

2026.06.30.

에스케이디앤디의 신용등급 하향:

BBB(↓)/A3(↓) → BBB-(N)/A3-

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

한국기업평가(이하 'KR')는 2026년 6월 30일자로 에스케이디앤디(이하 '동사')의 무보증사채 신용등급과 기업어음 및 전자단기사채 신용등급을 각각 **BBB-**, **A3-**로 조정하고, 무보증사채 등급전망을 '**부정적(Negative)**'으로 변경하였다.

[표 1] 등급 조정 내역

회사명	대상채권	종전		금번	
		등급	Outlook	등급	Outlook
에스케이디앤디(주)	무보증사채	BBB	↓	BBB-	부정적
	기업어음, 전자단기사채	A3	↓	A3-	-

1. 등급 조정 사유(Key Rating Rationale)

금번 등급전망 변경은 1) 최대주주 변경으로 유사시 계열의 지원가능성이 약화된 점, 2) 운전자본 회수 지연, 지분 투자 등으로 과중한 차입부담이 지속되고 있는 점, 3) 이익창출력 개선 등을 통한 재무부담 완화에는 다소 시일이 걸릴 전망이다 등을 반영한 것이다.

1) 최대주주 변경으로 유사시 계열의 지원가능성이 약화되었다.

동사는 그간 SK디스커버리의 자회사로서 유사시 계열지원가능성을 인정받아 자체신용도 대비 1노치 상향 조정된 신용등급을 부여받아 왔다. 그러나 2025년 10월 1차 공개매수에 따른 지분 매입으로 동사의 최대주주가 SK디스커버리에서 사모펀드(PEF)인 한앤코개발홀딩스(이하 '한앤코')로 변경되었으며, 2026년 3월말 기준 한앤코개발홀딩스의 지분율은 47.42%(SK디스커버리 보유 지분 양수 예정분 합산 시 78.69%)로 상승하였다. 지분 매입 등과 관련된 절차가 다소 지연되고는 있으나, SK디스커버리 보유 지분의 양수도 거래종결일이 2026년 8월말 또는 그 이전으로 예정되어 있고 한앤코가 자기주식을 제외한 동사 지분 전량 확보 및 상장폐지를 추진하고 있는 점을 감안하면 실질적인 지배주주가 사모펀드로 변경된 것으로 판단된다. 사모펀드는 설립 목적상 투자회사의 가치를 높여 그 수익을 출자자에게 배분하는 데 초점이 맞추어져 있고, 지분구조가 분산되어 있어 스트레스 상황 하에서 동사에 대한 재무 지원이 적시에 이루어질 것이라고 기대하기 어렵다. 이에 동사에 대한 계열의 지원가능성이 약화된 점을 반영하여 계열 지원에 기반한 등급 상향 노칭을 제거한다.

2) 운전자본 회수 지연, 지분 투자 등으로 과중한 차입부담이 지속되고 있다.

분양경기 저하에 따른 생각공장구로의 입주 지연 등으로 운전자본부담이 확대된 가운데 성수복합개발, 수송스퀘어 등에 대한 지분투자 소요로 2025년 연결기준 잉여현금흐름(FCF)은 -2,783억원으로 적자 전환되었다. 이에 2025년말 연결기준 순차입금은 7,306억원으로 전년말 대비 2,081억원 증가하였다. 2026년 1분기에는 생각공장구로의 입주가 일부 진행되는 등 운전자본부담이 완화되며 2026년 3월말 연결기준 순차입금이 6,369억원으로 감소하였으나, 동시점 차입금의존도는 56.6%로 여전히 과중한 수준이다.

2025년 10월 준공된 생각공장구로(지식산업센터, 자체사업)의 경우, 80%를 상회하는 분양률에도 불구하고, 입차 수요 부족 등의 영향으로 미입주 리스크가 확대되면서 매출채권 회수와 관련 차입금 상환, 우발채무 해소(2026년 3월말 기준 담보대출 지급보증 332억원, 중도금대출 연대보증 1,699억원)가 지연되고 있다. 2026년 상반기 내 준공이 예정된 군포역복합개발(군포 트리아츠 지식산업센터) 또한 분양 및 입주 실적에 따라 관련 PF 우발채무 리스크(2026년 3월말 기준 본 PF 자금보충 1,600억원, 중도금대출 연대보증 3,221억원)가 확대될 수 있어 모니터링이 필요하다.

