등 리서치 자료(‘간행물’)는 발행사/기관 신용공여채무 및 이에 준하는 증권시장의 상대적인 신용위험에 대한 당사의 현재 견해를 포함할 수 있습니다. 당사는 신용위험이란 만기 도래하는 계약상의 채무(financial obligations)를 발행사/기관이 불이행할 수 있는 위험 및 부도시 예상되는 금융손실이라고 정의하고 있습니다. 신용등급은 유동성 위험 시장가치 위험 또는 가격변동성 등 기타 다른 위험을 다루고 있지 않습니다. 신용등급과 당사 간행물에 포함된 당사의 견해는 현재 또는 과거 사실에 대한 서술이 아닙니다. 또한 간행물에는 계량모델에 근거한 신용위험의 추정치와 관련 의견 또는 키스자산평가주식회사에서 발행한 견해를 포함할 수 있습니다.

신용등급 및 간행물은 투자자문이나 금융자문에 해당하지 아니하고 그러한 조언을 제공하지도 않으며, 특정 증권을 매수, 매도 또는 보유하라고 권유하는 것도 아닙니다. 또한 당사가 제공하는 신용등급이나 간행물은 해당 정보의 사용자나 그 관계자들에 의해서 행해지는 투자결정에 있어서 어떤 증권을 매매하거나 보유하라는 권고 또는 권유나 사실의 서술이 아니라 당사 고유의 평가기준에 입각한 당사의 의견으로서만 해석되고 또 해석되어야만 하며, 특정 투자자를 위하여 투자의 적격성에 대해 의견을 주는 것이 아닙니다. 당사는 각 투자자가 매수, 매도 또는 보유를 고려중인 증권 각각에 대해 적절한 주의를 기울여 자체적으로 연구, 평가할 것이라고 기대하고, 그러한 이해를 전제로 하여 신용등급을 공시하고 간행물을 발표합니다.

당사의 신용등급과 간행물은 개인 투자자들이 이용하는 것을 전제로 하고 있지 않습니다. 그렇기 때문에 개인투자자들이 당사의 신용등급과 간행물을 이용하여 투자의사결정을 하는 것은 적절하지 않을 수 있습니다. 만약 의문이 있는 경우에는 반드시 재무 전문가 혹은 다른 전문가에게 자문을 구하시기 바랍니다.

당사는 발행사/기관으로부터 제출자료에 거짓이 없고 중요사항이 누락되어 있지 않으며, 중대한 오해를 불러일으키는 내용이 들어 있지 않다는 확인을 수령하고 있으며, 본 보고서는 발행사/기관이 제출한 자료와 함께 당사가 객관적으로 정확하고 신뢰할 수 있다고 판단한 자료원에 근거하고 있습니다. 당사는 발행사/기관 및 이들 대리인이 정확하고 완전한 정보를 적시에 제공한다는 전제하에 신용평가업무를 수행하고 있습니다. 그러나 감사기관이 아니므로 신용평가와 간행물을 준비하는 과정에서 이용하는 정보에 대해 별도의 실사나 감사를 실시하고 있지 않으며, 발행사/기관으로부터 제공받은 정보 또는 신용평가과정에서 생성되는 정보에 있어서 인간 또는 기계에 의한 기타 그 외의 다른 요인에 의한 실수의 가능성 때문에 해당 정보를 특정한 목적을 위해 사용하는데 대하여 명시적으로 혹은 묵시적으로도 어떠한 증명이나 서명, 보증 또는 단언을 할 수 없으며, “있는 그대로” 제공됩니다. 또한 본 보고서의 정보들은 신용등급 부여에 필요한 주요한 판단 근거로서 제시된 것이고 발행사/대상 유가증권에 대한 모든 정보가 나열된 것은 아님을 밝힙니다. 따라서 당해 신용등급이나 기타 의견 또는 정보에 관하여 그 정확성, 완전성, 적시성, 상업성 또는 특정목적에 적합한지 여부를 당사가 명시적 혹은 묵시적으로 보증하거나 확약하지는 않습니다.

법률상 허용된 범위 내에서, 당사 및 그의 이사, 임직원, 대리인, 대표자, 라이선서 및 공급자는 여기 포함된 정보, 동 정보의 사용이나 사용불가능으로 인하여, 또는 그와 관련되어 발생한 어떠한 간접, 특별, 결과적 또는 부수적 손해(현재 혹은 장래의 손실) 당사가 부여한 특정 신용등급의 대상이 아닌 관련 금융상품에서 발생하는 손실 또는 손해를 포함하되 이에 한정되지 아니함에 대하여, 사전에 그 같은 손실 또는 손해 가능성에 대해 고지 받았다고 하더라도, 어느 개인 또는 단체에게도 책임을 지지 않습니다.

법률상 허용된 범위 내에서, 당사 및 그의 이사, 임직원, 대리인, 대표자, 라이선서 및 공급자는 자신들의 과실(단, 고의 또는 기타 법률상 배제될 수 없는 종류의 책임은 제외함) 또는 자신들의 통제 범위 내에 또는 밖에 있는 사유 등에 의하여, 여기 포함된 정보, 동 정보의 사용 또는 사용불가능으로 인하여 또는 그와 관련되어, 어느 개인 또는 단체에게 발생한 어떠한 직접 손실이나 손해 또는 보상으로 인한 손실이나 손해에 대해서도 책임을 지지 않습니다.

본 보고서는 필자의 개인적인 견해로 당사의 공식적인 견해가 아님을 밝힙니다.

여기 있는 모든 정보는 저작권법 등 법의 보호를 받으며, 당사의 사전 서면 동의 없이는 누구도, 이 정보를 전체 또는 부분적으로, 어떤 형태나 방식 또는 수단으로든, 복제 또는 재생산, 배포, 전송, 전달, 유포, 재배포 또는 재판매, 또는 그러한 목적으로 사용하기 위해 저장할 수 없습니다.