

■ 평가담당자

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

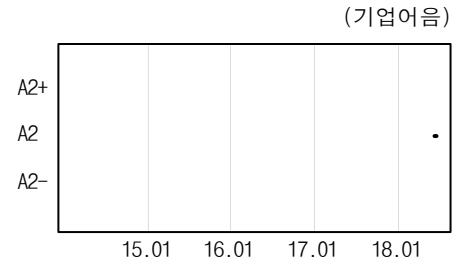
김봉균 평가3실
평가전문위원
02-368-5679
bkkim@korearatings.com

■ 평가 개요

기업어음	A2
평가종류	본평가
무보증사채 ³⁾	AA-/안정적
후순위사채	NR

주: 씨제이대한통운(주)의 지급보증을 감안한 등급임

■ 등급 추이



■ 주요 재무지표

(단위: 억원, 배, %)

	2014(12)	2015(12)	2016(12)	2017(12)	2018(03)
매출액	1,136	1,278	1,358	1,535	390
EBIT(영업이익)	476	531	541	578	149
EBITDA	717	774	794	844	215
총자산	6,937	6,700	6,557	6,562	6,469
총차입금	4,389	3,865	3,411	3,148	3,014
순차입금	4,315	3,769	3,384	3,117	2,999
EBIT/매출액(영업이익률)	41.9	41.6	39.9	37.6	38.1
EBITDAm진	63.1	60.6	58.5	55.0	55.1
EBITDA/금융비용	4.1	6.1	8.3	9.3	9.6
순차입금/EBITDA	6.0	4.9	4.3	3.7	3.5
부채비율	210.2	167.8	138.8	119.1	125.1
차입금의존도	63.3	57.7	52.0	48.0	46.6
적용재무제표	개별	개별	개별	개별	개별

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

■ 평정요지

한국기업평가는 한국복합물류(주)(이하 '동사')의 기업어음 신용등급을 **A2**로 평가한다. 주요 평정요인은 다음과 같다.

- 우수한 시장입지 및 사업의 공익성을 바탕으로 사업안정성 우수
- 높은 영업수익성을 기반으로 재무구조 개선 추세
- 양호한 잉여현금흐름 창출을 통해 차입금 감소세 지속 전망
- 유동성 대응능력 우수한 수준

▣ 회사 개요

동사는 정부의 국가물류기본계획에 의거하여 1992년에 설립되었으며, 군포, 양산, 장성, 세종에 소재한 복합물류터미널을 기반으로 LSP(Logistics Service Provider) 및 TPL(Third Party Logistics)을 제공하는 종합물류기업이다. 2011년 12월 모기업인 씨제이대한통운과 함께 CJ그룹에 편입되었고, 이후 군포터미널 확장, 중부복합물류(주)합병 등으로 외형이 크게 확대되었다.

▶ **평정논거(Key Rating Rationale)**

우수한 시장입지 및 사업의 공익성을 바탕으로 사업안정성이 높다.

동사는 군포, 양산, 장성, 중부 등 우수한 입지에 위치한 터미널들을 기반으로 내륙물류기지를 운영중이며, 다수의 물류업체 및 유통업체 등을 대상으로 물류시설임대 수익을 안정적으로 시현하고 있다. SOC 운영이라는 영위사업에 내재된 높은 공익성으로 인해 설립 당시 정부로부터 부지 및 자금을 제공받았으며, 현재 운영 중인 복합물류터미널과 관련하여 SOC 투자와 국고 지원이 이루어지는 등 정부의 사업 육성 의지가 높다.

높은 영업수익성을 기반으로 차입금이 축소되면서 재무구조가 개선되었다.

터미널 임대사업 특성상 감가상각비 등 고정비 외 추가적인 비용부담이 크지 않아 EBIT/매출액은 40% 전후 수준을 안정적으로 유지하고 있다. 시설 투자가 수반되어 차입 부담이 높으나 대규모 투자가 일단락 된 이후 높은 영업수익성 및 잉여현금 창출을 통하여 차입금이 감소세로 전환되며 순차입금/EBITDA, 차입금의존도 등의 재무지표가 개선되고 있다.

안정적인 잉여현금흐름 창출을 통한 차입금 감소 추세가 지속될 것으로 전망된다.

