

2013.09.26.

글로벌 정기선업계의 사업환경 변화와 이에 따른 국내 원양 정기선사의 신용위험 검토 -한진해운과 현대상선에 대한 신용위험 변화 점검

| 구분육 기업평가3실 책임연구원 ☎02.2014-6302 winclick2@nicerating.com

[요약]

글로벌 정기선업계는 선사간 공조를 통한 수 차례의 운임인상 시도에도 불구하고 벙커유 가격 상승률에 미치지 못하는 운임 인상으로 2011년 이후 저조한 운항마진을 보이고 있다. 이런 가운데, 글로벌 Big 3사의 공동운항 서비스(P3 Network) 발표는 한진해운과 현대상선의 주력항로인 동서 기간항로에서의 경쟁구도를 바꾸어 놓을 것으로 보인다. 특히, 글로벌 Big 3는 구주항로에서 확고한 수준의 점유율을 보유하고 있고, 연료효율성이 우수한 초대형선을 선제적으로 확보하고 있어 구주항로를 중심으로 후발선사와의 운임 차별화를 시도할 가능성이 높은 것으로 판단된다. 또한, 수송수요의 증가가 아닌 원가경쟁력 강화를 위한 수단으로 선대 대형화가 경쟁적으로 추진되면서, 공급과잉 부담이 좀처럼 완화되지 않고 있다는 점도 우려 요인이다. 특히, 미 제조공장의 본국 이전 움직임과 유로존 지역의 경기부진 장기화 등으로 인해 해상 교역량이 둔화될 경우에는 컨테이너선 업황 부진이 증가적으로도 지속될 가능성이 높아 보인다.

국내 1, 2위 해운기업인 한진해운과 현대상선은 이와 같은 정기선 업계의 사업환경 변화로 인해 새로운 도전에 직면하고 있으나, 해외 유수의 경쟁기업 대비 선대경쟁력 및 재무안정성이 열위하여 불리한 금융환경에 놓여 있는 등 어려움을 겪고 있다. 한진해운과 현대상선은 영업수익성 및 수익변동성을 통해 살펴본 시황대응능력 측면에서 상대적으로 미흡한 사업다각화와 운임변동성이 큰 미주항로 및 구주항로에 대한 높은 매출집중도로 인해 일본 해운 3사 등 글로벌 상위 업체 대비 열위에 있다. 또한, 비교대상 기업군 중 자산규모 및 현금창출력 대비 차입부담이 가장 높은 수준으로 재무적 대응력에 있어서도 열위한 수준이다. 한편, 국내 양대 해운선사는 해운산업의 국민경제적 중요성으로 인해 정부로부터 간접적인 형태의 지원을 받고 있으나, 해외 주요국 대비 지원강도가 약하고 해운산업의 특수성이 고려되지 않는 방식의 정부 지원으로 인해 정책 실효성이 상대적으로 낮은 것으로 판단된다.

양사는 최근 들어 건화물선 시황이 바닥국면에서 회복되는 모습을 보이고 있고 유가 안정에 힘입어 연료비 부담도 완화되는 모습을 보이고 있으나, 주력 사업인 컨테이너선 부문의 공급과잉이 해소되지 않고 있고, 지속적인 유가하락을 기대하는 것에도 무리가 있어, 장기 추세적인 실적 개선에는 상당 시일이 소요될 것으로 우려된다. 또한, 최근 몇 년간 지속된 해운경기 침체로 인해 수익성이 저하된 상태에서, 예정된 선대투자로 인한 차입금 증가로 인해 재무구조도 상당 수준 악화되었다. 이와 더불어 금융위기 이후 다수의 해운기업이 부실화되면서 해운기업에 대한 자금조달 환경이 악화된 점도 양사의 유동성 대응능력에 부정적인 영향을 미치고 있다.

이와 같은 부진한 영업실적 지속과 해운업계 전반의 자금조달 여건 악화 등으로 인해 국내 1, 2위 선사인 한진해운과 현대상선 역시 재무안정성에 대한 우려가 심화되고 있다. 양사의 경우 자체적 노력 및 회사채 신속인수제도 등 간접적인 정부지원 정책 등을 통해 대응하고 있으나, 현재와 같은 해운불황이 장기간 지속될 경우에는 추가적인 정부 지원이 필요한 상황으로 판단된다. 당사는 불리한 영업환경 등으로 인해 신용위험이 증가추이를 보이고 있는 국내 양대 정기선사에 대해, 정기적인 영업실적 검토와 해운시황의 변화, 각 사별 재무안정성 추세 등을 지속적으로 모니터링하여 이를 신용등급에 반영할 계획이다.