[표 2] 현금흐름 및 재무구조(연결 기준)

(단위: 억원)

구분	2021	2022	2023	2024	2025	'26.1Q
OCF(총영업현금흐름)	1,619	-4	1,759	-	120	-191
(-) 운전자본투자 등	1,894	378	-127	-2,398	2,772	-1,247
NCF(순영업현금흐름)	-275	-383	1,887	2,397	-2,652	1,056
(-) 자본적지출	505	881	63	56	19	1
(-) 배당금지급	172	318	198	138	112	-
FCF(잉여현금흐름)	-592	-1,581	1,626	2,203	-2,783	1,055
ACF(재무적가용현금흐름)	-908	-102	58	-164	-1,263	965
자산총계	19,834	21,916	24,231	14,622	15,866	14,690
부채총계	13,442	14,945	16,612	8,922	10,079	9,120
총차입금	11,539	12,373	12,267	7,679	9,134	8,308
순차입금	10,288	9,604	8,895	5,225	7,306	6,369
부채비율	210.3%	214.4%	218.0%	156.5%	174.2%	163.7%
차입금의존도	58.2%	56.5%	50.6%	52.5%	57.6%	56.6%
순차입금/EBITDA	6.4배	9.7배	3.9배	7.7배	14.0배	-27.8

주) 2023년 이전 수치는 인적분할 사업부(ESS, 신재생) 포함 수치

자료) 공시 자료

3) 이익창출력 개선 등을 통한 재무부담 완화에는 다소 시일이 걸릴 전망이다.

2024년 3월 신재생에너지/ESS 부문의 인적분할 이후 동사의 사업구조가 부동산 개발/운영 중심으로 재편되면서 개발사업 본연의 실적변동성이 확대되었다. 동사의 주력 개발 대상인 지식산업센터, 물류센터 등 비주택 부동산은 고금리 환경과 누적된 공급 부담으로 임대 및 매매 시장 전반의 부진이 장기화되고 있다. 2026년 1분기에는 생각공장구로의 수분양자 일부가 파산하는 등 해당 현장에서 약 405억원의 매출이 취소됨에 따라 동기간 연결기준 93억원의 영업적자를 기록하였다.

RATING ACTION & FORWARD LOOKING – 에스케이디앤디의 신용등급 하향

청량리 주상복합, 남양주 진접 등 신규 자체사업 관련 파이프라인을 보유하고 있으나, 저하된 부동산 경기 등을 감안 시 사업 진행 시기가 불투명한 상황이다. 이외에도 서울역 오피스, 송파복정복합개발, 서울숲 오피스, 성수복합 개발 등 다수 프로젝트에 지분출자를 진행하였으나 사업 초기 단계인 점 등을 고려 시 이익창출력 회복을 통한 재무부담 완화까지는 시일이 걸릴 전망이다. 예정 프로젝트의 사업 진행 경과, 입주성과 개선 등을 통한 운전자본 회수 수준, 우발채무 해소 여부를 비롯하여 보유 용지 또는 출자지분 등 자산 매각 등을 통한 재무부담 완화 수준에 대해 모니터링 할 예정이다.

[표 3] 수익성 추이(연결 기준)

(단위: 억원, %)

구분	2021	2022	2023	2024	2025	'25.1Q	'26.1Q
매출액	7,910	5,634	4,797	8,709	4,458	907	703
EBIT	1,294	643	1,904	537	378	71	-93
EBITDA	1,612	986	2,258	681	523	103	-57
세전이익	1,816	1,137	1,343	463	145	27	-281
EBIT/매출액	16.4	11.4	39.7	6.2	8.5	7.9	-13.3
EBITDA/매출액	20.4	17.5	47.1	7.8	11.7	11.4	-8.2
세전이익률	23.0	20.2	28.0	5.3	3.3	3.0	-39.9

주) 2023년 이전 수치는 인적분할 사업부(ESS, 신재생) 포함 수치

자료) 공시자료

2. KR의 전망

1) Key Factor의 가정

KR은 동사의 향후 신용도 방향에 있어 원활한 자체사업 진행 등을 통한 이익창출력 개선 수준, 운전자본 회수 및 자산 매각 등을 통한 재무부담 완화 수준이 Key Factor 될 것이라고 본다. 해당 Key Factor에 대한 가정은 다음과 같다.