우수한 입지조건과 대규모 물류시설을 기반으로 전반적인 임대수요는 높은 수준을 유지할 것으로 예상된다. 장성 물류터미널 확장과 관련된 투자계획이 있으나 상대적으로 낮은 임대수요로 투자가 연기되어온 점을 감안 시 단기간 내 대규모 투자 집행 가능성은 낮다. 2016년부터 현금배당을 재개하였으나 이를 감안하더라도 잉여현금에 기반한 차입금 감소 추세는 지속될 전망이다.

■ **주요 평정요인(Key Rating Factors)**

▶ **사업 요인**

우수한 시장입지 및 사업의 공익성을 바탕으로 높은 수준의 사업안정성 보유

정부가 유통근대화 방안으로 복합터미널 건립계획(5 대 권역, 8 개 터미널)을 확정('87)하고 출자자 모집(SOC 민자사업 방식)을 거쳐 설립('92)한 동사는 평정일 현재 경기 군포·경남 양산·전남 장성·세종시에 4 개의 복합물류터미널을 운영하고 있다. 2012년 군포확장터미널을 완공하여 운영을 시작하였으며, 2014년 중 세종시에 위치한 자회사 중부복합물류를 흡수합병하였다.

다수의 물류업체 및 유통업체 등을 대상으로 배송센터·화물취급장 등의 물류시설 임대를 통해 수익을 창출하고 있다. 수도권을 비롯한 영남권 및 호남권의 우수한 입지조건과 대규모 물류시설 보유에 따른 높은 임대수요는 안정적인 수익창출의 기반이 되고 있다. 한편, SOC 운영이라는 영위사업에 내재된 높은 공익성으로 인해 설립 당시 정부로부터 부지 및 자금을 제공받았으며, 현재 운영 중인 복합물류터미널과 관련하여 SOC 투자와 국고 지원이 이루어지는 등 정부의 사업 육성 의지가 높다.

신규 부가 사업으로 매출 및 이익 확대되었으나 수익성은 소폭 하락

2014년 2월 중부복합물류가 합병되고, 임대사업 및 3PL 외에 신규사업을 통한 사업확장으로 매출 규모는 지속적으로 확대되고 있다. 2017년 기준 매출액은 전년 대비 13.1% 증가한 1,535 억원이다. 이는 주유소사업 및 전동지게차 렌탈 등으로 사업포트폴리오를 확장한 결과이다. W&D, 주유, 지게차 렌탈 등 부가 사업은 2017년 400 억원의 매출을 창출하였으며, 2018년 1분기에도 100 억원의 매출이 발생하였다.

터미널 임대사업의 특성상 터미널 운영상에 필요한 원가를 제외하면 추가적인 비용 부담이 크지 않아 EBIT/매출액은 40% 전후의 우수한 수준을 유지하고 있다. W&D, 주유소사업 및 전동지게차 렌탈 등의 부가사업은 매출 및 이익 향상에 기여하고 있으나 임대사업 대비 수익성이 낮아 부가 사업의 확장으로 전체 수익성이 소폭 하락하는 효과가 나타나고 있다. 영업수익성은 2016 년 39.9%로 하락하였으며 2017 년에는 37.6%를 기록하였다.

【영업실적 추이】

(단위: 억원,%)

구분	2014	2015	2016	2017	2018.03	
군포 기존	매출액	392	438	526	691	174
	영업이익	178	202	216	246	59
	영업이익률	45.5	46.1	41.1	35.6	33.9
군포 확장	매출액	398	436	446	453	115
	영업이익	208	219	222	219	57
	영업이익률	52.3	50.2	49.7	48.3	49.6
양산	매출액	190	208	180	177	45
	영업이익	46	61	55	65	17
	영업이익률	24.3	29.2	30.7	36.7	37.8
장성	매출액	43	40	40	41	11
	영업이익	14	13	9	8	3
	영업이익률	32.9	32.2	21.6	19.5	27.3
중부	매출액	114	156	165	173	45
	영업이익	30	37	40	39	12
	영업이익률	26.3	23.7	24.0	22.5	26.7
합계	매출액	1,136	1,278	1,358	1,535	390
	영업이익	477	531	541	577	148
	영업이익률	41.9	41.6	39.9	37.6	37.9

주: 2014년 매출 중 중부복합물류 1월 실적 제외
 자료: 감사보고서 및 분기보고서

▶ 재무 요인

높은 영업수익성을 기반으로 재무구조 개선

군포 확장 공사와 중부복합물류(주)에 대한 지분 참여 등으로 대규모 자금이 소요되면서 차입규모는 매출 규모 대비 과중한 수준이다.

