해운 Marine Shipping

2017.01

기업평가본부 강교진 애널리스트 ☏ 787-2238
kyojin.kang@kisrating.com
기업평가본부 김용건 실장 ☏ 787-2266
gunny@kisrating.com

Summary

2017년 해운산업에 대한 전망(Outlook)은 아래 요인을 감안할 때 ***비우호적***이다.

- 글로벌 무역 둔화로 선복과잉 지속 전망
- 저운임 기조로 외형 및 이익규모 개선 어려움
- 시황변동에 대한 통제력에 따라 선사별 실적 차별화

주요 Credit Issues

■ **장기불황 지속과 영업환경 변화**

<u>컨테이너선</u>

- 과점적 경쟁구도 심화: 선사간 M&A, 얼라이언스 재편
- 선박대형화와 전배효과(구주→미주→아시아 역내)
- 근해항로 저운임 고착화 가능성

<u>벌크선</u>

- 장기운송계약을 통한 수송물량과 운임 변동성 통제 유효
- Spot시황의 침체로 장기운송계약 수주나 갱신시 불리한 계약조건 가능성

■ **연료유 가격 변동**

- 연료유 상승 추세에 따른 연료비 부담, 운임 전가는 어려울 전망
- 전용선 사업(유가 변동 보전) 비중이 낮을수록 수익성에 영향 높음

■ **해상 물동량과 주요국의 경제여건**

- 글로벌 해상 물동량은 미국, EU, 중국의 경제여건 변화에 민감
- 보호무역주의로 인한 무역둔화 심화 가능

■ **해운업 정책적 지원**

- 정부차원의 정책적 지원, 선대재편을 통한 경쟁력 강화 수혜 가능

■ **환경규제로 인한 투자부담**

- 2017년 9월 선박평형수 관리협약 발효로 처리설비 투자부담 내재

업체별 모니터링 포인트

회사명	2016.12	모니터링 포인트
SK해운	A-/안정적, A2-	✓ 해운 업황 변동(선복수급, 운임, 유가 등) ✓ 사업 구조조정의 성과 및 시기와 수익창출력 회복 ✓ FI 리파이낸싱 과정에서의 그룹 지원 규모와 재무구조 개선
에이치라인해운	A-/안정적	✓ 장기계약에 기반한 사업안정성 유지 ✓ 신규계약 수주능력 ✓ 영업현금흐름 확대 및 재무레버리지 완화 ✓ 경영권 변동 관련 사업·재무적 리스크 변화
장금상선	BBB+/안정적	✓ 사업경쟁력에 기반한 안정적 영업실적 유지 여부 ✓ 적정 수준의 차입금 및 선박투자 ✓ 사업 지위와 규모, 선종 다각화 수준 ✓ 관계사 실적 및 재무구조, 지원부담
폴라리스쉬핑	BBB+/안정적, A3+	✓ 장기계약에 기반한 사업안정성 ✓ 벌크선 Spot영업의 리스크 관리 등 안정적인 영업실적 유지 ✓ 적정 수준의 유동성 관리능력 ✓ 재무구조 개선 여부
광양선박	BB+/안정적	✓ 계열사 추가지원 여부 ✓ 주력 거래처와의 영업관계에 기반한 사업안정성 ✓ 갱신 운임 수준 ✓ 선박투자 및 차입금 규모

[목 차]

I. 해운산업 전망 및 주요 Credit Issue 4

(1) 해운산업 전망 4

(2) 주요 Credit Issue 10

II. 업체별 신용등급 현황 및 주요 Monitoring Point 16

■ *SK 해운(A-/안정적) (이하 신용등급 순)* 17

■ *에이치라인해운(A-/안정적)* 19

■ *장금상선(BBB+/안정적)* 20

■ *폴라리스쉬핑(BBB+/안정적)* 21

I. 해운산업 전망 및 주요 Credit Issue

(1) 해운산업 전망

2017년 해운산업에 대한 전망(Outlook)은 아래 요인을 감안할 때 비우호적이다.

첫째, 글로벌 무역 둔화로 과중한 선복과잉이 지속될 전망이다.

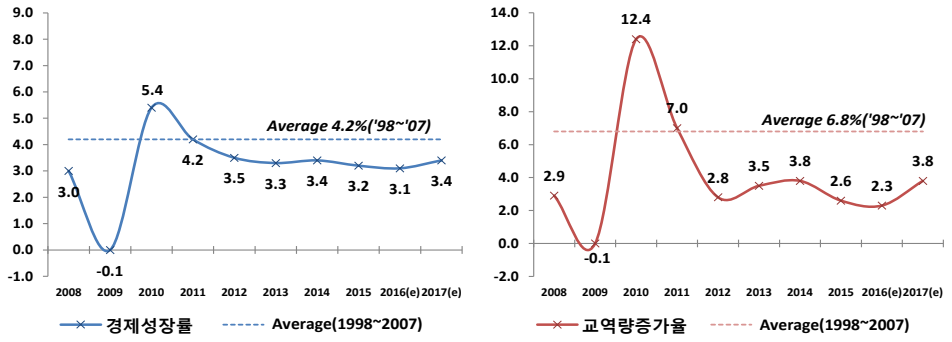
■ 제한적 성장이 예상되는 글로벌 경제 성장률과 교역량

저성장 기조 지속, 미국 금리인상, 브렉시트 여파 등 하방위험 존재

IMF 경제 전망에 따르면 2017년에는 완만한 경기회복세가 나타날 것으로 보이며, 국제 교역량도 원자재 가격 상승에 따른 신흥국 교역 증대 및 기저효과 등으로 3.8% 성장할 것으로 예상된다. 그러나 과거 평균을 밑도는 저성장 기조에는 변함이 없는 가운데, 미국 금리인상, 브렉시트 여파, 중국 및 자원수출국의 경기하방리스크, 지정학적 분쟁 등이 세계 경제의 Downside Risk로 작용하고 있다. 또한, 경제성장률과 교역량 간의 상관관계 하락, 글로벌 생산분업체계의 약화, 비관세 장벽 등 보호무역주의 강화 추세 등을 감안할 때 교역량 증가율은 전망치 대비 크게 낮아질 위험이 있다.

[세계 경제, 교역량 성장률 전망]

(단위: %)



자료 : IMF, World Economic Outlook, 2016.10

■ 컨테이너선 수급 : 2016년 수준의 선복과잉 지속될 전망

주요 간선 노선 제한적 성장률 회복

컨테이너 물동량은 유럽 경기회복 지연으로 인한 구주항로 물동량 부진, 아시아 역내 항로의 성장 둔화, 신흥국 구매력 하락에 따른 남북항로 물동량 정체 등의 요인으로 2015년~2016년 저조한 성장률을 기록하였으며, 2017년에도 4% 내외 성장할 것으로 예상된다. 미주 및 구주 항로에서 2~3%의 성장률을 기록할 것으로 예상되며, Non-mainlane East-West 항로 및 아시아 역내 항로에서도 전년 대비 소폭 상승한 5% 대의 성장률이 전망된다.

[세계 컨테이너 물동량 추이 및 전망]

(단위: 백만 TEU)

구 분	2012	2013	2014	2015	2016(e)	2017(e)
Transpacific(태평양)	20.8	21.7	22.2	22.9	23.7	24.4
Far East-Europe(동아시아-유럽)	20.1	21.2	22.2	21.8	22.1	22.8
Transatlantic(대서양)	6.1	6.3	6.6	6.8	6.9	7.1
Non-mainlane East-West주1	19.5	20.2	21.7	22.8	23.5	24.6
North-South(남북)	27.6	29.1	30.4	30.7	30.7	31.1
Other주2	60.5	64.1	68.1	70.1	73.7	77.9
Total	154.6	162.6	171.2	175.1	180.6	187.9
% growth	*4.5%*	*5.2%*	*5.3%*	*2.3%*	*3.1%*	*4.0%*

주1: 북아메리카,유럽,동아사이와 중동,인도반도 항로(between N.America/Eur./Far East and M.East/ISC)
주2: 아시아 역내 및 남남항로(Intra-regional and south-south trade) 자료: Clarkson, Container Intelligence Monthly 2016.11

2017년 선박 인도량 증가로 공급과잉 해소 어려울 전망

2016년에는 약 0.7백만TEU의 강도 높은 선박 해체와 더불어 선사들의 선박 인수 지연 등으로 전년 대비 46% 감소한 약 0.9백만 TEU의 선박 인도가 이루어지며 약 1% 대의 낮은 선복증가율을 기록한 것으로 파악된다.

