

2026.08.06.

2023~2025년 부실화 기업의 재무특성

- 재무부담 과중한 기업의 수익성 저하, 운전자본 확대에 주의

김동혁 평가기준실 평가전문위원
02.368.5533
kimdh@korearatings.com

김경무 평가기준실 실장
02.368.5524
kkmkim@korearatings.com

❖ Summary

2023~2025년 중 신용등급이 CCC급 이하로 하락한 45개 기업을 대상으로 부실화 이전의 재무적 특성을 분석하였다. **부실화 유형은 영업부진형, 자금부족형, 복합형, 투자실패형, 계열위험 현실화형, 우발채무 현실화형** 등으로 구분하였다. 이 가운데 자금부족형이 33.3%로 가장 높은 비중을 차지했으며, 영업부진형 28.9%, 영업부진과 운전자본 부담이 동시에 나타난 복합형 17.8% 순으로 나타났다. 세 유형을 합하면 전체 부실화 기업의 약 80%에 달해, 수익성 저하와 운전자본 부담 증가로 인한 내부 현금창출력 약화가 기업 부실화의 가장 일반적인 경로로 확인되었다.

부실화 경로는 기업별로 상이했으나, **부실화 기업 대부분에서 낮은 재무적 위험 수용력**이 공통적으로 나타났다. 부실화 5년전에도 평균 차입금의존도는 44%, 부채비율은 251%로 높은 수준이었으며, 부실화 1년전에는 각각 53%, 575%로 상승하였다. 차입금의존도 50% 초과 또는 부채비율 300% 초과 기업을 ‘재무부담 과중 기업’으로 정의할 경우 부실화 1년전 71%가 이에 해당하였으며, 지급보증 등 잠재채무를 반영하면 그 비중은 82%까지 높아졌다. 이는 현재의 재무지표뿐만 아니라 잠재채무를 포함한 실질적인 재무부담을 함께 분석할 필요성을 시사한다.

유형별로 부실화 징후는 차별적으로 나타났다. 영업부진형은 수익성과 금융비용 커버리지 저하, 당기순손실 누적으로 재무구조가 빠르게 악화되었다. 자금부족형은 상대적으로 양호한 수익성을 유지했으나 매출채권과 재고자산의 회전기간이 장기화되면서 영업현금흐름 창출이 미흡하였고, 복합형은 수익성 저하와 운전자본 부담 증가가 동시에 나타났다. 반면 투자실패형은 대규모 투자 이후 기대한 영업성과가 발생하지 않으면서 자금 소진과 재무구조 저하가 빠르게 진행되었으며, 우발채무 현실화형은 장부상 차입금 수준보다 PF 우발채무 및 지급보증 등을 포함한 실질 재무부담이 크게 나타났다.

특히 **운전자본 회전기간의 장기화와 낮은 총자산회전율은 자산건전성 저하 가능성**을 점검할 필요가 있음을 시사한다. 일부 자금부족형·복합형·투자실패형 기업에서는 부실화 이후 공시된 감사보고서를 통해 유·무형자산손상차손, 대손상각비, 재고자산 관련 손실 등 대규모 자산 손실이 확인되었다. 이러한 자산 손실이 부실화 이전 재무제표에 적시에 반영되지 않았다면 장부상 레버리지 지표가 실제 재무위험을 과소평가했을 가능성이 있다. 따라서 운전자본 회전기간이 동종업계 대비 과도하거나 추세적으로 장기화되는 경우, 거래처의 신용도와 매출채권 회수 가능성, 재고자산의 진부화 여부 등을 함께 점검할 필요가 있다.

종합하면, 기업 부실화 가능성을 평가하기 위해서는 단순한 차입금 규모나 **수익성뿐만 아니라 현금흐름, 운전자본, 투자부담, 잠재채무 및 계열위험을 종합적으로 분석**해야 한다. 수익성 저하나 운전자본 부담 증가가 일시적인 현상인지 구조적인 펀더멘털 변화인지 판단하고, 대규모 투자가 사업·재무적 위험 수용력을 약화시키는지, 잠재채무와 계열위험이 실제 채무부담으로 전이될 가능성이 있는지를 점검해야 한다. 아울러 장부상 재무지표가 양호하더라도 자산의 질과 잠재채무를 함께 고려하여 실질적인 재무적 위험 수용력을 판단하는 것이 중요하다.

주요 유형별 부실화전 5년간 재무비율

구분	업체수	비중	EBIT /매출	EBIT/ 금융비용	매출채권 회전기간	재고자산 회전기간	1회전 회전기간	차입금 의존도	조정 차입금 의존도	총자산 회전율
영업 부진형	13	28.9%	-17.7 ~ -2.7% 매우 미흡, 부실화 1년전 대규모 적자	-5.0 ~ -0.6배 매우 미흡	70 ~ 86일	40 ~ 51일	50 ~ 77일	43.8 ~ 67.5% 점진적 상승 부실1년전 큰 폭 상승	49.1 ~ 74.1% 점진적 상승 부실1년전 큰 폭 상승	0.9 ~ 1.0
자금 부족형	15	33.3%	3.5 ~ 6.0%	0.3 ~ 3.4배	88 ~ 134일 점진적 장기화	54 ~ 95일 점진적 장기화	119 ~ 194일 점진적 장기화	42.9 ~ 49.1% 과중하나 상승폭 제한적	198.3 ~ 226.5% 과중하나 상승폭 제한적	0.8 ~ 1.1 점진적 저하
복합형	8	17.8%	-13.2 ~ 6.0% 수익성 부진 부실화 4년전부터 영업 적자	-6.8 ~ 6.3배 부실화 4년전 부터 마이너스	110 ~ 193일 부실화 2년전부터 장기화	102 ~ 167일 등락	156 ~ 240일 장기	32.8 ~ 42.8% 점진적 상승	40.5 ~ 47.3% 점진적 상승	0.6 ~ 0.8
투자 실패형	4	8.9%	-5.2 ~ 9.8% 부실1년전 까지 양호	-0.3배 ~ 2.5배 부실1년전 까지 양호	60 ~ 113일	12 ~ 19일	-5 ~ 70일	50.7 ~ 52.6% 과중	56.3 ~ 68.2% 매우 과중	0.5 ~ 0.6
계열위험 현실화형	1	2.2%	4.5 ~ 8.1%	1.1 ~ 1.9배	158 ~ 236일	1.4 ~ 6일	65 ~ 167일	42.5 ~ 57.7%	123.9% ~ 158.3% 매우 과중	0.4 ~ 0.5
우발채무 현실화형	3	6.7%	0.1 ~ 6.4%	-0.7 ~ 5.9배	41 ~ 60일	31 ~ 63일	68 ~ 99일	29.9 ~ 32.9%	45.3% ~ 79.7% 과중 점진적 악화	1.1 ~ 1.4
기타	1	2.2%	2.1 ~ 3.0%	1.2 ~ 2.1배	22 ~ 29일	54 ~ 82일	47 ~ 83일	58.6 ~ 70.8% 매우 과중	58.6 ~ 70.8% 매우 과중	1.1 ~ 1.8

주) 부실화전 5년간 재무비율의 최고점과 최저점

한편, 본 연구에서는 별도기준 재무제표를 활용했으나 신용평가사에는 종속회사들과의 높은 사업적 연관성을 고려하여 연결기준 재무제표가 분석에 사용되었다. 연결기준으로 보면, 엠에프엠코리아 같은 기업은 별도기준과 달리 ‘재무 부담 과중 기업’에 해당한다. 이는 사업적 연계성이 높은 경우, 연결기준 재무제표의 활용이 적절함을 시사한다.

Contents

I. 들어가며	5
II. 부실화 기업의 전반적인 재무특성.....	6
1. EBIT/매출 및 EBIT/금융비용.....	7
2. 운전자본 회전기간	8
3. 재무안정성	9
III. 부실화 유형별 재무특성	10
1. 영업부진형	12
2. 자금부족형(운전자본 부담 증가)	17
3. 복합형(영업부진+운전자본부담)	21
4. 투자실패형.....	28
5. 계열위험 현실화형.....	31
6. 우발채무 현실화형.....	32
7. 기타.....	34
IV. 마치며.....	35

I. 들어가며

본 고에서는 당좌거래 정지, 원리금 미상환, 워크아웃 신청, 회생절차 개시 신청 등의 부도 사유가 발생한 기업뿐만 아니라, 다양한 원인으로 인해 신용등급이 CCC 이하로 하락한 기업도 부실화 기업으로 분류하여 분석을 진행하였다.

외환위기와 글로벌 금융위기를 거치며 안전자산 선호 경향이 강화되었고, 이에 따라 주로 투자 등급 기업이 회사채를 발행하였다. 그 결과, 2015년 이후 연도별 부실화 기업 수는 1~3개 수준에 불과했으며, 이로 인해 부실화 기업의 재무적 특성을 분석하기에는 충분한 표본이 확보되지 않았다.

**2023년~2025년
부실화 기업 수
45개사로 증가**

최근 수년간 정책자금 지원과 관련하여 투기등급군 기업(주로 등급 미공시 기업)에 대한 신용평가가 확대되었다. 이로 인해 2023년~2025년에는 부실화 기업 수(등급 미공시 기업 포함)가 45개사로 크게 증가하였다. 여전히 부실화 기업의 재무적 특성을 분석하기에는 표본 수가 제한적이며, 특히 12개사를 제외한 나머지 기업은 등급이 미공시 상태여서 개별 기업에 대한 구체적인 의견 제시에 한계가 있다.

그럼에도 불구하고, 본 연구에서는 부실화 유형별 재무적 특성을 정리하고 이를 바탕으로 시사점을 도출하고자 하였다. 부실화 기업 중 일부 업체는 부실화 이후에도 재무제표를 공시하였으며, 이를 검토한 결과 기존 재무제표에서 **자산이 과대평가된 경우가** 확인되었다. 본 연구에서는 **부실화 이후 공시된 재무제표가 있는 경우 자산 관련 손실 내용도 간략하게 다루었다.**

II. 부실화 기업의 전반적인 재무 특성

재무적 특성을 도출하기 위해 평균 비율을 계산할 때, 규모가 큰 개별 업체의 비율이 전체 평균에 과도한 영향을 미치는 것을 방지하기 위해, 개별 기업의 재무수치를 합산한 후 비율을 산출하는 방식이 아니라 각 기업의 재무비율을 단순 평균하는 방식을 적용하였다. 또한, 재무 특성 산정 시 사용되는 재무제표는 분석의 일관성을 유지하기 위해 별도기준 재무제표로 통일하였다.

부실 발생 연도의 직전 마지막으로 공시된 온기 재무제표(재무비율)를 ‘부실화 1년전’ 재무제표(재무비율)로 정의하였다. 예를 들어, 2023년초 부실화된 기업의 부실화전 마지막 공시된 온기 재무제표가 2021년이라면, 해당 기업의 ‘부실화 3년전’ 재무제표는 2019년이 된다. 반면, 2023년 하반기에 부실화되고 부실화전 마지막으로 공시된 재무제표가 2022년이라면, ‘부실화 3년전’ 재무제표는 2020년이 된다.

이처럼, 부실화 시점을 기준으로 분석을 수행하기 때문에 ‘부실화 1년전’ 평균 재무비율을 산출할 때, 기업별 부실화 시점에 따라 전년도 재무제표가 사용된 기업도 있고, 전전년도 재무제표가 사용된 기업도 있을 수 있다. 이는 특정 연도의 재무제표를 기준으로 분석하는 것이 아니라, 부실화 발생 시점을 기준으로 시간에 따른 재무적 특성을 파악하는 데 중점을 두었기 때문이다.

일부 사례에서는 분기 재무제표를 활용하여 설명하기도 했다. 그러나 부실화 기업 상당수가 분기 또는 반기 재무제표를 공시하지 않으므로, 본 분석에서는 일반적으로 이를 제외하였다.

1. EBIT/매출 및 EBIT/금융비용

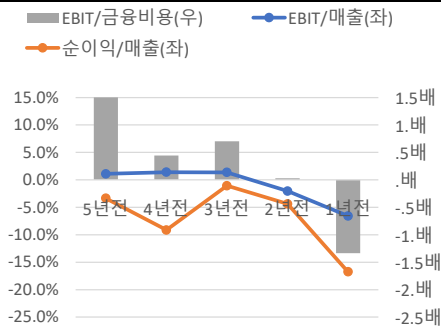
영업적자, EBIT/금융비용 1배 미만

부실화 기업의 EBIT/매출, 순이익/매출 등 수익성 지표의 평균비율은 전반적으로 하락 추세를 보였다. EBIT/매출은 낮은 수준이었지만 부실화 3년전까지 흑자를 유지했다. 그러나 부실화 2년전 적자로 전환되었고, 부실화 1년전에는 -7%까지 하락했다. 순이익은 부실화 5년전부터 적자상태를 보였다.

