

김용건 연구위원 ☎ 787-2266  
[gunny@kisrating.com](mailto:gunny@kisrating.com)

김제현 애널리스트 ☎ 787-2238  
[jehyun.kim@kisrating.com](mailto:jehyun.kim@kisrating.com)

문창호 실장 ☎ 787-2254  
[chmoon@kisrating.com](mailto:chmoon@kisrating.com)

## Summary

본 평가방법론은 물류기업을 평가함에 있어 당사가 가장 중요하다고 판단되는 정성적 또는 정량적 요소들을 추출하여, 이들 요소들이 신용등급 결정과정에서 어떤 방식으로 조합되어 사용되는지를 설명한 것이다. 본 방법론의 주된 목적은 발행사, 투자자 및 기타 이해관계자들에게 물류기업에 대한 당사의 신용등급 부여방식에 대한 이해를 돕기 위한 것이다.

당사가 물류기업을 평가함에 있어 가장 중요시하는 핵심 요소들은 다음과 같다.

1. 규모 및 사업다각화
2. 영업경쟁력
3. 수익창출력
4. 재무안정성

상기의 핵심 평가요소들을 설명하기 위해 총 11개의 세부 측정지표를 사용하였다. 이들 측정지표를 선정함에 있어 가급적 객관적인 기준을 제시할 수 있도록 하였으며, 부득이하게 객관화가 어려운 측정지표를 사용할 경우에는 가능한 구체적인 측정기준을 제시할 수 있도록 노력하였다. 또한 측정지표를 적용함에 있어 과거 실적치(통상적으로 3년)를 감안할 뿐만 아니라 미래 추정치(3년)도 고려함으로써 실제 등급 부여과정에서 중요한 근거자료로서 활용하고 있다.

이 외에 물류기업의 신용등급에 영향을 미칠 수 있는 요소들로 계열관계에 따른 지배구조 및 지원의 수혜·제공가능성, 유동성, Event Risk 등을 들 수 있다. 이런 요소들은 물류기업에 일반적으로 적용되는 요소로서 실제 평가과정에서 중요한 영향을 미칠 수도 있으나, 측정지표의 객관화가 어렵고 개별 기업별로 중요도가 다르기 때문에 상세하게 언급되지는 않았다.

본 평가방법론이 개별 평가과정에서 고려되는 모든 요소들을 포함하고 있지는 않으며, 이로 인해 본 방법론에서 도출되는 등급과 실제 신용등급과는 차이가 있을 수 있다. 실제 신용평가 과정에서는 여기에서 제시된 평가요소 외에 개별 회사 또는 그들의 채무에 대한 특수성 등을 최종적으로 감안하며, 특수한 경우 제반 평가요소에 대한 중요도 또한 당사의 판단에 따라 다르게 적용할 수도 있음을 밝힌다.

## I. 신용 개관 (Credit Trend)

### 적용범위

현행 물류정책기본법(제2조) 상에서는 물류를 「재화가 공급자로부터 조달·생산되어 수요자에게 전달되거나 소비자로부터 회수되어 폐기될 때까지 이루어지는 운송·보관·하역 등」으로 정의하고 있으며, 물류사업을 화물운송(육운·택배 등), 물류시설운영(물류터미널·물류단지 등), 물류서비스(항만 하역·운송주선 등) 등의 3가지 형태로 분류하고 있다.

본 평가방법론의 적용에 있어서도 물류정책기본법에서 제시한 화물운송·물류시설운영·물류서비스와 같은 업종을 기본적으로 포함하되, 당사에서 이미 적용하고 있는 산업별 평가방법론이 존재하는 항공 및 해운업은 동 방법론의 적용 대상에서 제외한다.

[동 방법론 적용 대상 물류업]

대분류	중분류	세분류
화물운송	육상운송	화물자동차운송, 택배, 철도수송 등
물류시설운영	창고운영	일반창고, 냉장·냉동창고, 농수산물창고 등
	물류터미널운영	복합물류터미널, 화물차전용터미널, 물류단지 등
물류서비스	화물취급	항만하역, 포장, 상표부착, 가공조립 등
	운송주선	국제물류주선, 화물자동차 운송주선 등
	기타	물류장비임대, 물류정보 DB구축, 컨테이너수리 등

주) 해운(외항/내항 화물운송 등) 및 항공(항공운송, 상업서류송달 등) 제외

자료 : 물류정책기본법 등

### 등급 History

당사는 현재 국내 6개 주요 물류기업에 대해 신용등급을 부여하고 있으며, 지난 5년 간 물류기업의 신용등급은 대체적으로 상향되는 추세를 나타내었다. 상향된 업체들은 대부분 양호한 성장을 통해 수익 규모를 확대해 왔으며, 재무적인 지표 상으로 가시적인 개선을 달성하였다.

[주요 물류기업 개요 - 유효등급 보유업체]

구분	CJ대한통운	롯데 로지스틱스	한진	현대 로지스틱스	한국 복합물류	천일정기 화물자동차
설립년월	1930.11	1970.11	1958.03	1988.06	1992.04	1956.06
최대주주	CJ제일제당/ CJ지엘에스	L제2투자회사 (일본)	정석기업	현대글로벌	CJ대한통운	박남도 외
주요사업	택배, 육운, 하역, 운송주선	운송주선	택배, 육운, 하역, 연안해운	택배, 운송주선	물류터미널	육운, 3자물류
매출(억원)	22,441	14,645	11,919	7,862	537	1,772
영업이익률	4.5%	1.3%	2.5%	2.0%	48.6%	5.4%

자료 : 각사 공시자료

## 물류업 평가방법론

신용등급 추이를 보면, 씨제이대한통운은 2009년 舊 금호아시아나그룹의 신용도 저하로 신용등급이 1 Notch 하향되고 Watchlist(하향검토) 대상에 올랐으나, 2010년 금호그룹 및 채권단과의 경영정상화계획 이행약정 체결로 기존 등급인 A로 회복되었다. 2011년 7월에는 씨제이대한통운 지분인수와 관련, CJ계열이 우선협상대상자로 선정되어 Watchlist(상향검토)에 등록되었으며, 2012년 3월 현행 등급인 AA-로 상향되었다.

한진의 경우 2010년 BBB+ 에서 A-로 1 Notch 상향된 후 2011년 등급전망이 긍정적으로 조정되었으며, 현대로지스틱스 또한 2010년 BBB에서 BBB+ 로 1 Notch 상향되었다. 이들 업체들의 경우 물류시장의 양호한 성장세와 택배산업 구조조정에 따른 영업수익성 개선, 지속적인 물류투자 에 따른 시장지위 공고화 등의 긍정적인 요소들이 반영되면서 등급이 상향되었다.

### [주요 물류기업 신용등급 추이]

구분	2007	2008	2009	2010	2011	2012.11
씨제이대한통운	-	A	A-/하향	A	A/상향	AA-
롯데로지스틱스	-	-	-	-	A+	A+
한진	BBB+	BBB+	BBB+	A-	A-/P	A-/P
현대로지스틱스	BBB	BBB	BBB	BBB+	BBB+	BBB+
한국복합물류	-	-	(A3-)/하향	BBB	BBB/상향	BBB+

주 1) Issuer 평가 포함, 연말 등급 기준

2) (-) 표기는 기업어음 등급

3) /P 및 /N 은 각각 Outlook 긍정적 및 부정적, /상향 및 /하향은 각각 Watchlist 상향검토 및 하향검토

## 주요 평가 이슈(Key Rating Issues)

### 2PL vs. 3PL : 두가지 형태의 물류기업간 대비되는 특성

일반적으로 물류업은 고객기업(화주기업)이 물류기업이 속한 기업집단 내에 존재하느냐 여부에 따라 2자물류(2PL, 2nd Party Logistics)와 3자물류(3PL, 3rd Party Logistics)의 두가지로 분류된다. 2자물류는 화주기업 내 물류사업부를 독립법인으로 분할하거나, 기업집단으로 구성된 화주기업이 물류계열사를 설립하여 계열 내 물류수요를 전문적으로 담당하게 하는 방식이며, 3자물류는 기업 물류조직상 자사물류(1PL), 2자물류(2PL)에 이은 발전단계로서 물류관리업무 전반을 외부의 종합 물류기업에 외주위탁(Outsourcing)하는 방식이다.