그러나 여전히 높은 Orderbook(3.3백만TEU, 선복량 대비 17%, '16년 11월 기준)과 인도스케쥴 감안시 2017년에는 약 1.3백만TEU 이상으로 선박 인도가 늘어나면서 전년 대비 상승한 4% 수준의 선복증가율을 기록할 것으로 전망된다. 여기에 약 7.5%('16년 11월)에 이르는 높은 계선율은 시황 회복시 잠재적 공급부담으로 작용할 수 있다. 2016년 신규 발주량은 0.2백만TEU(~11월)으로 전년('15년 2.2백만TEU) 대비 크게 감소한 점은 긍정적이나 이러한 발주 감소가 상당 기간 지속되어야 가시적 수급 개선에 도움이 될 수 있을 것으로 판단된다.

[세계 컨테이너선 선복량 추이 및 전망]

(단위: 백만TEU)

구 분	2012	2013	2014	2015	2016(e)	2017(e)
12,000+ TEU	1.6	2.1	2.7	3.5	3.9	4.8
8~11,999 TEU	3.1	3.6	4.1	4.8	5.1	5.4
3~7,999 TEU	7.4	7.4	7.5	7.5	6.9	6.7
<3,000 TEU	4.2	4.1	4.0	4.0	4.0	4.0
Total	16.3	17.1	18.3	19.7	19.9	20.8
% growth	*6.2%*	*5.5%*	*6.5%*	*8.1%*	*1.0%*	*4.0%*

자료: Clarkson, World Shipyard Monitor, 2016.11

■ **벌크선 수급 : 소폭의 수급개선 예상**

중국의 철광석·석탄 수요 부진으로 저조한 물동량 성장률 전망

건화물 해상 물동량은 중국의 철광석 및 석탄수요에 크게 의존하고 있는 가운데, 중국의 경기둔화와 철강업 구조조정 계획, 환경오염 규제에 따른 석탄수입 감소 등의 영향으로 저조한 성장률을 시현하였다. 2016년에는 중국 내 고비용 철광석 광산 폐광, 석탄 조업일수 제한 등의 영향으로 철광석과 석탄 수입량이 일부 회복되면서 물동량이 반등하였다.

2017년 중 카라자스 S11D 등 브라질·호주의 신규 광구 증가가 예정되어 있어 철광석 가격이 하락할 경우 중국의 철광석 수입량은 증가할 가능성이 있다. 그러나, 중국 조강생산이 정체양상을 보이고, 중국 내 석탄의 에너지소비비중이 점차 하락하는 등 수요 부진의 영향이 전반적으로 우세할 것으로 판단된다. 이에 따라 건화물 물동량 성장률은 2017년에도 저조한 수준에 머무를 것으로 예상된다.

[건화물 해상 물동량 추이와 전망]

(단위: 백만톤)

구 분	2012	2013	2014	2015	2016(e)	2017(e)
Iron Ore(철광석)	1,110	1,189	1,337	1,363	1,430	1,483
Coal(석탄)	1,119	1,180	1,214	1,134	1,107	1,114
Steam Coal(연료)	886	916	952	886	871	875
Coking Coal(제철)	233	264	262	249	237	239
Grains(곡물)	375	392	432	459	466	482
3 Major bulks	2,604	2,761	2,983	2,956	3,004	3,078
Minor bulks	1,736	1,824	1,836	1,863	1,871	1,898
Total Dry Bulk	4,340	4,585	4,819	4,819	4,875	4,976
% change	*5.8%*	*5.6%*	*5.1%*	*0.0%*	*1.2%*	*2.1%*

자료: Clarkson, Dry Bulk Trade Outlook, 2016.11

선박 해체, 인도량 감소 등으로 선복량 증가 부담 완화

건화물선 선복량은 장기 불황이 지속되면서 발주 감소, 해체 등 타선종 대비 강도 높은 공급 조절이 이루어지고 있다. 신규 발주량은 2013년부터 큰 폭으로 감소하였고, 2016년 11년 Orderbook은 전체 선대의 11% 수준('14년 23%, '15년 17%)까지 낮아지면서 공급 부담이 완화된 모습이다. 여기에, 연간 30백만dwt에 이르는 높은 수준의 노후 선박 해체가 지속되며 선대의 평균선령도 점차 감소하고 있다.

2016년에는 약 50백만dwt의 인도와 약 30백만dwt의 폐선이 이루어지며 선복량 증가율은 2.3%를 기록한 것으로 파악된다. 2017년에는 약 35백만dwt의 신조선 인도와 약 30백만 dwt의 폐선으로 선복량 증가율은 0.7%에 그치면서 수급이 일부 개선될 수 있을 전망이다.

[세계 건화물선 선복량 추이 및 전망]

(단위: 백만DWT)

구 분	2012	2013	2014	2015	2016(e)	2017(e)
Capesize(>100,000)	279.8	293.8	308.1	309.2	315.0	313.0
Panamax(60-100,000)	169.4	184.4	192.4	195.2	196.8	197.8
Handy(40-60,000)	147.6	158.5	166.8	179.5	188.5	194.8
Handysize(10-40,000)	90.6	90.0	91.1	92.5	93.7	93.7
Total	687.4	726.7	758.4	776.4	794.0	799.3
% change	10.7%	5.7%	4.4%	2.4%	2.3%	0.7%

자료: Clarkson, World Shipyard Monitor 2016.11, Dry Bulk Trade Outlook, 2016.11

■ 탱커선(유조선 및 제품선) 수급 : 선복과잉 확대 예상

2017년 대규모 선박 인도가 예정되어 있어 수급불안 심화

유조선 시황은 공급과잉 국면 하에서 지난 3개년간 선박 인도가 감소한 가운데, 2015년에는 저유가에 따른 수요 증가와 저장 수요 가세 등의 요인으로 물동량 증가율이 2.3% 수준으로 회복되면서 수급이 개선되고 양호한 시황이 전개되었다.

그러나, 경기회복에 대한 기대로 2013년~2014년 발주된 VLCC·ULCC 위주의 유조선이 대규모로 인도되면서 2016년부터 수급악화가 지속되고 있다. Orderbook 감안시 2017년에도 선복량 증가율은 약 5%로 예상되는 반면 물동량 증가율은 2.1%에 그칠 것으로 예상되어 공급과잉 수준이 심화될 것으로 전망된다. 2016년 11월 기준 평균선령은 약 10년으로 폐선 증가도 기대하기 어려우며, 선대 추가 발주에 대한 우려도 상존하고 있다.

석유 제품선의 경우 미국의 셰일가스 생산으로 인한 수요 증가 이후 대부분의 제품군에서 교역 둔화가 나타나는 가운데, 2016년 LR탱커 위주의 선복 증가로 수급이 악화된 데 이어 2017년에도 선복량 증가율이 수요량 증가율을 상회할 것으로 예상되어 수급상황이 저하될 전망이다.

[유조선 및 석유 제품선 수급 추이]

(단위: 백만Dwt)

구 분	2012	2013	2014	2015	2016(e)	2017(e)
Crude Tanker Demand: A	284.8	275.7	275.2	281.6	291.0	297.1
증가율(%)	*5.2*	*-3.2*	*-0.2*	*2.3*	*3.3*	*2.1*
Crude Fleet: B	327.6	327.6	329.9	333.1	352.4	370.1
증가율(%)	*4.9*	*0.0*	*0.7*	*1.0*	*5.8*	*5.0*
Surplus(B-A)	42.8	51.9	54.7	51.5	61.4	73.0
Product Tanker Demand: C	107.8	110.1	112.5	118.9	123.5	126.1
증가율(%)	*2.8*	*2.1*	*2.2*	*5.7*	*3.9*	*2.1*
Product Fleet: D	122.8	128.1	133.1	140.9	149.1	154.3
증가율(%)	*2.1*	*4.3*	*3.9*	*5.9*	*5.8*	*3.5*
Surplus(D-C)	15.0	18.0	20.6	22.0	25.6	28.2

자료: Clarkson, Oil & Tanker Trades Outlook 2015.11, World Shipyard Monitor 2016.11

둘째, 저운임 기조로 외형 및 이익창출규모 증가가 어려울 전망이다.

