

2026.06.15.

## 비에스한양의 등급전망 ‘안정적’으로 변경:

BBB+(N) → BBB+(S)

박찬보 기업2실 선임연구원 02.368.5316 cbpark@korearatings.com	김현 기업2실 수석연구원 02.368.5459 hkim@korearatings.com	최한승 기업2실 실장 02.368.5324 hschoi@korearatings.com
--	---	---

한국기업평가(이하 ‘KR’)는 2026년 6월 12일자로 (주)비에스한양(이하 ‘동사’)의 무보증사채 신용등급을 BBB+로 유지하고, 등급전망을 기존의 ‘부정적(Negative)’에서 ‘안정적(Stable)’으로 변경하였다.

[표 1] 등급전망 변경 내역

회사명	대상채권	종전		금번	
		등급	Outlook	등급	Outlook
(주)비에스한양	무보증사채	BBB+	부정적	BBB+	안정적

### 1. 등급전망 변경 사유(Key Rating Rationale)

금번 등급전망 변경은 1) 주택사업의 양호한 채산성에 기반하여 이익창출력이 개선된 점, 2) 대규모 투자 일단락 등으로 재무부담 완화가 가능할 전망이다 점, 3) 에너지사업 및 미착공 사업 등과 관련된 투자자산 회수 여부에 대해 모니터링이 필요한 점 등을 반영한 것이다.

#### 1) 주택사업의 양호한 채산성을 기반으로 이익창출력이 개선되었다.

김포북변4구역재개발(도급액 9,208억원)의 본격적인 기성과 함께 동북아LNG허브터미널이 발주한 프로젝트(도급액 합산 3,447억원), 광양바이오매스발전소(도급액 2,731억원) 등 계열공사가 순차적으로 진행되며 2025년 연결기준 매출액은 전년 대비 25.3% 증가한 1조 1,286억원을 기록하였다. 김포북변4구역재개발 등 신규 착공한 주택프로젝트 및 계열공사의 양호한 채산성에 힘입어 원가율이 크게 개선되었고, 외형 확대 등에 기반한 고정비 부담 완화로 2025년 연결기준 EBIT/매출액은 전년 대비 6.9%p 상승한 9.0%를 기록했다.

용현학익, 김포풍무 등 진행 공사 물량이 지속적으로 확충되며 2026년 1분기 연결기준 매출액 또한 전년 동기 대비 63.3% 증가한 3,435억원을 기록했다. 2025년 고원이 프로젝트들의 준공 이후 김포북변4구역재개발 등 채산성이 양호한 주택프로젝트 중심의 매출 창출로 원가율 개선 추세가 이어지며 2026년 1분기 연결기준 EBIT/매출액은 14.7%까지 상승하였다. 김포북변4구역재개발 등 대형 프로젝트 기성과 김포풍무 등 채산성이 우수한 자체사업 진행 등을 감안 시 중기적으로 현 수준의 이익창출력 유지가 가능할 것으로 판단된다.

[표 2] 수익성 추이(연결 기준)

(단위: 억원, %)

구분	2021	2022	2023	2024	2025	'25.1Q	'26.1Q
매출액	6,797	11,073	11,317	9,010	11,286	2,104	3,435
매출원가	5,908	10,397	10,062	8,018	9,383	1,776	2,669
EBIT	239	-114	456	192	1,020	138	505
영업외손익	-27	300	-167	224	-93	-49	-38
세전이익	212	186	289	417	927	88	468
매출원가율	86.9%	93.9%	88.9%	89.0%	83.1%	84.4%	77.7%
EBIT/매출액	3.5%	-1.0%	4.0%	2.1%	9.0%	6.5%	14.7%
세전이익률	3.1%	1.7%	2.6%	4.6%	8.2%	4.2%	13.6%

자료) 공시자료

2) 대규모 투자 일단락 등으로 재무부담 완화가 가능할 전망이다.

2021년 이후 광양그린에너지, 동북아LNG허브터미널 등 에너지사업 관련 지분출자와 김포풍무 등 자체사업 진행을 위한 용지 선투자, 계열 내 대여부담 등으로 현금흐름이 저하되면서, 2026년 3월말 연결기준 순차입금은 6,573억원으로 2021년말 307억원 대비 크게 증가했다. 과중한 차입부담이 이어지는 가운데 2024년 12월 발행한 신증자본증권의 잠재적 상환부담, 일부 장기 미착공 사업 및 계열사 등에 대한 비경상적인 투자부담이 잔존하고 있다.