2자물류 기업은 2자물류를 주력으로 하는 물류기업으로서 계열화주와의 지분구조, 영업연관성 등을 기반으로 대규모의 물류설비나 운송수단 없이 계열 내 물류수요에 대한 운송수선, 보관·하역 등의 제한적 물류서비스업을 영위한다. 반면, 3자물류 기업은 외부 화주기업의 물류파트너로서 화주의 물류비 절감과 물류 아웃소싱 수요 충족을 목표로 하며, 자체 물류인프라를 기반으로 조달, 운송, 하역, 재고관리, 반품 등에 걸친 다각화된 사업을 영위한다.

## 물류업 평가방법론

시장지위가 우수한 3자물류 기업 일수록 양질의 유형자산, 투자지분 등을 확보하고 있는 자산형 (High Asset Intensity) 기업에 가까우며, 화주와의 가격협상력과 협력업체에 대한 가격전가력 등을 기반으로 양호한 영업마진률을 보이게 된다. 이와는 달리 우량계열사의 물류업무를 위수탁하는 2자물류 기업의 경우, 일반적으로 수익성은 높지 않으나 설립시점부터 대체가능성이 매우 낮은 고정화주를 확보하고 있어 사업안정성이 우수하며 CAPEX 부담이 크지 않은 특징이 있다.

### [2자물류 및 3자물류의 주요 특징]

대구분	소구분	2자물류기업	3자물류기업
정성적 측면	설립 기반	화주기업의 자회사 혹은 계열사	별도의 물류전문 업체
	자산 규모	비자산형이 일반적	자산형이 일반적
	주력 업무	운송주선, 보관/하역 등	육운, 택배, 하역, 운송주선 등
정량적 측면	계열거래 비중	High(e.g. 50% 초과)	Low(e.g. 50% 미만)
	수익성	Low	High
	CAPEX 부담	Low	High

주) 실무적으로는 2자물류나 3자물류 중 하나의 사업만을 영위하는 사례는 거의 존재하지 않으므로 통상적으로는 계열에 대한 매출의존도가 과반이 넘는가를 기준으로 2자물류기업과 3자물류기업을 구분하기도 함

### 육상운송 : 높은 경쟁강도와 다단계 거래 구조에 따른 낮은 수익성

1997년 화물자동차운송법 개정으로 사업수행 요건이 등록제<sup>1</sup>로 전환되면서 운송업자 및 화물차량이 급증하였던 데다, 2004년 사업자의 차량 최소 보유대수 기준이 폐지되면서 1대의 화물자동차만 보유해도 육운서비스 제공이 가능하게 되는 등 진입장벽 완화에 따라 1990년대 후반 이후 산업 내 경쟁강도는 계속 높아져 왔다.

또한, 대형화주의 장기계약이라도 지역·계절·시기별로 물동량이 고정되어 있지 않으므로 자체 운송능력(자차 및 지입차<sup>2</sup> 등 고정용차)은 일정수준으로 제한하고, 이를 초과하는 물량은 협력사·협력사 용차<sup>3</sup> 등의 외주하청으로 유동적으로 처리하는 게 업계 내 일반적인 관행이다. 이에 따라 육운시장은 화주기업-운송주선기업-운송기업-협력사(개인 포함)와 같이 다단계 구조로 형성되어 왔으며, 이는 높은 경쟁강도와 함께 낮은 영업수익성의 주요 원인이 되고 있다.

2011년 8월 국토해양부는 다단계 거래단계 축소 및 물류비 부담 완화를 위해 운송업체의 직접운송 의무비율을 운송계약 화물의 50%(운송·주선 겸업체는 운송·주선계약 화물의 30%)로 정하는 화물자동차운수사업법 개정안을 발표하였다. 단기간 내에 업계 내의 고착화된 관행과 거래구조가 큰 폭으로 개선되기는 쉽지 않을 것으로 판단되나, 중장기적으로는 대형 물류기업 중심으로의 시장 재편 등을 통해 거래구조의 비효율성이 일정수준 경감될 수 있을 것으로 보여진다.

<sup>1</sup> 2003년 화물연대 파업 이후 수급불균형 해소를 위해 2004년 1월 허가제로 재전환(등록제 폐지)

<sup>2</sup> 운송기업의 명의로 등록된 개인 소유의 영업용 차량(차주와 해당 운송회사 간 위수탁 관리계약)

<sup>3</sup> 일정한 배송구간 및 배송품 없이 운송회사의 필요에 따라 수시로 충원하는 영업용 차량

### **택배 : 과당경쟁은 진정 국면이나 수익성 개선 가능성은 제한적**

택배사업은 홈쇼핑 및 전자상거래 시장의 성장에 힘입어 높은 증가세를 구가하고 있다. 다만, 초기 인프라 구축을 위한 투자부담(터미널·분류장치·전용차량 등)이 큰 편이며, 낮은 택배운임으로 인해 수익성 확보가 쉽지 않아 시장선점과 고정화주 확보가 주요한 경쟁요소로 작용하고 있다.

업계 경쟁구도를 살펴보면, 2004년 전국적인 영업망을 보유한 우정사업본부가 택배사업에 참여한 데 이어, 세덱스·로젠통부택배·로엑스·하나로 등 후발주자들의 진입과 저가공세가 심화되면서 택배 운임이 큰 폭으로 하락하였다. 또한, 유가급등과 택배차량 증차제한 등 제반 사업여건의 악화로 한때 10% 대에 육박하였던 영업이익률은 2000년대 중후반 들어 지속적으로 저하되었다. 그러나 이후 수익성 악화로 2008년 후발주자들이 사업을 정리하고, 택배사업자협의회 설립 등 사업자간 경쟁자제 움직임이 나타나면서 운임 하락추세는 둔화되었으며, 선도업체들의 경우 시장성장과 M&A 등에 힘입은 고정비부담 완화로 수익성 역시 회복되는 양상을 나타내고 있다.

택배산업은 높은 성장성에도 불구하고 업체간 경쟁심화 및 투자확대로 당분간 수익성 개선 가능성은 제한적일 전망이다. 그러나 대형화주의 확보와 물류 효율성 제고 등의 여부에 따라 개별기업 간 경쟁력이 차별화될 것으로 예상되는 가운데, 택배업의 허가제 및 택배단가 인가제 등을 포함한 관련 입법안의 통과가 추진되고 업체간 저가운임 경쟁이 진정국면으로 접어들고 있어 단가하락 추세가 둔화되고 있다. 또한, 여전히 지속적인 수요증가가 뒷받침되고 있어 현 수준 이하로 수익성이 급격하게 약화될 가능성은 높지 않을 것으로 전망된다.

### **물류기업 대형화 : 계열물량 확보, 중소기업 M&A 및 적극적인 물류시설 투자 등**

정부는 물류사업을 종합적·복합적으로 영위하는 기업을 대상으로 2006년부터 종합물류기업 인증제를 실시하여 물류기업의 대형화 및 전문화를 장려하고 있으나, 구체적인 지원방안이 불명확하여 현실적인 지원책이 되기에는 다소 미흡한 실정이다. 오히려 업계 내 자율적인 구조조정 노력의 일환으로 2000년대 중후반 대형 택배업체가 중소형 업체를 인수하는 등의 과정에서 대형화가 본격적으로 진행되었다.

특히, 2011년 12월 국내 택배시장에서 수위의 시장지위를 차지하고 있던 舊 대한통운이 CJ계열로 편입되면서, 기존 CJ그룹 내 물류계열사인 CJ지엘에스와의 시너지 창출로 산업 내 입지가 강화될 것으로 예상되고 중복투자 배제로 인해 영업효율성 역시 증대될 것으로 전망된다. 이에 따라 장기적으로는 시장지배력을 회복한 선도업체들로의 물량집중이 심화되어 중소형업체와의 격차가 보다 확대될 가능성이 있다.