2015년 선복량증가율이 물동량증가율을 6% 가량 상회하면서 수급불균형이 더욱 심화된 이후 글로벌 선사들의 치킨게임 지속, 유가 하락에 따른 운임하방압력 등으로 원양항로의 컨테이너선 운임은 2015~2016년 큰 폭의 하락추세가 이어졌다. 근해항로에서도 원양항로대비 하락폭은 낮으나, 물동량 둔화에 따른 경쟁심화가 나타나면서 운임이 하락하였다.

원양항로 경쟁형태 변화 없이는 운임 반등세의 지속 어려움

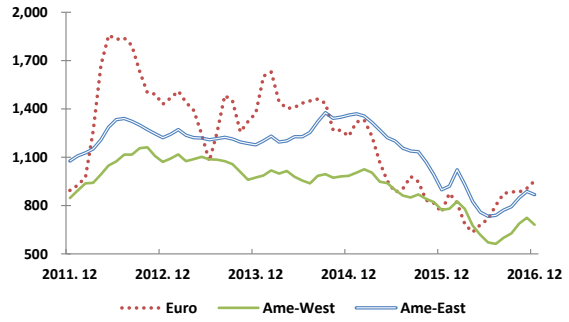
2016년 하반기부터는 한진해운 법정관리에 따른 수급공백으로 대부분의 노선에서 운임이 반등하고 있다. 그러나 수급개선이 기대되지 않는 가운데 글로벌 선사들간의 규모화를 통한 Cost경쟁, 물량확보를 위한 출혈경쟁 등의 경쟁형태가 지속되는 한 저운임기조의 탈피는 어려울 전망이다.

근해항로 경쟁심화로 운임 회복가능성 불투명

근해항로의 운임은 안정적 시황이 전개되던 2010년~2014년 평균치 대비 2016년에는 중-일 CCFI지수는 -16%, 중-한 CCFI지수는 -12%, 중-동남아 CCFI지수는 -29% 하락하였다. 특히 동남아 항로의 경우 해외 생산기지의 동남아 이전 등으로 고성장을 지속하면서 선사들이 서비스를 강화하였으나, 성장률이 둔화되면서 경쟁이 심화되고 있다. 향후 중형급 미만 선박의 전배가 본격화되거나 아시아 역내 국가들의 성장 둔화로 물동량 증가율 둔화추세가 지속될 경우 운임회복 가능성이 불투명하다. 따라서 수급변화와 더불어 노선별 선사협의체의 경쟁제한, 운임공표제 시행의 효과 등으로 운임회복이 나타나는지 여부를 모니터링할 계획이다.

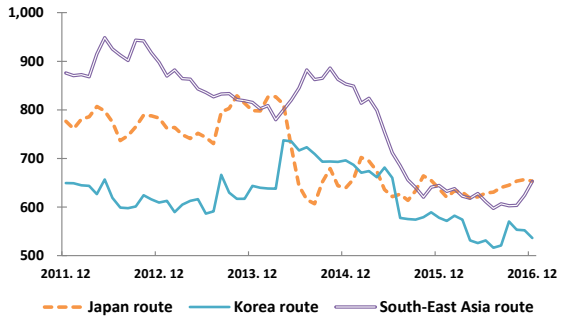
[노선별 CCFI- 원양]

(단위: Point)



[노선별 CCFI - 근해]

(단위: Point)

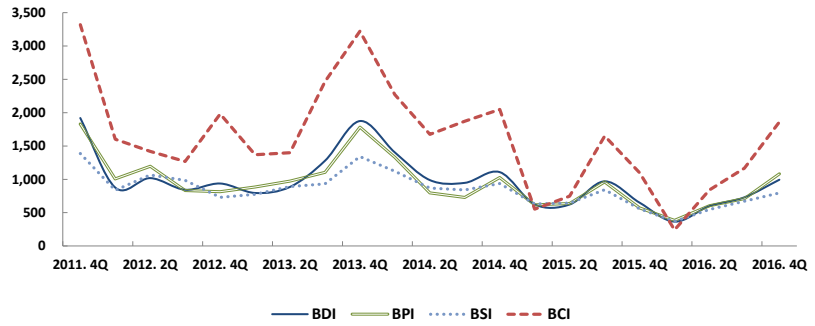


자료: Clarkson

건화물선 운임 소폭 상승 예상

건화물선 운임은 수요부진으로 금융위기 이후 크게 하락한 이후 등락을 반복하면서 상승흐름을 이어가지 못하고 있다. 2016년 들어 BDI지수는 중국 원자재 수요 감소의 여파로 2월에 역대 최저치인 300point 이하까지 하락한 이후 반등세를 시현하고 있으나 계절성이 반영된 것으로 파악되며, 철광석 및 석탄 수요 확대를 견인할 요인이 부재한 점을 감안하면 큰 폭의 운임 상승은 어려울 전망이다. 다만, 2017년에는 수급이 다소 개선될 가능성이 높아 평균 운임은 2016년 대비 높은 수준에서 형성될 수 있을 것으로 보인다.

[선형별 BDI 지수 변화]



자료: Clarkson

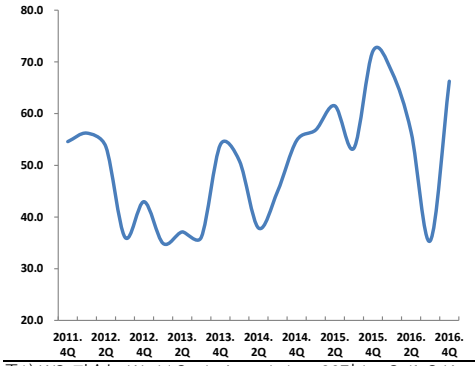
일시적 반등 이후 저운임 기조 지속이 예상되는 탱커선 운임

2015년 4분기 평균 72 Point(WS지수 기준)까지 상승하였던 탱커선(유조선 VLCC 기준) 운임은 2016년 들어 빠르게 하락하였다. 유가 하락으로 선물가격이 보관비용 등을 고려한 현물가격 이상에서 형성되는 콘탱고 시장이 자주 연출된 점과 310,000 dwt 유조선 기준 1년 용선료(T/C rate)가 장기 용선료를 추월하며 5.6만불까지 상승하였던 점에 비추어볼 때, 2015년~2016년 상반기 시황개선에는 투기성 저장수요로 인한 비경상적 운임 상승의 영향이 있었던 것으로 판단된다.

2016년 4분기에는 12월 들어 동절기 에너지 수요, OPEC의 감산 합의 이후 산유국의 일시적 출하 증가 등으로 VLCC 공급 부족이 나타나면서 운임이 반등하고 있다. 그러나 2017년 대량의 신조선 공급이 예정되어 있는 점을 감안하면 2분기를 기점으로 운임은 다시 하락할 가능성이 높은 것으로 예상된다.

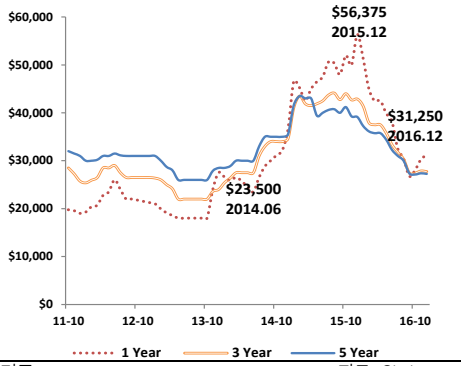
[World Scale 지수]

(단위: Point)



[기간별 T/C rate]

(단위: USD)



주1) WS 지수는 World Scale Association, 26만dwt Gulf-S.Korea기준
2) 기간별 Timecharter Rate는 310,000 dwt D/H Modern Tanker 기준

자료: Clarkson

셋째, 시황에 대한 통제력에 따라 선사별 실적이 차별화될 전망이다.

2017년 해운업계 수급개선 여부 불확실

2017년에도 제한적인 수준의 물동량 증가율과 누적된 선복과잉으로 대부분의 선종에서 수급개선 여부는 불확실하며, 화주 주도의 운임하방압력이 유효하게 작용함에 따라 저운임 기조가 계속될 것으로 예상된다. OPEC감산 합의 등으로 연료유 가격도 상승세에 있어 비용부담이 확대되겠지만 시장의 선복량 감안시 충분한 수준의 운임 전가는 어려울 것으로 예상된다.

