

2026.06.30.

지에스이앤알의 등급변동요인 변경

이순주 기업1실 선임연구원
02.368.5565
sjlee@korearatings.com

유준위 기업1실 수석연구원
02.368.5403
jwwoo@korearatings.com

최주욱 기업1실 실장
02.368.5303
jwchoi@korearatings.com

한국기업평가(이하 'KR')는 2026년 6월 29일자로 (주)지에스이앤알(이하 '동사')의 무보증사채 신용등급을 **A+(안정적)**으로 유지하였다. KR은 관련 평가정책에 기초하여 등급변동요인의 유효성을 점검하여 그 결과로 등급변동요인을 변경하였다.

[표 1] 등급변동요인

변경 전	상향변동요인	<ul style="list-style-type: none"> ✓ 견고한 수익구조 하에 보수적인 재무정책으로 회귀 ✓ 순차입금/EBITDA ≤ 5.0, 부채비율 ≤ 200
	하향변동요인	<ul style="list-style-type: none"> ✓ 유연탄 가격 상승, 유연탄에 대한 비우호적 정책 등으로 사업환경이 현저히 악화 ✓ 순차입금/EBITDA > 12, 부채비율 > 400
변경 후	상향변동요인	<ul style="list-style-type: none"> ✓ 견고한 수익구조 하에 보수적인 재무정책으로 회귀 ✓ 순차입금/EBITDA ≤ 5.0, 부채비율 ≤ 200를 장기간 유지하면서 [변경] ✓ 자체 재무부담이 경감되는 등 지주회사의 구조적 후순위성 완화 [추가]
	하향변동요인	<ul style="list-style-type: none"> ✓ 유연탄 가격 상승, 유연탄에 대한 비우호적 정책 등으로 사업환경이 현저히 악화 ✓ 순차입금/EBITDA > 12, 부채비율 > 400

KR은 신용평가 과정에서 등급변동요인의 유효성에 변화가 발생하는 경우, 등급변동요인을 변경하고 이를 발표하여 왔다.

지속적인 당기순이익 창출에 따른 자본 확충으로 2024년말 부채비율이 196.5%로 하락한 이후, 2026년 3월말 기준 192.2%로 부채비율 200% 이하를 유지하고 있다. 송전제약에 따른 운전자본부담과 자회사의 CAPEX 투자 확대 등으로 자금소요가 지속되면서 연결기준 순차입금은 2023년 이후 1.5조원 내외를 유지하고 있으나, 안정적인 EBITDA 창출 기초가 이어지며 순차입금/EBITDA는 5.0배 이하를 유지하고 있다. 등급 상향변동요인 중 정량지표를 모두 충족하고 있으나, 반월 및 구미 열병합발전소의 탈석탄 연료전환 투자 계획이 존재하고 있어 중장기 투자 부담이 크게 확대될 가능성이 높다. 향후 대규모 투자자금 소요에 대응하는 과정에서 차입부담을 중장기간 안정적으로 통제할 수 있는지에 대한 모니터링이 필요하다고 판단하여, 종전의 등급 상향변동요인인 '순차입금/EBITDA 5.0배 이하 및 부채비율 200% 이하'를 장기간 유지하는 것으로 상향변동요건을 변경하였다.

동사는 GS그룹 내에서 석탄화력, 집단에너지, 풍력 등 발전사업을 담당하는 중간 지주회사로, 지에스동해전력, 지에스반월열병합발전, 지에스구미열병합발전, 지에스풍력발전 등 사업자회사를 보유하고 있다. 지주회사 자체의 재

KR SPECIAL COMMENT- 지에스이앤알의 등급변동요인 변경

무부담이 과중한 경우 후순위성이 강화될 수 있으며, 자체 재무부담 수준은 이종레버리지, 순차입금/실질현금창출력 지표를 통해 판단한다. 2023년말 기준 동사의 이종레버리지는 101.9%로 양호한 수준이었으나, 2024년 물적분할을 통해 지에스반월열병합발전(2024년말 장부가액 기준 1,687억원), 지에스구미열병합발전(2024년말 장부가액 기준 637억원)이 종속기업으로 편입, 자회사 지분출자 총액이 크게 증가하여 2024년말 기준 이종레버리지가 138.1%로 크게 상승하였다. 2025년에도 에이더블유피, 영덕제2풍력발전 등 자회사 투자가 이어지며 2025년말 기준 이종레버리지가 151.9%로 상승하는 등 동사 자체 재무부담이 확대되었다. 또한, 동 시점 순차입금/실질현금창출력은 12.1배로 현금창출력 대비 차입부담이 과중하다. 이러한 점을 감안하여 등급 상향변동요인에 ‘자체 재무부담이 경감되는 등 지주회사의 구조적 후순위성 완화’를 추가하였으며, 자체 재무부담 추이 및 구조적 후순위성 완화 여부에 대해 모니터링을 진행할 계획이다.