한편, 자산형 물류기업의 경우 각 항만 및 배후부지 관련 지분투자와 물류터미널·운송시설 취득 등 적극적인 투자가 지속되고 있어 외부차입 증가가 이어지고 있다. 자산형 물류업체의 수익구조상 물류서비스 제공을 위한 시설투자가 우선 선행되고 투자비는 장기간에 걸쳐 회수되는 것을 감안할 때, 향후에도 일정 수준의 투자부담은 불가피할 전망이다.

## 물류업 평가방법론

다만, 이러한 투자는 영업경쟁력 강화를 위한 필수적인 성격임이 인정되며, 전국에 걸친 주요 물류거점의 확보는 그 자체로 높은 진입장벽으로 작용하여 시장지위를 견고하게 한다. 또한 실제 투자집행 규모는 화주기업의 경기 순환에 따른 물류 수요 증감, 산업 내 공급초과 요인의 발생 여부, 개별 기업의 재무부담 정도 등에 따라 유동적으로 조정될 여지가 존재한다. 장기적으로는 인프라 구축에 따른 시장지위 공고화와 프로세스 개선에 따른 효율성 증대로 자금창출능력 역시 확대될 것으로 전망되므로 이로 인한 재무 부담은 점진적으로 경감될 수 있을 것으로 보인다.

### 그룹 지배구조 및 계열 내 위상

한진은 그룹 내 주력사인 대한항공의 지분 9.9%를 보유한 최대주주로, 한진그룹 내 순환출자 구조(정석기업→한진→대한항공→정석기업) 상의 일익을 담당하고 있으며, 현대로지스틱스 역시 그룹 내 지배구조(현대글로벌→현대로지스틱스→현대엘리베이터→현대상선→현대로지스틱스·현대글로벌·현대증권) 상에서의 위상 및 전략적 중요성이 인정된다.

씨제이대한통운은 국내 수위의 자산형 3자물류기업으로 CJ그룹 신유통부문 내 핵심 성장동력으로서의 역할을 담당할 것으로 기대되며, 한국복합물류(복합물류터미널 운영) 지분을 88.9% 확보하고 있는 등 우수한 자산네트워크와 전문화를 바탕으로 안정적인 성장세를 유지할 것으로 전망된다. 씨제이대한통운의 지분 20.1%를 보유한 CJ지엘에스 역시 씨제이대한통운의 최대주주로서 계열 내 위상이 인정된다.

그러나 계열사 지분매입, 물류인프라 확보를 위한 자회사 지분 투자 등의 과정에서 소요자금을 과다하게 외부차입에 의존하는 경우 재무안정성이 악화되는 데다, 계열사 실적이 저하될 경우 지분투자 기업의 수익성 및 자산건전성에도 부정적인 영향을 미칠 수 있다. 당사는 각 물류기업 별로 계열사 지분매입에 소요된 자금 및 재무 부담 증가 정도, 그리고 계열사 실적 추이와 물류 사업과 관련한 그룹의 중장기 영업·재무 전략의 방향성 등에 대해서 모니터링을 지속할 예정이다.

### 등급 전망

물류산업은 국내 경기와 수출입 물동량에 민감한 산업이며 운임변화, 유가상승 등에도 다소 영향을 받는다. 다만, 다수의 물류기업이 대기업 계열에 소속되어 있어 일정 수준의 2차 물류 수행으로 계열물량을 안정적으로 공급받고 있으며, 전체 시장규모 역시 전방산업 성장에 따른 국내외 물동량 확대, 전자상거래의 활성화와 이로 인한 택배시장의 급성장 등에 힘입어 지속적으로 확대되어 왔다. 또한 수익성 측면에서도 협력업체나 차주로의 일부 가격전가, 산업 내 과당경쟁 지양을 통한 운임 유지 노력 등을 통해 비교적 안정적인 영업마진을 유지해 오고 있다.

향후 물류업계는 대기업 계열의 물류기업 대형화 추세와 중소기업의 구조조정 등에 따라 양극화 될 것으로 전망되며 영업환경의 불확실성 하에서도 고정화주와의 장기적 거래관계, 지역적으로 분산되어 있는 양질의 물류인프라 확보 등을 통한 수익창출력과 재무안정성의 유지 여부 등이 주요 고려요소로 될 것이다.

## II. 분석방법론 (Rating Approach)

### 평가요소의 정의

본 평가방법론에서는 다음의 4가지 항목을 물류업 평가방법론에 사용되는 핵심평가요소(Key Rating Factors)로 정의한다.

1. 규모 및 사업다각화
2. 영업경쟁력
3. 수익창출력
4. 재무안정성

전체 물류산업에 포괄적으로 적용될 수 있는 주요 평가요소를 포함시켰으나, 이외에도 상당히 많은 변수들이 개별 물류기업의 신용등급에 영향을 미칠 수 있다. 특히 계열관계에 따른 지원의 수혜 또는 제공, 경영정책, 유동성, Event Risk 등 다른 중요한 질적 요소들의 경우 기타 고려요소에서 별도로 언급하였다.

### 평가요소의 측정

4가지 평가요소를 측정하기 위해 총 11개의 세부지표를 사용하였으며 구체적인 내용은 「물류업 Mapping Grid」에 요약하였다. 평가 모델의 설명력을 높이기 위하여 측정 지표들은 가급적 정량적 데이터를 사용하는 것으로 원칙으로 하였으며, 정성적 요소의 경우 사업보고서, 업계 및 평가업체 제시 자료, 당사의 판단 등을 이용하여 측정하였다.

### 평가요소의 등급화

각 세부 측정지표에 대하여 우열에 따라 범위를 지정하고 이에 대해 당사의 등급체계(AAA, AA, ..., B)를 부여하였다. 각 평가요소별로 신용등급이 표시되나, 종합적인 신용등급과 개별 평가요소들의 등급은 다를 수 있다. 예를 들어 신용등급은 B등급일지라도 재무건전성의 수준은 BBB로 표시될 수 있다.

### 평가요소의 등급별 Mapping

마지막으로 물류기업들에 대한 각 세부 요소들의 값이 무엇인지, 무보증사채의 신용등급을 결정함에 있어 이들을 어떤 식으로 조합하였는지를 보여줄 것이다. 당사가 정의한 요소들과 설명들은 긍정적 또는 부정적 측면에서 Outlier가 있을 수 있다. 예를 들어 등급과 밀접한 특정 요소가 실제 등급보다 하나 또는 그 이상의 차이를 나타낼 수 있다.

## 물류업 평가방법론

### 유의사항

당사는 본 평가방법론을 근거로 과거 실적치(3년)를 감안한 모델등급(Historical Model Rating)과 미래 추정치(3년)를 감안한 모델등급(Projected Model Rating)을 도출하여 실제 평가과정에서 중요한 참고자료로 활용한다. 미래 추정결과에 따라 이들 두 개의 모델등급은 서로 상이할 수 있으며, 실제 등급을 부여하는 과정에서는 이를 종합적으로 반영한다. 참고로 본 보고서는 과거 실적치를 감안한 개별업체의 Factor별 등급과 이를 조합한 모델등급만을 제시하고 있다.