시황변동에 대한 통제력에 따라 개별업체의 실적 차별화

다만, 선사별 Fundamental에 따른 시황 변동에 대한 통제력 수준이 다르기 때문에 비우호적인 산업 전망에도 불구하고 개별 업체의 실적은 차별화되어 나타날 것이다.

근해 컨테이너선사의 경우 근해항로의 수익성 저하가 나타나고 있지만 선사협의체를 통해 운임경쟁을 완화하고 안정적인 수송물량을 확보할 수 있는 등 근본적인 경쟁형태가 원양항로와 상이하기 때문에 실적 감소의 하방경직성은 보유하고 있는 것으로 판단된다.

장기운송계약 위주의 영업을 전개하는 선사들의 경우 연간 계약된 약정 물량에 대하여 건화물선의 고정운임 방식과 유류할증료(BAF), LNG선의 원가보상방식 계약 등 운임구조가 시황에 의한 변동성을 크게 완화하고 있어 향후에도 시황 변동이 실적에 미치는 영향이 크지 않을 것으로 판단된다.

반면 글로벌 경쟁에 노출된 원양 컨테이너 선사는 높은 수준의 실적변동성이 불가피하다. 소수의 대형선사들에 의한 과점적 경쟁구도가 지속되는 가운데 저운임을 통한 물량확보와 선박 대형화에 의한 단위비용 절감이 사업경쟁력을 좌우하고 있어 영업실적의 불확실성이 높은 것으로 전망된다.

(2) 주요 Credit Issue

■ **장기불황에 따른 영업환경 변화**

<u>컨테이너 - 규모의 경제</u>

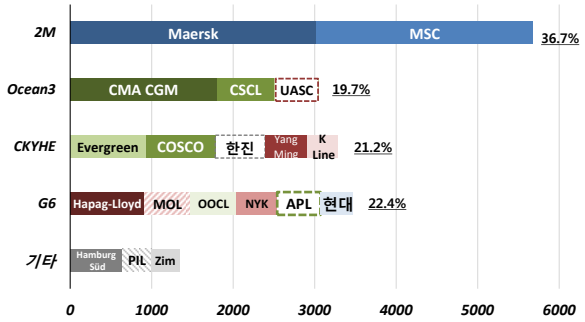
3대 얼라이언스 출범 얼라이언스 대형화

2016년 컨테이너 선사들은 사상 최악의 불황을 경험함에 따라 규모의 경제 실현이라는 목표 아래 생존 경쟁이 가속화되었다. 우선 기존 4대 얼라이언스(2M, Ocean3, CKYHE, G6)는 2017년 4월 부로 3대 얼라이언스(2M+H, Ocean, THE Alliance)로 재편될 예정이다. 재편 이전에는 2M을 제외한 Ocean3, CKYHE, G6의 선복점유율이 20% 내외로 유사하였으나, 2M에 대응하기 위해 China Cosco Shipping Group(중국), Evergreen(대만), OOCL(홍콩) 등 상위의 중화권선사들이 CMA CGM(프랑스)과 합작하여 Ocean Alliance를 출범시키면서 양강체제로 과점도가 심화되었다.

한편, 주축 선사들의 이탈과 한진해운 법정관리 등으로 점유율이 크게 낮아진 CKYHE와 G6 얼라이언스는 독일 Hapag-Lloyd와 일본 3대선사를 주축으로 THE Alliance로 재편될 계획이다. 조건부 자율협약이 진행 중이던 현대상선은 작년 12월 2M과 선복교환 및 매입 형태의 전략적 협력(Strategic Cooperation)을 3년간 체결하여 생존을 모색하고 있다.

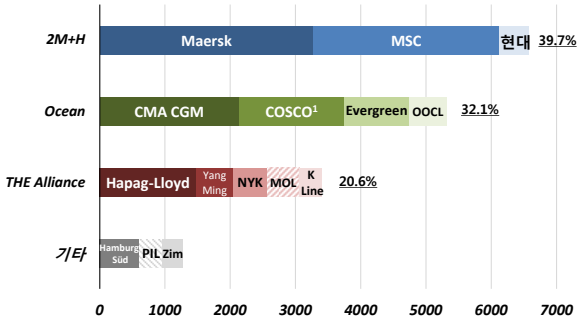
[얼라이언스 – '16.02]

(단위: 천TEU)



[얼라이언스 – '17.01]

(단위: 천TEU)



주1) 운영선대(Operating Fleet) 기준, %는 선복점유율

자료: Alphaliner

[노선별 점유율]

재편 전	구주	미주	재편 이후[1]	구주	미주
2M	36.7%	17.8%	2M+H	39.4%	21.7%
Ocean 3	22.0%	10.4%	Ocean	34.9%	41.7%
CKYE	22.0%	30.6%	THE Alliance	24.4%	29.0%
G6	18.0%	33.5%	기타	1.3%	7.6%
기타	1.3%	7.6%			

주) 2016년 12월 1일을 기준으로 재작성

자료: Alphaliner Monthly Monitor 2016.12

M&A로 인한 선사 대형화

각 선사들은 얼라이언스로 해결될 수 없는 관리조직의 중복성, 조직통제의 복잡성 등 불필요한 경영비용을 절감하고, 빠르게 선대와 영업력을 보강하여 규모의 경제를 달성할 수 있는 M&A도 병행하고 있다. 선복량 기준 3위의 프랑스선사인 CMA CGM은 아시아-미주노선에 강점을 지니고 있는 APL을 24억달러에 인수하였고, 중국의 양대 국영선사 COSCO와 CSCL은 2016년 4월 합병하여 세계 4위의 China Cosco Shipping Group이 탄생하였다. 2016년 하반기에는 6위권의 독일계 선사 Hapag-Lloyd가 중동선사 UASC 인수합병계약을 체결하여 현재 유럽연합의 승인을 얻었고, 일본 3대선사(NYK, MOL, K-Line)도 컨테이너부문 합병을 발표하였다. 마지막으로, 세계 1위 Maersk Line이 남북항로(유럽-남미 등)에 특화된 강점을 가진 7위의 독일선사 Hamburg Süd 인수를 발표하였다.

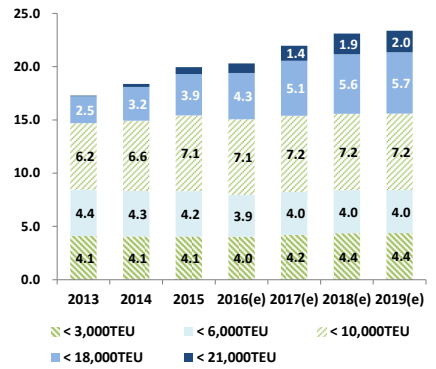
선박 대형화와 전배효과

2017년에도 선박대형화 추세가 지속되며 단위당 원가절감을 통한 극한의 비용절감경쟁이 지속될 전망이다. Alphaliner의 선형별 선대구성 전망에 따르면 10,000TEU 미만의 중형급 선박비중은 큰 변동이 없을 것으로 예상되는 반면, 10,000TEU 이상의 대형선박은 점진적으로 증가하여 2019년에는 33%이상을 차지할 것으로 추정되고 있다.

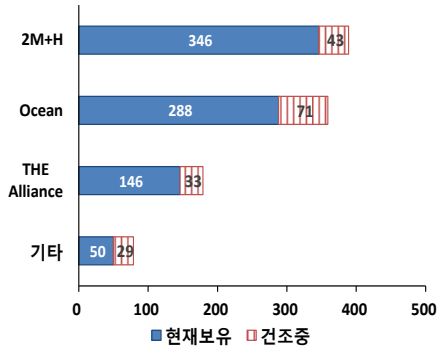
2016년 파나마 운항 확장으로 최대 12,000TEU~14,000TEU 급의 선박이 통항 가능해지면서 전배효과가 점진적으로 본격화될 것으로 예상된다. 구주노선에 투입되던 대형선박들이 미주노선으로 전배(투입선박 평균 규모 '16 2Q 4,623TEU → '16 3Q 6,051TEU)되고, 이어 미주노선에서 주를 이루던 중형(파나막스)급 선박이 다시 아시아 역내 항로나 기타 지역항로로 전배되면서 수급부담으로 작용할 전망이다.