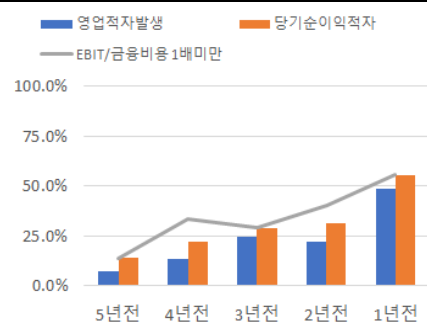
EBIT/금융비용 또한 부실화 5년전에는 1배를 초과했지만, 부실화 4년전부터 0.4배 수준으로 낮아졌다. 이후 1배 미만 수준에 머물렀으며, 부실화 1년전에 음수로 전환되었다. 이는 차입금 증가로 금융비용이 증가하는 반면, 영업이익은 감소했기 때문이다.

부실화 기업 중 수익성 하락과 함께 영업적자가 발생한 기업의 비중은 부실화 7년전 7%에서 부실화 1년전 49%로 증가했다. 또한, EBIT/금융비용이 1배 미만인 기업의 비중도 부실화 5년전 14%에서 부실화 1년전 56%로 확대되었다.

[그림 1] 이익률 및 EBIT/금융비용 추이



[그림 2] 연도별 해당 기업 비중



자료) 공시자료, 한국기업평가

2. 운전자본 회전기간

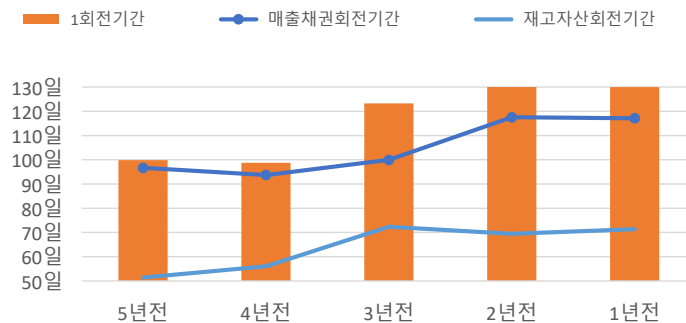
영업환경이 비우호적일 경우, 수익성이 저하됨과 동시에 운전자본 회전기간이 길어지는 것이 일반적이다. 이는 매출채권 결제조건이 불리해지거나(예: Heavy-tail 지급 방식), 판매 부진으로 인해 재고가 증가하기 때문이다. 실제로 부실화 기업들은 대체로 높은 운전자본 부담을 보였다.

운전자본 부담 전반적으로 큰 편

부실화 기업의 매출채권회전기간은 직전 5년~3년간 94일~100일 수준을 유지했으나, 부실화 2년전부터는 118일로 장기화되는 경향을 보였다. 이는 2024년 기준 국내 제조업 매출채권회전기간(55일, 한국은행 경제통계시스템 참고)에 비해 상당히 긴 수준이다.

재고자산회전기간 역시 부실화 5년전 약 50일 수준에서 점진적으로 증가해, 부실화 1년전에는 71일로 장기화되었다. 이는 2024년 기준 국내 제조업 재고자산회전기간(47일, 한국은행 경제통계시스템 참고)과 비교하면 높은 수준이다.

[그림 3] 부실화 기업 운전자본회전기간



- 주) 1. 회전기간 산출시 분자(매출채권, 재고자산, 매입채무)는 기초와 기말 평균값 대신 기말 수치 사용
 2. 매입채무회전기간의 경우 분모로 매출 사용(매입채무 회전기간 표기 생략)
 3. 1회전기간=매출채권회전기간+재고자산회전기간-매입채무회전기간
 자료) 공시자료, 한국기업평가

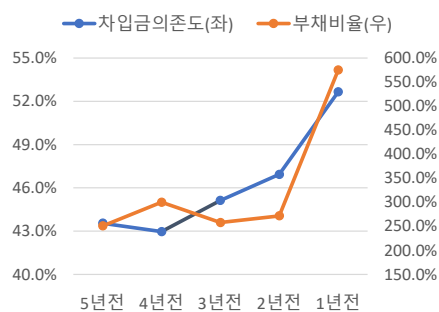
3. 재무안정성

재무부담 과중, 일부
기업은 우발채무 부담
내재

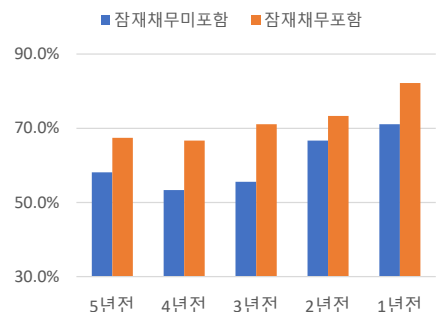
부실화된 기업들은 이미 과중한 재무부담을 안고 있었다. 부실화 5년전에도 차입금의존도가 44%, 부채비율이 251%로 높은 수준이었으며, 부실화 1년전에는 차입금의존도가 53%, 부채비율이 575%로 상승했다.

차입금의존도가 50%를 초과하거나 부채비율이 300%를 넘는 기업을 ‘재무부담 과중 기업’으로 정의할 경우, 부실화 5년전 58%가 이에 해당했으며, 부실화 1년전에는 71%가 재무부담 과중 기업에 해당했다. 특히, 지급보증 등 우발채무를 차입금·부채에 가산하여 조정한 비율을 기준으로 하면, 부실화 5년전 67%가, 1년전에는 82%가 ‘재무부담 과중 기업’에 해당했다.

[그림 4] 레버리지 비율 추이



[그림 5] ‘재무부담 과중 기업’ 비중



주) 재무부담 과중 기업: 차입금의존도 50% 초과 또는 부채비율 300% 초과 기업

자료) 공시자료, 한국기업평가

부실화 1년전 ‘재무부담 과중 기업(잠재채무 미포함)’에 해당하지 않은 기업은 총 13개사였다. 이 중 대우플러스, 아스트, 태영건설 등 5개사는 잠재채무를 고려할 경우 ‘재무부담 과중 기업’에 해당하였다. 잠재채무는 주로 계열사에 대한 지급보증과 PF(프로젝트 파이낸싱) 우발채무가 많았다. 나머지 8개사는 소송, 계열사 부실화, 부실화 당해년도 과중한 채무보증 제공 등으로 인해 부실화 되었다.

부실화 1년전 ‘재무부담 과중 기업(잠재채무 미포함)’에 해당하지 않은 13개사의 또 다른 특징은 매출채권회전기간과 1회전기간이 매우 장기화되어 있었다는 점이다. 그리고, 부실화 이후 감사보고서를 공시한 일부 업체는 대손상각비 등 대규모 자산 관련 손실을 계상하였다. 즉, 자산 과대 평가 금액이 부실화 이전 공시된 재무제표에 반영됐다면, 레버리지 비율은 보다 높은 수준을 보였을 것으로 추정된다.

III. 부실화 유형별 재무 특성

자금부족형이 가장 높은 비중

부실화 유형 중 가장 높은 비중은 자금부족(운전자본 부담 과중)형으로 33.3%(15개사)의 비중을 차지했으며, 영업부진형 28.9%(13개사), 실적 악화와 운전자본 증가(또는 부담 과중)가 동시에 나타난 복합형 17.8%(8개사), 투자실패형 8.9%(4개사), 계열위험 현실화형 2.2%(1개사), 우발채무 현실화형 6.7%(3개사), 기타 2.2%(1개사)였다.

[표 1] 주요 부실화 유형별 재무비율

구분	업체수	비중	EBIT/매출	EBIT/금융비용	매출채권 회전기간	재고자산 회전기간	1회전 회전기간	차입금 의존도	조정 차입금 의존도	총자산 회전율
영업 부진형	13	28.9%	-17.7 ~ -2.7% 매우 미흡, 부실화 1년전 대규모 적자	-5.0 ~ -0.6배 매우 미흡	70 ~ 86일	40 ~ 51일	50 ~ 77일	43.8 ~ 67.5% 점진적 상승 부실1년전 큰 폭 상승	49.1 ~ 74.1% 점진적 상승 부실1년전 큰 폭 상승	0.9 ~ 1.0
자금 부족형	15	33.3%	3.5 ~ 6.0%	0.3 ~ 3.4배	88 ~ 134일 점진적 장기화	54 ~ 95일 점진적 장기화	119 ~ 194일 점진적 장기화	42.9 ~ 49.1% 과중하나 상승폭 제한적	198.3 ~ 226.5% 과중하나 상승폭 제한적	0.8 ~ 1.1 점진적 저하
복합형	8	17.8%	-13.2 ~ 6.0% 수익성 부진 부실화 4년전부터 영업 적자	-6.8 ~ 6.3배 부실화 4년전부터 마이너스	110 ~ 193일 부실화 2년전부터 장기화	102 ~ 167일 등락	156 ~ 240일 장기	32.8 ~ 42.8% 점진적 상승	40.5 ~ 47.3% 점진적 상승	0.6 ~ 0.8
투자 실패형	4	8.9%	-5.2 ~ 9.8% 부실1년전까지 양호	-0.3배 ~ 2.5배 부실1년전까지 양호	60 ~ 113일	12 ~ 19일	-5 ~ 70일	50.7 ~ 52.6% 과중	56.3 ~ 68.2% 매우 과중	0.5 ~ 0.6
계열위험 현실화형	1	2.2%	4.5 ~ 8.1%	1.1 ~ 1.9배	158 ~ 236일	1.4 ~ 6일	65 ~ 167일	42.5 ~ 57.7%	123.9% ~ 158.3% 매우 과중	0.4 ~ 0.5
우발채무 현실화형	3	6.7%	0.1 ~ 6.4%	-0.7 ~ 5.9배	41 ~ 60일	31 ~ 63일	68 ~ 99일	29.9 ~ 32.9%	45.3% ~ 79.7% 과중 점진적 악화	1.1 ~ 1.4
기타	1	2.2%	2.1 ~ 3.0%	1.2 ~ 2.1배	22 ~ 29일	54 ~ 82일	47 ~ 83일	58.6 ~ 70.8% 매우 과중	58.6 ~ 70.8% 매우 과중	1.1 ~ 1.8

주) 부실화전 5년간 재무비율의 최고점과 최저점

**레버리지 지표 과중,
영업부진형과 복합형
이외 유형은 부실화 2
년전에도 수익성 양호**

레버리지 지표는 대체로 과중한 수준을 보이고 있다. 우발채무 현실화형의 경우 차입금의존도가 상대적으로 양호했지만, 우발채무를 가산한 조정차입금의존도는 오히려 다른 유형보다 높았다.

수익성지표는 영업부진형과 복합형의 경우 부실화 4년전부터 영업적자를 보이는 등 미흡한 수준을 보였고 투자실패형은 부실화 1년전에 영업적자로 전환되었다. 나머지 유형은 부실화 1년전에도 영업흑자를 유지했다.

운전자본 회전기간은 자금부족형, 복합형, 계열위험 현실화형이 긴 편이었고, 나머지 유형은 상대적으로 양호했다.

한편, 공시 신용등급을 보유했던 12개사(대유플러스, 한창, 세아 STX 엔진, 홈플러스, 벽산엔지니어링, 벽산파워, 아스트, 케이씨코트렐, 엠에프엠코리아, 한국유니온제약, 태영건설, 동광건설)에 대해서는 개별 기업분석을 추가로 실시하였다.

1. 영업부진형

1) 재무특성

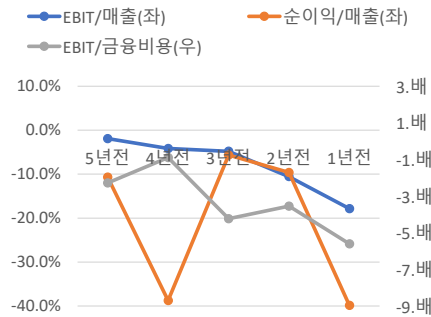
가파른 수익성 하락,
EBIT/금융비용 1배
미만

일시적인지 판더멘털
변화인지 판단 중요

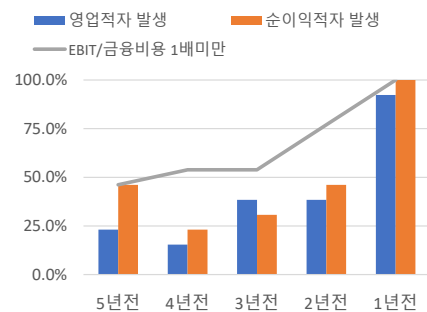
45개 부실화 기업 중 영업적자가 발생했거나 부실화 이전에 EBIT/금융비용이 1배 미만이었던 기업으로, 운전자본 부담 증가가 크지 않았던 13개 기업을 ‘영업부진형’으로 분류하였다. 이들 기업의 일부는 부실화 5년전부터 영업적자를 기록하였으며, EBIT/금융비용도 1배 미만을 보였다.