물류업 - Mapping Grid						
	AAA	AA	A	BBB	BB	B
<b>Factor 1. 규모 및 사업다각화</b>						
매출액(억원)	≥50,000	≥20,000	≥10,000	≥2,000	≥500	≥ 100
사업다각화	육운, 택배, 하역, 국제물류 등 다각화된 수요기반에서 경쟁력 있는 사업을 영위하고 있으며, 경기변동에 매우 탄력적으로 대응함	육운, 택배, 하역, 국제물류 등 다각화된 수요기반에서 경쟁력 있는 사업을 영위하고 있으며, 경기변동에 탄력적으로 대응함	육운, 택배, 하역, 국제물류 등 다각화된 수요기반에서 사업을 영위하고 있으며, 경기변동에 비교적 탄력적으로 대응함	복수의 차별화된 수요기반에서 사업을 영위하고 있으며, 특정부문에 대한 의존도가 높지 않아 경기변동에 대한 영향이 제한적임	복수의 차별화된 수요기반에서 사업을 영위하고 있으나, 특정부문에 대한 의존도가 높아 경기변동에 대한 영향을 크게 받을 수 있음	단일사업을 영위하고 있으며 산업 내 매우 높은 경쟁 강도로 인하여 향후 상당폭의 외형 감소가 예상됨
<b>Factor 2. 영업경쟁력</b>						
물류 네트워크	물류센터, 대형터미널, 항만, 해외거점 등 물류네트워크의 투자/운영규모 및 지역 네트워크의 분산수준이 최상위	물류센터, 대형터미널, 항만, 해외거점 등 물류네트워크의 투자/운영규모 및 지역 네트워크의 분산수준이 매우 우수	물류센터, 대형터미널, 항만, 해외거점 등 물류네트워크의 투자/운영규모 및 지역 네트워크의 분산수준이 우수	물류센터, 대형터미널, 항만, 해외거점 등 물류네트워크의 투자/운영규모 및 지역 네트워크의 분산수준이 양호	물류센터, 대형터미널, 항만, 해외거점 등 물류네트워크의 투자/운영규모 및 지역 네트워크의 분산수준이 보통	물류센터, 대형터미널, 항만, 해외거점 등 물류네트워크의 투자/운영규모 및 지역 네트워크의 분산수준이 미흡
고정거래처 비중	다수의 우량 고정화주와 대체가능성이 매우 낮은 장기적 거래관계가 지속되고 있거나, 그룹 내 우량계열사의 물류수요를 전담하고 있음	다수의 우량 고정화주와 안정적인 장기 거래관계가 지속되고 있거나, 그룹 내 우량계열사의 물류수요 대부분을 담당하고 있음	다수의 우량 고정화주와 비교적 안정적인 장기 거래관계가 지속되고 있거나, 그룹 내 우량계열사의 물류수요 일부를 담당하고 있음	소수의 고정화주와 비교적 안정적인 거래관계가 지속되고 있거나, 지속적이지는 않지만 그룹 내 계열사의 물류수요 일부를 담당하고 있음	소형화주와 단발적인 거래관계가 지속되고 있으며, 물류수요가 존재하는 계열사가 존재하지 않아 계열물량을 확보하지 못함	고정화주 및 계열사 물량이 존재하지 않아 안정적인 거래관계가 지속되지 않음
<b>Factor 3. 수익창출력</b>						
이익의 안정성	과거 5년간 영업이익률의 평균이 8%를 상회하며, 영업이익자를 기록하지 않음	과거 5년간 영업이익률의 평균이 5% 이상이며, 0~1회의 영업이익자 기록	과거 5년간 영업이익률의 평균이 3% 이상이며, 0~2회의 영업이익자 기록	과거 5년간 영업이익률의 평균이 1% 이상이며, 0~4회의 영업이익자 기록	과거 5년간 영업이익률의 평균이 0% 이상이며, 0~4회의 영업이익자 기록	과거 5년간 영업이익률의 평균이 (-) 임
EBITDA/매출액 (%)	≥ 15	≥ 10	≥ 5	≥ 2	≥ 1	≥ 0
EBITDA/평균영업자산 (%)	≥ 30	≥ 20	≥ 15	≥ 5	≥ 2	≥ 1
EBITDA 규모	≥ 5,000	≥ 1,500	≥ 300	≥ 100	≥ 50	≥ 10
<b>Factor 4. 재무안정성</b>						
EBITDA/이자비용 (배)	≥ 15	≥ 9	≥ 5	≥ 2	≥ 1	≥ 0.5
순차입금/EBITDA(배)	≤ 1	≤ 3	≤ 5	≤ 10	≤ 15	≤ 30
부채비율(%)	≤ 40	≤ 80	≤ 120	≤ 200	≤ 300	≤ 350



### III. 핵심 평가요소 (Key Rating Factors)

#### Factor 1 : 규모 및 사업다각화

##### 추출 이유

매출은 회사가 이익을 창출할 수 있는 기반으로, 매출이 클수록 우량 거래처의 대규모 물류수요를 충족시킬 수 있어 규모의 경제를 실현하기가 용이하다. 특히, 매출 규모는 상대적인 시장지위의 지표로서 규모가 대형화 될수록 육상운송산업의 경쟁심화에 따른 마진 축소의 압박 하에서도 화주와의 가격협상력이 제고될 수 있으므로 업황 변동에 효과적으로 적응이 가능하다. 또한, 일반적으로 매출이 높은 기업이 산업 내 대표기업으로서 유동성 확보 등 재무탄력성을 보완할 수 있는 여지가 보다 많으므로 중요한 지표로 고려하였다.

수주를 위한 경쟁강도가 높고 국내외 경기 및 화주 실적에 민감한 물류업의 특성상, 불황기에도 안정적인 외형과 수익성을 유지하기 위해서는 다수의 경쟁력 있는 사업부문으로 구성된 안정적인 사업포트폴리오 및 기반 구축이 요구된다. 육운·택배·항만하역·운송주선 등 다양한 물류 사업을 수행하면서, 특정 부문의 일시적 매출 저하 또는 수익성 악화에 따른 사업위험을 보완할 수 있을 뿐만 아니라 사업부문 간·계열사 간의 시너지 효과도 기대할 수 있다.

당사는 이를 파악하기 위해 다음과 같은 지표들을 사용한다.

1. 매출액
2. 사업다각화

##### 측정지표에 대한 설명

#### 1. 매출액(3년 평균)

매출액은 영업을 통해 현금을 창출할 수 있는 기본적인 능력을 나타낼 뿐만 아니라 사업환경·시장 점유율·수익창출력 등 전반적인 사업경쟁력을 측정하는 데 유용한 지표로서 대부분의 산업 평가방법론에서 사용되고 있다.

규모가 큰 업체일수록 이익과 효율성을 향상시킬 수 있는 규모의 경제 달성이 더욱 용이하며, 우량화주의 대형 물동량을 처리할 수 있다. 동시에 경기 변동에 대한 대처력 또한 향상되어 규모가 작은 업체 대비 보다 외부 환경변화나 제반 신용위험에 대한 대응능력이 우수하다. 이외에도 영업 규모가 큰 업체일수록 시장 신뢰도, 물류인프라 지배력, 서비스경험 축적 등 다양한 측면에서 이점을 지닐 수 있으며, 수요 확대시 시장에 대한 접근력에서 우위를 점할 수 있어 관리 및 구매 면에서 규모의 경제를 누릴 여지도 커지게 된다.

2. 사업다각화

성공적인 사업다각화는 각 개별 사업의 현금흐름 변동성을 완화함과 동시에 새로운 성장동력 확보에 기여한다. 사업다각화 정도를 판단하기 위해 경쟁력 있는 사업부문의 개수와 매출 구성비중 등을 고려하였으며, 영위 중인 사업부문 간 또는 계열사 사업과의 연관성을 토대로 시너지 창출 능력에 대해서도 검토하였다. 다만, 비관련 신규사업 진출과 관련한 위험 또는 적자 사업에 따른 부담 등이 있는 경우, 이는 신용도에 부정적인 영향을 미칠 수 있다.

자산형 물류기업을 중심으로 한 3자물류 기업들은 육운·택배·항만하역 등의 다양한 사업부문으로 구성된 안정적인 포트폴리오를 구축하고 있다. 특히 지난 2008년 글로벌 금융위기 당시에도 육운 매출이 감소하였음에도 불구하고, 최근 10년 간 두자릿수 성장세를 이어 온 택배 부문의 실적에 힘입어 전체적으로는 매출 증대를 달성하면서 경기변동 리스크에 효과적으로 대처할 수 있었다.