한편, 과거에는 2M이 대량의 초대형선박 발주를 통한 치킨게임을 주도하여 왔으나 최근 '공급 없는 성장'모델로써 M&A로 전략을 전환할 것임을 밝힌 반면, 중국, 일본, 대만 등 아시아 선사들은 선대 확충 기조를 이어가는 것으로 파악되고 있다. 2M의 경우 Orderbook의 비중이 전년 대비 크게 감소한 반면, 아시아선사들의 Orderbook은 25%~30%까지 확대되고 있다.

[선대 Projection] (단위: 백만TEU)



[VLCS 선대] (단위: 척)



주1) VLCS선대: 7,500TEU이상의 컨테이너선 자료: Alphaliner

벌크선사 – 장기운송계약

장기운송계약을 통한 시황변동성 통제

벌크선사들은 시황 노출 위험을 완화하기 위해서 장기운송계약(벌크, LNG)을 체결하여 수송물량과 운임의 변동성을 통제하고 있다. 연간 계약된 약정수송량에 대하여 고정 또는 원가보상방식의 운임이 적용되는 가운데, 고정 운임 계약에 대해서도 주요 비용 변동요인인 연료비가 BAF조항(유류할증료: Bunker Adjusted Factor)을 통해 보전되기 때문에 수익구조가 안정적이다.

다만 장기불황으로 신규 장기운송계약의 수주나 기존 계약의 연장 시 기존보다 불리한 계약조건으로 운송계약을 체결할 가능성이 높아지고 있다. 또한 한국가스공사의 LNG선 장기운송계약은 선사의 마진이 LNG가격에 연동되어 책정되기 때문에 LNG가격 하락으로 일부 수익성 감소가 나타나고 있다.

■ **연료유 가격 추이**

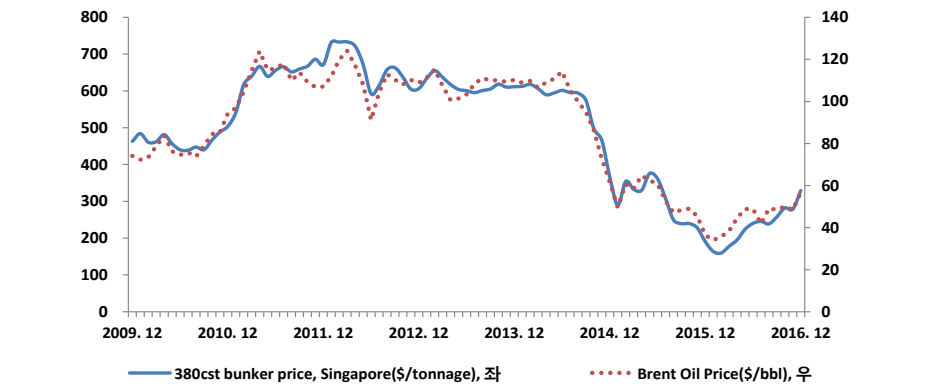
유가 상승 가능성

2014년 하반기부터 시작된 유가하락의 영향으로 선사들의 주요 비용 항목인 연료유 가격이 낮아져 원가 측면의 부담이 완화되었다. 원유 공급우위 지속, 이란 경제제재 해제 등 시장불안이 확산되면서 2016년 2월 톤당 159.6달러까지 하락한 연료유 가격은 OPEC의 감산합의 등으로 2016년 12월 기준 톤당 329.3달러까지 상승하면서 연중 저점 대비 2배이상 상승하였다.

달러화 강세 지속, 생산공조 이행의 불확실성, 미국의 원유 생산 증가, 중동의 지정학적 리스크, 재고부담 등으로 추가 상승은 제한될 것으로 보인다. 그러나 2017년에는 평균적으로 시장불안에 따른 급락이 있었던 2016년보다는 높은 수준에서 유가가 형성될 것으로 전망된다.

연료유 가격 상승은 선사들의 수익성 악화로 나타날 전망이다. 시장의 공급량 감안시 유가 상승분에 대한 충분한 운임 전가가 어려울 것으로 예상된다. 다만 장기운송계약을 수행하는 벌크선사들의 경우에는 유가 변동분을 보전 받는 계약 구조상 마진의 변동폭은 작을 것으로 보인다.

[연료유 가격 추이]



자료: Clarkson

■ **주요국의 경제여건**

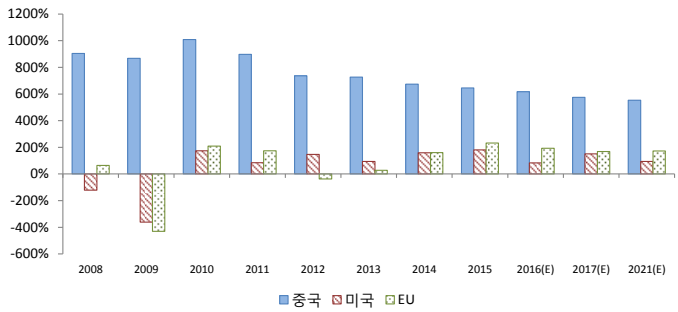
컨테이너 물동량은 유로존과 미국 경기에 민감

미국, EU 및 중국의 경제여건 변화는 글로벌 해상 물동량의 중요한 변동요인이다. 컨테이너선의 경우, 주요 간선노선은 태평양, 동아시아-유럽, 대서양 노선으로 중국의 최대 수출지역인 유로존과 미국의 경기에 따라 물동량이 크게 영향을 받고 있다. 중국의 성장률 감소를 보완하였던 미국 및 유로존의 성장률도 점진적 둔화가 예상되고 있으며, 브렉시트, 트럼프 당선 등으로 부각되고 있는 보호무역주의가 강화되는 경우 경기회복이 나타나더라도 교역량 성장률은 제한될 수 있다.

벌크선 물동량은 중국 경기에 민감

건화물선 물동량의 경우 중국 경기 변동의 영향을 직접적으로 받고 있다. 중국의 성장률 둔화와 환경 규제 강화에 따라 석탄 해상 물동량이 정체되어 건화물선 운임상승을 제약하고 있다. 또한 중국정부가 철강산업에 대한 구조조정을 추진하고 있어 향후 조강생산 둔화 가능성이 건화물선 시황에 불리하게 작용할 것으로 보인다.

[주요국 GDP 성장률]



자료 : Clarkson

■ **해운업에 대한 정책적 지원**

해운산업 경쟁력 강화 방안에 따른 수혜

현대상선, 한진해운의 채무불이행으로 해운업 위기가 표면화되면서 정부는 2016년 10월 1) 경쟁력 있는 선박확보 지원 확대, 2) 화물확보 및 인력수급 기반 마련, 3) 해운산업 리스크 관리체계 구축, 4) 항만경쟁력 강화로 시너지 극대화를 골자로 하는 해운산업 경쟁력 강화 방안을 발표하였다.

[해운산업 경쟁력 강화방안 주요 내용]

구분		세부 방안
경쟁력 있는 선박 확보 지원	신규선박발주 지원체계 확충	**선박 신조 지원프로그램(24억불)** 민간선박펀드 규제 개선, 해양보증보험 역할 강화
	원가 절감 및 재무개선	**한국선박회사(가칭) 설립(자본금 1조원)** **캠코선박펀드 중고선 매입규모 확대(1조원→1.9조원, '19)** **글로벌해양펀드 개편(터미널 등 인프라 투자 지원)**
	해운·조선 상생 생태계 구축	해운·조선 협력네트워크 신설
	세제 지원	국제선박등록제도 등에 대한 세제 감면 일몰의 연장
화물확보 및 인력수급 기반마련	안정적인 화물확보 기반	선·화주 경쟁력강화 협의체 구성 **국가전략 물자의 장기운송계약 체결 비중 확대**
	선원 및 해운 전문인력 확충	해양대 승선학과 정원 확대, 구조조정 퇴직 선원의 교육프로그램 강화
해운산업 리스크 관리체계 구축	모니터링 체계 강화	선사별 업황자료 신고 의무화, 신용공여 50억원 이상 기업 세부신용평가 추진
	운임시장 리스크관리	**운임공표제**
항만경쟁력 강화	환적물동량 유치	환적화물 인센티브 확대 - 항만배후단지 입주 글로벌 기업 부지 무상제공 - TOC의 하역장비 대형화·자동화 투자자금 이자비용 지원
	물류거점 확보	선사 및 TOC의 운영권 유지·확보 지원 등

자료: 해양수산부 보도자료

향후 구체적인 시행방법 및 조건 등에 대한 모니터링이 필요하나, 정부 주도로 연관산업을 아우르는 산업정책적인 지원방향이 확립되었다는 점에서 긍정적이다. 연이은 대형해운사의 법정관리 등으로 국내외 화주간에 한국해운업의 신인도가 크게 저하된 상황에서 정부의 지원의지가 확인되었다는 점에서 큰 의미가 있다.

