

■ 평가담당자

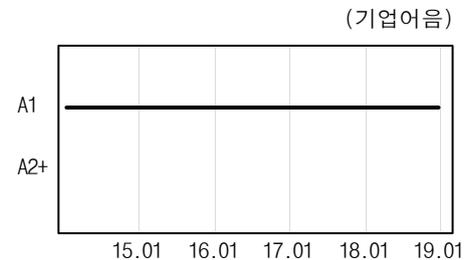
서강민 책임연구원
02-368-5386
kmseo@korearatings.com

김봉균 평가3실
평가전문위원
02-368-5679
bkkim@korearatings.com

■ 평가 개요

기업어음	A1
평가종류	정기평가
무보증사채	AA-/안정적
후순위사채	NR

■ 등급 추이



■ 주요 재무지표

(단위: 억원, 배, %)

	2014(12)	2015(12)	2016(12)	2017(12)	2018(09)
매출액	45,601	50,558	60,819	71,104	67,045
EBIT(영업이익)	1,671	1,866	2,284	2,357	1,553
EBITDA	2,906	3,118	3,734	3,970	3,034
총자산	45,429	45,005	55,212	63,089	77,489
총차입금	15,282	14,047	17,962	22,410	28,530
순차입금	13,925	12,817	16,406	20,656	26,548
EBIT/매출액(영업이익률)	3.7	3.7	3.8	3.3	2.3
EBITDA마진	6.4	6.2	6.1	5.6	4.5
EBITDA/금융비용	4.4	5.9	7.3	6.7	5.0
순차입금/EBITDA	4.8	4.1	4.4	5.2	6.6
부채비율	99.2	89.8	101.6	126.7	159.6
차입금의존도	33.6	31.2	32.5	35.5	36.8
적용재무제표	연결	연결	연결	연결	연결

주 1. K-IFRS기반 표준재무지표로 조정 재구성한 수치임
2. EBITDA = EBIT(영업이익)+감가상각비+무형자산상각비

■ 평정요지

한국기업평가는 CJ 대한통운(주)(이하 '동사')의 기업어음 신용등급을 **A1** 으로 유지한다. 주요 평정요인은 다음과 같다.

- 국내 최대의 물류인프라, 다각화된 사업구조에 기반한 사업안정성 우수
- 택배 및 해외사업 확장으로 성장세 지속되나, 수익성은 하락
- 투자부담 높으나 현 수준의 재무안정성 유지 전망
- 유동성 대응능력 우수한 수준

▣ 회사 개요

1930년에 설립된 동사는 운송관련 종합서비스를 제공하는 국내 최대의 자산형 물류 업체이다. 2012년 CJ 그룹에 편입된 후, 2013년 4월1일 CJ GLS와 합병하면서 계열 내 물류부문 주력사로 자리매김하였다. 2015년 중국 냉동물류회사인 룡칭물류(Rokin) 인수를 시작으로 해외 물류기업 M&A를 본격화했으며, 경기도 광주에 수도권 택배 Mega-Hub 터미널 건설 등 물류인프라 확충을 도모하고 있다.

▶ **평정논거(Key Rating Rationale)**

국내 최대의 물류인프라 및 다각화된 사업구조를 기반으로 우수한 사업안정성을 보유하고 있다.

동사는 전국 주요 항만 및 터미널 등 물류거점을 중심으로 국내 최대의 물류인프라 및 물류네트워크를 구축하고 있다. 이를 통해 택배, 포워딩, 항만하역 등 주력사업 부문에서 업계 수위의 경쟁력을 보유하고 있으며, 다각화된 사업구조와 다수의 우량 거래처를 확보하고 있어 사업안정성이 우수하다.

택배부문 및 해외 사업 확장으로 성장세 지속하고 있으나, 수익성은 하락하였다.

해외 물류업체들과 CJ 건설의 실적 편입으로 2018 년에도 3 분기까지 연결기준 매출은 6 조 7,045 억원으로 전년동기 대비 30% 증가하며, 성장세를 이어가고 있다. 그럼에도 불구하고 항만하역 물량 감소에 따른 손실, 터미널 안전사고 및 파업에 따른 비용, 곤지암 허브터미널 초기 안정화 비용 등으로 인해 영업이익은 3,034 억원으로 전년동기 대비 99 억원 증가에 그쳤다. 영업이익률(EBIT/매출액)은 2.3%로 전년동기 3.4% 대비 1.1%p 감소하였다.