영업부진은 경쟁 심화, 공급 과잉 등 비우호적인 사업환경에 따른 판매량 감소 및 판매단가 하락, 원가 및 판매관리비 증가분의 판매단가 전이 실패 등으로 발생한다. 이로 인해 영업부진형 기업은 수익성 지표의 급격한 하락이 두드러졌다.

[그림 6] 이익률 및 EBIT/금융비용 추이



[그림 7] 연도별 해당 기업 비중



자료) 공시자료, 한국기업평가

영업부진형 부실화 기업의 경우, 부실화 1년전에는 영업이익이 이자비용 등 영업외비용을 감당하지 못하면서 당기순손실이 발생하였다. 평균 순이익률은 -39%였다.

일부 기업은 레버리지
지표 빠르게 저하

영업부진형은 수익성 악화로 인해 영업현금흐름(NCF)과 잉여현금흐름(FCF)이 마이너스를 보이는 것이 일반적이다. 그리고, 당기순손실로 자본도 감소한다. 따라서 레버리지 지표도 급격히 악화되는 양상을 보였다. 차입금의존도는 매년 지속적으로 상승하여, 부실화 2년전에는 50%를 초과하고, 부실화 1년전에는 70%에 가까워졌다.

잠재채무를 반영한 조정 차입금의존도는 부실화 4년전부터 50%를 초과하여, 부실화 1년전에는 70%를 넘어섰다. 부채비율은 부실화 5년전 300% 내외 수준을 유지했으나, 부실화 1년전에는 대규모 당기순손실로 인해 1,000%를 초과하였다.

2) 공시 신용등급 보유 기업의 부실화 원인 분석

영업부진형 부실화 기업 13개사 중 공시 신용등급을 보유한 업체는 대우플러스, 한창, 세아 STX 엔테크, 홈플러스 4개사였다.

① 대유플러스(2023년 부실화)

대유플러스는
계열위험도 현실화된
Case

회생절차 개시 신청에 따라 2023년 9월 신용등급이 D 로 하락된 대유플러스는 1967년에 설립되어 1975년 상장된 기업으로, 주로 자동차부품사업을 중심으로 소형가전사업과 정보통신사업을 영위해왔다. 자동차부품사업은 현대기아차에 대한 매출 의존도가 높았고, 가전사업은 주로 위니아에 납품하였다.

대유플러스는 매우 미흡한 수익성을 기록했으며, 영업이익 규모가 금융비용에 미치지 못해 부실화 5년전부터 EBIT/금융비용 비율이 0.5배를 하회했다. 또한 부실화 2년전부터 대규모 손실이 발생하여 재무레버리지 지표도 악화되었다. 계열사에 대한 지급보증 등 잠재채무를 반영한 조정 차입금의존도는 부실화 3년전부터 60%를 초과했다.

2018년 위니아전자를 인수한 이후, 대유플러스 및 계열 전반의 재무 안정성은 크게 저하되었다. 대유플러스도 계열사의 회사채 인수, 사업 양수, 운전자본 및 자본적 지출 증가 등으로 차입금이 급증했다. 특히 2023년에는 위니아전자 및 위니아의 기업회생절차 개시 신청으로 동사 가전사업 부문의 사업 기반이 훼손되었으며, 계열 관련 대여금·채권의 대손 위험도 현실화되었다.

[표 2] 대유플러스 별도기준 재무지표

(단위: 백만원)

구분	5년전	4년전	3년전	2년전	1년전	당해년도
	2018	2019	2020	2021	2022	2023
매출액	68,749	111,432	104,127	160,425	104,721	33,164
EBIT	23	1,584	-37	2,935	-7,549	-21,901
당기순이익	-5,795	4,678	1,902	-16,209	-49,271	-163,366
총자산	205,919	248,322	268,592	318,803	266,383	55,400
총차입금	57,486	65,973	65,751	91,708	130,080	108,582
총차입금+잠재채무	57,486	65,973	171,725	210,742	218,978	미파악
EBIT/매출	0.0%	1.4%	0.0%	1.8%	-7.2%	-66.0%
EBIT/금융비용	0.0배	0.4배	-0.0배	0.5배	-0.9배	-10.7배
부채비율	113.0%	122.8%	114.4%	181.3%	377.3%	328.7%
차입금의존도	27.9%	26.6%	24.5%	28.8%	48.8%	196.0%
조정차입금의존도	27.9%	26.6%	63.9%	66.1%	82.2%	n.a

주) 부실 당해년도(2023년) 재무자료가 2024년 중 공시되어 추가 자료) 공시자료, 한국기업평가

② 한창(2024년 부실화)

소화설비 제조업과 부동산 개발을 주력으로 영위하고 있는 해당 기업은 영세한 사업규모와 취약한 고정 거래기반으로 사업 안정성이 미흡한 수준이었다. 종속회사인 한주케미칼이 영위하는 소화설비 부문은 수익성이 양호했으나, 기타 사업 부문은 수익성이 저조했다. 부실화 5년전부터 지속적인 당기순손실이 발생하였고, 순손실 누적에 따라 부채비율은 점진적으로 상승했다.

[표 3] 한창 연결기준 재무지표

(단위: 백만원)

구분	5년전	4년전	3년전	2년전	1년전
	2019	2020	2021	2022	2023
매출액	69,033	35,824	35,218	89,340	66,292
EBIT	7,367	-4,695	-4,720	9,846	238
당기순이익	-1,808	-22,330	-28,243	-1,871	-31,238
총자산	91,848	117,760	134,278	113,481	90,310
총차입금	44,940	41,636	58,906	32,434	29,036
총차입금+잠재채무	48,131	58,540	92,653	46,820	32,158
EBIT/매출	10.7%	-13.1%	-13.4%	11.0%	0.4%
EBIT/금융비용	3.8배	-0.6배	-0.8배	1.9배	0.1배
부채비율	243.5%	212.8%	262.9%	386.0%	7618.7%
차입금의존도	48.9%	35.4%	43.9%	28.6%	32.6%
조정차입금의존도	52.4%	49.7%	69.0%	41.3%	35.6%

자료) 공시자료, 한국기업평가

별도기준 재무제표에 대한 분석이 보다 적합한 Case

연결기준 재무제표를 공시할 경우, 연결기준 재무제표를 통해 종속회사의 실적을 포함하여 분석하는 것이 일반적이다. 그러나 별도기준으로 매우 부진한 수익성을 보이고 상대적으로 실적이 양호한 자회사의 현금흐름에 대한 접근에는 제약이 있다면, 자회사로 인해 희석된 연결기준 재무제표보다 별도기준 재무제표가 유의미한 정보를 제공할 수 있다.

별도기준 재무제표를 살펴보면, 부실화 5년전부터 매년 영업적자와 당기순손실이 발생하여 자체적으로 영업현금흐름을 창출할 수 없는 구조를 보였다.

[표 4] 한창 별도기준 재무지표

(단위: 백만원)

구분	5년전	4년전	3년전	2년전	1년전
	2019	2020	2021	2022	2023
매출액	6,249	5,850	11,189	16,791	18,637
EBIT	-2,737	-3,769	-5,394	-4,591	-4,679
당기순이익	-7,215	-24,659	-5,265	-14,549	-22,960
총자산	28,511	50,223	64,859	85,857	73,173
총차입금	3,625	20,311	30,642	34,638	29,208
총차입금+잠재채무	10,592	25,038	53,509	52,712	42,688
EBIT/매출	-43.8%	-64.4%	-48.2%	-27.3%	-25.1%
EBIT/금융비용	-11.1배	-0.6배	-1.1배	-1.0배	-1.5배
부채비율	48.5%	143.2%	285.9%	566.4%	6732.3%
차입금의존도	12.7%	40.4%	47.2%	40.3%	39.9%
조정차입금의존도	37.2%	49.9%	82.5%	61.4%	58.3%

자료) 공시자료, 한국기업평가

영업현금창출이 불가능한 구조, 종속회사에 대한 지원 부담도 내재

실적이 양호한 1개 자회사를 제외한 부실 종속회사에 대한 자금 대여 및 지급보증으로 인해 조정차입금의존도는 연결기준보다 훨씬 높은 수준을 기록했다. 2023년 재무제표에 대해 회계 감사인이 '의견거절'을 표명함에 따라 회계정보의 신뢰성이 훼손되었으며, 자본시장 접근성도 제한되었고, KR은 2024년 4월 신용등급을 CCC로 하향 조정하였다.

③ 세아STX 엔테크(2024년 부실화)

세아STX 엔테크는 2018년 7월 STX 중공업의 플랜트 사업 부문이 물적 분할 방식으로 분할되어 설립되었으며, 환경·발전·화공설비 등 플랜트 EPC 사업을 주로 영위해왔다. 그러나 낮은 시장 지위, 영세한 사업규모, 높은 실적 변동성, 소수의 프로젝트에 집중된 사업 구조 등을 고려할 때, 전반적인 사업 안정성은 미흡한 수준이었다.

코로나19와 우크라이나 전쟁 등 지속적인 악재로 원자재 가격이 급등하면서 주요 4개 사업장에서 적자가 발생하였고, 2022년에는 824억원의 대규모 당기순손실을 기록하였다. 유상증자 등을 통해 일부 자금을 충당했지만, 2021년 말 76억원(총 차입금 340억원, 현금성 자산 264억원)이었던 순차입금은 2022년 말 476억원(총 차입금 583억원, 현금성 자산 107억원)으로 증가하였다.

수주 산업의 경우
부실화가 빠르게
나타날 수 있어

2023년에도 수주 부진에 따른 매출 감소와 공사원가 상승, 이라크 BECL 프로젝트 손실 등으로 영업적자를 기록하였다. 잉여현금흐름 적자를 차입금에 의존하였고, 2023년 말 순차입금은 959억원(총 차입금 1,028억원, 현금성 자산 69억원)으로 급증하였으며, 자본총계는 -1,285억원으로 완전자본잠식 상태에 빠졌다.

2023 회계연도에 대한 감사보고서에서 회계감사인은 계속기업으로의 존속에 의문을 표명하였다. 발주처에 공사단가 인상을 요청하였으나 거부되었으며, 계열사의 실적부진으로 계열지원 가능성도 저하되었다. 회사 제시 자료에 따르면, 2024년 1분기 순차입금은 1,106억원(총차입금 1,202억원, 현금성자산 96억원)에 달했다. 유동성 대응에 어려움이 가중되자 2024년 7월 22일 서울회생법원에 회생절차개시를 신청하였으며, KR은 신용등급을 D로 하향 조정하였다.

[표 5] 세아STX엔테크 재무지표

(단위: 백만원)

구분	5년전	4년전	3년전	2년전	1년전
	2019	2020	2021	2022	2023
매출액	90,940	112,958	224,351	264,398	205,348
EBIT	-3,895	9,732	-7,926	-100,753	-35,326
당기순이익	-4,986	8,426	-5,890	-100,915	-35,594
총자산	65,194	76,896	99,733	71,877	55,179
자본	12,983	22,717	15,509	-78,012	-128,531
총차입금	-	-	34,000	58,335	102,845
순차입금	-33,296	-45,287	7,620	47,601	95,940
EBIT/매출	-43.8%	-64.4%	-48.2%	-27.3%	-25.1%
EBIT/금융비용	-11.1배	-0.6배	-1.1배	-1.0배	-1.5배
부채비율	48.5%	143.2%	285.9%	566.4%	6732.3%
차입금의존도	12.7%	40.4%	47.2%	40.3%	39.9%

자료) 공시자료, 한국기업평가

④ 홈플러스(2025년 부실화)

홈플러스는 오랜 업력과 전국 단위 점포망을 기반으로 한 브랜드 인지도를 보유하였으나, 2015년 MBK 파트너스가 인수하면서 인수금융 차입금이 동사의 재무부담을 가중시켰으며, 이후 실적 부진과 결합되면서 채무상환능력이 저하되었다.

동사는 인수금융 차입금 상환을 위해 점포 매각 및 Sale-and-Leaseback 방식의 자산유동화를 추진하고 투자 규모도 축소하였으며, 상당한 자금이 배당 형태로 유출되었다. 투자가 축소되고, 매각 자산의 재임차에 따른 고정비 부담이 증가하면서 장기적인 사업경쟁력도 저하되었다. 2017년부터 2019년까지 지급된 배당금은 약 1.2조원 규모였으며, 재임차에 따른 비용 증가는 실적 악화의 주요 요인으로 작용하였다.