특히, 경쟁력 확보를 위한 지원방안은 선사들에게 직접적인 도움이 될 수 있을 전망이다. 호황기 고가에 선박투자가 이루어져 원가·재무구조가 열위한 선사들의 경우 한국선박회사(Tonnage Bank)를 이용한 매각 후 재용선을 통해 시가 하락분에 대한 보전을 받고 선대재편이 가능하다. 또한 사업경쟁력을 보유하고 있음에도 해운업 디스카운트로 자체적인 선박금융 조달에 어려움을 겪는 선사들은 선박 신조 프로그램을 이용하여 신조선 발주의 기회를 확보할 수 있다.

■ **환경 규제에 따른 선박 투자부담**

선박평형수 관리협약에 따른 처리설비 투자부담

2017년 9월 8일부터 선박평형수관리협약 발효가 확정되면서 국제항해선박은 국제오염방지설비 정기검사(IOPP, International Oil Pollution Prevention)가 도래하는 2022년 9월까지 선박평형수 처리설비를 의무적으로 장착해야 한다. 선박평형수 처리설비(BWMS, Ballast Water Management System)는 선박평형수[1]에 포함되어 있는 수중생물 제거 장치로 IMO(국제해사기구)가 선박평형수의 주입과 배출로 인해 야기되는 생태계 교란을 방지하기 위해 동 처리설비 설치를 의무화하는 협약을 채택하였다.

협약 발효 이후 건조되는 신조선은 설비 설치가 의무화되고, 운항선박 중 설비가 설치되지 않은 선박은 평형수 배출이 금지된다. 한국선주협회의 조사에 따르면 국내의 외항선 가운데 선박평형수처리설비가 설치된 선박은 전체의 15% 수준에 불과한 것으로 파악된다. 설치비용은 처리설비 당 약 100만달러 수준으로 협약 발효 이후 점진적으로 선사들의 투자부담이 늘어날 것으로 판단된다.

[1] 선박평형수(Ballast Water) : 화물적재 상태에 따라 필요한 균형을 잡기 위해 선박의 평형수 탱크에 주입하거나 배출하는 물로, 연간 50억톤 이상의 평형수가 해역을 넘어 이동되면서 여기에 포함된 해양생물로 인해 생태계 교란이 야기되고 있음.

II. 업체별 신용등급 현황 및 주요 Monitoring Point

2016년 12월 현재 유효신용등급 5개사

당사는 2016년 12월 현재 해운사 중 총 5개 업체에 대해 신용등급을 부여하고 있다. 2016년 중에는 채무불이행 등 신용사건이 발생한 한진해운과 현대상선에 대하여 최종 D등급을 부여하였다. 또한, 장기운송계약에 기반한 사업안정성과 우수한 현금창출력을 보유한 에이치라인해운에 대하여 Issuer Rating 신용등급을 A-/안정적으로 상향하였다.

[신용등급 변동 현황]

회사명	구분	2012.12	2013.12	2014.12	2015.12	2016.12
한진해운	장기	A-/안정적	BBB+/부정적	BBB-/안정적	BB+/안정적	D[2]
	단기	A2-	A3+	-	B+	-
현대상선	장기	A/부정적	BBB+/부정적	BB+/안정적	B+/하향검토	D[2]
	단기	A2	A3+	-	-	-
SK해운	장기	A/안정적	A-/안정적	A-/안정적	A-/안정적	A-/안정적
	단기	A2	A2-	A2-	A2-	A2-
에이치라인해운	장기	-	-	BBB+/안정적	-	A-/안정적
장금상선	장기	BBB+/안정적	BBB+/안정적	BBB+/안정적	BBB+/안정적	BBB+/안정적
	단기	-	-	-	-	-
폴라리스쉬핑	장기	-	-	BBB/안정적	BBB+/안정적	BBB+/안정적
	단기	-	-	A3	A3+	A3+
광양선박	장기	-	-	BB+/안정적	BB+/안정적	BB+/안정적

주1) 당사 신용등급 기준, 장기등급은 Issuer Rating 포함
2) D등급 부여 후 현재는 등급 소멸

■ *SK해운(A-/안정적) (이하 신용등급 순)*

사업구조조정, 재무구조 개선 모니터링하여 신용등급에 반영할 계획

SK해운은 탱커선 시황 약세전환과 벌크선 부문의 적자가 지속되며 2016년 3분기에 -120억원의 분기 영업적자(연결기준 -227억원)를 시현하였다. 또한, 국세청 세무조사 관련 세금징수액의 손실반영, 연간 1,000억원에 달하는 이자비용 등의 영향으로 당기순이익은 2분기부터 적자 전환하여 3분기 누적 -848억원(연결기준 -1,056억원)의 순손실을 기록하였다. 부채비율은 전년말 563%(연결기준 806%) 대비 2016년 3분기 기준 682%(연결기준 1,177%)로 상승한 것으로 나타났다.

탱커선 부문은 매출의 약 40%가 Spot 시황에 노출된 가운데 2015년 시황 호조로 약 1,544억원의 영업이익을 창출하는 등 동사의 수익창출기반이 되었다. 그러나 2016년 들어 수급 부담이 가시화되면서 유조선 시황이 약세로 전환됨에 따라 SPOT 운영되는 9척(대선 3척 포함)의 유조선 수익력이 감소하면서 2016년 3분기 누적 약 715억원의 영업이익(전년 동기 대비 -34%)을 창출하는 데 그치고 있다. 2017년에도 VLCC(초대형 유조선) 위주의 공급부담이 과중할 전망으로 양호한 2015년 수준으로의 수익창출력 회복가능성은 높지 않은 상황이다.

Spot비중이 약 80%에 달하고 원가구조가 열위한 벌크선 부문은 3개년 연평균 -343억원, 2016년 3분기 누적 -467억원의 영업적자를 시현하고 있어 수익성 회복에 걸림돌이 되고 있다.

2016월 9월 말 별도기준으로 부채비율 및 차입금의존도가 각각 682%, 82%에 이르고 있는 등 재무구조가 열위하며, 벙커링 사업부문 등 종속회사 차입금을 감안한 연결기준 재무레버리지는 과중한 수준이다. 차환과정에서 만기가 점차 단기화되어 2016년 9월 말 약 3.3조원에 이르는 차입금 중 단기성차입금은 1.15조원으로 보유 현금성자산과 영업현금창출력 대비 유동성 부담도 과중하다. 탱커 및 벌크 시황의 현저한 회복 내지 사업포트폴리오 재편을 통한 수익창출력 개선이 없을 경우, 현 수준의 수익구조 하에서는 자체적인 재무구조 개선은 쉽지 않을 것으로 전망된다.

SK해운은 Spot선박을 매각 및 반선하여 계열사와의 장기운송계약 중심으로 사업구조를 재편하고, FI 투자자 교체 및 유치 등을 통한 재무구조 개선작업을 추진 중에 있다. 동 과정을 통해 사업안정성 및 재무여력이 보강될 경우 신용도에 긍정적일 수 있다. 그러나 Spot선박 매각 및 반선 과정에서 대규모 손실 인식 및 현금 유출 등이 가능할 수 있고, 그 경우 충분한 규모의 자본확충이 이루어지지 않는다면 이는 신용도에 부정적이다.

수익창출능력 저하와 유동성 부담 가중에도 자산 매각, 자본확충 등 재무구조 개선 방안과 사업구조조정 등이 조속히 구체화되어 실현되지 않을 경우, 당사가 Key Monitoring Indicators로 제시한 등급 하향조건이 충족될 가능성이 높아지고 신용등급 하향압력이 증가할 것으로 전망된다.

