

2011.08.29.

# 워크아웃기업 사례분석을 통한 중견건설 기업 Stress Test

| 김기필 기업평가5팀 수석연구원 ☎02-2014-6236 kipi@nicerating.com

## I. 들어가며

2006년 지방을 중심으로 한 주택경기 둔화로 공사미수금 등 선투입자금의 회수지연이 발생하여 건설기업의 재무적 부담이 심화된 가운데, 2008년 글로벌 금융위기에 따른 주택경기 및 건설관련 금융시장의 급격한 경색으로 건설기업의 유동성위험이 증가하였다. 건설기업의 재무적 위기는 2008년 11월 신성건설(주)의 기업회생절차 신청으로부터 표면화되었으며, 이후 금융당국과 채권금융기관협의회는 2009년 1월 1차 신용위험평가를 통해 채권금융공동관리대상(부실징후 C등급) 11개, 퇴출(부실 D등급) 1개사를 선정한 이후 지속적인 상시 신용위험평가를 통해 건설기업에 대한 구조조정을 진행하고 있다.

분양부진 사업장 및 착공지연사업장에 대한 자산(공사미수금, 시행사 대여금 및 미수수의 등)은 주택경기 회복에 따른 분양실적 개선 등 정상적인 사업진행이 이루어지지 않을 경우 손상이 발생할 가능성을 내포하고 있다. 2009년 '경영정상화계획' 약정을 체결한 기업(이하 '워크아웃기업')은 채권금융기관 관리과정에서의 회계실사 및 보수적인 회계정책의 도입으로 공사미수금 및 대여금 등에 대한 대손상각 및 투자부동산/재고자산에 대한 손상차손의 인식을 통해 2008~2010년 기간 잠재부실의 상당 부분을 손실로 인식한 것으로 판단된다.

반면 중견건설기업 역시 주택경기 침체 등 비우호적 산업환경 및 분양부진으로 인한 잠재부실에 노출되어 있으나, 워크아웃기업에 비해서는 상대적으로 잠재부실의 손실 인식이 이루어지지 않은 것으로 판단된다.

본고에서는 국내 부동산경기 침체로 건설기업의 부담요인이 지속되고 있는 상황에서, 워크아웃기업의 비정상손실인식률을 토대로 중견건설기업의 잠재부실 및 잠재부실로 인한 재무안정성 저하가능성에 대해 검토해 보기로 한다. 워크아웃기업과 중견건설기업의 제반 환경 및 경영상황이 다를 수 있고, 보유자산의 질에 차이가 존재하고 있으나, 주택경기의 침체가 지속되고 있는 상황에서 중견건설기업의 재무건전성에 대한 Stress Test로서 본고의 의미가 존재한다고 판단된다.

## II. 워크아웃 건설기업에 대한 검토

### 1. 분석대상

본고에서는 워크아웃 개시 전과 후의 민간사업의 비중, 위험노출자산의 규모와 비경상적 손실 및 손실인식률을 분석하였다.

- 2009년 상반기 워크아웃이 개시된 기업 : FY2008 재무제표 공시 이전인 2009년 1월 워크아웃 대상기업으로 선정됨에 따라 FY2008~FY2010 재무제표에 대손상각비, 손상차손 등 대규모 비경상적 손실을 인식
- 2008년, 2009년 투자등급(당사 및 타 신용평가사로부터 BBB- 이상의 장기신용등급)의 신용등급 보유 : 2009년 상반기 워크아웃 개시기업 중 매출규모 등 외형이 과소하고, 특정 프로젝트가 차지하는 비중이 과다하여, 시계열 분석의 유의성이 낮은 투기등급의 기업 및 신용등급이 없는 기업 제외
- 대상기업의 FY2006~FY2010 합산재무지표

### 2. 워크아웃 건설기업의 특징

2008년까지 매출신장을 시현하였으나, 워크아웃 개시이후 대외신인도 저하로 인한 수주경쟁력 약화 및 민간사업에 대한 보수적인 접근으로 매출규모가 감소하였고, 회계실사 및 채권금융기관의 보수적인 회계정책의 도입으로 2008년 이후 대손상각비/기타대손상각비/자산손상차손 등 보유 자산에 대해 대규모 손실을 인식하였다. 건설경기 침체에 따른 영업수익성 저하 및 대규모 비경상손실의 영향으로 저조한 법인세전수익성을 시현하고 있으며, 재무안정성이 저하되었다.