코로나19 팬데믹을 기점으로 비대면 수요 확대, 이커머스 확산, 소비패턴 변화 등이 복합적으로 작용하면서 오프라인 유통업 전반의 채산성이 악화되었고, 부실화 3년전부터 영업적자 기조가 지속되었다. 동사는 다수 할인점 매각을 통해 유입된 자금을 활용하여, 2020년 2월말 기준 약 7.2조원이던 총차입금을 2023년 2월말 약 5.2조원까지 감축하였지만, 자산규모 축소와 누적된 순손실로 인해 자본이 감소하면서, 재무레버리지는 여전히 과중한 수준을 유지했다.

2025년 3월 4일 동사는 '선제적 구조조정' 명목으로 기업회생절차 개시를 신청하였고, 법원은 당일 기업회생절차 개시를 결정하였다. 이에 따라 KR 은 단기신용등급을 D 로 하향 조정하였다.

본 건은 인수금융을 활용하는 PEF(사모투자펀드) 인수구조에 내재된 위험과 PEF 인수기업이 상대적으로 부실위험에 쉽게 노출될 수 있음을 보여주는 사례였다. 또한 자산 매각과 배당 등으로 인한 자금유출이 사업경쟁력 저하와 재무위험 심화로 이어질 수 있다는 점도 보여주었다.

[표 6] 홈플러스 재무지표

(단위: 백만원)

구분	5년전	4년전	3년전	2년전	1년전
	2019	2020	2021	2022	2023
매출액	7,300,159	6,966,220	6,480,705	6,600,589	6,931,453
EBIT	160,158	93,345	-133,537	-260,179	-199,419
당기순이익	-532,203	88,349	-37,204	-445,844	-574,253
총자산	11,372,681	10,802,412	9,848,350	9,095,712	8,785,427
자본	1,185,330	1,307,800	1,289,175	871,210	265,288
총차입금	7,171,263	6,079,533	5,500,233	5,193,195	5,313,361
순차입금	7,120,226	5,282,743	5,253,568	5,085,183	5,104,422
EBIT/매출	2.2%	1.3%	-2.1%	-3.9%	-2.9%
EBIT/금융비용	0.4배	0.2배	-0.3배	-0.7배	-0.4배
부채비율	859.5%	726.0%	663.9%	944.0%	3211.7%
차입금의존도	63.1%	56.3%	55.8%	57.1%	60.5%

자료) 공시자료, 한국기업평가

2. 자금부족형(운전자본 부담 증가)

1) 재무특성

운전자본 회전기간이 증가하거나 운전자본 부담이 과중한 기업을 자금부족형 부실화 기업으로 분류하였으며, 총 15개사(33.3%)가 이에 해당하였다.

수익성은 양호하지만
영업현금흐름 미흡

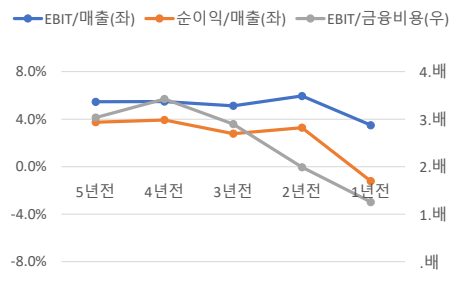
판매 부진 상황에서 생산량을 줄이면 고정비 부담이 증가하고 영업 수익성이 저하되지만, 생산량을 늘릴 경우 비용(원가)이 자산화되어 수익성 저하를 일정 부분 방어할 수 있다. 또한, 매출을 과대 계상할 경우에도 유사한 효과가 나타난다. 순이익이 창출되지만, 운전자본이 증가하여 영업현금흐름을 창출하지 못하고, 이로 인해 부도가 발생하는 경우를 ‘흑자형 부도’라고 한다.

부실 징후 발견이
어려운 기업들이 존재

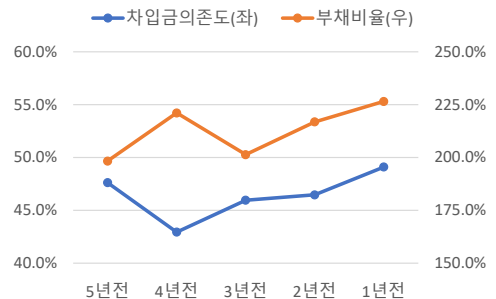
운전자본 부담 증가 현상은 호전분식(수익성을 좋게 보이게 하기 위한 재무제표 조작)과 유사한 성격을 지닌다. 이익을 확대하는 호전분식은 대차평균원리에 따라 자산(매출채권, 재고자산 등)의 과대 계상이나 부채의 과소 계상으로 이어진다. 따라서 영업현금흐름(NCF)은 적자가 발생하지만 자산 증가 또는 부채 감소로 재무안정성 비율의 저하를 상당수준 방어할 수 있다. 이로 인해 부실화의 조기 발견이 어려운 경우가 많다.

실제로 자금부족형으로 분류된 15개 기업은 부실화 1년전까지 EBIT/매출이 양호한 수준을 보였으며, 수익성이 저하되었지만 여전히 EBIT/매출이 플러스였던 경우가 많았다. EBIT/매출이 -23.0%를 기록한 1개사를 제외하면 부실화 1년전에도 대부분 업체는 양호한 수익성을 유지하였다. 또한, EBIT/금융비용도 평균적으로 1배 이상을 보이고 있다.

[그림 8] 이익률 및 EBIT/금융비용 추이



[그림 9] 레버리지 비율 추이



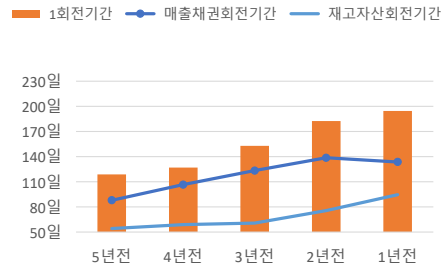
자료) 공시자료, 한국기업평가

5년간 NCF 미흡,
레버리지 지표 저하는
미미, 단, 차입금은
꾸준히 증가

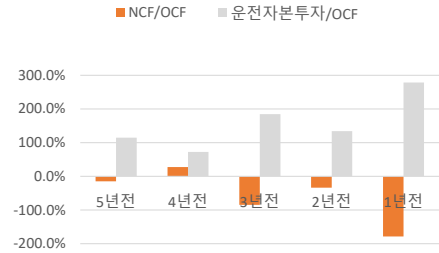
운전자본 회전기간은 부실화 3년전부터 매출채권회전기간 120일, 재고자산회전기간 60일, 1회전기간 150일을 초과하는 등 상당히 긴 수준을 보였으며, 추세적으로 장기화되는 양상을 보였다. 양호한 총영업활동현금흐름(OCF)이 창출되었지만, 운전자본 투자가 총영업활동현금흐름을 초과하면서 순영업활동현금흐름(NCF)은 적자를 기록했다.

차입금 의존도는 과중한 수준이었지만, 재무안정성 지표에서도 급격한 저하는 나타나지 않았으며, 재무부담 과중 기업에도 해당하지 않았다. 다만, 운전자본이 확대되면서 대부분 기업에서 차입금은 꾸준히 증가하는 모습을 보였다.

[그림 10] 운전자본 회전기간



[그림 11] 운전자본/OCF, NCF/OCF



- 주) 1. 회전기간 산출시 분자(매출채권, 재고자산, 매입채무)는 기초와 기말 평균값 대신 기말 수치 사용
 2. 매입채무회전기간의 경우 분모로 매출 사용(매입채무 회전기간 표기 생략)
 3. 1회전기간=매출채권회전기간+재고자산회전기간-매입채무회전기간

자료) 공시자료, 한국기업평가

**동종업종 비교 및
회전기간 추세적 증가
원인 분석이 중요**

운전자본 회전기간은 업종, 제품 구성, 사업 다각화 등에 따라 업체별로 다를 수 있어 평균 회전기간을 제시하는 것이 어렵다. 따라서, 운전자본 부담에 따른 부실화 징후를 조기 발견하기 위해서는 운전자본 회전기간이 동종업계 대비 높은 수준이거나 추세적으로 장기화되는지 확인하고, 그 원인을 파악해야 한다.

회전기간이 장기화된 경우, 자산과 부채의 적정성을 검토하고, 손익 및 재무구조에 미치는 영향을 분석해야 한다. 운전자본 회전기간이 지속적으로 증가하는 경우 자산이 과대평가되어 있을 가능성이 있으며, 향후 대규모 손실 인식으로 레버리지비율이 급격히 저하될 수 있다. 참고로, 2024년 기준 국내 제조업체의 매출채권 평균 회전기간은 55일, 재고자산 회전기간은 47일이다(한국은행 경제통계시스템).

2) 공시 신용등급 보유 기업의 부실화 원인 분석

① 벽산엔지니어링(2025년 부실화)

동사는 1979년 설립된 이후, 설계·감리 및 토목·건축 플랜트 시공을 주력 사업으로 영위했다. 설계·감리 부문에서는 기술력 기반의 일정한 시장지위를 보유하고 있으나, 시공 부문은 브랜드 인지도와 고정거래처 기반이 미흡하여 사업안정성이 상대적으로 열위한 수준이었다.

2022년 원자재와 인건비 상승, 대손상각비 인식 등으로 영업적자를 기록하였으며, 당기순손실은 171억원에 달했다. 공사비 회수 지연까지 겹치며 잉여현금흐름(FCF) 적자가 213억원에 이르렀고, 이로 인해 재무안정성이 크게 저하되었다. 2023년에는 구조조정 등의 영향으로 영업이익이 흑자 전환되었으나, 매출채권 급증으로 잉여현금흐름(FCF)은 268억원의 적자를 기록하였다.

연말 기준 총부채는 1,391억원에 달하였으며, 이 중 유동부채가 1,227억원으로 대부분을 차지해 취약한 재무구조를 보였다. 특히 매출채권이 총자산의 66%에 달할 정도로 과도해 회수 가능성이 대한 우려도 컸다. 동사는 2025년 3월 4일 기업회생절차 개시를 신청하였고, 3월 6일자로 신용등급을 D로 하향 조정하였다.

실제로 기업회생절차 개시 신청 이후 공시된 2024년 감사보고서에는 647억원의 매출채권 대손상각비와 97억원의 기타 대손상각비를 반영하였고, 이로 인해 1,072억원의 대규모 적자를 계상하였다. 이로 인해 자본이 -731억원으로 완전 자본잠식 상태를 보였다.

[표 7] 벽산엔지니어링 재무지표

(단위: 백만원)

구분	5년전	4년전	3년전	2년전	1년전	부도후
	2019	2020	2021	2022	2023	2024
매출액	201,648	227,341	215,989	230,783	280,269	158,632
EBIT	2,541	1,312	5,890	-13,712	6,575	-73,732
당기순이익	1,776	1,968	5,146	-17,813	2,136	-107,225
총자산	122,209	133,893	152,227	157,554	170,661	54,949
매출채권	44,111	65,971	81,178	86,472	113,402	23,777
부채	86,814	95,027	108,822	132,477	139,066	128,005
총차입금	48,131	58,540	92,653	46,820	32,158	44,014
부채비율	245.3%	244.5%	250.7%	528.3%	440.2%	자본잠식
차입금의존도	29.3%	39.1%	36.4%	28.4%	42.3%	80.1%
매출채권/총자산	36.1%	49.3%	53.3%	54.9%	66.4%	43.3%
매출채권회전기간	79.8일	105.9일	137.2일	136.8일	147.7일	54.7일
1회전기간	85.5일	106.3일	137.7일	136.9일	148.5일	55.6일

자료) 공시자료, 한국기업평가

② 벽산파워(2025년 부실화)

동사는 2009년 벽산엔지니어링에서 물적분할되어, 설계·감리 및 전력시설 공사를 주력으로 영위해온 중소형 건설업체이다. 설립 이후 철도통신부문 인수 등을 통해 외형 확장을 시도하였으나, 전력시설 용역에 편중된 사업구조와 낮은 설계·감리 시장지위로 인해 전반적인 사업안정성은 열위한 수준에 머물렀다. 특히 해외공사 매출 증가 등 외형 성장에도 불구하고, 수익성과 현금흐름의 변동성이 크고, 수주 기반 사업 특성상 운전자본 부담이 지속되었다.

2023년에는 해외공사 축소로 인해 매출이 크게 감소한 가운데, 고정비 부담 확대, 벽산엔지니어링에 대한 자금대여 및 자기주식 취득(102억원) 등 비경상적 자금 유출, 매출채권 증가 등이 복합적으로 작용하며 재무안정성이 저하되었다. 특히 2023년 말 기준 매출채권은 연간 매출액의 47% 수준에 달하였고, 매출채권회전기간도 2019년 120일에서 2023년 말 195일로 장기화되었다. 이로 인해 총차입금은 118억원에서 224억원으로 급증하였으며, 부채비율과 차입금의존도는 각각 216.4%, 41.6%로 상승하였다. 한편, 동사는 모회사 차입금에 대해 192억원의 연대보증과 46억원의 담보를 제공하여 계열위험도 확대되었다.

