㈜한진(BBB+), 등급전망 Stable로 복귀 및 전망분석(Forward Looking Analysis)

Analyst Contacts

전명훈
기업평가본부 기업평가4실장
02.2014.6232
mhchun@nicerating.com

이정현
기업평가4실 책임연구원
02.2014.6291
jh.lee@nicerating.com

Date
2018.06.29

Summary

- NICE신용평가(이하 '나신평')는 2018년 6월 29일 회사채 및 기업신용등급 정기평가를 통해 ㈜한진(이하 '회사')의 장기신용등급을 기존 **BBB+**로 유지하고, 등급전망을 Negative에서 **Stable**로 **복귀**하였다.

[신용등급 변동내용]

기업명	장기신용등급		등급확정일
	직전등급	**현재등급**	
㈜한진	BBB+/Negative	**BBB+/Stable**	2018.06.29

- 금번 등급전망 변경은 ① **항만하역부문의 실적 개선 등에 힘입은 영업수익성 회복 추세, ② 한진부산컨테이너터미널(舊 한진해운신항만)의 신규 FI유치 및 부산신항국제컨테이너터미널 매각을 통한 자금소요 부담 완화, ③ 투자부담 지속으로 추가적인 재무안정성의 개선은 제한적이나, 사업실적 개선 및 자산 매각을 통해 과거 대비 개선된 수준의 재무안정성이 유지될 것으로 전망되는 점** 등을 고려한 것이다.

- **항만하역부문의 실적 개선 등에 힘입어 수익성이 회복되었다.** 2016년 한진해운의 부실화로 항만하역부문의 실적이 크게 저하되면서 EBIT적자(FY16, EBIT/매출액 -0.3%)가 발생하였다. 2017년 4월 한진부산컨테이너터미널의 2M(Maersk, MSC)과의 장기계약(3년)에 기반하여 항만물동량이 회복되는 추세를 보이고 있는 가운데, 2016년 3월 개장한 한진인천컨테이너터미널의 처리물동량 증가에 따른 고정비 부담 완화로 항만하역부문의 수익성이 점차 개선되고 있다. 또한, 항만하역과 연계하여 육상운송 부문의 실적도 점차 개선되는 등 2017년의 경우 전사적인 영업수익성이 흑자(FY17, EBIT/매출액 0.7%)로 전환되었다. 한진해운과의 기존 계약 대비 낮은 2M과의 계약단가, 주력 사업 내에서의 높은 경쟁강도 등을 고려할 때, 중단기적으로 큰 폭의 수익성 개선은 어려우나, 항만하역부문의 안정적인 물동량 확보 및 이와 연계한 육상운송부문의 수익성 개선 등에 힘입어 EBIT마진율 기준 연 1% 내외의 수익성을 시현할 전망이다.

- **한진부산컨테이너터미널의 신규 FI유치 및 부산신항국제터미널의 매각을 통해 단기적인 자금부담이 완화되었다.** 회사는 2017년 2분기 중 펠리샤(유)의 한진부산컨테이너터미널 풋옵션 행사에 따라 대규모 자금소요(3,650억원)가 발생하였다. 그러나, 회사는 부산항만공사 및 뉴포트글로벌유한회사(우선주주)와 협력하여 관련 유상감자 대금을 조달(회사 1,160억원, 부산항만공사 490억원, 뉴포트글로벌 2,000억원)하였으며, 회사는 필요자금의 대부분을 부산신항국제터미널의 지분매각(매각가액 1,150억원)을 통해 대응하였다. 이에 따라 한진부산컨테이너터미널 관련 풋옵션 행사에 따른 단기적인 유동성 위험부담은 상당 수준 완화된 것으로 판단된다.

- **투자부담 지속으로 추가적인 재무안정성의 개선가능성은 제한적이나, 사업실적 개선 및 자산매각 등을 통해 과거 대비 개선된 수준의 재무안정성이 유지될 전망이다.** 자산형 물류기업의 특성상 유무형자산에 대한 설비투자 및 지분투자는 사업경쟁력 유지 및 강화를 위한 필수적인 자금유출의 성격을 지니고 있다. 이러한 자금소요에 대응하여 회사는 한진칼, 대한항공, 서울고속버스터미널, 부산신항국제컨테이너터미널 등의 관계사 지분을 매각하여, 소요자금의 상당 부분을 자체적으로 충당하였다. 중단기적으로 택배터미널 및 물류거점 확보, 렌터카 구매 등 사업규모 확대를 위한 시설투자가 예정되어 있어 추가적인 재무안정성의 개선가능성은 제한적이나, 2017년 하반기 보유토지 및 부동산의 매각대금 유입, 영업수익성의 점진적 개선 등을 통해 과거 대비 개선된 수준의 재무안정성이 유지될 전망이다.