- 2008년 매출규모가 정점에 도달한 이후 매출규모 감소 : 워크아웃 개시 이후 경기부양을 위한 정부발주에 힘입어 공공토목부문의 매출은 증가하였으나, 사업위험 관리를 위한 민간사업의 보수적 진행 및 민간사업 진행여량의 제약(신규 PF사업수주경쟁력 저하 등)으로 민간사업의 매출규모가 크게 감소하여, 회사 전체 매출규모 및 민간사업매출비중이 감소하였다.

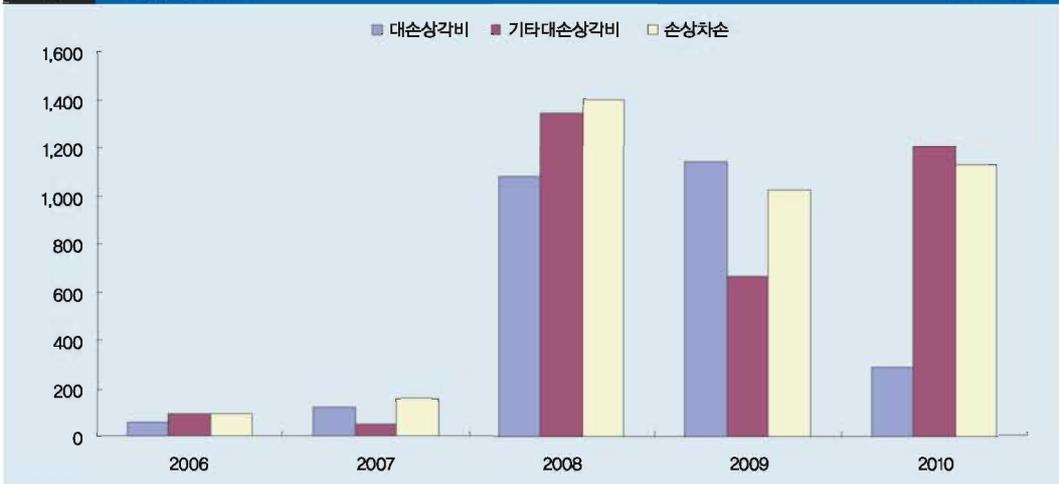
[표1] 공종별/발주처별 매출 구성 및 추이

(단위: 억 원, %)

구분	2006	2007	2008	2009	2010	5개년 평균
공공건축	3,994	5,631	9,087	7,678	6,036	6,485
민간건축	24,468	27,819	25,350	18,931	19,559	23,225
공공토목	6,427	7,693	8,481	9,820	10,025	8,489
민간토목	-	-	91	57	665	163
기타(조경)	1,162	1,444	2,097	2,028	2,082	1,762
자체분양	2,853	3,235	4,921	5,279	2,057	3,669
합계	38,904	45,822	50,027	43,793	40,424	43,794
민간매출	27,321	31,054	30,362	24,266	22,281	27,057
민간매출비중	70.2	67.8	60.7	55.4	55.1	61.8

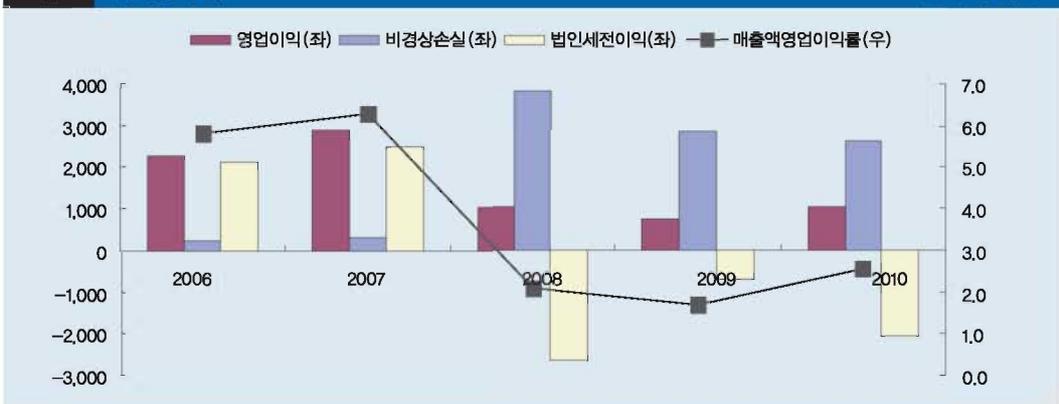
- 2008년 이후 대규모 비경상손실 인식 : 워크아웃의 영향으로 인한 회계실사 및 보수적인 회계정책의 도입으로, 위험노출자산<sup>1</sup>(매출채권, 장단기대여금, 장단기미수금, 장단기미수수익 등)에 대한 대손상각, 대물인수한 투자부동산 등의 손상차손으로 대규모 비경상손실<sup>2</sup>을 인식하였다.