운전자본부담으로 인해 영업을 통한 현금창출이 전무한 가운데, 벽산엔지니어링(주)과의 높은 재무적 연계성으로 양사간 재무위험이 공유되었다. 2025년 3월 4일 모회사인 벽산엔지니어링과 함께 회생절차 개시를 신청하였다. 이에 따라 3월 6일 신용등급을 D로 하향 조정하였다.

실제로 기업회생절차 개시 신청 이후 공시된 2024년 감사보고서에는 64억원의 매출채권 대손상각비와 97억원의 기타 대손상각비를 반영하였고, 이로 인해 304억원의 대규모 적자를 계상하였다. 이로 인해 자본이 -138억원으로 완전 자본잠식 상태로 전환되었다. 벽산파워의 경우

자금부족과 계열위험이 혼재된 경우이지만, 자금부족형으로 분류하였다.

[표 8] 벽산파워 재무지표

(단위: 백만원)

구분	5년전	4년전	3년전	2년전	1년전	부도후
	2019	2020	2021	2022	2023	2024
매출액	30,270	32,668	50,243	72,116	47,048	26,468
EBIT	541	1,562	2,406	6,241	2,411	-13,272
당기순이익	1,574	1,399	1,596	4,614	1,904	-30,370
총자산	36,722	40,479	54,098	48,915	53,921	28,055
매출채권	9,908	12,852	19,278	25,825	25,167	12,732
부채	19,253	21,888	32,757	23,302	36,878	41,865
총차입금	11,789	10,509	15,576	8,094	22,413	27,146
부채비율	110.2%	117.7%	153.5%	91.0%	216.4%	자본잠식
차입금의존도	32.1%	26.0%	28.8%	16.5%	41.6%	96.7%
매출채권/총자산	27.0%	31.7%	35.6%	52.8%	46.7%	45.4%
매출채권회전기간	119.5일	143.6일	140.0일	130.7일	195.2일	175.6일
1회전기간	120.5일	145.5일	141.3일	130.7일	195.2일	175.6일

자료) 공시자료, 한국기업평가

3. 복합형(영업부진+운전자본부담)

1) 재무특성

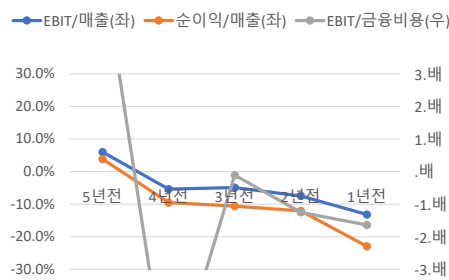
금융비용 커버리지
미흡, 운전자본 부담
큰 편, 차입금 과중

복합형 부실화 기업은 영업적자와 순손실, EBIT/금융비용 1배 미만 등 수익성 및 금융비용 커버리지 지표가 미흡한 가운데, 운전자본 부담도 상당히 큰 기업들이다. 부실화된 45개사 중 8개사(17.8%)가 이에 해당했다.

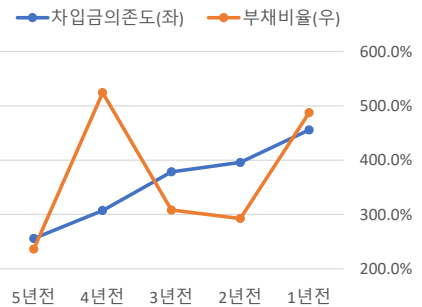
EBIT/금융비용은 큰 변동을 보인 후, 부실화 4년전부터 1배 미만을 기록했으며, EBIT/매출과 순이익/매출은 부실화 4년전부터 -5% 이하로 지속적인 하락세를 보였다. 매출채권과 재고자산의 규모가 커지면서, 1회전기간이 200일 내외로 장기화된 수준을 보였다.

일부 업체는 유상증자나 자산재평가를 통해 차입금 의존도를 개선하기도 했다. 그러나 복합형 부실화 기업의 특성상 현금 창출의 근원인 수익성이 미흡하고 운전자본 부담도 커서, 재무안정성이 일시적으로 개선되더라도 이를 유지하는 데 어려움이 있었다. 결과적으로 재무개선 노력에도 불구하고 차입금 의존도는 꾸준히 상승하였다.

[그림 12] 이익률 및 EBIT/금융비용 추이

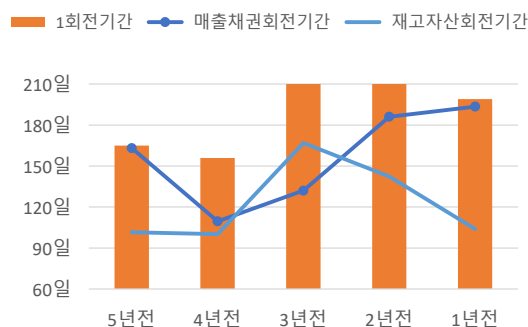


[그림 13] 레버리지 비율 추이



자료) 공시자료, 한국기업평가

[그림 14] 운전자본회전기간 추이



- 주) 1. 회전기간 산출시 분자(매출채권, 재고자산, 매입채무)는 기초와 기말 평균값 대신 기말 수치 사용
2. 매입채무회전기간의 경우 분모로 매출 사용(매입채무 회전기간 표기 생략)
3. 1회전기간=매출채권회전기간+재고자산회전기간-매입채무회전기간

자료) 공시자료, 한국기업평가

매출채권 및 재고자산의 회전기간 분석은 자산 과대평가 및 손실과소(또는 이익 과대)계상 여부를 판단하기 위한 기초적인 절차이다. 과대평가된 금액을 자산과 자본에서 제거할 경우, 기존 장부 금액을 기준으로 산출된 레버리지 비율 대비 현저히 열위한 수준의 레버리지 지표가 산출될 수 있으며, 이에 따라 자금 조달 환경이 급격히 악화될 가능성이 있다.

2) 공시 신용등급 보유 기업의 부실화 원인 분석

① 아스트(2023년 부실화)

아스트는 2016년부터 2018년까지 1,355억원의 Capex 투자를 진행하고, 2019년 이후에는 대규모 자산 양수도를 진행하였다. 자금 소요가 많았지만, 유상증자(신주인수권 행사) 등을 통해 자금을 확충하여 재무안정성 지표의 저하를 방어했다. 2019년 말 기준으로 차입금 의존도는 36.6%, 부채비율은 135.4%로 재무 구조는 양호한 수준이었다.

미흡한 금융비용
커버리지, 과중한
재고자산

그러나 이후 매출이 급감하고 영업적자와 흑자가 반복되었으며, EBIT/금융비용도 매우 미흡한 수준을 보였다. 재고자산은 매출 대비 매우 큰 규모였으며, 2020년과 2021년에는 매출 규모를 초과하기도 했다. 매출 규모를 초과하는 재고자산·매출채권 규모를 고려하면, 자산 적정성에 대한 합리적인 의문을 제기할 수 있었다.

아스트는 부실한
종속회사에 과중한
지급보증도 제공

아스트는 부채비율이 655%에 달하고 순손실을 기록한 종속회사(에이에스티지)에 상당한 수준의 지급보증을 제공하고 있었다. 잠재채무를 감안하지 않은 차입금 의존도는 50%를 초과하지 않았지만, 잠재채무를 포함한 차입금 의존도는 2021년 70%를 상회하기도 했다. 부실화 이전 3개년 동안 매입채무를 확대해 NCF 적자를 만회했지만, 근본적으로 영업 현금흐름 창출이 어려운 구조였고, 과중한 재무부담이 지속되면서 2023년 7월 14일 워크아웃을 신청했다. KR은 워크아웃 신청에 따라 신용등급을 CCC로 하향 조정하였다.

[표 9] 아스트 영업실적 및 재무지표(정정신고전 재무제표 기준)

(단위: 백만원)

구분	5년전	4년전	3년전	2년전	1년전
	2018	2019	2020	2021	2022
매출액	116,938	145,442	52,807	77,812	153,505
EBIT	5,109	4,462	-7,228	-2,063	4,481
EBITDA	10,867	12,856	2,717	7,014	11,583
당기순이익	2,894	-2,744	-21,045	-26,954	-8,278
총자산	284,423	450,129	389,314	358,057	376,273
재고자산	87,968	110,271	119,401	117,913	130,971
총부채	177,480	258,900	221,491	215,165	235,965
총차입금	96,588	164,830	176,672	171,726	168,862
총차입금+잠재채무	182,828	253,830	258,041	253,095	240,916
순차입금	83,476	137,897	155,921	161,344	163,235
EBIT/매출	4.4%	3.1%	-13.7%	-2.7%	2.9%
EBIT/금융비용	1.4배	0.8배	-0.7배	-0.2배	0.4배
부채비율	166.0%	135.4%	132.0%	150.6%	168.2%
차입금의존도	34.0%	36.6%	45.4%	48.0%	44.9%
차입금의존도(잠재채무포함)	64.3%	56.4%	66.3%	70.7%	64.0%
매출채권회전기간	141.0일	53.2일	38.8일	53.2일	46.3일
재고자산회전기간	274.6일	276.7일	825.3일	553.1일	311.4일
1회전기간	223.6일	265.6일	782.6일	528.5일	275.8일

주) 1. 회전기간 산출시 분자(매출채권, 재고자산, 매입채무)는 기초와 기말 평균값 대신 기말 수치 사용

2. 매입채무회전기간의 경우 분모로 매출 사용(매입채무 회전기간 표기 생략)

3. 1회전기간=매출채권회전기간+재고자산회전기간-매입채무회전기간

자료) 공시자료, 한국기업평가

정정보고서 공시로
밝혀진 재고자산
과다계상, 순손실
축소

부실화 이후, 2024년 4월에 공시된 정정 사업보고서에 따르면, 2020년, 2021년, 2022년의 재고자산은 각각 343억원, 336억원, 337억원이었으며, 영업이익은 -215억원, 24억원, -69억원, 순이익은 -206억원, -498억원, -197억원이었다. 부실화 이전 3년 동안 재고자산이 과대 계상되었으며, 영업적자와 당기순손실도 상당 부분 축소된 것으로 나타났다. 과대 계상된 재고자산과 순손실을 반영할 경우, 매우 높은 차입금 의존도와 부채비율을 보였을 것으로 추정된다.

② 케이씨코트렐(2024년 부실화)

케이씨코트렐은 환경엔지니어링 전문 기업으로, 환경·발전·화공설비 등 플랜트 EPC 사업을 주력으로 영위하였다. 주요 공장은 경기도 안성시에 위치하고 있으며, 해외 대규모 프로젝트에서 상당 부분의 매출이 발생했다.

제한적인 국내 EPC 사업 환경에 대응하기 위해 해외 매출 비중을 확대한 결과, 일부 해외 프로젝트에 대한 매출 의존도가 매우 높아졌다. 2020년 이후 환경엔지니어링 단일 사업 부문만을 영위하고 있어 사업 포트폴리오가 한쪽으로 편중되었다. 해외 사업의 경우, 한국과 다른 규제 및 정책 등이 영향을 미쳐 높은 사업 불확실성을 동반하며, 공사 중단 등의 문제로 채권 회수가 지연될 위험도 존재했다.

[표 10] 케이씨코트렐 재무지표

(단위: 백만원)

구분	5년전	4년전	3년전	2년전	1년전
	2019	2020	2021	2022	2023
매출액	281,260	303,186	330,156	391,239	406,660
EBIT	11,468	-45,458	2,213	5,585	-20,231
당기순이익	1,156	-63,779	7,537	-17,198	-34,235
총자산	308,085	260,126	355,567	295,493	389,624
매출채권	90,236	79,014	100,746	137,624	223,889
총부채	235,278	251,210	312,125	240,802	340,843
총차입금	12,388	67,544	55,988	68,223	138,586
총차입금+잠재채무	70,093	118,815	108,558	131,208	161,551
순차입금	-32,319	58,097	-30,075	52,779	108,996
EBIT/매출	4.1%	-15.0%	0.7%	1.4%	-5.0%
EBIT/금융비용	23.4배	-48.0배	1.3배	1.4배	-2.5배
부채비율	323.1%	2817.8%	718.5%	440.3%	698.7%
차입금의존도	4.0%	26.0%	15.7%	23.1%	35.6%
차입금의존도(잠재채무포함)	22.8%	45.7%	30.5%	44.4%	41.5%
매출채권회전기간	117.1일	95.1일	111.4일	128.4일	201.0일
재고자산회전기간	37.4일	25.3일	19.6일	22.4일	16.0일
1회전기간	74.6일	75.9일	65.2일	106.6일	153.2일

자료) 공시자료, 한국기업평가

순이익적자, 과중한
매출채권부담으로 순
차입금 빠르게 증가

기존 사업인 강릉안인화력 1,2호기 탈황설비 구축과 신규 프로젝트로 2021년 매출과 수주잔고는 증가했으나, 코로나19로 인한 공기 지연과 건설 자재 단가 인상 등의 요인으로 수익성 개선은 제한적이었다. 특히, 당기순손실 발생이 잦았다.