- 향후 주요 모니터링 요인은 택배 및 항만하역 물동량 등에 따른 영업수익성 및 현금창출력 회복 정도, CAPEX투자에 따른 차입부담 확대 여부 등이다. 특히, 수익창출력 개선 추이(EBIT/매출액), 금융비용 커버리지(EBITDA/금융비용), 차입금상환능력(총차입금/EBITDA)등을 면밀히 모니터링할 계획이다.

1. ㈜한진 (BBB+), 등급전망 Stable로 복귀

NICE신용평가(이하 '나신평')는 2018년 6월 29일 회사채 및 기업신용등급 정기평가를 통해 ㈜한진(이하 '회사')의 장기신용등급을 기존 **BBB+**로 유지하고, 등급전망을 Negative에서 **Stable**로 **복귀**하였다.

[신용등급 변동내용]

기업명	장기신용등급		등급확정일
	직전등급	**현재등급**	
㈜한진	BBB+/Negative	**BBB+/Stable**	2018.06.29

금번 등급전망 변경은 ① 항만하역부문의 실적 개선 등에 힘입은 영업수익성 회복 추세, ② 한진부산컨테이너터미널(舊 한진해운신항만)의 신규 FI유치 및 부산신항 국제컨테이너터미널 매각을 통한 자금소요 부담 완화, ③ 투자부담 지속으로 추가적인 재무안정성의 개선은 제한적이나, 사업실적 개선 및 자산매각을 통해 과거 대비 개선된 수준의 재무안정성이 유지될 것으로 전망되는 점 등을 고려한 것이다.

2. 등급전망 Stable 복귀의 핵심 논거

항만하역부문의 실적 개선 등에 힘입어 수익성이 회복되었다.

2016년 한진해운의 부실화로 항만하역부문의 실적이 크게 저하되면서 EBIT적자(FY16, EBIT/매출액 -0.3%)가 발생하였다. 2017년 4월 한진부산컨테이너터미널의 2M(Maersk, MSC)과의 장기계약(3년)에 기반하여 항만물동량이 회복되는 추세를 보이고 있는 가운데, 2016년 3월 개장한 한진인천컨테이너터미널의 처리물동량 증가에 따른 고정비 부담 완화로 항만하역부문의 수익성이 점차 개선되고 있다. 또한, 항만하역과 연계하여 육상운송 부문의 실적도 점차 개선되는 등 2017년의 경우 전사적인 영업수익성이 흑자(FY17, EBIT/매출액 0.7%)로 전환되었다. 한진해운과의 기존 계약 대비 낮은 2M과의 계약단가, 주력 사업 내에서의 높은 경쟁강도 등을 고려할 때, 중단기적으로 큰 폭의 수익성 개선은 어려우나, 항만하역부문의 안정적인 물동량 확보 및 이와 연계한 육상운송부문의 수익성 개선 등에 힘입어 EBIT마진율 기준 연 1% 내외의 수익성을 시현할 전망이다.

[부문별 실적 추이] 단위:억원, %

구분	2013	2014	2015	2016	2017	2017.1Q	2018.1Q
매출액	12,551	13,063	15,422	15,839	16,118	3,993	3,931
육운	2,396	2,677	3,423	3,444	3,187	736	794
하역	2,364	2,359	2,420	2,405	2,013	609	441
택배	4,088	4,181	5,130	5,485	6,099	1,422	1,593
해운	1,016	810	896	603	336	89	73
기타	2,687	3,036	3,553	3,902	4,483	1,137	1,031
EBIT	351	420	324	-41	121	8	36
육운	50	57	39	-84	-18	-3	4
하역	17	25	26	-87	50	15	9
택배	209	255	144	68	95	3	19
해운	-6	-13	37	-16	-38	-19	-2
기타	82	96	77	77	31	11	6
EBIT/매출액	2.8	3.2	2.1	-0.3	0.7	0.2	0.9

한진부산컨테이너터미널의 신규 FI유치 및 부산신항국제터미널의 매각을 통해 단기적인 자금부담이 완화되었다.