**그림 1 비경상손실 추이** (단위: 억 원)



- 영업수익성 저하 및 법인세전 수익 감소 : 상대적으로 원가율이 양호한 민간사업의 축소 및 공공부문 수주경쟁격화에 따른 원가율상승으로 영업수익성이 저하된 가운데, 대규모의 비경상손실 인식 등으로 2008년 이후 대규모 법인세전손실을 시현하고 있다.

**그림 2 수익성 추이** (단위: 억 원, %)



<sup>1</sup> 위험노출자산 : 공공공사 관련 공사미수금 등은 위험노출이 제한적이나, 민간공사 관련 공사미수금과의 분리가 어려운 상황으로, 전체 공사미수금을 위험노출자산에 포함

<sup>2</sup> 비경상손실 : 판매관리비에 포함된 대손상각비의 경우 회계적으로 비경상손실에 포함되지 않으나, 본고에서는 민간사업과 관련되어 발생하는 대손상각비, 기타대손상각비, 자산손상차손을 비경상손실로 정의

- 부채비율 및 PF우발채무/자기자본비율 상승 : 경영정상화 추진에 따른 PF우발채무의 감소 등에도 불구하고, 대규모 손실 등으로 자기자본이 감소하여 부채비율이 상승하고 PF우발채무/자기자본비율이 상승하였다.



- PF우발채무 및 위험노출자산 규모의 제한적 감소 : 2008년 이후 민간매출규모 감소에 비해, PF우발채무 및 위험노출자산은 제한적으로 감소하였다. 이는 민간매출감소 및 위험노출자산에 대한 대규모 대손인식 등에도 불구하고, 주택경기침체의 지속으로 분양실적개선 및 미착공사업장에 대한 시공권타절이 지연되고 있는 상황에 따른 것으로 판단된다.

**[표 2] PF우발채무, 위험노출자산 추이** (단위: 억 원, %)

구 분	2006	2007	2008	2009	2010	증가율
PF우발채무 잔액	54,566	69,158	73,153	62,497	62,256	-14.9
위험노출자산	19,595	27,222	33,534	34,428	29,302	-12.6
민간부문 매출	27,321	31,054	30,362	24,266	22,281	-26.6

위험노출자산=회수위험이 존재하는 매출채권, 대여금, 미수금, 미수수익, 선금금 등임.  
증가율은 2008년 대비 2010년 증가율임.

### III. 중견건설기업에 대한 검토

#### 1. 분석대상

본고에서는 당사가 투자등급을 부여한 기업들 중 사업포트폴리오가 워크아웃 기업과 유사한 중견 건설기업에 대해 민간사업의 비중, 위험노출 자산의 규모와 비정상적 손실 및 손실인식률을 분석하였다.

- 당사가 투자등급의 장기신용등급을 부여한 중견건설기업 : 해외수주경쟁력, 재무적 여력 등을 보유하여 국내 건설경기 침체에 대한 대응능력을 보유하고 있는 대형건설기업 제외
- 대상기업의 FY2006~FY2010 합산재무지표

## 2. 분석대상 중견건설기업의 특징

중견건설기업의 경우 주택경기 침체 등에도 불구하고, 매출외형 및 민간매출규모의 큰 변동은 없는 상황이나, 주택경기 침체 등에 따른 민간사업 관련 자산의 회수지연으로 위험노출자산의 규모는 증가하여 잠재위험요인이 증가된 것으로 판단된다. 건설경기 침체를 반영하여 2008년 이후 기타 대손상각비 등 비정상적 손실인식 규모가 증가하였으나, 민간매출규모 및 위험노출자산 규모에 비해 그 규모는 미미한 상황으로 주택경기 침체가 지속될 경우 비정상손실의 발생가능성이 존재하는 것으로 판단된다.