한편, 2자물류 기업들의 경우 주력사업이 운송주선업이므로 영위사업의 다각화 수준은 3자물류 기업 대비 상대적으로 낮은 편이다. 그러나 2자물류 기업 중에서도 화주가 차별화된 수요기반을 보유하고 있는 다수의 계열기업으로 구성되어 있는 경우, 전체 현금흐름은 경기변동과 개별 전방산업 업황의 부침에도 불구하고 안정성이 한층 제고된다. 이에 따라 운송주선업과 위탁업 등 영위사업의 포트폴리오가 다소 미흡한 2자물류 기업의 경우라도 경쟁력 있는 우량 화주를 확보하고 있고 계열화주의 사업다각화 수준이 우수한 경우 이는 긍정적으로 평가될 수 있다.

Mapping 결과

Factor 1. 규모 및 사업다각화						
	AAA	AA	A	BBB	BB	B
매출액(억원)	≥50,000	≥20,000	≥10,000	≥2,000	≥500	≥ 100
사업다각화	육운, 택배, 하역, 국제물류 등 다각화된 수요기반에서 경쟁력 있는 사업을 영위하고 있으며, 경기변동에 매우 탄력적으로 대응함	육운, 택배, 하역, 국제물류 등 다각화된 수요기반에서 경쟁력 있는 사업을 영위하고 있으며, 경기변동에 탄력적으로 대응함	육운, 택배, 하역, 국제물류 등 다각화된 수요기반에서 사업을 영위하고 있으며, 경기변동에 비교적 탄력적으로 대응함	복수의 차별화된 수요기반에서 사업을 영위하고 있으며, 특정부문에 대한 의존도가 높지 않아 경기변동에 대한 영향이 제한적임	복수의 차별화된 수요기반에서 사업을 영위하고 있으나, 특정부문에 대한 의존도가 높아 경기변동에 대한 영향을 크게 받을 수 있음	단일사업을 영위하고 있으며 산업 내 매우 높은 경쟁 강도로 인하여 향후 상당폭의 외형 감소가 예상됨

Company Mapping : 규모 및 사업다각화			
업체명	실제 등급	매출액	사업다각화
대한통운	AA-	AA	AA
롯데로지스틱스	A+	A	BBB
한진	A-	A	AA
현대로지스틱스	BBB+	BBB	A
한국복합물류	BBB+	BB	BBB
천일정기화물자동차	BB+	BB	BB

주1) 열은 회색: Negative Outlier, 짙은 회색: Positive Outlier  
 2) 등급 내 notch 구분은 생략하였음

## 물류업 평가방법론

---

씨제이대한통운의 주력사업은 육상운송 및 하역, 택배, 포워딩(복합운송주선) 등으로 구성되어 있으며 항공 및 장거리 해운을 제외한 거의 모든 물류서비스 영역에서 다각화된 사업을 영위하고 있다. 한진 역시 택배, 육상운송, 항만하역, 연안해송, 국제물류 이외에도 렌터카사업, 창고업, 포장사업 등 전국적인 Network를 활용한 사업에 다각화되어 있어 씨제이대한통운 및 한진의 사업 다각화 세부항목 등급은 AA로 부여하였다.

현대로지스틱의 경우 과거에는 택배와 운송주선 중심의 비교적 단순한 사업구성이었으나, 항만하역업, 국제물류, 3PL 등에도 진출하여 다각화에 주력하고 있으며, 중공업, 제조업, 유통업 등 다양한 산업의 凡 현대그룹 계열사들이 고정화주기업으로 구성되어 있어 세부항목 등급은 A로 부여하였다.

롯데로지스틱스는 최근에 편의점 Vendor 사업을 추가하였으나 계열화주의 운송주선업을 주력으로 하고 있어 자산형 3자물류 기업에 비해 상대적으로 사업다각화 수준은 열위하다. 그러나 고객기업이 롯데쇼핑, 코리아세븐, 롯데제과, 롯데칠성 등 물류부문의 중요성이 높은 다수의 유통, 음료·식품업체 등으로 구성되어 있어 업황 변동에 따른 현금흐름 변동성은 낮은 수준이다. 이에 따라 실질적인 다각화 수준은 양호한 것으로 판단하여 세부항목 등급을 BBB로 부여하였다.

## Factor 2 : 영업경쟁력

### 추출 이유

물류기업은 화주의 물류 유통경로에 대한 현황을 정확히 파악하여 최적의 공급사슬관리(Supply Chain Management, SCM)를 제공할 수 있어야 하며, 이를 위해 통합적인 물류자산 및 네트워크 관리를 수행할 수 있어야 한다.

구체적으로는 전국 각지의 물류 수요가 풍부한 지역을 중심으로 항만 및 물류기지 등의 네트워크를 구축하여야 하며, 최근 국내 제조기업들의 해외 진출 추세에 맞추어 해외 물류를 수행할 수 있는 거점 확보도 활발히 진행되고 있다. 이에 따라 물류센터/대형터미널/항만 등 주요 거점의 확보가 화주 확보에 중요 요소가 되며 그 자체로 산업 내에서 주요한 진입장벽으로 작용하게 된다.

이외에도 경쟁강도가 높은 육운산업의 특성상, 우량 고정화주와의 장기적 거래관계 유지와 계열사의 운송주선 물량 확보는 사업안정성을 높일 뿐만 아니라, 협력운송업체에 대한 가격전가력과 화주사와의 운임협상력도 일부 제고시킴에 따라 원가경쟁력 향상에도 기여하게 된다.

당사는 이를 파악하기 위해 다음과 같은 지표들을 사용한다.

1. 물류네트워크
2. 고정거래처 비중

## 측정지표에 대한 설명

### 1. 물류네트워크

물류서비스 경쟁력의 핵심은 화주의 물류비용을 절감하고 운송 소요시간을 최소화할 수 있는 능력으로 요약될 수 있으며, 이를 위해 물류기업은 효율적인 물류네트워크 구축 및 운영으로 화주에게 최적의 공급사슬관리(SCM)를 제공할 수 있어야 한다. 원재료 조달에서부터 제품 판매에 이르기까지 화주의 물류 유통경로를 정확히 파악하고, 공급사슬 내 다양한 참여자들을 조율하여 화주의 요구사항을 효과적으로 충족시킬 수 있는지 여부가 물류기업 부가가치 창출의 관건이라 할 수 있다.

구체적으로는 전국 단위의 물류기지 및 주요 항만과 운송시설 등을 확보하여 효율성을 극대화함은 물론, 최근 글로벌 단위로 확대되고 있는 기업의 경영활동을 감안하여 해외 물류거점을 확보함으로써 각종 수출입 물류 등 해외 물류서비스(포워딩, 운임 및 관세 대납, claim 처리 등) 또한 수행할 수 있어야 한다.

국내 주요 3자물류 기업들의 경우 전국적인 물류 인프라 및 운송 Network을 구축하고 있으며, 이를 통해 규모의 경제 달성을 추구함과 동시에 시장의 진입장벽으로도 활용하고 있다. 한편, 비자산형 2자물류 기업은 직접 구축하고 있는 인프라 수준은 미흡할 지라도, 계열 화주사의 조달/생산/보관/판매 거점이 지역적으로 분산화되어 있고 이들 물류거점에 대한 활용이 용이할 경우 마찬가지로 물류네트워크의 운영 및 관리수준이 우수한 것으로 평가할 수 있다.

### 2. 고정거래처 비중

3자물류 기업에 있어 적극적인 영업을 통한 다수의 우량 고정화주 확보와 거래관계 지속 등의 고객기반 구축능력은 매우 중요하다. 대형 운송업체들의 경우 유가상승 등에 따른 운임증가분을 가격에 전가하여 수익성을 유지하는 것이 중소형업체 대비 용이한 데다, 역으로 화주의 운임요율 하락 요구 시 이에 따른 비용압박을 하청 협력업체나 차주에게 일부 전가하는 것도 보다 쉽게 이루어질 수 있는 장점이 있다.