여전히 투자부담 높으나 현 수준의 재무안정성이 유지될 전망이다.

동탄/양지 Logis Park 등 신규 물류설비 및 경상적 투자 부담은 여전히 높은 수준이며, 현지 인수업체의 사업통합 및 신규 투자 과정에서 투자 부담이 확대될 수 있다. 다만, 외형 및 이익규모 성장을 통해 재무부담을 일정 수준 통제가능할 것으로 판단되며, 전국 주요 거점에 위치한 유형자산의 우량한 담보가치, CJ 그룹의 높은 신인도에 기반한 대체자금 조성능력 등을 고려하면 현재의 우수한 재무안정성 수준을 유지할 것으로 전망된다.

■ **주요 평정요인(Key Rating Factors)**

▶ **사업 요인**

국내 최대의 물류 인프라, 다각화된 사업구조를 기반으로 우수한 사업안정성 보유

동사는 설립 이후 전국 주요 항만 및 터미널 등 물류거점을 확보하고, 화물차량, 하역기구 등의 장비를 지속적으로 도입하면서 현재 국내 최대의 물류인프라 및 물류네트워크를 구축하고 있다. 이를 기반으로 사업구조를 다각화하여 고객의 다양한 운송수요를 일괄적으로 충족시킬 수 있는 복합운송서비스를 제공하고 있으며, 포스코, 금호타이어, 현대제철, 현대글로벌 등 다수의 대형 고정거래처를 확보하여 안정적인 사업기반을 구축하고 있다.

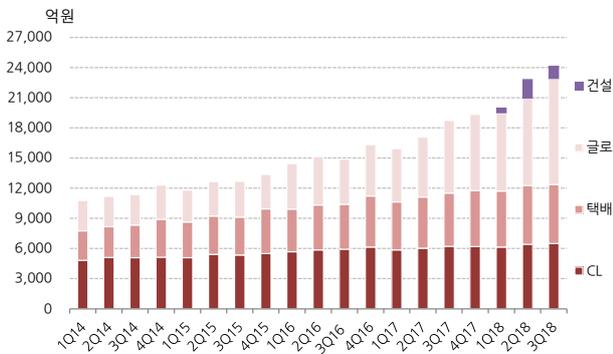
동사의 사업부문은 3PL 을 중심으로 한 CL 부문과 택배부문, 글로벌부문(해외사업, 포워딩)으로 분류된다. 2000 년대 이후 3PL 과 택배부문의 높은 매출 성장을 기반으로 외형이 확대되었다. 또한 포워딩 부문에 강점이 있던 CJ GLS 와 합병 이후 국내외 물류기업들에 대한 M&A 를 통해 글로벌부문 매출이 증가하고 있다. 수도권 택배 Mega-Hub 구축 등 택배부문에 지속적인 투자를 진행중이며, 해외 물류업체 M&A 도 적극적으로 추진하고 있어 과거 CL 및 택배에 집중되어 있던 사업 구조에서 벗어나 전 부문 고른 매출을 시현하며 사업 포트폴리오가 개선되고 있다. 2018 년 3 월 그룹 계열사인 CJ 건설을 합병하면서 건설 관련 사업 역량도 확대될 것으로 전망된다.

택배부문 및 해외 사업 확장으로 성장세 지속, 2018년 수익성은 하락

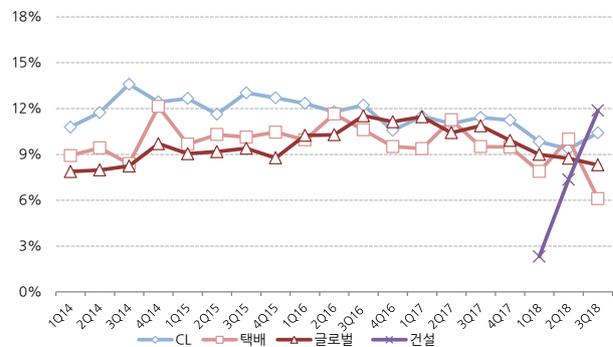
2017년 연결기준 영업실적은 매출 7조 1,104 억원(yoy +16.9%), 영업이익 2,357 억원(yoy +3.2%)을 기록했다. 택배부문이 과반에 육박하는 시장점유율을 바탕으로 안정적인 매출을 창출하는 가운데, 해외 물류업체의 종속기업 편입(CJ ICM(17.7), CJ Darcl(17.08), CJ GEMADEPT(17.10) 등)으로 글로벌부문 매출이 큰 폭으로 증가하며 전사 외형 성장을 이끌었다.