- 주택경기 침체 등에도 불구하고, 매출규모의 큰 변동은 없는 상황 : 2008년 하반기 글로벌금융 위기 등에도 불구하고, 중견건설기업의 매출외형, 민간매출규모는 큰 변동이 없는 상황이다. 이는 2009년 공공부문 발주증가와 기존 민간사업의 불가피한 진행<sup>3</sup>때문인 것으로 판단된다.

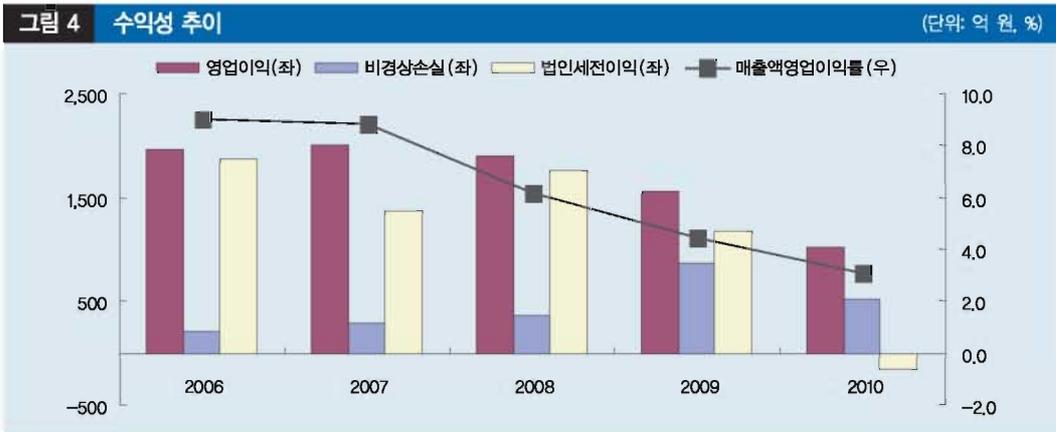
[표3] 공종별/발주처별 매출 구성 및 추이

(단위: 억 원, %)

구분	2006	2007	2008	2009	2010	5개년 평균
공공건축	1,786	2,918	4,312	4,872	4,968	3,771
민간건축	12,545	11,748	15,585	13,249	8,996	12,425
공공토목	4,612	4,244	4,965	6,251	7,086	5,432
민간토목	812	864	2,218	3,367	4,313	2,315
기타(조경)	436	507	655	775	878	650
자체분양	1,632	2,523	3,010	6,430	6,681	4,055
합계	21,824	22,805	30,744	34,944	32,922	28,648
민간매출	14,989	15,135	20,812	23,045	19,991	18,795
민간매출비중	68.7	66.4	67.7	65.9	60.7	65.9

- 2008년 이후 기타 대손상각비 등 비정상손실이 증가하였으나 매출규모 대비 비중은 크지 않은 상황 : 주택경기 침체 등의 영향으로, 2008년 이후 위험노출자산(매출채권, 장단기대여금, 장단기미수금, 장단기미수수익 등)의 대손상각, 대물인수자산의 손상차손 인식이 증가하였으나, 보유 위험노출자산 대비, 민간부문 매출 대비 그 비중은 미미한 상황이다.

<sup>3</sup> 주택경기의 침체로 민간사업의 시행 및 시공권양도가 용이하지 않은 상황에서, 자체분양사업의 경우 기투입된 용지대 등 선투입 비용의 회수, PF예정사업의 경우 시간경과에 따른 금융비용 누적을 방지하기 위해 손실을 감수하고 기존 민간사업을 진행해야 할 유인이 존재



- 이익유보에 따른 자기자본 확충 및 PF도급사업에 대한 보수적인 접근 등으로 PF우발채무/자기자본비율 개선 : 2008년 이후 민간사업에 대한 사업위험 관리로 PF우발채무가 감소하는 가운데, 이익유보에 따른 자기자본 확충으로 PF우발채무/자기자본비율이 개선되었다.



- 2010년 위험노출자산 규모 증가 : 2008년 대비 2010년 민간매출규모는 유사한 상황이나, 위험노출자산은 큰 폭으로 증가하였다. 이는 주택경기 침체 등으로 민간사업 관련 자산의 회수가 지연됨에 따른 것으로 판단된다.