향후 ① 계열 지원에 기반한 재무구조 개선과 ② 장기운송계약 중심의 사업포트폴리오 조정(자구노력) 등을 통한 영업현금창출력 유지 여부 등을 모니터링하여 그 분석 결과를 신용등급에 반영할 예정이다.

[SK해운 KMI[2]]

등급 상향가능성 확대조건	등급 하향가능성 확대조건
● 해운업황(선복수급, 운임, 유가 등)의 유의미한 개선이 확인되면서 ● 별도기준『조정영업이익률』지표가 10%를 초과하고, ● 별도기준『조정순차입금/조정EBITDA』지표가 8배 미만에서 유지될 경우	● 업황저하에 따른 수익창출력 약화로 외부 의존적인 현금흐름이 지속되는 가운데 그룹의 재무적 지원도 구체화되지 않아 ● 별도기준『조정영업이익률』지표가 5% 이하이면서, ● 별도기준『조정순차입금/조정EBITDA』지표가 15배 이상에서 지속될 경우

[SK해운 KMI 지표 추이]

구분	2013.12	2014.12	2015.12	상향가능성	하향가능성
조정영업이익률(%)	3.7	4.2	7.6	10% 초과	5% 이하
조정순차입금/조정EBITDA(배)	19.7	16.4	13.3	8배 미만	15배 이상

주) IFRS 별도 기준

[2] KMI 지표 산출방법

구분	당해 연도
조정영업이익률(%)	(영업이익+조정용선료/3) / 매출
조정ROA(%)	(세전이익+이자비용+조정용선료/3) / (총자산+조정용선료X8)
조정순차입금/ 조정EBITDA(배)	조정순차입금: 총차입금+조정용선료x8-현금및금융상품 조정EBITDA: EBITDA+조정용선료
조정차입금의존도(%)	(총차입금+조정용선료X8)/(총자산+조정용선료X8)
유동성지표	(단기성차입금+이자비용+조정용선료)/(현금및금융상품+EBITDA+조정용선료)

(*) 3개년 평균치 : BS계정은 기준시점, IS계정은 3개년 평균 적용하여 산출(조정차입금의존도 제외)
(**) 조정용선료 : 전년도 말 기준 향후 도래 해지불능 운용리스 중 1년이내 도래분, 자료가 없는 경우 당해 용선료의 40%를 대용치로 적용
참고: 해운산업 평가방법론(2013)

■ *에이치라인해운(A-/안정적)*

에이치라인해운: 영업현금흐름 확대로 재무부담 완화 전망

에이치라인해운은 한진해운 벌크전용선사업부를 영업양수하여 벌크 및 LNG 전용선 사업을 영위하고 있다. 당사는 2014년 9월 사업안정성과 영업에서의 안정적 현금흐름은 인정되나, 장기운송계약의 순차적 종료로 사업기반 위축가능성이 존재하는 점, 차입금의존도 등 재무레버리지가 높고 미개시 계약 관련 투자부담이 존재하는 점 등을 감안하여 Issuer Rating 신용등급을 BBB+/안정적으로 부여한 바 있다.

그러나 선박투자에도 불구하고 안정적 잉여현금창출을 바탕으로 재무구조가 안정화되고, 현대상선으로부터 수익성과 잔존계약기간이 기존 보유 계약보다 우수한 것으로 판단되는 장기운송계약 13건을 추가로 인수하면서 사업기반이 한층 공고해진 점을 감안하여 2016년 10월 Issuer Rating 신용등급을 A-/안정적으로 상향하여 평가하였다.

에이치라인해운은 2016년을 기점으로 투자부담이 일단락된 가운데, 중단기적으로 외형 및 이익창출규모가 확대되고, 영업현금흐름을 바탕으로 차입금 순상환을 통한 레버리지 완화가 가능할 것으로 예상된다. 그러나 출범 이후의 수주능력이 검증되지 않은 단계에 있고, 최대주주인 PEF의 투자금 회수전략에 따라 장기적으로 사업기반이 변동될 수 있다. 따라서 사업구조 변화, 투자위험 관리 수준과 더불어 지배구조 변화, 장기운송계약 수주실적, 대체선 투자규모 등을 모니터링 할 계획이다.

[에이치라인해운 KMI]

등급 상향가능성 확대조건	등급 하향가능성 확대조건
● 장기계약에 기반한 사업안정성이 유지되면서 ● 신규 수주를 통해 매출 및 이익창출규모가 현 수준 대비 대폭 확대되고 ● 『조정차입금의존도』 50% 이하	● 신규 수주 부진과 순차적 계약 종료로 매출 및 이익창출규모의 추세적 감소세 진행 ● 신규사업 진출 내지 지배구조의 변화로 사업·재무적 위험 확대 ● 『조정순차입금/조정EBITDA』 6배 초과 지속

[에이치라인해운 KMI 지표 추이]

구분	2014.12	2015.12	상향가능성	하향가능성
조정차입금의존도(%)	71.6	70.8	50% 이하	-
조정순차입금/조정 EBITDA(배)	4.6	5.1	-	6배 초과

주) 2014년은 온기 환산실적 반영, IFRS 별도 기준

■ *장금상선(BBB+/안정적)*

장금상선: 운임의 추가 하락으로 수익창출력 저하추세 지속될 경우 신용도에 부정적

근해 컨테이너선 시장은 노선 별 협의회를 통한 운임경쟁 완화를 바탕으로 비교적 안정적인 업황을 나타내었다. 그러나 2015년 이후 그 동안 가파른 성장을 보이면서 선사들의 경쟁적 서비스 증설이 이루어진 동남아 노선의 물동량 둔화, 중형급 미만 선박의 전배효과로 인한 근해 노선 전반의 선복증가, 저유가에 의한 화주의 운임인하요구 등으로 근해항로의 수익성이 저하되고 있다. 근해항로에서 수위의 시장지위를 보유한 장금상선의 경우에도 수익창출력 약화가 나타나고 있다.

시노코페트로케미컬 등 관계사의 대규모 선박투자로 계열 전반의 차입부담이 과중하게 지속되고 있는 점도 부담요인으로 작용하고 있다. 장금상선은 계열사를 위해 자금 대여와 지급보증의 형태로 대규모의 재무적 지원을 하고 있어 계열 전반의 신용위험이 상당 부분 공유되고 있다. 2016년 중 대여금을 일부 회수하여 차입금을 상환(순차입금 '15.12 9,370억원 → '16.09 7,777억원)하면서 재무구조는 소폭 개선되었으나 수익창출력이 저하되면서 순차입금/EBITDA 지표 등의 커버리지는 저하되었다.

장금상선의 KMI인 조정영업이익률 지표가 하향 조건에 근접해 있는 상황이다. 근해항로 경쟁심화로 수익성 저하추세가 지속될 경우 신용도에 부정적으로 작용할 수 있다. 당사는 근해 항로의 운임 회복 여부 및 전망, 장금상선의 영업실적 변화, 관계사 실적 및 지원부담 완화, 재무구조 개선 여부 등을 중점적으로 모니터링할 계획이다.

[장금상선 KMI]

등급 상향가능성 확대조건	등급 하향가능성 확대조건
● 사업경쟁력을 유지하는 가운데 시장지위와 규모(사선대와 매출)가 현 수준 대비 20% 이상 확대되고 ● 관계사의 재무구조 개선을 통해 지원부담이 경감되면서 ● 『조정영업이익률』 지표가 10% 이상에서 유지되고 ● 『조정순차입금/조정EBITDA』 지표가 6배 이하로 감소하는 경우	● 계열사에 대한 직·간접적인 재무부담이 동사로 전이되고 ● 『조정영업이익률』 지표가 5% 미만으로 하락하고 ● 『조정순차입금/조정EBITDA』 지표가 10배를 초과하는 경우

[장금상선 KMI 지표 추이]

구분	2013.12	2014.12	2015.12	상향가능성	하향가능성
조정영업이익률(%)	8.1	7.8	5.8	10% 이상	5% 미만
조정순차입금/조정EBITDA(배)	6.4	6.6	8.1	6배 이하	10배 초과

주) K-GAAP 개별기준

■ *폴라리스쉬핑(BBB+/안정적)*

폴라리스쉬핑: 안정적 현금창출력 보유 과중한 재무레버리지와 노후선 투자부담 상존

폴라리스쉬핑의 경우 해당 산업에서의 업력 및 시장지위가 우수한 화주와의 장기운송계약에 기반하여 양호한 사업안정성을 유지하고 있다. 매출의 25%를 차지하는 Spot부문은 벌크시황에 노출되어 있어 수익가변성이 내재되어 있으나 전반적으로는 양호한 영업실적과 현금흐름이 예상된다.