장기화된 매출채권회
전기간

매출채권회전기간은 2020년 95.1일에서 2022년 201일까지 장기화되면서 재무구조 악화에 일조하였다. 2023년말 기준 매출채권은 총자산의 57.5%를 차지하였었다. 당기순손실이 발생하는 가운데, 운전자본도 확대되어 영업현금창출은 어려운 구조이며, 매출채권 대손이 발생할 경우 대규모 당기순손실 발생으로 재무안정성이 크게 저하될 수 있는 구조였다.

차입금의존도는 2020년까지 양호한 수준이었지만, 영업 현금흐름 부진으로 2021년까지 마이너스였던 순차입금은 빠르게 증가했으며, 단기성 차입금 비중이 70%를 초과하는 단기화된 만기 구조를 보였다. 특히, 부채비율은 순손실 발생에 의한 자본 유실로 인해 부실화 5년전부터 매우 저조한 수준을 보였다.

2024년 8월 5일, 제3회차 무보증사채에 대한 조기상환 청구가 발생했으나, 채무 이행 자금 부족으로 상환하지 못했으며, 2024년 8월 14일에는 이사회 결의를 통해 기업구조조정촉진법에 의거한 공동관리 절차(워크아웃)를 신청하였다. KR 은 워크아웃 신청에 따라 신용등급을 CCC로 하향 조정하였다.

③ 엠에프엠코리아(2024년 부실화)

별도기준 재무지표
기준 부실화 1년전
수익성 및 레버리지
비율 개선

엠에프엠코리아는 OEM 방식의 의류 제조업체로, 미국 브랜드(Aeropostale, Nautica, Vans 등)를 주요 고객으로 보유하고 있다. 최상위 바이어인 Aeropostale 향 매출액은 연결기준 800~1,000억 원 수준으로 상위권 벤더에 해당하나, 그 외 거래처의 연간 수주액은 상대적으로 적어 고정 거래처 기반이 약하고 교섭력 또한 열위한 상태였다. 범용화된 니트 위주의 생산, 생산기반 외주화, 그리고 외부 요인에 따른 손익 변동을 감안할 때, 원가 효율성도 미흡한 편이었다.

[표 11] 엠에프엠코리아 별도기준 재무지표

(단위: 백만원)

구분	4년전	3년전	2년전	1년전
	2020	2021	2022	2023
매출액	61,085	89,272	78,305	83,441
EBIT	-1,518	-1,708	-703	5,718
당기순이익	-4,394	-5,249	942	-3,426
총자산	54,143	90,006	88,251	82,811
매출채권	23,154	47,547	34,067	50,352
총차입금	11,253	18,481	13,955	13,654
순차입금	10,021	13,787	12,865	13,283
EBIT/매출	-2.5%	-1.9%	-0.9%	6.9%
EBIT/금융비용	-1.4배	-1.1배	-0.4배	3.8배
부채비율	107.2%	108.7%	100.6%	56.5%
차입금의존도	20.8%	20.5%	15.8%	16.5%
매출채권회전기간	138.4일	194.4일	158.8일	220.3일
재고자산회전기간	64.5일	69.3일	108.7일	37.3일
1회전기간	118.4일	192.0일	162.7일	197.2일

주) 기업인수목적회사(존속)가 엠에프엠코리아를 흡수합병하고 엠에프엠코리아로 사명 변경하여, 2019년 재무자료 제외 자료) 공시자료, 한국기업평가

회사는 매년 적자를 기록하는 가운데, 매출채권 또한 과도한 수준이었으나, 2023년말 기준 부채비율 56.5%, 차입금 의존도 16.5%로 재무 레버리지는 양호한 수준을 유지했다. 또한, 2022년 영업적자가 감소한 데 이어 2023년에는 영업흑자로 전환되면서 별도기준 재무지표는 긍정적인 흐름이 나타났다. 다만, 매출채권 규모가 총자산의 60%를 초과하는 등 운전자본은 정상적인 수준을 크게 넘어선 상태였다. 해당 매출채권은 전액 해외 종속법인과 관련되어 있었다.

[표 12] 엠에프엠코리아 연결기준 재무지표

(단위: 백만원)

구분	4년전	3년전	2년전	1년전
	2020	2021	2022	2023
매출액	98,206	115,428	145,691	113,655
EBIT	-3,801	-15,519	1,188	-12,168
당기순이익	-5,192	-17,488	-557	-21,604
총자산	73,887	102,450	132,948	102,385
매출채권	20,817	22,445	36,373	33,147
총차입금	25,483	33,775	66,197	58,328
순차입금	23,876	28,466	62,352	57,714
EBIT/매출	-3.9%	-13.4%	0.8%	-10.7%
EBIT/금융비용	-1.8배	-6.9배	0.2배	-1.8배
부채비율	191.6%	224.4%	330.3%	364.0%
차입금의존도	34.5%	33.0%	49.8%	57.0%
매출채권회전기간	77.4일	71.0일	91.1일	106.5일
재고자산회전기간	155.5일	197.6일	154.8일	130.2일
1회전기간	160.5일	188.7일	178.8일	178.4일

주) 기업인수목적주식회사(존속)가 엠에프엠코리아(소멸)를 합병한 후 엠에프엠코리아로 사명 변경하여 2019년 재무자료 제외
자료) 공시자료, 한국기업평가

**높은 사업적 연계성
고려시 연결재무제표
검토가 보다 중요**

북미 종속법인인 MIAS 는 트렌드 분석, 수주, 클라이언트 대응 등을 담당하며 실질적인 1차 벤더 역할을 수행하고 있으며, 본사는 생산 총괄 법인으로 MIAS 로부터 생산 오더를 받아 현지 외주 생산업체에서 제품을 생산하여 미국 종속회사에 납품하는 구조였다. 사업 구조상 해외 생산 법인의 계열 내 중요도는 매우 높은 수준으로, 연결기준 분석이 보다 적절한 상태였다.

종속회사를 포함한 연결기준 재무지표를 보면, 과중한 재무 부담을 안고 있으며 매년 당기순손실을 기록하여 자체적인 채무 상환 능력이 낮은 상태로, 종속법인의 실적이 매우 미흡한 것으로 추정된다.

기존 의류 사업 또한 OEM 업황 침체로 인해 2023년 연결기준 매출액이 전년 대비 22% 감소한 1,137억 원을 기록하였으며, EBIT/매출은 -10.7%로 영업수익성도 크게 악화되었다. 반복된 손실로 인해 코스닥시장 상장 규정상 관리종목으로 지정되었으며(최근 3개 사업연도 중 2개 사업연도에서 자기자본의 50%를 초과하는 법인세비용차감전계속사업손실 발생), 이로 인해 자본시장 접근성도 악화되었다.

2023년 11월, 최대주주가 (주)브이티엠인베스트먼트로 변경되었다. 2024년 3월 26일 자금 조달 및 신사업 진행을 위한 제3자 배정 유상증자를 계획했으나 투자자의 유상증자 배정 취소 요청으로 계획이 변경되었다.

2023년 11월 7일 최대주주 변경을 수반하는 주식 양수도 계약을 체결하면서 제7회 공모 신주 인수권부사채(BW)의 사채관리계약서 제2-5조의 2(지배구조 변경 제한) 위반 사유가 발생하였고, 이에 따라 해당 사채권자는 상환 청구권을 행사할 수 있게 되었다. 이로 인해 2024년 2월 14일 기준으로 56.3억 원을 상환하였다.

최대 주주 및 주요 경영진의 교체로 인해 의류 OEM 사업 경쟁력이 약화되면서 부진한 영업실적을 보인 가운데 운전자본 확대로 현금 창출력이 크게 저하되었다. 동시에, 유상증자 및 전환사채 투자자의 투자 철회 등으로 자금 조달이 제한되면서, 유동성 부족이 발생하였다. 결국, 무역 금융 차입금의 연체가 발생하면서 2024년 8월 KR은 신용등급을 CCC로 하향 조정하였다.

한편, 2024년 12월 19일에는 전·현직 임직원 등을 대상으로 업무상 횡령(58억 원) 혐의로 고소장이 접수되었으며, 이로 인해 경영 및 평판 리스크가 커졌다. 2024년 12월 27일 코스닥시장위원회에서 동사의 상장폐지를 의결하는 등 자본시장 접근성 또한 더욱 제한되었다.

④ 한국유니온제약(2024년 부실화)

한국유니온제약은 화학합성 복제의약품(제네릭) 중심의 제약사이다. 제네릭 제품은 진입 장벽이 낮고 경쟁 강도가 높은 시장에 속하며, 당사는 100억 원 이상의 매출을 기록한 제품을 보유하지 않고 있다. 이에 따라, 매출 규모가 작고 사업 안정성, 거래 기반, 연구개발 역량이 미흡한 수준이었다.

수익성이 저조한 상황에서 2018년부터 2020년까지 지속적인 시설 투자로 인해 재무 안정성도 악화되는 추세를 보였다. 그러나, 다양한 제형을 생산할 수 있는 문막 2공장의 가동률이 상승하면서 CMO 매출이 증가하였고, 이에 따라 2022년 매출이 전년 대비 26.9% 증가하며 영업흑자로 전환되었다.

하지만 2023년 들어 채산성이 낮은 도입 상품의 매출 증가와 순환기계류 및 근골격계류 원재료 가격 상승 등으로 원가율이 다시 상승하며 영업적자로 전환되었다. 영업 실적 부진과 지속적인 투자 지출 부담으로 인해 잉여현금흐름(FCF) 적자도 이어졌다.

FCF 적자 지속, 순차입금 지속 확대

2023년 신주인수권부사채(BW) 발행(200억원)과 2024년 5월 전환사채(CB) 발행(30억원) 등 외부 자금 조달을 통해 유동성을 확보하였으나, 순차입금 규모는 2020년 이후 지속적으로 증가하였다. 특히, 2023년 유·무형자산 손상차손(95억원) 발생으로 대규모 당기순손실이 기록되면서 자본이 축소되었고, 이에 따라 부채비율이 크게 상승하였다.

2024년 9월 17일 회사채의 조기상환 청구가 발생했으나, 자금 부족으로 대응하지 못했다. 당사는 사채 원리금 상환을 위해 유상증자 및 전환사채 발행을 계획했으나, 투자자 변경 등의 이유로 2024년 9월 이후 세 차례 일정이 지연되었다. 더불어, 2024년 10월 이후 전·현직 임직원을 대상으로 횡령 및 배임 혐의와 관련된 다수의 고소가 제기되었으며, 이에 따라 2024년 11월 22일 상장적격성 실질심사 대상에 지정되었다.

[표 13] 유니온제약 재무지표

(단위: 백만원)

구분	5년전	4년전	3년전	2년전	1년전
	2019	2020	2021	2022	2023
매출액	51,264	50,379	48,304	61,293	63,169
EBIT	1,282	-10,249	-9,970	1,845	-4,991
당기순이익	631	-8,597	-10,067	-370	-20,730
FCF	-18,501	-9,861	-4,915	-8,071	-962
총자산	95,815	97,160	119,612	114,930	94,303
매출채권	32,827	25,245	26,147	33,092	33,520
총차입금	26,751	14,402	35,830	37,111	39,315
순차입금	22,062	12,615	15,228	31,138	32,663
EBIT/매출	2.5%	-20.3%	-20.6%	3.0%	-7.9%
EBIT/금융비용	2.배	-15.4배	-4.5배	.6배	-1.2배
부채비율	64.4%	40.1%	120.1%	124.6%	211.1%
차입금의존도	27.9%	14.8%	30.0%	32.3%	41.7%
매출채권회전기간	233.7일	182.9일	197.6일	197.1일	193.7일
1회전기간	288.9일	262.6일	258.4일	254.5일	222.7일

자료) 공시자료, 한국기업평가

1회전 기간이 200일에 이르는 것은 매출 증가액의 50% 이상이 운전자본 투자로 이어지는 사업 구조를 의미한다. 수익성이 낮은 상황에서 시설 투자, 매출 증가에 따른 운전자본 부담이 복합적으로 작용하면서 순차입금이 빠르게 증가할 수 밖에 없었다. 현금흐름 창출이 어려운 사업구조상 재무 레버리지 비율이 높지 않음에도 불구하고 조기상환 청구에 대응하기 어려운 상황이었다.