2018년에도 3분기까지 연결기준 매출은 6조 7,045 억원으로, 해외 물류업체들과 CJ 건설의 실적 편입으로 전년동기 대비 30% 증가하였다. 그럼에도 불구하고 항만하역 물량 감소에 따른 손실, 터미널 안전사고 및 파업에 따른 비용, 곤지암 허브터미널 초기 안정화 비용 등으로 인해 영업이익은 3,034 억원으로 전년동기 대비 99 억원 증가에 그쳤다. 영업이익률(EBIT/매출액)은 2.3%로 전년동기 3.4% 대비 1.1%p 감소하였다.

부문별 매출 (연결기준)



부문별 매출총이익률 추이(연결기준)



자료: 연결 감사보고서 및 분기보고서

재무 요인

안정적 영업수익성 및 커버리지 지표 등 재무안정성 우수

해운항만사업(CL 부문)에서의 손실, 택배 부문 단가 하락, 해외사업 확대에 따른 비용 증가 등에도 불구하고 우수한 물류 인프라 기반과 택배부문 원가 개선에 힘입어 5%대의 EBITDA 마진을 유지해왔다. 안정적인 영업수익성에 기반하여 커버리지 지표 및 레버리지 지표도 양호한 수준을 유지하고 있어 전반적인 재무안정성은 우수한 수준이다.

영업현금흐름 확대에도 대규모 투자 지출로 차입금 증가

안정적인 영업을 기반으로 연결기준 3년 평균 2,700 억원 수준의 영업현금흐름(OCF)을 창출하고 있으나, 자본적지출 증가 및 지분 취득을 통한 해외 사업 확대에 2016년부터 잉여현금흐름(FCF) 및 내부순현금흐름(ICF)이 적자를 지속하고 있다.

2016년부터 수도권 Mega-Hub 구축 등 물류 인프라 확충 및 해외 사업확장을 위한 지분투자가 진행됨에 따라 차입금은 증가세로 전환되었다. 2017년 투자지출이 집중되며 5,000 억원이 넘는 자본적지출이 발생하였고, 아시아 및 중동지역 물류회사 인수 합병에 따른 자금 수요도 지속되면서 차입금은 전년말 대비 4,400 억원 증가하였다. 2018년에도 메가허브 마무리 공사 등으로 3,800 억원 이상의 자본적지출과 CJ 건설 합병 등이 진행되어 9월말 차입금은 2조 8,530 억원까지 증가하였다.

이에 따라 2015년 각각 89.8%, 31.2%까지 낮아졌던 부채비율과 차입금의존도는 2018년 9월말 기준 159.6%, 36.8%로 높아졌다. 해외 계열사 확장으로 이익규모가

커지면서 4~5 배 수준을 유지하던 순차입금/EBITDA 도 2018 년 3 분기에는 수익성이 하락하면서 6.6 배까지 상승하였다.

▶ 향후 전망

택배물량 증가, M&A 통해 외형 성장 전망, 해외 사업 안정화 모니터링 필요

택배물량 증가, 물류 인프라 확충, M&A 를 통한 글로벌부문 확대, CJ 건설 합병 등으로 외형이 지속적으로 성장할 것으로 예상된다. CJ Rokin, DSC Logistics 등 해외 물류 자회사들의 이익기여가 본격화되며 전사 이익규모 역시 점진적으로 확대될 것으로 전망된다. 최저임금 인상 등 원가 상승 요인이 있으나 곧지암 터미널과 Sub 터미널 자동화 설비 구축을 통한 원가 절감으로 이를 완화할 수 있을 것으로 판단된다.