회사는 2017년 2분기 중 펠리샤(유)의 한진부산컨테이너터미널 풋옵션 행사에 따라 대규모 자금소요(3,650억원)가 발생하였다. 그러나, 회사는 부산항만공사 및 뉴포트글로벌유한회사(우선주주)와 협력하여 관련 유상감자 대금을 조달(회사 1,160억원, 부산항만공사 490억원, 뉴포트글로벌 2,000억원)하였으며, 회사는 필요자금의 대부분을 부산신항국제터미널의 지분매각(매각가액 1,150억원)을 통해 대응하였다. 이에 따라 한진부산컨테이너터미널 관련 풋옵션 행사에 따른 단기적인 유동성 위험부담은 상당 수준 완화된 것으로 판단된다.

투자부담 지속으로 추가적인 재무안정성의 개선가능성은 제한적이나, 사업실적 개선 및 자산매각 등을 통해 과거 대비 개선된 수준의 재무안정성이 유지될 전망이다. 자산형 물류기업의 특성상 유무형자산에 대한 설비투자 및 지분투자는 사업경쟁력 유지 및 강화를 위한 필수적인 자금유출의 성격을 지니고 있다. 이러한 자금소요에 대응하여 회사는 한진칼, 대한항공, 서울고속버스터미널, 부산신항국제컨테이너터미널 등의 관계사 지분을 매각하여, 소요자금의 상당 부분을 자체적으로 충당하였다. 중단기적으로 택배터미널 및 물류거점 확보, 렌터카 구매 등 사업규모 확대를 위한 시설투자가 예정되어 있어 추가적인 재무안정성의 개선가능성은 제한적이나, 2017년 하반기 보유 토지 및 부동산의 매각대금 유입, 영업수익성의 점진적 개선 등을 통해 과거 대비 개선된 수준의 재무안정성이 유지될 전망이다.

[재무안정성 추이] 단위:억원, %

구분	2013	2014	2015	2016	2017	2017.1Q	2018.1Q
총차입금	6,865	7,642	6,973	7,113	6,677	7,144	6,663
부채비율	143.3	140.3	141.3	127.0	130.6	126.8	109.2
차입금의존도	40.3	40.1	39.9	38.6	34.7	38.8	35.7
순차입금의존도	37.4	33.2	35.4	33.7	30.8	36.4	31.2
총차입금/EBITDA	9.7	9.9	10.1	20.3	12.9	16.7	12.2
순차입금/EBITDA	9.0	8.2	9.0	17.7	11.4	15.7	10.7

3. 전망분석(Forward Looking Analysis)

기본가정 및 전제

- 추정은 회사 별도재무제표를 기준으로 수행함
- 회사 매출은 사업부문별 성장률 전망치 등을 종합적으로 고려함
- 원가 및 비용은 부문별 과거 실적 평균 및 최근 추세를 반영하여 적용함
- 운전자금은 기존 회전기간 실적 평균 및 최근 추세를 반영하여 적용함
- 영업 관련 투자는 회사 사업계획 및 투자정책 기조를 감안하여 반영
- 배당은 2017년 수준이 유지됨을 가정함

주요 지표 추정결과

| 표 | 주요 재무 및 등급변동 검토 지표 전망 단위: 억원

	구 분	2016	2017	2018(F)	2019(F)
주요 재무지표	매출액	15,839	16,118	16,919	17,763
	EBIT	-41	121	166	196
	EBITDA	351	519	560	600
	잉여현금흐름	-802	-427	-467	-217
	총차입금	7,113	6,677	7,034	7,292
	순차입금	6,212	5,927	6,188	6,404
주요 등급변동 검토지표	EBIT/매출액(%)	-0.3	0.7	1.0	1.1
	총차입금/EBITDA(배)	20.3	12.9	12.6	12.1
	EBITDA/금융비용(배)	1.2	1.8	1.9	1.9

잉여현금흐름 = 영업활동현금흐름 - CAPEX

사업 및 재무전망

다각화된 사업포트폴리오, 물류 인프라 등에 기반한 비교적 우수한 사업경쟁력이 지속될 것으로 전망된다. 2017년 4월 한진부산컨테이너터미널의 2M(Maersk, MSC)과의 장기계약(3년), 인천컨테이너터미널의 개장에 따른 물동량 증가 및 육상운송부문의 사업연계로 전반적인 영업실적이 점차 개선될 것으로 예상된다.