**[표 4] PF우발채무, 위험노출자산 추이** (단위: 억 원, %)

구분	2006	2007	2008	2009	2010	증가율
PF우발채무 잔액	15,180	20,946	23,597	22,593	22,052	-6.6
위험노출자산	10,439	10,891	15,453	20,339	26,339	70.4
민간부문 매출	14,989	15,135	20,812	23,045	19,991	-4.0

위험노출자산=회수위험이 존재하는 매출채권, 대여금, 미수금, 미수수익, 선급금 등임.  
증가율은 2008년 대비 2010년 증가율임.

## Ⅳ. 워크아웃기업의 손실반영률을 적용한 중견건설기업 Stress Test

중견건설기업의 낮은 PF우발채무/자기자본 비율을 고려할 경우, 중견건설기업은 워크아웃기업에 비해 보수적으로 민간사업을 진행하고 있는 것으로 판단된다. 또한, 정상적인 민간사업진행이 어려웠던 워크아웃기업에 비해, 정상적인 사업진행을 통해 민간사업 관련 손실을 감소시킬 수 있었을 것으로 판단된다.

그러나, 중견건설기업은 워크아웃기업과 유사한 규모의 민간사업비중을 보유하고 있는 가운데, 2008년 이후 위험노출자산의 규모가 증가하고 있다. 향후 주택경기 회복이 지연될 경우 위험노출자산 관련 손상이 발생할 가능성이 존재하는 것으로 판단된다.

[표 5] 중견건설기업, 워크아웃기업 주요 재무수치 추이

(단위: 억 원, %)

구 분	2006	2007	2008	2009	2010	
중견건설기업	PF우발채무/자기자본	166.2	201.6	182.4	138.6	132.8
	부채비율	159.4	176.4	209.7	194.7	214.1
	비정상손실	208	292	363	862	521
	민간부문 매출	14,989	15,135	20,812	23,045	19,991
	위험노출자산	10,439	10,891	15,453	20,339	26,339
워크아웃기업	PF우발채무/자기자본	453.6	495.9	538.9	514.1	636.6
	부채비율	203.1	230.2	303.5	353.7	384.5
	비정상손실	240	328	3,828	2,833	2,621
	민간부문 매출	27,321	31,054	30,362	24,266	22,281
	위험노출자산	19,595	27,222	33,534	34,428	29,302

워크아웃기업은 FY2006~FY2010 기간 동안 5개년 평균 위험노출자산 대비 34.2%, 5개년 평균 민간부문 매출 대비 35.6%의 비정상손실을 인식하였으나, 중견건설기업은 5개년 평균 위험자산 대비 13.5%, 5개년 평균 민간부문 매출 대비 12.0%의 비정상손실을 인식하였다.

중견건설기업에 워크아웃기업이 5개년 동안 인식한 손실율을 적용하여 2010년 기말에 손실을 일시 인식하였을 경우, 5개년 평균 위험자산 대비 손실율 기준 -4,181억 원, 5개년 평균 민간부문매출 대비 손실율 기준 -3,696억 원의 추가적인 손실을 인식하게 된다. 이에 따라 자기자본이 감소하여 부채비율은 214.1%에서 각각 286.2%, 275.4%로, PF우발채무/자기자본비율은 132.8%에서 각각 177.5%, 170.8%로 저하되게 된다.

## Ⅴ. 맺음말

민간사업 관련 공사미수금 회수의 지연, PF대위변제 등으로 인한 대여금의 증가, 대물인수 투자부동산 증가 등으로 중견건설기업의 위험노출자산이 증가하고 있는 상황을 고려할 경우 관련 자산에 손

상차손이 발생할 가능성이 존재하는 것으로 판단된다. 또한, 워크아웃기업이 인식한 비정상손실율을 적용하였을 경우 중견건설기업의 재무안정성이 손상되는 것으로 분석된다.

그러나, 중견건설기업의 경우 사업위험 관리를 통해 관련 자산에 대한 통제를 강화하는 가운데, 워크아웃기업에 비해 양호한 경영환경 속에서 정상적인 사업진행을 통해 민간사업 관련 손실을 감소시킬 수 있었을 것으로 판단된다. 이를 고려할 경우 워크아웃기업이 인식한 비정상손실의 발생가능성은 워크아웃기업에 비해 제한적일 것으로 전망된다. 또한, 수도권을 중심으로 한 전세가격의 상승 및 공급감소로 인한 주택미분양 감소가능성, 부산/대전 등을 중심으로 한 지역분양경기 회복 등을 고려할 경우 중견건설기업의 보유 위험노출자산의 감소가능성이 존재하는 것으로 판단된다.<sup>84</sup>