한편, 2자물류 기업은 계열 내 물량을 대량으로 확보하고 있어 재하청 물류업체에 대한 협상력이 높은 것이 일반적이며, 화주 계열기업의 시장지배력이 강할수록 2자물류 기업의 협상력은 더욱 향상된다. 그러나 그룹 차원에서 물류수요를 일괄위탁하는 궁극적인 목적이 규모의 경제 달성을 통한 원가 절감에 있는 만큼, 상대적으로 화주에 대한 운임협상력 및 수익창출능력은 3자물류 대비 미흡하다는 단점이 있다.

**Mapping 결과**

Factor 2. 영업경쟁력						
	AAA	AA	A	BBB	BB	B
물류 네트워크	물류센터, 대형터미널, 창만, 해외거점 등 물류네트워크의 투자/운영규모 및 지역 네트워크의 분산수준이 최상위	물류센터, 대형터미널, 창만, 해외거점 등 물류네트워크의 투자/운영규모 및 지역 네트워크의 분산수준이 매우 우수	물류센터, 대형터미널, 창만, 해외거점 등 물류네트워크의 투자/운영규모 및 지역 네트워크의 분산수준이 우수	물류센터, 대형터미널, 창만, 해외거점 등 물류네트워크의 투자/운영규모 및 지역 네트워크의 분산수준이 양호	물류센터, 대형터미널, 창만, 해외거점 등 물류네트워크의 투자/운영규모 및 지역 네트워크의 분산수준이 보통	물류센터, 대형터미널, 창만, 해외거점 등 물류네트워크의 투자/운영규모 및 지역 네트워크의 분산수준이 미흡
고정거래처 비중	다수의 우량 고정화주와 대체가능성이 매우 낮은 장기 거래관계가 지속되고 있거나, 그룹 내 우량계열사의 물류수요를 전담하고 있음	다수의 우량 고정화주와 안정적인 장기 거래관계가 지속되고 있거나, 그룹 내 우량계열사의 물류수요 대부분을 담당하고 있음	다수의 우량 고정화주와 비교적 안정적인 장기 거래관계가 지속되고 있거나, 그룹 내 우량계열사의 물류수요 일부를 담당하고 있음	소수의 고정화주와 비교적 안정적인 거래관계가 지속되고 있거나, 지속적이지는 않지만 그룹 내 계열사의 물류수요 일부를 담당하고 있음	소형화주와 단일적인 거래관계가 지속되고 있으며, 물류수요가 존재하는 계열사가 존재하지 않아 계열물량을 확보하지 못함	고정화주 및 계열사 물량이 존재하지 않아 안정적인 거래관계가 지속되지 않음

Company Mapping : 영업경쟁력			
업체명	실제 등급	물류네트워크	고정거래처 비중
씨제이대한통운	AA-	AA	AA
롯데로지스틱스	A+	A	AA
한진	A-	A	AA
현대로지스틱스	BBB+	BBB	A
한국복합물류	BBB+	A	A
천일정기화물자동차	BB+	BB	BBB

주) 옅은 회색: Negative Outlier, 짙은 회색: Positive Outlier

씨제이대한통운은 국내 최고 수준의 자산형 종합물류기업으로 1.5조원 가량의 유형자산과 물류인프라 투자지분을 보유하고 있으며 전국 주요 지역으로 분산된 대리점, 무역항, 터미널 등을 확보하고 있어 자산네트워크 수준이 매우 우수하다. 한진 또한 국내 대표적인 자산형 물류기업(약 0.9조원의 물류자산 보유)으로, 물류네트워크 및 처리능력에 있어 공히 업계 2위의 시장지위를 보유하고 있어 각각 물류네트워크 지표의 세부등급은 AA와 A로 분류되었다.

롯데로지스틱스의 경우 2자물류 기업으로서 자체 인프라 수준은 열위하나 계열화주사의 물류창고를 임차 혹은 위탁받아 사용하고 있는 데다, 주력계열사인 롯데쇼핑, 코리아세븐, 롯데제과 등의 물류네트워크가 전국적으로 고르게 분산되어 있어 실질적으로는 폭넓은 네트워크 운영 수준을 확보하고 있는 것으로 판단하였다. 또한, 이들 계열사에 대한 매출 비중이 90%를 상회하고 있어 물류네트워크와 고정거래처 비중 지표의 세부등급은 각각 A와 AA등급을 부여하였다.

한국복합물류는 국내 7대 복합물류터미널 거점 중 4개를 운영하는 전문 터미널 운영업체로 우수한 입지에 따른 수요의 안정성과 물류 네트워크에서 높은 평가를 받았으며, 이외에도 물류산업 선진화 계획 및 재정자금 융자 등의 정부지원 수혜가 감안되었다.

### Factor 3 : 수익창출력

#### 추출 이유

수익창출력은 다른 산업과 마찬가지로 중요한 정량적 지표로서 계속기업의 조건에 필수적인 요소이고, 산업의 변화에 대응하기 위한 투자자금의 조기 회수와 재투자의 선순환 관점에서 중요하므로 충분한 수익성이 확보될 때 미래 현금창출기반을 새로이 마련하거나 강화할 수 있다.

또한, 일시적인 적자도 업체의 부도 가능성을 증가시키기 때문에 안정적인 이익 창출은 중요한 신용도 판단 요소이다. 이외에도 수익성 지표가 좋다고 하더라도 영업창출현금 규모가 작으면 미래 불확실성에 대한 대비가 미흡할 수 있기 때문에 이익창출의 절대적인 규모도 매우 중요하다.

당사는 이를 파악하기 위해 다음과 같은 지표들을 사용한다.

1. 이익의 안정성
2. EBITDA/매출액
3. EBITDA/평균영업자산
4. EBITDA 규모

#### 측정지표에 대한 설명

##### 1. 이익의 안정성(과거 5개년)

이익을 일정하고 양호하게 유지하는 능력을 판단하기 위해 수익성의 평균값과 변동성을 측정한다. 이를 측정하기 위해 본 지표에서는 예외적으로 보다 장기적인 Historical Data(과거 5개년 평균영업이익률)를 적용하되, 중단사업 및 영업적자 발생이 있는 경우 추가로 이를 감안하여 분석하였다.

##### 2. EBITDA / 매출액(3년 평균)

현금기준 영업수익성을 판단하기 위해 매출액 대비 EBITDA 창출 규모를 지표로 사용하였다. 이 지표를 사용하는 이유는 회사별 회계정책의 차이에 따른 영향을 최소화하고, 회계적 이익보다는 현금기준의 이익을 살피는 것이 현금흐름을 중시하는 신용평가에 더 적합하기 때문이다.

##### 3. EBITDA / 평균영업자산(3년 평균)

투하된 영업자산에 대한 효율성을 파악하기 위해 평균영업자산 대비 EBITDA 창출규모를 지표로 사용하였다. 영업자산 투자에 대한 현금수익성은 투자자금의 빠른 회수가 미래 불확실성을 줄일 수 있다는 점에서 그 중요성이 크다고 할 수 있다. 투자자금의 회수라는 성격 때문에 감가상각을 포함한 EBITDA를 수익의 기준으로 삼았고, 평균영업자산은 건설중인 자산을 제외한 유형자산 및 매출채권의 양도·할인액을 포함한 순운전자금의 연평균으로 산출하였다.

## 물류업 평가방법론

### 4. EBITDA 규모(3년 평균)

영업에서 창출되는 현금의 규모를 파악하기 위해 EBITDA를 지표로 사용하였다.