재무적 측면에서는 짧은 업력으로 자본여력이 충분히 축적되지 못한 가운데, 대규모 선박투자와 관계사 지원 등으로 재무레버리지가 과중하며, 선대가 노후화되어 있어 계약 수행에 따라 대체선 투자가 필요할 수 있다. 그러나 안정된 현금창출력과 대체자금 조달력에 기반한 재무융통성 등을 감안할 때 점진적인 재무구조 개선과 유동성 확보가 가능할 전망이다.

당사는 장기계약에 기반한 사업안정성, 벌크선 Spot영업의 리스크 관리 등을 통한 안정적 영업실적 유지, 적정 수준의 유동성 관리능력, 재무구조 개선 여부 등을 모니터링할 계획이다.

[폴라리스쉬핑 KMI]

등급 상향가능성 확대조건	등급 하향가능성 확대조건
● 장기계약에 기반한 사업안정성이 유지되면서 ● 『유동성지표*1』가 0.5배 이하이고 ● 『조정ROA*2』가 10% 이상 유지되는 경우	● 장기계약 운영 선박 비중 축소로 사업안정성이 저하되고 ● 노후선박 대체투자부담 등으로 인한 재무구조 개선이 지연되어 ● 『유동성지표*1』가 1배를 초과하고 ● 『조정ROA*2』가 5% 미만에서 유지될 경우

[폴라리스쉬핑 KMI 지표 추이]

구분	2013.12	2014.12	2015.12	상향가능성	하향가능성
유동성지표	1.1	1.1	1.0	0.5배 이하	1배 초과
조정ROA	6.6	6.8	7.1	10% 이상	5% 미만

주) K-GAAP 개별기준

유 의 사 항

한국신용평가 주식회사 (“당사”)가 공시하는 신용등급은 발행사/기관, 신용공여, 채무 및 이에 준하는 증권의 장래의 상대적인 신용위험에 대한 당사의 현재 견해를 뜻하며, 당사가 발표하는 신용등급 및 평가의견 등 리서치 자료(“간행물”)는 발행사/기관, 신용공여, 채무 및 이에 준하는 증권의 장래의 상대적인 신용위험에 대한 당사의 현재 견해를 포함할 수 있습니다. 당사는 신용위험이란 만기 도래하는 계약상의 채무(financial obligations)를 발행사/기관이 불이행할 수 있는 위험 및 부도시 예상되는 금융손실이라고 정의하고 있습니다. 신용등급은 유동성 위험, 시장가치

위험 또는 가격변동성 등 기타 다른 위험을 다루고 있지 않습니다. 신용등급과 당사 간행물에 포함된 당사의 견해는 현재 또는 과거 사실에 대한 서술이 아닙니다. 또한 간행물에는 계량모델에 근거한 신용위험의 추정치와 관련 의견 또는 키스채권평가 주식회사에서 발행한 견해를 포함할 수 있습니다.

신용등급 및 간행물은 투자자문이나 금융자문에 해당하지 아니하고 그러한 조언을 제공하지도 않으며, 특정 증권을 매수, 매도 또는 보유하라고 권유하는 것도 아닙니다. 또한 당사가 제공하는 신용등급이나 간행물은 해당 정보의 사용자나 그 관계자들에 의해서 행해지는 투자결정에 있어서 어떤 증권을 매매하거나 보유하라는 권고 또는 권유나 사실의 서술이 아니라 당사 고유의 평가기준에 입각한 당사의 의견으로서만 해석되고 또 해석되어야만 하며, 특정 투자자를 위하여 투자의 적격성에 대해 의견을 주는 것이 아닙니다. 당사는 각 투자자가 매수, 매도 또는 보유를 고려중인 증권 각각에 대해 적절한 주의를 기울여 자체적으로 연구, 평가할 것이라고 기대하고, 그러한 이해를 전제로 하여 신용등급을 공시하고 간행물을 발표합니다.

당사의 신용등급과 간행물은 개인 투자자들이 이용하는 것을 전제로 하고 있지 않습니다. 그렇기 때문에 개인투자자들이 당사의 신용등급과 간행물을 이용하여 투자의사결정을 하는 것은 적절하지 않을 수 있습니다. 만약 의문이 있는 경우에는 반드시 재무 전문가 혹은 다른 전문가에게 자문을 구하시기 바랍니다.

당사는 발행사/기관으로부터 제출자료에 거짓이 없고 중요사항이 누락되어 있지 않으며, 중대한 오해를 불러일으키는 내용이 들어 있지 않다는 확인을 수령하고 있으며, 본 보고서는 발행사/기관이 제출한 자료와 함께 당사가 객관적으로 정확하고 신뢰할 수 있다고 판단한 자료원에 근거하고 있습니다. 당사는 발행사/기관 및 이들 대리인이 정확하고 완전한 정보를 적시에 제공한다는 전제하에 신용평가업무를 수행하고 있습니다. 그러나 감사기관이 아니므로 신용평가와 간행물을 준비하는 과정에서 이용하는 정보에 대해 별도의 실사나 감사를 실시하고 있지 않으며, 발행사/기관으로부터 제공받은 정보 또는 신용평가 과정에서 생성되는 정보에 있어서 인간 또는 기계에 의한, 기타 그 외의 다른 요인에 의한 실수의 가능성 때문에 해당 정보를 특정한 목적을 위해 사용하는데 대하여 명시적으로 혹은 묵시적으로도 어떠한 증명이나 서명, 보증 또는 단언을 할 수 없으며, “있는 그대로” 제공됩니다. 또한 본 보고서의 정보들은 신용등급 부여에 필요한 주요한 판단 근거로서 제시된 것이고 발행사/대상 유가증권에 대한 모든 정보가 나열된 것은 아님을 밝힙니다. 따라서 당해 신용등급이나 기타 의견 또는 정보에 관하여 그 정확성, 완전성, 적시성, 상업성 또는 특정목적에 적합한지 여부를 당사가 명시적 혹은 묵시적으로 보증하거나 확약하지는 않습니다.

법률상 허용된 범위 내에서, 당사 및 그의 이사, 임직원, 대리인, 대표자, 라이센서 및 공급자는 여기 포함된 정보, 동 정보의 사용이나 사용불가능으로 인하여, 또는 그와 관련되어 발생한 어떠한 간접, 특별, 결과적 또는 부수적 손해(현재 혹은 장래의 손실 당사가 부여한 특정 신용등급의 대상이 아닌 관련 금융상품에서 발생하는 손실 또는 손해를 포함하되 이에 한정되지 아니함)에 대하여, 사전에 그 같은 손실 또는 손해 가능성에 대해 고지 받았다 하더라도, 어느 개인 또는 단체에게도 책임을 지지 않습니다.

법률상 허용된 범위 내에서, 당사 및 그의 이사, 임직원, 대리인, 대표자, 라이센서 및 공급자는 자신들의 과실(단, 고의 또는 기타 법률상 배제될 수 없는 종류의 책임은 제외함) 또는 자신들의 통제 범위 내에 또는 밖에 있는 사유 등에 의하여, 여기 포함된 정보, 동 정보의 사용 또는 사용

불가능으로 인하여 또는 그와 관련되어, 어느 개인 또는 단체에게 발생한 어떠한 직접 손실이나 손해 또는 보상으로 인한 손실이나 손해에 대해서도 책임을 지지 않습니다.

여기 있는 모든 정보는 저작권법 등 법의 보호를 받으며, 당사의 사전 서면 동의 없이는 누구도, 이 정보를 전체 또는 부분적으로, 어떤 형태나 방식 또는 수단으로든, 복제 또는 재생산, 재포장, 전송, 전달, 유포, 재배포 또는 재판매, 또는 그러한 목적으로 사용하기 위해 저장할 수 없습니다.