2026년 1분기 중으로 김포풍무B1에 대한 용지 투자가 마무리되며, 차입금 증가를 야기한 에너지 및 자체사업 관련 선투자가 일정 수준 일단락되었다. 추가적으로 계획된 용지 투자는 없는 가운데 진행 주택사업의 전반적인 분양 성과 등을 감안 시 운전자본부담을 적절히 통제하며 일정 수준의 영업현금흐름 개선이 가능할 것으로 판단된다. 연내 Step-up 금리 적용이 예정된 신증자본증권의 잠재적인 상환 부담 등을 감안 시 단기적으로 차입규모 감소 수준은 제한적일 수 있으나, 에너지 및 자체사업 관련 선투자가 일단락된 점과 우수한 수익성에 기반한 이익창출 등을 통해 재무부담 완화가 가능할 전망이다.

[표 3] 현금흐름 및 재무구조(연결 기준)

(단위: 억원)

구분	2021	2022	2023	2024	2025	'26.1Q
OCF(총영업현금흐름)	486	151	778	210	1,013	488
(-) 운전자본투자 등	-760	-43	2,283	488	1,633	931
NCF(순영업현금흐름)	1,245	194	-1,505	-278	-620	-443
(-) 자본적지출	407	138	85	229	74	4
(-) 배당금지급	-	-	-	-	-	-
FCF(잉여현금흐름)	838	57	-1,591	-507	-693	-448
ACF(재무적가용현금흐름)	-1,142	-1,301	-1,611	-832	-555	-702
자산총계	13,149	14,627	15,554	17,525	20,958	22,407
부채총계	7,623	83,68	9,095	10,295	13,022	14,112
총차입금	3,518	3,414	4,815	6,023	7,022	7,702
순차입금	307	993	3,503	4,681	5,856	6,573
부채비율	137.9%	133.7%	140.8%	142.4%	163.4%	170.1%
차입금의존도	26.8%	23.3%	31.0%	34.4%	33.5%	34.4%
순차입금/EBITDA	0.9배	32.9배	6.2배	15.6배	5.2배	3.1배

자료) 공시자료

### 3) 에너지 사업 및 장기 미착공 사업 관련 투자자산 회수 여부에 대해 모니터링이 필요하다.

관계회사인 광양그린에너지와 동북아LNG허브터미널 등 에너지사업과 관련하여 현재까지 약 0.3조원 규모의 지분 투자가 이루어진 것으로 파악된다. 현재 동사가 지분 투자한 광양그린에너지가 건설중인 광양바이오매스발전소는 2026년 하반기중 준공될 예정이며, 건설자금 조달을 대부분 차입으로 진행한 점과 상업운전 개시 시점 등을 감안 시 투자금 회수에는 중기 이상의 시일이 소요될 전망이다. 동북아LNG허브터미널의 경우 GS에너지의 지분투자 및 합작 등으로 사업안정성 및 중장기 수요처를 확보하였으나, 운영 예정 시기(2028년 이후) 등을 고려시 중단기간내 투자금 회수는 제한적일 것으로 예상된다. 에너지사업의 본격적인 실적 창출까지는 다소 시일이 걸릴 예정으로 관련 사업 진행 경과 및 추가적인 투자 또는 사업비 관련 대여 여부 등에 대한 모니터링이 필요하다.

이외에도, 솔라시도골프앤빌리지 등 계열 및 관계기업 등에 대한 대여부담이 지속되고 있다. 2026년 3월말 연결기준 장단기대여금은 2,339억원 수준으로 이 중 특수관계자(감사보고서 주식 기준)에 대한 대여금은 1,540억원이다. 특수관계자에 대한 대여금의 경우 대부분 장기 미착공 사업 등으로 구성되어 있고, 2023년말 기준 1,707억원에서 2026년 3월말 기준 1,540억원으로 감소하였으나, 이는 2024년 중 솔라시도골프앤빌리지에 대한 대여금 200억원이 출자전환 된 것에 기인하고 있어 실질적인 회수 규모는 제한적이다. 이외에도, 2024년 남양주월문리 공동주택 브릿지론 대위변제 이행과 관련하여 약 390억원 규모의 장기미수금이 잔존하고 있는 등 관련 투자자산의 회수 여부에 대해 모니터링 할 예정이다.

## 2. KR의 전망

### 1) Key Factor의 가정

KR은 동사의 향후 사업 및 재무 전망에 있어 이익창출력 유지 여부, 현금흐름 개선 수준이 Key Factor 라고 본다. Key Factor에 대한 가정은 다음과 같다.