[표 14] 유니온제약 매출채권 및 매출채권 관련 손실

(단위: 백만원)

구분	4년전	3년전	2년전	1년전	당해년도
	2020	2021	2022	2023	24.09
총매출채권	46,788	40,938	45,911	45,782	40,260
손실충당금	21,543	14,790	12,820	12,262	15,192
장부상매출채권	25,245	26,147	33,092	33,520	25,068
손실충당금전입	3,949	-1,882	-1,941	-921	2,930
제각손실	-	-4,508	-288	-	-

자료) 공시자료, 한국기업평가

유니온제약은 코스닥 상장사로, 2024년 9월 분기보고서를 공시하였으며, 29억원의 대손충당금을 인식하였다. 총손실충당금은 152억원으로 총 매출채권의 37%에 해당한다. 또한, 2024년 9월 말 기준 부채비율이 292.4%로 증가하였다. 여전히 장기인 회전기간을 감안할 때 추가 손실 발생 가능성이 있을 것으로 판단된다. KR 은 2024년 9월 CCC 로 신용등급을 하향 조정하였고, 2025년 9월에는 D 로 조정하였다.

4. 투자실패형

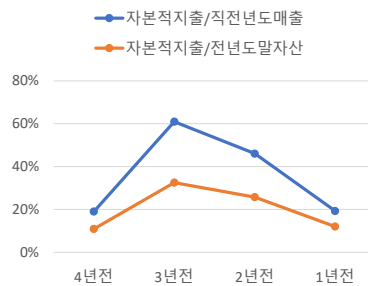
1) 재무 특성

부실화 4년전까지 수익성 양호, 1년전 영업적자 전환, 대규모 투자로 FCF 적자, 차입금 구조 단기화

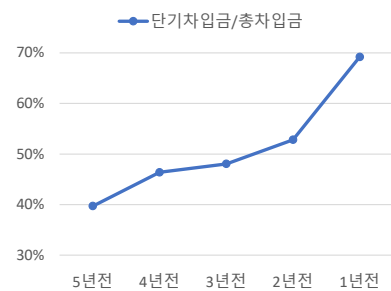
대규모 투자로 인해 부실화된 기업은 4개사(8.9%)이다. 부실화 이전 5년간 EBIT/매출은 -5.2%에서 9.8% 수준을 기록했다. 특이점은 부실화 2년전까지는 EBIT/매출이 6.6%~9.8%로 양호한 수준이었으나, 부실화 1년전 -5.2%의 적자를 기록한 점이다.

운전자본 부담은 상대적으로 크지 않았지만, 부실화 3년전부터 대규모 투자가 이루어졌다. 부실화 전 1~3년간 총 자본적 지출 합계는 부실화 4년전 총자산 대비 80%, 매출 대비 130%에 달했으며, 과도한 자본적 지출로 인해 잉여현금흐름(FCF) 적자도 크게 나타났다.

[그림 15] 자본적지출 추이



[그림 16] 단기차입금/총차입금 추이



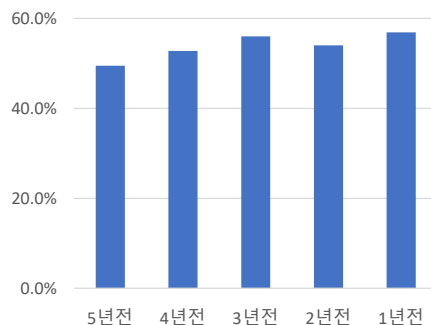
자료) 공시자료, 한국기업평가

투자실패형은 부실화가 빠르게 진행될 수 있어

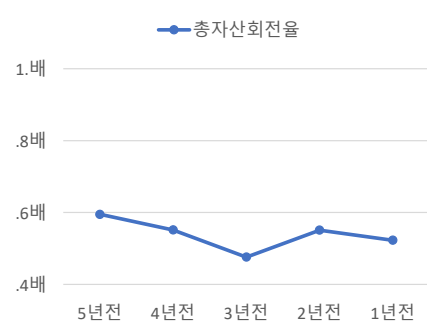
부실화 1년전에 영업적자로 전환되는 것은 투자실패형에서 나타나는 특징 중 하나이다. 투자 기간 중 발생한 비용의 상당부분이 수익·비용 대응의 원칙에 따라 자산화되는 경우가 일반적이다. 투자 완료후 투자 관련 영업성과를 내지 못할 경우 자본적지출로 처리된 자산의 상각비와 신규 사업과 관련한 고정비(인건비 등) 부담으로 적자 전환될 수 있다.

투자실패형 기업은 일반적으로 부실화가 급격하게 진행되는 특징이 있다. 이는 대규모 투자를 진행하는 과정에서 이미 동원 가능한 외부 자금을 상당 부분 소진했기 때문이다. 투자 종료후 영업성과가 나타나지 않을 경우 심각한 유동성 위기에 직면한다. 따라서 매출·자산 규모 대비 과도한 투자계획이 있거나, 이미 대규모 자금이 집행되어 재무구조가 취약해진 경우 투자의 적정성과 대체자금조달여력을 검토해야 한다.

[그림 17] 차입금의존도



[그림 18] 총자산회전율



주) 총자산회전율 산출시 분모(총자산)는 기초와 기말 평균값 대신 기말 수치 사용
자료) 공시자료, 한국기업평가

총자산회전을 낮은 수준, 자산 과대 계상 가능성 내재

투자실패형 부실화 업체의 또 다른 재무적 특성은 총자산회전율이 낮다는 점이다. 부실화 5년 전부터 1년전까지 0.6 내외 수준을 기록했다. 이는 국내 제조업 평균 총자산회전율인 0.83배 (2024년 기준, 한국은행 경제통계시스템) 및 중소기업 평균 총자산회전율 0.89배와 비교할 때 현저히 낮은 수준이다. 업종 특성을 감안하더라도 자산 과대계상 가능성과 투자 적정성을 검토할 필요가 있다.

2) 미공시 신용등급 보유 기업의 부실화 원인 분석

투자실패형 부실화 기업 4개사 중 공시 신용등급을 보유한 업체는 없었다. 투자실패형으로 분류된 미공시등급 보유 기업의 부실화 사례를 살펴보면 다음과 같다.

① 2023년 부실화 A 사

2023년 부실화된 1 개사는 재무제표에서 유형자산 급감

해당 기업은 부실화 1~2년전 대규모 투자를 진행하였다. 영업자산 및 투자자산 처분을 통해 차입금 증가를 일부 억제하였으나, 차입금 의존도가 60% 내외로 매우 취약한 재무구조를 보였다. 또한, 차입금 중 단기차입금 비중이 점진적으로 증가하면서 유동성 부족도 심화되었다. 부실화 연도에는 주요 거래처의 결제대금 지급 지연으로 자금 미스매칭이 발생하였으며, 결국 약속어음을 결제하지 못하고 당좌거래 정지로 이어졌다.

부도 이후 나온 감사보고서를 살펴보면, 회계감사인은 2023년 재무자료에 대해 의견거절을 표명하였다. 회사가 작성한 2023년 재무자료는, 영업외비용은 전년도와 유사한 수준이었으나, 매출이 전년 대비 50% 감소한 반면, 매출원가는 2배 증가하면서 대규모 적자가 발생했다. 2022년 말기준 741억 원이었던 유형자산은 66억원으로 급감하였다.

현행 회계기준상 제조원가명세서는 필수 공시 재무제표가 아니며, 의견거절이 표명된 경우 주석도 공개되지 않는 경우가 많아 자산 과대평가 조정을 영업외비용 대신 매출원가에서 반영하는 사례가 있다. 이에 따라 자산 관련 손실을 직접 파악하기 어렵다. 다만, 매출원가 증가 수준과 유형자산 감소 폭을 고려할 때 상당한 수준의 자산 관련 손실이 매출원가로 계상되었을 것으로 추측된다.

② 2024년 부실화 B 사(재무부담 과중)

과중한 투자로 재무안 정성 매우 미흡

부실화 5년전부터 차입금 의존도가 60%, 부채비율이 300%를 초과하는 등 과도한 재무 부담이 지속되었다. 부실화 3년전에는 직전 연도 말 자산의 85%에 해당하는 대규모 투자가 진행되었으며, 유상증자에도 불구하고 차입금 의존도가 70%에 달했다. 부실화 1년전 대규모 적자도 발생하면서 금융기관 차입금 연체가 발생하였다.

③ 2024년 부실화 C 사(상대적 재무구조 양호)

2024년 재무제표에서 자산손상 계상

사옥 신축과 적극적인 신규 사업 추진 과정에서 부실화 3년전부터 매년 대규모 자금이 유출되었으며, 차입금 연체가 발생하면서 2024년 기업회생절차 개시를 신청하였다. 자산 재평가와 유상증자를 통해 상대적으로 양호한 재무지표를 유지했으며, 부실화 1년전에도 차입금 의존도

는 41.6%, 부채비율은 253.0%를 기록하였다.

다만, 2024년 9월 말 분기보고서를 통해 자산 과대 계상 여부를 추가 검토할 수 있었다. 해당 보고서에 따르면, 무형자산 손상차손: 118억원, 유형자산 손상차손: 290억원, 대손상각비: 305억원 등 자산 관련 손실(대손상각비 포함) 금액은 2023년 말 총자산의 51.5%에 달했다. 동 금액을 고려하면 2023년말 실제 재무레버리지 지표는 장부상 수치를 크게 하회했을 것으로 판단된다.

④ 2025년 부실화된 D 사(상대적 재무구조 양호)

부실화 2년전 직전년도 자산의 50%, 매출의 43%에 달하는 대규모 신규공장 투자를 진행하였다. 자산과 부채가 함께 증가되면서 재무레버리지의 저하는 크지 않았지만, 부실화 1년전 영업적자 발생과 단기화된 차입구조로 인해 상환 부담이 가중되었다. 차입금 연체가 지속되면서 결국 부도가 발생하였다.

5. 계열위험 현실화형

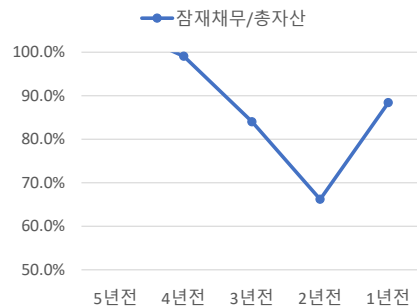
계열위험(지급보증)이 부실화에 가장 결정적인 영향을 미친 기업을 계열위험 현실화형으로 분류하였으며, 해당 기업은 미공시 신용등급을 보유한 1개사였다.

부실화 이전 5년간 EBIT/매출이 4.5%~8.1% 수준으로 대체로 양호했으며, EBIT/금융비용도 1배 이상을 유지하였다. 다만, 차입금의존도는 50%대로 높은 수준이었고 매출채권회전기간은 200일 내외 수준으로 장기였다. 총자산의 34.8%는 계열사와 관련된 채권으로 구성되어 있고, 기중 계열사와 자금거래가 빈번하였다.

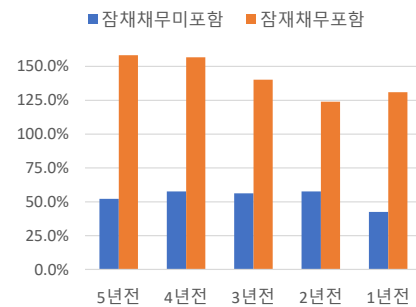
지급보증을 제공한 계열사 부실화

지급보증 규모는 2년전에 일시적으로 감소했으나, 총자산의 80%를 초과하였다. 지급보증의 상당 부분이 ‘대규모 투자’로 인해 부실화된 계열사에 제공되었다. 해당 계열사가 당좌거래 정지로 부도 처리되면서 지급보증 위험이 현실화되었고, 이로 인해 자산의 상당 부분에서 손실이 발생하여 부실화되었다.

[그림 19] 잠재채무/총자산 추이



[그림 20] 차입금의존도 추이



자료) 공시자료, 한국기업평가

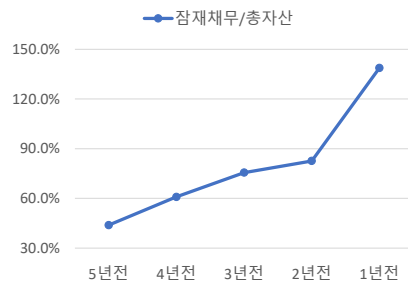
6. 우발채무 현실화형

1) 재무 특성

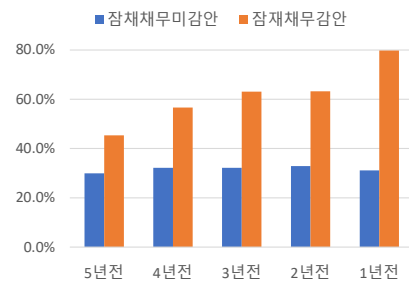
과중한 잠재채무 현실화하는 부실로 연결

우발채무가 현실화되면서 부실화된 기업은 건설업을 영위하는 태영건설과 동광건설을 포함해 총 3개사였다. 잠재채무 규모가 점진적으로 증가하며 총자산 규모를 초과했고, 잠재채무를 차입금에 가산한 잠재채무 가산 차입금 의존도는 부실화 1년전 80%에 육박했다. 과중한 잠재채무를 보유하고 있어, 잠재채무가 현실화될 경우 채무 상황이 어려울 수 밖에 없었다.