- **이익창출력 개선 수준:** 자체사업 진행을 위한 용지 확보 수준 등을 감안 시 일정 수준의 이익 기반을 보유중이나, 부동산 경기 저하 등으로 사업 진행과 관련한 불확실성이 확대되었다. 청량리 주상복합, 남양주 진접 등 신규 자체사업 착공 시기가 불투명한 상황이고, 지분 출자 등을 포함한 보유 파이프라인 대부분이 사업 초기 단계로 단기간내 이익창출력 개선 여력은 높지 않다.
- **운전자본투자 회수 또는 자산 매각에 기반한 재무부담 완화 수준:** 준공 이후 입주가 진행중인 생각공장구로의 2026년 3월말 기준 미청구공사 잔액은 약 1,255억원 수준으로 원활한 입주 등에 기반한 대금 회수 수준에 대해 모니터링이 필요하다. 2026년 1분기에는 서초L 토지 매각(영업수익 330억원), 신갈 물류센터 토지 매각(영업수익 360억원) 등이 진행되었고, 일부 보유 자산에 대한 매각 검토가 진행되고 있는 것으로 파악된다. 다만, 저하된 부동산 경기가 지속되는 가운데 운전자본 회수 및 자산 매각 등을 통한 재무부담 완화 수준은 높지 않을

것으로 전망된다.

2) 등급변동요인의 변경

최대주주 변경에 따른 계열지원가능성 약화 등으로 신용등급이 하향됨에 따라 하향변동요인을 재설정하였다.

예정 자체사업의 착공 시기가 불투명한 가운데, 지분출자 사업의 진행 단계가 대부분 초기 단계에 머물러 있어 중단기간 내 이익창출력 개선 여력은 높지 않을 것으로 판단된다. 입주성과 개선, 보유 용지 매각 등을 통한 운전자본투자 회수와 함께 출자지분 선매각 등 전방위적인 자산 매각에 기반한 차입부담 완화 여부가 동사 신용도 결정요인이라 판단하여 하향변동요인을 '순차입금/EBITDA > 7배'로 변경하였다.

[표 4] 등급변동요인 변경

변경 전	하향변동요인	<ul style="list-style-type: none"> ✓ 운전자본부담 및 대금 회수 지연에 따른 재무부담 확대 ✓ EBITDA 마진 < 7%, 부채비율 > 220%
변경 후	하향변동요인	<ul style="list-style-type: none"> ✓ 운전자본부담 및 대금 회수 지연에 따른 재무부담 확대 ✓ 순차입금/EBITDA > 7 [재설정]

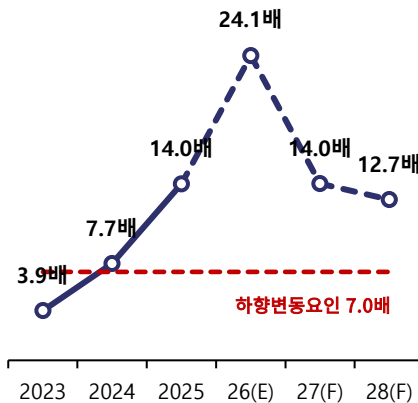
3) 등급변동요인의 추정

진행 프로젝트의 입주성과, 예정 자체사업 진행 여부 등에 따라 중단기간 실적변동성이 높게 나타날 전망이다. 예정 자체사업의 진행 시기가 불투명한 만큼 입주성과에 기반한 운전자본 회수, 보유 용지 또는 출자지분 매각 등을 통한 재무부담 완화 수준에 대해 모니터링이 필요하다.

[표 5] 등급변동요인

하향변동요인 BBB-(S) → BB+(S)	<ul style="list-style-type: none"> ✓ 운전자본부담 및 대금 회수 지연에 따른 재무부담 확대 ✓ 순차입금/EBITDA > 7
----------------------------	---

[그림] 순차입금/EBITDA 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: 사업 순연으로 2026년 외형 감소 예상, 이후 사업 진행 가정에 따라 0.3~0.4조원 외형 유지 가정
2. 원가: 2026년 수익성 저하 이후 사업 진행 등을 감안하여 점진적인 수익성 회복 가정
3. 운전자본: 점진적인 입주 및 분양 진행으로 운전자본투자 일부 회수 가정
4. 투자: 지분출자 사업 관련 기투자 규모 감안 시 향후 일정 수준의 순회수 발생 가정
5. 재무: 연도별 현금성자산 2,000억원 수준 유지 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.