2M 유치과정에서 계열사였던 한진해운과의 과거 계약 대비 낮은 요율이 적용되고 있으며, 육상운송, 택배 및 렌터카부문의 가격경쟁이 심화되는 추세 등을 고려할 때, 큰 폭의 수익성 개선은 어려운 것으로 판단된다. 다만, 항만하역부문의 안정적인 물동량 확보 및 이와 연계한 육상운송부문의 수익성 개선, 택배 및 렌터카부문의 우수한 성장성에 기반한 영업물량 확대 추세 등을 종합적으로 감안할 때, EBIT 마진율 기준 연 1% 내외의 수익성을 시현할 전망이다.

중단기적으로 큰 폭의 영업현금흐름 확대가능성은 제한적인 가운데, 영업경쟁력 강화 및 유지를 위한 CAPEX투자 지속 등으로 잉여현금흐름상 자금부족이 지속될 전망이다. 회사는 이에 보유자산 매각을 통해 대응하고 있으며, 매각차익실현에 따른 당기순이익 누적 및 현금유입 등에 힘입어 부채비율 및 순차입금의존도는 개선되었으나, 2018년 3월말 총차입금/EBITDA의 경우 12.2배로 현금창출력 대비 차입금부담은 높은 상황이다. 중단기적으로도 택배터미널 및 물류거점 확보, 렌터카 구매 등 사업규모 확대를 위한 시설투자가 예정되어 있어 추가적인 재무안정성의 개선가능성은 제한적이나, 2017년 하반기 보유 토지 및 부동산의 매각대금 유입, 영업수익성의 점진적 개선을 통해 과거 대비 개선된 수준의 재무안정성이 유지될 전망이다.

4. 주요 모니터링 및 등급변동 검토 요인

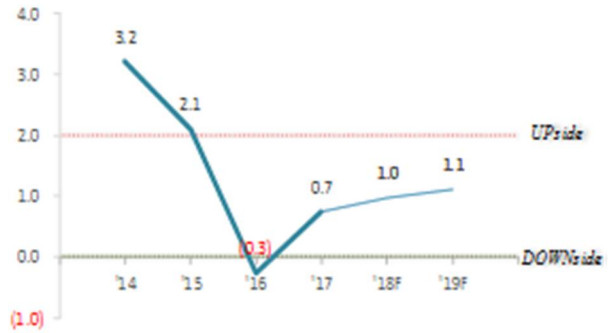
향후 주요 모니터링 요인은 택배 및 항만하역 물동량 등에 따른 영업수익성 및 현금창출력 회복 정도, CAPEX투자에 따른 차입부담 확대 여부 등이다. 특히, 수익창출력 개선 추이(EBIT/매출액), 금융비용 커버리지(EBITDA/금융비용), 차입금상환능력(총차입금/EBITDA) 등의 지표를 면밀히 모니터링할 계획이다.

| 표 | 등급변동 검토 요인

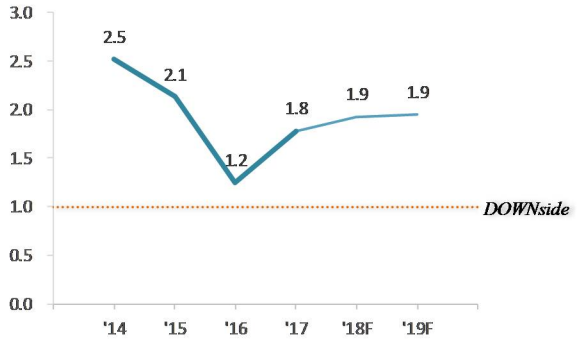
구 분	등급변동 검토 요인
상향조정 검 토	▪ 중기적으로 EBIT/매출액이 2%를 지속적으로 상회하고 ▪ 총차입금/EBITDA가 8배를 꾸준히 하회할 것으로 전망되는 경우 ▪ 계열 전반의 재무안정성이 제고되는 경우
하향조정 검 토	▪ 중기적으로 EBIT적자를 기록할 것으로 예상되거나 ▪ EBITDA/금융비용이 1배를 하회하는 수준이 지속될 것으로 전망되는 경우 ▪ 계열 전반의 재무안정성이 저하되는 경우