[그림 21] 잠재채무/총자산 추이



[그림 22] 차입금의존도 추이



자료) 공시자료, 한국기업평가

2) 공시 신용등급 보유 기업의 부실화 원인 분석

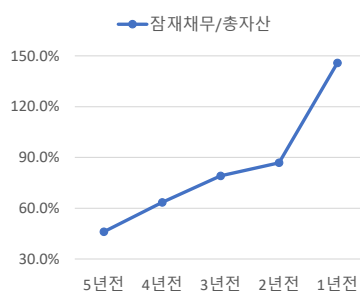
① 태영건설(2023년 부실화)

태영건설은 채산성이 높은 주택사업에서 우수한 분양 실적을 기록하며 2021년까지 높은 영업 수익성을 유지했다. 그러나 투자사업 부문인 티와이홀딩스 분할 과정에서 재무 안정성이 저하되었고, PF 우발채무 증가세도 이어졌다. 주요 주택사업의 기성에 따른 현금 창출로 재무구조 개선이 예상되었으나, 2022년 이후 부동산 경기 하락과 공사비 상승 부담으로 수익성이 저하되면서 재무구조 개선이 기대에 미치지 못했다.

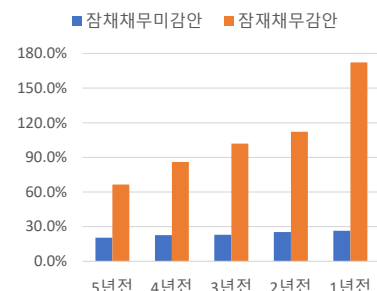
위기의 시작점은 PF 우발채무 현실화

PF 우발채무가 과도한 수준인 상황에서, 2022년 하반기 이후 자금시장 경색으로 인해 PF 동화증권을 직접 매입하는 등 우발채무가 점진적으로 현실화되었다. 2023년에는 종속회사 지분 및 보유 사업 매각 등 자구 노력을 추진했으나, 과중한 PF 우발채무와 자금시장 경색으로 유동성 관리에 어려움이 지속되면서, 결국 2023년 12월 주채권은행 공동관리절차(워크아웃) 개시를 신청했다. KR은 워크아웃 신청에 따라 신용등급을 CCC로 하향 조정하였다.

[그림 23] 잠재채무/총자산 추이



[그림 24] 차입금의존도 추이



자료) 공시자료, 한국기업평가

② 동광건설(2024년 부실화)

동광건설은 광주 및 전남권을 중심으로 토목·건축·주택공사를 주력 사업으로 영위해왔다. 전반적인 시장 지위는 낮은 수준이며, 주택사업을 확대하고 있으나 민간·건축 부문에서 고정적인 거래 기반이 미흡해 수주 및 공사 진행 상황에 따른 실적 변동성이 내재되어 있었다. 2022년 이후 원자재 가격 상승 등에 따른 공사비 부담 증가가 수익성에 악영향을 미치는 가운데, 2023년에는 ‘죽전 테라스앤139 동광뷰웰 신축공사’ 현장에서 260억 원의 공사 손실을 인식하며 영업 적자(-107억 원)가 발생했다.

‘죽전 테라스앤139 동광뷰웰 신축공사’ 현장은 원래 2023년 3월말 입주 예정이었으나, 코로나 19 등의 영향으로 일정이 6월말로 변경되었다. 그러나 2023년 5월 실시된 1차 사전 점검에서 부실 시공 문제가 발생하면서 입주 예정일이 9월 말로 재차 연기되었다. 8월 중 진행된 2차 사전 점검에서도 하자가 추가로 확인되었고, 과반수의 수분양자가 입주 지연금 지급 및 계약 해지 소송을 제기했다. 이에 따라 12월 22일 준공되었음에도 총 139세대 중 과반수가 미입주한 상태로 남았다.

채무 인수 제공으로 부실화

최초 입주 예정일 변경 과정에서 동광건설은 시행사의 PF 대출에 대해 채무 인수를 제공했으며, 2024년 4월 1일 만기가 도래한 PF 대출(총 290억 원)을 시행사가 상환하지 못하면서 우발채무가 현실화되었다. 동광건설은 4월 16일 PF 대주단으로부터 상환 요청 내용 증명을 수령했고, 3영업일 뒤인 4월 19일 회생절차 개시를 신청했다. KR은 기업회생절차 개시 신청에 따라 신용등급을 D로 하향 조정하였다.

[표 15] 동광건설 재무지표

(단위: 백만원)

구분	5년전	4년전	3년전	2년전	1년전
	2019	2020	2021	2022	2023
매출액	120,733	123,842	112,573	159,147	157,986
EBIT	2,457	4,926	4,651	3,687	-10,714
당기순이익	1,352	2,936	1,551	2,787	-4,800
총자산	76,235	94,976	98,748	99,848	95,108
총차입금	10,700	16,630	15,671	15,400	18,360
EBIT/매출	2.0%	4.0%	4.1%	2.3%	-6.8%
EBIT/금융비용	1.8배	4.배	5.4배	4.1배	-8.7배
부채비율	45.7%	71.8%	73.8%	67.5%	73.5%
차입금의존도	14.0%	17.5%	15.9%	15.4%	19.3%

자료) 공시자료, 한국기업평가

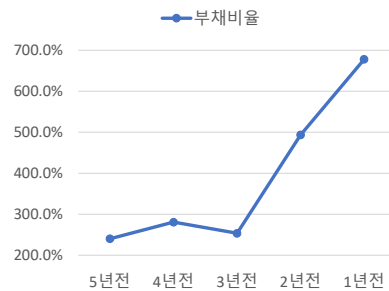
재무지표만으로는 동광건설의 부실화 징후를 파악하기 어렵다. 부도는 2024년 4월 발생했지만, 실제 2024년 3월 이전에는 2022년 재무제표만 공시되어 있었고, 2023년 중 채무 인수를 제공하여, 2022년 재무제표에는 잠재 채무가 전혀 반영되지 않았기 때문이다. 또한, 외부감사대상 기업으로 분기보고서를 공시하지 않았다.

동광건설처럼 일부(2개) 사업장에 대한 의존도가 절대적이고, 외부감사대상 기업으로서 자료 접근성이 제한적인 건설사는 주요 사업장의 준공 여부, 입주 여부, 보증(채무 인수 포함) 여부 등을 주기적으로 모니터링할 필요가 있다.

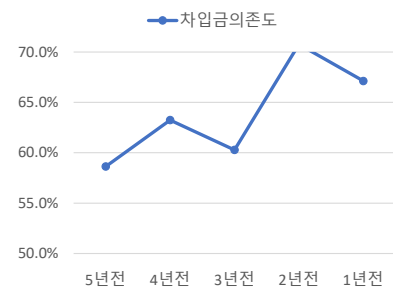
7. 기타

매우 미흡한 재무안정성 이외에 다른 부실화 요인은 없는 부실화 업체는 2024년 부실화된 1개사로 미공시 신용등급을 보유한 업체이다. 동 업체는 재무안정성이 미흡한 수준이었고 부실화 2년전에는 화재로 인해 재고폐기손실이 발생하면서 재무구조가 급격히 저하되었다. 부실화 2년전 재무지표 저하 영향으로 금융권에서의 차입금 일부 상환 및 금리인상 요구가 있었으며, 자금부족을 견디지 못하고 기업회생절차 개시를 신청하였다. 재무적 완충력이 미흡한 경우 외부 충격에 쉽게 부실화될 수 있음을 보여준 사례이다.

[그림 27] 부채비율



[그림 28] 차입금의존도



자료) 공시자료, 한국기업평가

IV. 마치며

기업의 부실화는 수익성 저하, 운전자본 부담 증가, 대규모 투자, 잠재채무 및 계열위험 현실화 등 다양한 경로로 발생한다. 그러나 개별 위험요인이 존재한다고 해서 반드시 부실화로 이어지는 것은 아니다. 중요한 것은 부정적인 사업·재무적 요인이 현실화될 때 이를 감내할 수 있는 재무적 위험 수용력을 보유하고 있는지 여부이다. 실제 부실화 기업들은 부실화 이전부터 재무 부담이 과중한 경우가 많았으며, 이는 사업환경 악화나 예상하지 못한 자금소요가 발생했을 때 대응여력을 제약하는 요인으로 작용하였다.

따라서 기업의 부실화 가능성을 평가할 때에는 현재의 재무비율뿐만 아니라 재무지표의 변화 방향과 그 원인을 함께 살펴볼 필요가 있다. 수익성이 저하되거나 대규모 손실이 발생한 경우에는 일시적인 현상인지 사업 펀더멘털의 구조적인 변화인지 판단해야 한다. 운전자본 부담이 큰 경우에는 매출채권과 재고자산의 회전기간을 동종업체와 비교하고 시계열적으로 장기화되고 있는지 살펴봐야 한다. 특히 특정 거래처에 대한 매출채권이 과도하게 증가하는 경우에는 해당 거래처의 재무상태와 채권의 회수 가능성까지 점검할 필요가 있다.

대규모 투자가 이루어지는 경우에는 투자 규모의 적정성과 기대하는 사업성과뿐만 아니라 투자 과정에서 재무적 위험 수용력이 얼마나 악화되는지를 중요하게 고려해야 한다. 외부 차입에 의존한 대규모 투자로 재무구조가 취약해진 상황에서 기대한 매출과 이익이 발생하지 않는다면 유동성 위험이 빠르게 확대될 수 있다. 따라서 투자 이후 사업성과와 총자산회전율 등을 지속적으로 점검하고, 투자자산의 회수 가능성도 함께 살펴봐야 한다.

또한 장부상 재무지표만으로 기업의 실질적인 재무위험을 판단하는 데에는 한계가 있다. 지급보증과 PF 우발채무 등 잠재채무는 현실화될 경우 기업의 채무상환능력을 크게 훼손할 수 있으며, 계열사의 재무위험 역시 자금지원이나 지급보증 등을 통해 전이될 수 있다. 따라서 잠재채무와 계열위험은 규모뿐만 아니라 현실화 가능성과 현실화시 기업이 감내할 수 있는 수준인지를 함께 판단해야 한다.

한편, 장기화된 운전자본 회전기간과 낮은 총자산회전율은 자산의 질을 추가적으로 점검할 필요가 있음을 시사한다. 일부 부실화 기업에서는 부실화 이후 공시한 재무제표에서 대손상각비, 재고자산 관련 손실, 유·무형자산손상차손 등 대규모 자산 관련 손실을 계상하였다. 따라서 매출채권의 회수 가능성, 재고자산의 진부화 여부, 투자자산의 회수 가능성 등을 검토하여 장부상 재무지표가 기업의 실질적인 재무위험을 적절하게 반영하고 있는지 확인할 필요가 있다.

총자산회전율과 운전자본 회전기간은 적정 수준이 명확하지 않고 변동성이 크며, 제품 및 사업 구조에 따라 차이를 보일 수 있다. 따라서 신용평가 방법론에서도 등급별 기준을 일괄적으로 명시하기 어렵다. 그러나 자금부족형으로 부실화된 기업의 경우, 운전자본 회전기간이 과도하게 길거나 총자산회전율이 매우 낮은 특성을 보였다. 만약 호전 분석이 진행됐다면, 재무제표에는 영업부진정보다 자금부족형의 특성이 나타날 가능성이 높다.

현재까지 귀납적인 접근방식에 의존하고 있어, 부실화를 판단하는 일부 재무 비율은 아직 설명하지 않았다. 향후 KR은 부실화 사례를 지속적으로 축적해 본 보고서에서 다루지 않은 다양한 재무비율의 추세적 특성도 공유할 계획이다.

[유의사항]

- (1) 한국기업평가(주)(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 증권이 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 상환능력 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, 분석자분석도구 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 전문기관을 일차적인 이용대상으로 하고 기본적으로 개인 투자자에 의한 이용을 전제로 하고 있지 않아 이를 이용하여 개인투자자 스스로 투자의사결정을 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 Inc. 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.

KRIR 2026-026, 2026-08-06