그러나 택배부문 신규 시스템 도입에 따른 초기 비용, 글로벌부문 해외 택배 네트워크 구축 등의 추가 투자, 해외법인 확대에 따른 사업 통합 비용 등으로 수익성 개선 폭은 제약될 수 있다. 진출 국가별 정치 제도 및 사업 환경의 차이로 인한 지정학적 리스크가 존재하며, 동사가 기진출한 지역의 경우 기존 법인 및 현지 업체들과의 사업 조정 과정에서 비용이 소요될 수 있다. 이로 인해 해외 사업 확대가 동사 사업 실적의 성장으로 이어지기까지는 중장기적인 모니터링 기간이 필요할 것으로 판단된다.

여전히 투자 부담 높으나, 현 수준의 재무안정성 유지 전망

수도권 택배 Mega-Hub 터미널 공사는 완료되었으나, 동탄/양지 Logis Park 등 물류설비 투자 및 경상적 투자 부담은 여전히 높은 수준이다. 또한 기존 법인들과 현지 인수업체 사이의 중복 사업을 통합하고 재정립하며, 인수 법인에 대한 신규 투자 등의 과정에서 투자 부담이 확대될 수 있다.

단기적으로 발생하는 투자부담에 비해 투자성과 발현까지는 시차가 존재하므로 커버리지 지표의 약화가 일시적으로 나타날 수 있다. 그러나 중기적으로는 국내 터미널 투자 완료 이후 처리 물동량 증가 및 해외법인 실적 반영으로 EBITDA 규모 및 현금 흐름이 개선되면서 커버리지 지표는 안정화될 것으로 전망된다.

▶ 계열 요인

그룹 내 중요도 높은 수준으로 계열 지원의지 높으나, 계열 요인 신용도에 미반영

동사는 CJ 그룹 내 매출 및 자산 기준 20~30%를 차지하는 신유통부문의 핵심 계열사로서 그룹 내 중요도가 높은 수준이다. 그러나 동사의 자체신용도와 그룹 신용도의 차이가 크지 않아 비정상 지원가능성은 반영하지 않았다.

▶ 유동성 분석

단기 자금 수요에도 유동성 대응력은 우수한 수준

2018 년 9 월말 연결기준 총차입금은 2 조 8,708 억원으로 대부분 시설자금 위주의 장기차입금과 회사채(1 조 3,900 억원)로 구성되어 있다. 최근 해외 M&A 관련 자금을 단기차입으로 조달하면서 단기 차입금 비중이 크게 증가하여, 전체 차입금의 43.8%인 1 조 2,560 억원이 1 년 이내 만기도래 할 예정이다.

그러나 우수한 영업현금창출력을 견지하는 가운데 2018 년 9 월말 기준 2,000 억원 수준의 현금성 자산, 금융권 미사용 여신한도(약 5,500 억원), 전국 주요 거점에 위치한 유형자산의 우량한 담보가치 및 CJ 그룹의 높은 신인도에 기반한 대체자금 조성 능력 등을 고려하면 유동성 대응 능력은 우수한 수준이다.

【차입금 만기구조】

(단위: 억원, %)

구분	18.9월말 잔액	기간별 만기도래 금액			
		1년	2년	3년	이후
단기차입금	8,866	8,866			
장기차입금	5,942	1,493.86	992	1,219.94	2,235
회사채	13,900	2,200	1,900	3,800	6,000
총차입금(B/S)	28,708	12,560	2,892	5,020	8,235
(비중)	100.0	43.8	10.1	17.5	28.7

주: 현재가치할인차금, 사채할인발행차금 미반영
 자료: 연결 감사보고서 및 회사제시 자료

Rating Trigger 관련 유동성위험

Rating Trigger 를 활용하여 자금을 조달할 경우 신용도 하락에 따른 회사의 유동성 대응력 저하가 통상적인 경우보다 빠르게 나타날 수 있다. 기업어음에 현재 신용등급 과 1 notch 이내로 Rating Trigger 가 설정되어 있으며 잔액은 1,000 억원(총차입금 내 비중 3.5%)으로 파악된다.

【Rating Trigger 포함된 조달 내역(2018.12.11)】

(단위: 억원)

현재 등급과의 차이	1 notch	2 notch	3 notch 이상	합계
조달규모	1,000 ^주	0	0	1,000

주1. 동사 제시. 당사는 자료의 정확성, 진실성, 완전성에 대하여 별도의 검증절차를 수행하지 않았음.