주: 등급 변동 검토는 상기 요인·지표가 절대적인 것은 아니며 기타 요인을 종합적으로 고려하여 수행됨.

| 그림 | EBIT/매출액 (단위:%)



| 그림 | EBITDA/금융비용 (단위:배)



[관련참고자료]

〈한진 기업상세정보 (기업개요 / 평정요지 / 재무부표)〉

〈산업별 평가방법론 - 기타서비스업〉, 최중기, 최재호, 이재윤, 2017.01.09

〈유의사항〉

NICE신용평가㈜가 제공하는 신용등급은 특정 금융투자상품, 금융계약 또는 발행주체의 상대적인 신용위험에 대한 NICE신용평가㈜ 고유의 평가기준에 따른 독자적인 의견입니다. NICE신용평가㈜는 신용위험을 미래의 채무불이행 및 손실 가능성으로 정의하고 있습니다. 따라서 NICE신용평가㈜의 신용등급은 금리나 환율변동 등에 따른 시장가치 변동위험, 해당 증권의 유동성위험, 내부절차나 시스템으로 인해 발생하는 운영위험을 표현하지는 않습니다.

NICE신용평가㈜의 신용등급은 미래의 채무불이행 및 손실 가능성에 대한 현재 시점에서의 의견으로 예측정보를 중심으로 분석, 평가되고 있으며, 예측정보는 예상치 못한 환경변화 등에 따라 실제 결과치와 다르게 나타날 수 있습니다. 또한, 신용등급은 사실의 진술이 아니라, 미래의 신용위험에 대한 NICE신용평가㈜의 독자적인 의견으로, 특정 유가증권의 투자의사결정(매매, 보유 등)을 권고하는 것이 아닙니다. 즉, 신용등급은 정보이용자의 투자결정을 대신할 수 없으며, 어떠한 경우에도 정보이용자의 투자결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 이에 정보이용자들은 각자 유가증권, 발행자, 보증기관 등에 대해 자체적인 분석과 평가를 통해 투자에 대한 의사결정을 해야 한다는 점을 강조합니다.

NICE신용평가㈜는 신용등급 결정에 활용하고 보고서에 주요 판단근거로서 제시하는 정보를 신뢰할 만하다고 판단하는 회사 제시자료 및 각종 공시자료 등의 자료원으로부터 수집하여 분석, 인용하고 있으며, 발행주체로부터 제출자료에 거짓이 없고 중요사항이 누락되지 않았으며 중대한 오해를 일으키는 내용이 없다는 확인을 받고 있습니다. 그러나, NICE신용평가㈜는 자료원의 정확성 및 완전성에 대해 자체적인 실사를 하지는 않고 있습니다. 또한, 신용평가의 특성 및 자료원의 제한성, 인간적, 기계적 또는 기타 요인에 의한 오류의 가능성이 있습니다.

이에 NICE신용평가㈜는 신용등급 결정 시 활용된 또는 평가보고서에 주요 판단근거로서 제시된 어떠한 정보에 대해서도 그 정확성, 적합성 또는 충분성을 보증하지 않으며, 정보의 오류, 사기 및 허위, 미제공 등과 관련한 어떠한 형태의 책임도 부담하지 않습니다. 또한, NICE신용평가㈜는 고의 또는 중대한 과실에 기인한 사항을 제외하고 신용등급 및 평가보고서상 정보의 이용으로 발생하는 어떠한 손해 및 결과에 대해서도 책임지지 않습니다.

NICE신용평가㈜에서 작성한 보고서에 수록된 모든 정보의 저작권은 NICE신용평가㈜의 소유입니다. 따라서 NICE신용평가㈜의 사전 서면동의 없이는 본 정보의 무단 전재, 복사, 유포(재배포), 인용, 가공(재가공), 인쇄(재인쇄), 재판매 등 어떠한 형태든 저작권에 위배되는 모든 행위를 금합니다.

NICE신용평가
NICE Investors Service

※상기 Market Comment는 NICE신용평가 홈페이지[www.nicerating.com]를 통해 확인하실 수 있습니다.
※배포관련문의 : 투자자서비스실 이성원 실장(02-2014-6253)
투자자서비스실 박선지 수석(02-2014-6208)