- **이익창출력 유지 여부:** 채산성이 우수한 김포북변4구역재개발 등 대형 프로젝트의 기성이 본격화되고 있고, 김포풍무 등 수익성이 양호한 자체사업이 순차적으로 진행되고 있다. 고원가 프로젝트 준공 이후 채산성이 양호한 주택프로젝트 중심으로 매출이 창출되며 원가율 개선 추세가 이어지고 있는 점(2025년 EBIT/매출액 9.0% → 2026년 1분기 14.7%)을 감안 시, 중기적으로 현 수준의 이익창출력 유지가 가능할 것으로 예상된다.
- **현금흐름 개선 수준:** 2026년 1분기 중 김포풍무B1에 대한 용지 투자가 마무리되며, 차입금 증가의 요인이던 에너지 및 자체사업 관련 선투자가 일정 수준 일단락되었다. 주요 용지 투자도 마무리된 가운데 진행 주택사업의 전반적인 분양성과 등을 감안 시, 운전자본부담을 적절히 통제하며 일정 수준의 영업현금흐름 개선이 가능할 것으로 판단된다. 다만 연내 Step-up 금리 적용이 예정된 신종자본증권의 잠재적 상환부담과 비경상적인 투자 소요 등이 발생할 경우 단기적으로 차입규모 감소 폭은 제한적일 수 있어 연내 차입부담 완화 수준에 대해서는 모

니터링이 필요하다.

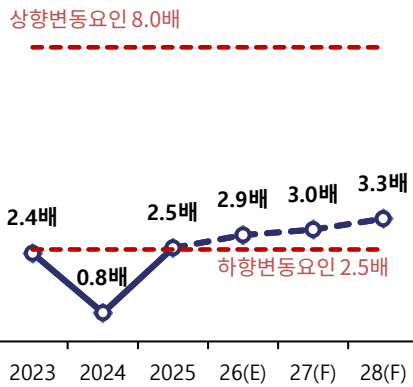
2) 등급변동요인의 추정

진행중인 주택프로젝트의 양호한 채산성과 김포풍무 등 자체사업 매출 기여를 감안 시, EBITDA/금융비용은 하향 변동요인인 2.5배를 상회하는 수준을 유지할 수 있을 전망이다.

[표 4] 등급변동요인

상향변동요인 BBB+(S) → A-(S)	✓ 공사물량의 질적 수준 제고를 통한 사업경쟁력 개선 ✓ EBITDA/금융비용 >=8
하향변동요인 BBB+(S) → BBB(S)	✓ 공사물량의 질적 수준 저하 또는 투자증가로 재무부담 확대 ✓ EBITDA/금융비용 <2.5

[그림] EBITDA/금융비용 추이



자료) 한국기업평가 추정

본문 내 전망과 관련된 모든 정보는 평가시점에 있어 당사의 합리적인 분석방법과 절차에 의하여 생성된 예측 정보이며, 이는 분석대상업체의 핵심지표 관련 당사의 전망에 기초한 영업손익 추정과 분석대상업체가 제시한 사업계획 등을 근거로 하고 있습니다. 향후 핵심지표의 변화 폭이 당초의 예상범위를 크게 이탈하고, 이러한 추세가 구조적인 요인에 기인하는 것으로 판단되는 경우 당사는 이를 반영한 Credit 검토를 토대로 신용등급 또는 등급전망을 변경할 수 있습니다. 예측정보는 수급요인이나 환율, 금리 등과 같은 외생변수를 포함한 대내외적인 환경변화에 따라 실제 결과치와 차이가 발생할 수 있습니다.

추정 시 가정한 기본 전제 및 방법은 다음과 같습니다.

1. 매출: 2026년 3월말 착공기준 수주잔고 4.6조원, 미착공 수주잔고 2.4조원의 순차적 착공 전환, 김포풍무 자체사업 진행 등 감안 시 점진적인 외형 확대 가능할 전망
2. 원가: 북변4재개발, 김포풍무 자체사업 등 채산성이 우수한 주택사업 진행하나 준공원가 상승 등을 고려하여 매출원가를 수준 81~83% 수준 가정
3. 운전자본: 김포풍무 용지 소진 등에 따라 재고자산은 점진적인 축소세. 단, 기성 누적과 자체사업 등으로 일정 수준의 운전자본부담 지속 가정
4. 투자: 정비사업 및 기타 관계사 사업 등에 대한 대여부담, 비경상적 투자 소요 등을 감안 시 연간 200억원 규모의 투자부담 가정
5. 재무: 2026년 신종자본증권 400억원 상환 가정, 과거 배당금 지급 이력 등을 감안 배당금 지급 향후에도 없는 것으로 가정

**[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 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·분석도구 또는 기타요인에 의한 오류 발생 가능성이 있기 때문에 당사는 신용등급 및 간행물의 정확성 및 완전성을 보증하거나 확약하지 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 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 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.