#### Mapping 결과

Factor 3. 수익창출력						
	AAA	AA	A	BBB	BB	B
이익의 안정성	과거 5년간 영업 이익률의 평균이 8%를 상회하며, 영업적자를 기록하지 않음	과거 5년간 영업 이익률의 평균이 5% 이상이며, 0~1회의 영업적자 기록	과거 5년간 영업 이익률의 평균이 3% 이상이며, 0~2회의 영업적자 기록	과거 5년간 영업 이익률의 평균이 1% 이상이며, 0~4회의 영업적자 기록	과거 5년간 영업 이익률의 평균이 0% 이상이며, 0~4회의 영업적자 기록	과거 5년간 영업 이익률의 평균이 (-) 임
EBITDA/매출액 (%)	≥ 15	≥ 10	≥ 5	≥ 2	≥ 1	≥ 0
EBITDA/평균영업자산(%)	≥ 30	≥ 20	≥ 15	≥ 5	≥ 2	≥ 1
EBITDA 규모	≥ 5,000	≥ 1,500	≥ 300	≥ 100	≥ 50	≥ 10

Company Mapping : 수익성					
업체명	실제 등급	이익의 안정성	EBITDA /매출액	EBITDA /평균영업자산	EBITDA 규모
씨제이대한통운	AA-	A	A	BBB	AA
롯데로지스틱스	A+	BBB	BBB	AA	BBB
한진	A-	BBB	A	BBB	A
현대로지스틱스	BBB+	BBB	BBB	A	A
한국복합물류	BBB+	AAA	AAA	BBB	A
천일정기화물자동차	BB+	AA	AA	A	BBB

주) 옅은 회색: Negative Outlier, 짙은 회색: Positive Outlier

이익의 안정성 지표와 EBITDA 마진률 지표의 경우 3자물류 기업이자 감가상각비 비중이 높은 씨제이 대한통운과 한진에 상대적으로 높은 등급을 부여하였으며, 현대로지스틱스와 롯데로지스틱스의 경우 2PL 비중이 높아 3자 물류기업에 비해 등급이 한단계 낮게 산출되었다. 한국복합물류의 경우 터미널 운영에 따른 임대수익이 주요 사업으로 타 운송업체에 비해 월등히 높은 영업수익성을 시현하고 있다.

EBITDA/평균영업자산 지표에서는 EBITDA 규모에 비해 상대적으로 보유 유형자산 규모가 작은 롯데로지스틱스, 현대로지스틱스, 천일정기화물자동차가 A 등급 이상으로 평가된 반면, 대규모의 물류자산을 보유하고 있는 씨제이대한통운, 한진 등의 경우 BBB 구간으로 분류되었다.

EBITDA 규모 지표는 수익성이 높지 않은 산업의 특성에도 물류인프라와 고정화주를 기반으로 우수한 영업현금을 창출하고 있는 씨제이대한통운에 AA 등급을, 이보다 상대적으로 매출규모와 3PL 비중이 낮은 한진, 현대로지스틱스, 한국복합물류 등에 A 등급을 부여하였다.

## Factor 4 : 재무안정성

### 추출 이유

재무안정성은 모든 산업에서 중요한 정량적 지표이다. 차입금 및 이자에 대한 상환능력을 중요한 재무안정성의 지표로 사용한 이유는 단순히 자산에 대비하여 산출되는 차입금의존도와 같은 재무 비율보다 더 실질적인 차입금 부담을 측정할 수 있기 때문이다.

또한 자본조달 측면에서 부채 비중이 높은 경우 외부 충격이나 내부 수익성 악화의 영향을 크게 받을 수 있기 때문에 부채가 낮을수록 신용등급에 유리하다. 차입금의 원리금 상환능력을 중요시 하는 신용평가 관점에서 차입금 규모 및 의존도 또한 중요하게 검토되기는 하나, 차입금 이외의 부채도 결국 상환해야 하는 부담이라는 측면에서 결코 간과할 수 없다.

당사는 이를 파악하기 위해 다음과 같은 지표들을 사용한다.

1. EBITDA / 이자비용(배)
2. 순차입금 / EBITDA(배)
3. 부채비율(%)

### 측정지표에 대한 설명

#### 1. EBITDA / 이자비용(3년 평균)

영업창출현금을 통한 이자 상환능력을 파악하기 위해 EBITDA 대비 이자비용 배수를 지표로 사용하였다. 영업을 통한 현금창출 규모가 이자비용을 충분히 감당하지 못한다면 유동성에 부정적인 영향을 미칠 뿐 아니라, 사업의 유지·성장을 위한 투자가 어렵기 때문에 향후 경영의 불확실성을 확대시킬 수 있다.

#### 2. 순차입금(기말) / EBITDA(3년 평균)

영업창출현금을 통한 차입금 상환능력을 파악하기 위해 EBITDA 대비 순차입금 비율을 지표로 사용하였다. 이 지표는 EBITDA의 현재 차입금에 대한 상환능력을 보여주며, 차입금은 금융리스 부채, 매출채권할인·양도, 유동화채무 등을 포함하여 산출하였다.

#### 3. 부채비율(최근 연도말 기준)

전반적인 재무안정성 측정을 위해 최근 결산연도 기준 부채비율을 지표로 사용하였다. 자산형 물류기업은 물류 네트워크에 대한 투자로 일정 수준의 차입금 부담이 불가피하나, 부동산·항만·선박 등 양질의 자산을 함께 보유하고 있는데다 오랜 업력 및 자산재평가 등으로 이익잉여금 누적 규모가 상당하여 자본완충력은 대체적으로 양호한 편이다.



## 물류업 평가방법론

반면, 비자산형 물류기업의 경우 차입금은 적은 대신, 계열 물량 집중에 따른 높은 매출액으로 매입채무·미지급금 등의 부채가 자본 규모 대비 크게 나타나는 게 일반적이다.

물류기업의 운영방식을 자산형과 비자산형 중 무엇으로 할 것인지는 전적으로 회사의 전략적 의사결정에 따른 것으로, 이러한 운영방식의 차이로 인한 결과가 재무안정성 평가에서 차별적으로 적용되는 것은 형평성에 맞지 않은 것으로 판단된다. 이에 따라 당사는 총자산 규모가 아닌 누적된 자기자본과 차입금 이외의 상사채무까지 고려한 총부채로 산정되는 부채비율을 사용하였다.

### Mapping 결과

Factor 4. 재무안정성						
	AAA	AA	A	BBB	BB	B
EBITDA/이자비용 (배)	≥ 15	≥ 9	≥ 5	≥ 2	≥ 1	≥ 0.5
순차입금/ EBITDA(배)	≤ 1	≤ 3	≤ 5	≤ 10	≤ 15	≤ 30
부채비율(%)	≤ 40	≤ 80	≤ 120	≤ 200	≤ 300	≤ 350

Company Mapping : 재무안정성				
업체명	실제 등급	EBITDA/ 이자비용	순차입금/ EBITDA	부채비율
씨제이대한통운	AA-	A	AAA	AAA
롯데로지스틱스	A+	AAA	AA	BBB
한진	A-	BBB	BBB	BBB
현대로지스틱스	BBB+	BBB	BBB	BBB
한국복합물류	BBB+	BBB	BBB	BB
천일정기화물자동차	BB+	BBB	A	B

주) 옅은 회색: Negative Outlier, 짙은 회색: Positive Outlier

EBITDA/이자비용 지표와 순차입금/EBITDA의 경우, 2011년 하반기에 구 금호아시아나그룹 지분 매각으로 유동성을 확충하여 차입금을 상환한 씨제이대한통운과 2010년까지 무차입 기조를 유지하다가 2011년 이후 투자규모를 확대하기 시작한 롯데로지스틱스가 A등급 이상으로 평가되었다. 다만, 롯데로지스틱스의 경우 2012년 3분기말 시점에는 차입부담이 증가한 상태이므로 세부등급상 일부 조정될 여지는 존재한다.

부채비율의 경우, 자본금 규모와 이익잉여금 규모가 월등히 높아 부채비율이 매우 우수(2011년말 현재 31.8%)한 씨제이대한통운에 AAA급을 부여하였고, 비자산형이지만 대규모의 계열물량 주선에 따라 매입채무 비중이 높게 나타나는 롯데로지스틱스와 최근 물류설비 투자와 기타 지분투자 등으로 차입금이 지속적으로 증가하고 있는 한진과 현대로지스틱스는 BBB 등급을 부여하였다.

## 기타 고려요소

이 외에 중요한 평가 요소들로 지배구조와 계열 지원 수혜·제공 가능성, 유동성, Event Risk 등이 있다.