2012 년까지 군포확장터미널 공사 진행에 따른 자본적지출로 잉여현금흐름(FCF)이 지속적으로 적자를 보이면서 외부 차입에 의존하는 현금흐름을 나타내었다. 그러나 대규모 투자가 일단락 된 이후 잉여현금흐름이 흑자전환하여 자체창출 현금을 통해 차입금을 상환함에 따라 차입금은 2014 년을 고점으로 감소하고 있다. 이로 인해 순차입금/EBITDA, 차입금의존도 등 레버리지 지표가 개선되었으며, 높은 수익성을 토대로 EBITDA/총금융비용 등 커버리지 지표 역시 우수한 수준을 유지하고 있다.

▶ **향후 전망**

양호한 잉여현금흐름 창출을 통해 차입금 감소세 지속 전망

수도권을 비롯한 영남권 및 호남권의 우수한 입지조건과 대규모 물류시설을 기반으로 전반적인 임대수요는 높은 수준을 유지할 것으로 보이며, 매출도 안정적으로 창출될 전망이다. 경기도 인근에 중소기업의 창고 시설이 증가하고, 부산 신항 배후단지에 대규모 창고가 들어서면서 창고영업에 대한 경쟁이 심화되고 있으나 동사의 입지 및 정부지원에 기반한 사업안정성을 고려시 사업 운영에 큰 어려움은 없을 것으로 예상된다.

각 터미널의 추가 시설임대 여력이 크지 않아 매출 증가는 제한적일 것으로 전망되지만, 우수한 입지조건을 기반으로 높은 임대율을 보이고 있어 현 수준의 사업운영이 이루어지며, 안정적이고 우수한 영업현금흐름을 견지할 것으로 예상된다. 장성 물류 터미널 확장과 관련된 투자계획이 있으나 상대적으로 낮은 임대수요로 인해 투자가 연기되어온 점을 감안 시 단기간 내 대규모 투자 집행 가능성은 낮은 것으로 판단된다. 2016년부터 현금배당을 재개하였으나 이를 감안하더라도 우수한 잉여현금흐름을 바탕으로 차입금을 상환하며 재무구조가 개선되는 현 추세가 지속될 전망이다.

▶ **계열 요인**

모기업 CJ 대한통운으로부터의 비정상적 지원가능성은 신용도 보강 요인

CJ 대한통운(주)는 CJ 계열 내 주력 물류회사로서, 국내 최대의 물류인프라와 다각화된 사업구조를 기반으로 우수한 사업안정성을 가지고 있다. CJ 대한통운이 동사 지분 100%를 보유하고 있으며, 동사 경영 전반의 의사결정에 참여하고 있다. 주요 물류 인프라 공유를 통해 사업적/재무적으로 통합되어 있고, 공모사채에 대한 지급보증 제공 사례 등을 감안시 모기업의 지원의지는 높은 수준이다. 유사시, 동사에 대한 모기업의 재무적 지원가능성(extraordinary support)은 동사의 신용도를 보강하는 요인이다.

구분	주요 검토 사항	
지원능력	모기업인 CJ대한통운은 CJ 그룹의 신유통 사업군 내 주요 계열사로서 국내 최대의 물류인프라와 다각화된 사업구조를 기반으로 매우 우수한 신용도를 보유하고 있음.	
지원 의지	중요도	CJ대한통운이 동사 지분 100%를 보유하고 있으나, 지배구조 및 규모기준의 중요도는 낮음
	통합도	주주 및 경영진 구성에 기반한 그룹 차원의 의사결정체제 및 주요 물류 인프라 공유를 감안시 모기업과의 사업/재무적 통합도 우수
	지원의 실행가능성	공모사채에 대한 지급보증 제공 사례 등 감안시 지원의 실행가능성 높음.
지원의지는 높은 수준		

▶ **유동성 분석**

전반적인 유동성 대응능력은 우수한 수준

2018년 3월말 기준 총차입금 3,179 억원 가운데 유동성장기차입금을 포함한 단기성 차입금은 599 억원으로 총차입금의 18.8%이다. 같은 시점 보유중인 현금성자산은 15 억원에 불과하여 지표상 단기상환부담은 존재한다.