■ 물류업 신용평가방법론 적용 결과

구분		AAA	AA	A	BBB	BB	B
사업 항목	매출규모		○				
	자산규모		○				
	업태다각화 및 부문별 사업역량		○				
	네트워크 분포		○				
	고정거래처		○				
재무 항목	EBITDA마진			○			
	EBITDA/총금융비용			○			
	순차입금/EBITDA				○		
	차입금의존도			○			
	재무정책과 융통성		○				
모델등급			○				
기타 평가요소		-		0			+
외부지원가능성				0			

주) 1. ○ 표시는 상대적으로 중요한 지표를 의미

2. 외부지원가능성은 유사시 정부 또는 계열로부터의 지원을 의미

본 평가는 당사의 공시된 물류업 신용평가방법론, 신용평가일반론, 계열 신용평가방법론을 적용하였습니다.
 공시된 신용평가방법론은 당사 홈페이지 www.rating.co.kr 의 리서치/평가방법론에서 찾아볼 수 있습니다.

<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 당사의 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 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, 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 전문기관을 일차적인 이용대상으로 하고 기본적으로 개인투자자에 의한 이용을 전제로 하고 있지 않아 이를 이용하여 개인투자자 스스로 투자 의사결정을 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.

<예측정보 관련 유의사항>

본문 내 전망과 관련된 모든 정보는 평가시점에 있어 당사의 합리적인 분석방법과 절차에 의하여 생성된 예측정보이며, 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 결과 치와 차이가 발생할 수 있습니다. 또한, 예측정보는 상기 <유의사항>의 적용을 받습니다.

다음은 '표준내부통제기준' 제38조·제44조 제6항·제46조 제4항, '금융투자업규정' 제8-19조의9 제2항에 따라 제공되는 내용이며, 평가의견의 일부입니다.

【단기 채무자 신용등급 정의】

등급기호	등급의 정의
A1	단기적인 채무상환능력이 매우 우수하며, 예측 가능한 장래의 환경변화에 영향을 받을 가능성이 낮다.
A2	단기적인 채무상환능력이 우수하지만, 장래의 환경변화에 의해 영향을 받을 가능성이 상위 등급에 비해서는 높다.
A3	단기적인 채무상환능력은 있으나, 장래의 환경변화에 따라 저하될 가능성이 내포되어 있다.
B	최소한의 단기적인 채무상환능력은 인정되나, 그 안정성은 가변적이어서 투기적이다.
C	단기적인 채무상환능력이 의문시되며, 채무불이행이 발생할 가능성이 높다.
D	현재 채무불이행 상태에 있다.

주1: A2부터 B까지는 동일 등급내에서 상대적인 우열을 나타내기 위하여 "+" 또는 "-" 의 기호를 부가할 수 있음.

주2: 조건부 신용평가의 경우 신용등급 앞에 "C"를, 미공시 등급의 경우 신용등급 앞에 "U"를 부기함

주3: 구조화금융거래와 관련한 신용평가의 경우 신용등급 뒤에 "(sf)"를, 집합투자기구 신용평가의 경우 신용등급 뒤에 "(f)"를 부기함

- 당사가 본 건 신용평가에 이용한 중요자료는 감사보고서, 사업보고서, 경영공시자료, 차입금현황 등 입니다.
- 본 신용평가의 평가개시일은 2018.10.31이고, 평가종료일은 2018.12.18입니다.
- 최근 2년간 요청인과 체결한 다른 신용평가계약 건수 및 총액은 각각 7건, 100백만원(정기평가 포함)입니다. 당사는 신용평가일 현재 요청인의 다른 신용평가용역을 수행하고 있습니다. 또한 요청인은 독점규제 및 공정거래에 관한 법률에 따른 기업집단에 속하며, 동 기업집단의 직전년도 수수료 비중은 신용평가 수수료 총액의 1%에 해당합니다.
- 신용평가일 기준 2년 이내 비평가용역계약 체결내역은 없습니다. 또한 요청인은 독점규제 및 공정거래에 관한 법률에 따른 기업집단에 속하며, 동 기업집단의 직전년도 비평가수수료 비중은 비평가 수수료 총액의 0%에 해당합니다. 한편, 신용평가일 현재 수행중인 비평가용역은 없습니다.

Copyright© 2018 : Korea Ratings. 서울특별시 영등포구 의사당대로 97 대표전화: 368-5500 FAX: 368-5599.

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.