### *지배구조와 계열 지원 수혜·제공 가능성*

대기업 계열사인 물류기업에 대해서는 그룹 내 위상과 계열사로부터의 지원여력 및 계열사 지원 부담 등을 추가로 고려한다. 계열사와의 경상적인 영업적 연관성은 Factor 1에서 고려되나, 계열사로부터의 지원 수혜 또는 계열에 대한 지원 부담은 지배구조 및 그룹 내 위상 측면에서 검토한다.

특히 지배구조 상의 중요한 역할을 담당하는 물류기업인 경우 그룹 내 위상이 확고하여 유사시 계열사로부터의 재무적 지원을 기대할 수 있으며, 계열신인도가 우수한 경우 이를 근거로 재무탄력성 또한 우수한 것으로 평가되므로 개별기업의 신용도에 긍정적 요인이 된다. 그러나 계열사에 대한 재무적 지원 부담이 존재하는 경우 이러한 긍정적인 효과를 기대하기 어렵고, 경우에 따라 대주주를 포함한 계열 관련 리스크가 부각되면 신용도에 불리하게 작용할 수 있다.

### *유동성*

유동성은 특정 시점에서 차입금 상환 등 소요자금을 충당할 수 있는 재무여력을 의미하며, 신용등급이 원리금의 적기상환능력을 나타내는 지표라는 점에서 중요하게 고려된다. 특히 자산형 물류기업의 경우 지속적인 CAPEX 투자를 충당하기 위해 일정 수준의 유동성 확보 능력이 필수적이며, 유동성 원천으로는 현금 및 단기금융상품·매각확정(예정)자산·미소진 여신한도 등 일반적인 사항 이외에 보유 중인 물류 인프라 투자자산(부동산 및 물류시설·항만지분·선박 등)과 계열사 지분가치 등도 중점적으로 고려한다.

### *Event Risk*

또 다른 중요한 요소로는 예상치 못한 특정 사건이 구조적으로 회사의 신용도를 급작스럽게 변동시킬 수 있는 가능성이다. 이러한 예로는 M&A, 대규모 증자 또는 감자 등의 비정상적 재무활동 등을 들 수 있으며, 해당 물류기업이 피인수합병될 경우 주주사의 신용도와 해당 그룹 내 전략적 중요성 등이 주요 판단 기준이 될 것이다. 반면, 해당 기업이 M&A의 주체가 될 경우 이에 따른 재무부담 증가와 같은 부정적 요인과 시장지위 개선 및 경쟁강도 완화, 통합시너지 창출 등의 긍정적 요인을 종합적으로 고려하게 된다.

#### IV. 종합의견

이 보고서에서 물류업에 대한 당사의 평가방법론에 대해 설명하였다. 또한 평가에 사용되는 중요 지표별로 업체들의 등급을 살펴보고 해당 지표의 등급과 실제 등급의 차이가 큰 경우에는 그 이유와 강·약점에 대하여 부연 설명을 하였다.

#### 종합 Mapping 결과

핵심평가요소	비중
규모 및 사업다각화	24.0%
영업경쟁력	24.0%
수익창출력	28.0%
재무안정성	24.0%

업체명	실제 등급	규모 및 사업다각화		영업경쟁력		수익성				재무안정성			모델 등급
		매출액	사업 다각화	물류 네트워크	고정 거래처 비중	수익의 안정성	EBITDA/매출액	EBITDA/평균영업 자산	EBITDA 규모	EBITDA/이자비용	순차입금 / EBITDA	부채 비율	
대한통운	AA-	AA	AA	AA	AA	A	A	BBB	AA	A	AAA	AAA	AA-
롯데로지스틱스	A+	A	BBB	A	AA	BBB	BBB	AA	BBB	AAA	AA	BBB	A-
한진	A-	A	AA	A	AA	BBB	A	BBB	A	BBB	BBB	BBB	A-
현대로지스틱스	BBB+	BBB	A	BBB	A	BBB	BBB	A	A	BBB	BBB	BBB	BBB+
한국복합물류	BBB+	BB	BBB	A	A	AAA	AAA	BBB	A	BBB	BBB	BB	BBB
천일정기화물자동차	BB+	BB	BB	BB	BBB	AA	AA	A	BBB	BBB	A	B	BBB-

주) 옅은 회색: Negative Outlier, 짙은 회색: Positive Outlier

Mapping에 사용된 각 요소들 간에 근본적으로 상관관계가 있다는 점을 염두에 두어야 한다. 예를 들면 일반적으로 규모가 크고 사업다각화가 잘 이루어진 회사의 경우 수익성 측면에서도 유리한 부분이 있을 수 있고, 규모나 사업다각화가 열위한 회사는 재무안정성이 취약할 수 있다. 또한 일반적으로 낮은 수익성은 재무안정성 또는 재무탄력성을 제약하기도 한다.

모델에서 가중치가 부여되지 않은 기타 요소들(지배구조와 계열 지원 수혜·제공 가능성, 유동성, Event Risk 등)은 평가위원회를 통한 등급결정 과정에서 부가적으로 반영될 것이며, 이 요소들에 대한 가중치는 개별 기업이 처한 상황이나 해당 사안에 대한 평가위원회 위원들의 관점에 따라 다양하게 반영될 것이다.

## 물류업 평가방법론

---

당사는 규모 및 사업다각화, 영업경쟁력, 수익창출력, 재무안정성 등 4가지를 중요한 평가요소로 보고 물류업 내 업체들에 대한 평가모델을 제시하였다. 동 방법론에서 6개 회사들 중 일부는 실제 등급과 동 모델을 사용하여 평가한 등급 간에 1~2 notch 이내의 차이를 보이고 있다.

마지막으로 본 보고서는 과거 실적치를 감안한 Factor별 등급과 이를 조합한 모델등급만을 제시하고 있으나, 당사는 실제 등급을 부여함에 있어 과거 실적치를 감안한 모델등급뿐만 아니라 미래 추정치를 감안한 모델등급도 산출하여 이를 종합적으로 반영하고 있다. 따라서 향후 실제 평가과정에서 적용되는 개별업체의 Factor별 등급과 이를 조합한 모델등급은 미래 추정치 등에 따라 본 보고서에서 제시한 것과는 다를 수 있다. 이 경우 당사는 평가의견, Special Comments 등을 통해 그 차이점에 대한 근거를 제시함으로써 당사 신용등급에 대한 논리성과 투명성을 제고시킬 수 있도록 노력할 것이다.

## Appendix

### 업체별 주요 재무비율

업 체 명	매출액 (3년평균)	영업이익률 (5년평균)	EBITDA/ 평균영업자산 (3년평균)	EBITDA 규모 (3년평균)	EBITDA/ 이자비용(배) (3년평균)	순차입금/ EBITDA(배) (3년평균)	부채비율 (2011년)
대한통운	20,578	4.6%	13.7% <sup>1)</sup>	1,644 <sup>1)</sup>	7.2 <sup>1)</sup>	0.1	31.8
롯데로지스틱스	10,178	1.3%	25.7%	204	188.0	2.2	154.4
한진	10,599	2.7%	6.4%	676	2.3	8.6	123.3
현대로지스틱스	7,123	2.0%	17.7%	301	2.6	6.2	152.0
한국복합물류	509	24.8%	13.4%	373	3.3	9.5	211.7
천일정기화물자동차	1,527	5.1%	19.5%	164	2.4	4.5	309.1

주 1) 2009년 물적분할한 렌터카 부분 효과를 제거하기 위해 2010년~2011년의 2개년 평균을 적용

### 주요 재무비율 산식

- EBITDA = (조정)영업이익 + 감가상각비 + 대손상각비 + 퇴충전입액  
 ※ 조정영업이익 = 매출액 - 매출원가 - 판매비와관리비
- 평균영업자산 = (유형자산-건설중인자산)의 기초,기말 평균 + (매출채권+매출채권양도액 + 재고자산-매입채무)의 기초,기말 평균
- 순차입금 = 총차입금 + 매출채권양도액 - 현금및현금성자산
- 부채비율 = (부채 + 매출채권양도액) / 자본