그러나 대규모 시설투자가 일단락 된 이후 연평균 약 370 억원 수준의 잉여현금을 창출하고 있는 가운데 영위사업에 내재된 높은 공익성 및 민간투자법 등에 기반한 정부의 재정자금 지원, 보유자산의 담보여력, 모기업의 지원 가능성 등을 감안할 때 유동성 대응능력은 우수한 수준으로 판단된다.

(단위: 억원, %)

구분	18.3월말 잔액	기간별 만기도래 금액			
		2018년	2019년	2020년	이후
단기차입금	280	280	-	-	-
장기차입금	2,199	219	219	219	1,541
회사채	700	100	300	300	0
총차입금(B/S)	3,179	599	519	519	1,541
(비중)	100.0	18.8	16.3	16.3	48.5

주: 사채할인발행차금, 현재가치할인차금 미반영
자료: 분기보고서

■ **물류산업 평가방법론 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							+1

주) 1. ○ 표시는 상대적으로 중요한 지표를 의미
2. 외부지원가능성은 유사시 정부 또는 계열로부터의 지원을 의미

본 평가는 당사의 공시된 물류산업 평가방법론과 KR 신용평가일반론, 계열신용평가방법론을 적용하였습니다.
. 공시된 신용평가방법론은 당사 홈페이지 www.rating.co.kr 의 리서치/평가방법론에서 찾아볼 수 있습니다.

<유의사항>

- (1) 신용등급은 특정 금융상품, 금융계약, 발행자 등의 상대적인 신용위험에 관한 현재 시점에서의 한국기업평가(주)의 의견입니다. 신용등급은 특별한 언급이 없는 경우 신용위험을 제외한 다른 위험(금리나 환율변동 등에 따른 시장가치 변동위험, 해당 증권의 유동성위험, 내부절차나 시스템으로 인해 발생하는 운영위험)에 대해서는 설명하지 않습니다. 또한 신용평가는 현재 또는 과거 사실에 관한 진술이 아니라, 당사 고유의 평가기준에 따라 평가대상의 미래 상환능력에 대해 예측한 독자적인 의견으로, 이러한 예측정보는 실제 결과치와 다를 수 있습니다. 신용등급은 환경변화 및 당사가 정한 기준에 따라 변경 또는 취소될 수 있습니다.
- (2) 본 보고서상 모든 정보는 평가대상회사 또는 기관이 제출한 자료와 함께 각종 공시자료 등의 자료원으로부터 수집된 자료에 근거하고 있으며, 당사는 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 전제하에 신용평가업무를 수행하고 있으며, 신용평가 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) 신용평가 과정에서 이용하는 정보에 대해 별도의 검증절차를 거치지 않았고, 분석자·분석도구 또는 기타요인에 의한 오류 발생 가능성이 있기 때문에 당사는 본 보고서 내용의 정확성 및 완전성을 보증하거나 약속하지 않습니다. 본 보고서의 모든 정보들은 신용등급 부여에 필요한 주요한 판단 근거로서 제시된 것으로 평가대상에 대한 모든 정보가 나열된 것은 아니며, 고의 또는 중대한 과실에 기인한 사항을 제외하고 신용등급 및 본 보고서상 정보의 이용으로 발생하는 어떠한 손해 및 결과에 대해서도 당사는 책임지지 않습니다.
- (4) 당사는 금융상품의 매매와 관련한 조언을 제공하거나 투자를 권유하지 않습니다. 신용등급은 특정 유가증권의 매수, 매도 혹은 보유를 권유하는 정보가 아니며 시장 가격의 적정성에 대한 정보도 아닙니다. 신용등급 및 본 보고서는 당사 고유의 평가기준에 따른 의견으로만 해석되어야 하며, 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.

<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 '표준내부통계기준' 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 2018.05.29이고, 계약체결일은 2018.05.29이며, 평가종료일은 2018.06.07입니다.
- 최근 2년간 요청인과 체결한 다른 신용평가계약은 없습니다. 당사는 신용평가일 현재 요청인의 다른 신용평가용역을 수행하고 있습니다.
- 신용평가일 기준 2년 이내 비평가용역계약 체결내역은 없습니다. 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.