[표 2] 등급변동요인 지표 추이

구분 (연결 기준)	3년 평균	연도별				상향	하향
	2023~2025	2023	2024	2025	26.03		
부채비율	204.0	219.2	196.5	196.4	192.2	<= 200	> 400
순차입금/EBITDA	4.6	4.5	4.2	5.0-	4.3	<= 5.0	> 12

[유의사항]

- (1) 한국기업평가(이하 '당사')가 제공하는 신용등급은 특정 금융상품, 금융계약, 발행자 등의 상대적인 신용위험에 관한 분석 시점에서의 당사의 의견입니다. 또한, 당사가 제공하는 보고서 등의 제반 연구자료(이하 '간행물')는 상기 특정 금융상품, 금융계약, 발행자 등의 상대적인 신용위험에 관한 당사 또는 필자 개인의 견해를 포함할 수 있습니다. 신용등급 및 간행물은 특별한 언급이 없는 한 신용위험을 제외한 다른 위험(금리나 환율변동 등에 따른 시장가치 변동위험, 해당 증권의 유동성위험, 내부절차나 시스템으로 인해 발생하는 운영위험)에 대해서는 설명하지 않습니다. 또한 신용등급 및 간행물에 포함된 당사의 의견은 현재 또는 과거 사실에 관한 진술이 아니며, 당사 고유의 평가기준에 따라 평가대상의 미래 상황능력 등에 대해 예측한 독자적인 견해로서, 이러한 예측정보는 실제 결과치와 다를 수 있습니다. 신용등급 및 간행물은 환경변화 및 당사가 정한 기준에 따라 변경 또는 취소될 수 있습니다.
- (2) 신용등급 산출 및 간행물 발간(이하 '신용평가업무 등')에 이용되는 모든 정보는 평가대상회사 또는 기관이 제출한 자료와 함께 각종 공시자료 등의 자료원으로부터 수집된 자료에 근거하고 있으며, 당사는 제3자 요청 신용평가 등 예외적인 경우를 제외하고는 신용등급 산출 시 제출자료에 거짓이 없고 중요사항이 누락되어 있지 않으며 중대한 오해를 불러일으키는 내용이 들어 있지 않다는 확인서를 평가대상회사 또는 기관으로부터 수령하고 있습니다. 당사는 평가대상회사 또는 기관 및 이들 대리인이 정확하고 완전한 정보를 적시에 제공한다는 전제 하에 신용평가업무 등을 수행하고 있으며, 신용평가업무 등 과정에서 이용하는 정보에 대해 별도의 실사나 감사를 실시하고 있지 않습니다. 따라서 제공된 정보의 오류 및 사기, 허위에 따른 결과에 대해 당사는 어떠한 책임도 부담하지 않습니다.
- (3) 당사는 신용평가업무 등 과정에서 이용되는 정보에 대해 별도의 검증절차를 거치지 않았고, 분석자·분석 도구 또는 기타요인에 의한 오류 발생 가능성이 있기 때문에 당사는 신용등급 및 간행물의 정확성 및 완전성을 보증하거나 약속하지 않습니다. 당사 간행물의 모든 정보들은 신용평가업무 등에 필요한 주요한 판단 근거로서 제시된 것으로 평가대상에 대한 모든 정보가 나열된 것은 아니며, 법률에 의하여 인정되지 않는 이상 당사 신용등급 및 간행물 상의 정보이용으로 발생하는 어떠한 손해 및 결과에 대해서도 당사는 책임지지 않습니다.
- (4) 당사는 금융상품의 매매와 관련한 조언을 제공하거나 투자를 권유하지 않습니다. 당사의 신용등급 및 간행물은 특정 유가증권의 매수, 매도 혹은 보유를 권유하는 정보가 아니며 시장 가격의 적정성에 대한 정보도 아닙니다. 당사의 신용등급 및 간행물은 그 내용으로 이용자의 투자결정을 대신할 수 없고 금융상품의 투자 결과에 대한 법적 책임소재를 판단하기 위한 증빙자료로도 사용될 수 없습니다. 따라서 정보이용자들은 스스로 투자대상의 위험에 대해 분석하고 평가한 다음 그 결과에 따라 각자 투자에 대한 의사결정을 하여야만 합니다. 특히, 당사의 신용등급과 간행물은 시장 전문가를 일차적인 이용대상으로 하고 기본적으로 개인투자자에 의한 이용을 전제로 하고 있지 않아 이를 이용하여 개인투자자 스스로 투자사결정을 내리는 것은 적절하지 않을 수 있으므로 사전에 반드시 외부전문기관의 도움을 구할 필요가 있습니다. 아울러, 공시되지 않은 신용등급이나 제3자 요청 신용평가에 따라 산출된 신용등급의 경우 신용평가 요청인 이외에는 해당 신용등급을 믿고 이용하여서는 안 된다는 점을 밝혀 둡니다.
- (5) 본 보고서의 내용은 필자의 개인의견으로 당사의 공식의견이 아닙니다.

Copyright 2026, Korea Ratings Corporation. All Rights Reserved. 서울특별시 영등포구 의사당대로 97 대표전화: 368-5500, FAX: 368-5353.

본 보고서에서 제공하는 모든 정보의 저작권은 한국기업평가(주)의 소유입니다. 따라서 어떠한 정보도 당사의 서면동의 없이 무단으로 전재되거나 복사, 인용(또는 재인용), 배포될 수 없습니다.