1. 들어가며

해운업은 2010년 이후 물동량이 재차 증가세를 보이고 있고 노후선 해체량도 크게 증가하였으나, 호황기에 발주한 선박이 금융위기 이후 대거 인도되면서 공급과잉 상황이 해소되지 않고 있다. 당사에서는 이와 같은 선복 과잉공급 현상을 반영하여 2009년 이후 해운업의 산업위험을 불리한 수준으로 평가하고 있다. 한국은행이 발표한 금융안정보고서에 따르면 2013년 3월 말 기준 해운업의 예상부도확률(EDF: Expected Default Frequency)은 8.5%로 건설업(9.1%)에 이어 두 번째로 높게 나타나고 있다. 실제로 금융위기 이후 폐업 또는 등록취소를 한 선사가 70여개에 이르고, 2011년 1월 중 대한해운이 법정관리를 신청한 데 이어, 2013년 6월에는 STX팬오션 마저 법정관리를 신청하면서, 해운업을 바라보는 자본시장의 시각은 더욱 냉각된 상태이다. 국내 3, 4위의 대형 해운선사 마저 부실화를 겪으면서, 이제 자본시장의 관심은 국내 1, 2위 선사인 한진해운과 현대상선의 신용위험 변화에 모아지고 있다. 특히, 이들 선사의 주력 선종인 컨테이너선은 업황 침체 지속에도 불구하고 원가경쟁력 강화를 위한 경쟁적인 초대형선 발주가 이루어지고 있어, 공급과잉 현상이 보다 장기화될 수 있다는 우려도 제기되고 있다.

이에 본 보고서는 국내 정기선 사업의 대표주자인 한진해운과 현대상선을 분석대상 기업으로 선정하여 이들 선사가 직면하고 있는 사업환경의 변화와 국제적인 경쟁력 수준, 유동성 대응능력 등에 대한 종합적인 검토를 통해 신용위험의 변화 가능성을 보다 면밀하게 검토·분석해 보고자 한다. 본고는 이를 위해 다음과 같은 순서로 접근하고 있다. 먼저, 운임 및 유가 등 정기선업계의 영업실적에 영향을 미칠 수 있는 주요 거시변수(공통변수)의 최근 추이 및 전망 등을 살펴본다. 이는 글로벌 정기선업계가 양호한 영업실적을 시현하였던 2010년과 비교하여, 운임 및 유가 등에 어떤 차이점이 있는지를 검토해봄으로써 현재 글로벌 컨테이너선 업계가 직면한 영업환경의 변화를 이해하는 데 의미가 있다. 다음으로 글로벌 정기선 시장의 경쟁구도에 영향을 미칠 수 있는 선대 대형화 경쟁의 현주소와 P3 Network 출범의 발표 등 선사간 공조현황의 변화를 파악해본다. 본고는 이와 같은 한진해운과 현대상선의 최근 영업환경 변화를 파악하는 데서 나아가, 해외 경쟁선사와의 비교 분석을 통해 우리나라 정기선사의 국제적인 경쟁력 수준을 보다 객관적인 시각으로 평가하고자 한다. 이는 한진해운과 현대상선이 국내 선사들과 경쟁을 하고 있는 것이 아니라, 글로벌 해운시장에서 해외 유수의 선사들과 경쟁관계를 형성하고 있다는 점을 반영한 것이다. 이에 따라 이들 선사들과의 사업 및 재무적인 비교, 정부 정책에 대한 비교 등은 국내 원양 정기선사가 직면하고 있는 경쟁현황을 보다 명확하게 파악하는데 도움을 줄 것이다. 마지막으로 국내 양대 컨테이너선사의 차입금 만기도래 현황과 선사별 대응계획 및 대응능력 등을 검토해봄으로써, 자본시장에서 우려하고 있는 이들 선사에 대한 신용위험을 진단해 보고자 한다.

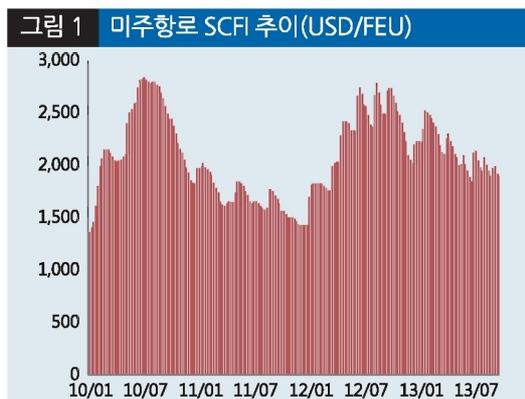
2. 글로벌 정기선업계가 직면한 사업환경의 변화

운임상승률이 벅커유 가격 상승률에 미치지 못하여 저조한 운항마진이 계속되는 가운데, 글로벌 Big 3사의 공동운항 서비스(P3 Network) 발표, 선대대화 경쟁 등으로 인해 원양항로의 경쟁강도가 더욱 심화될 것으로 우려

(1) 운항마진(유류비 차감 후 운임)의 하락

한진해운과 현대상선(이하 '우리나라 컨선사')의 주력 항로는 세계 컨테이너 물동량의 약 26~28% 내외를 차지하는 미주항로(아시아-태평양 항로) 및 구주항로(아시아-유럽 항로)이다.

미주항로는 15개 선사로 구성된 태평양노선안정화협의체(TSA:Transpacific Stabilization Agreement)에서 운임인상 가이드라인을 발표하고 있어 상대적으로 선사간 공조가 용이한 사업환경을 가지고 있다. 그러나, 운임인상 가이드라인의 구속력이 없어 선사들의 상황에 따라 상이한 가격전략을 보일 수 있으며, 물동량 확보가 충분하지 않을 경우에는 화주에 대한 교섭력 약화로 인해 운임인상 시도가 성공하지 못하는 모습도 나타나고 있다. 2012년 2사분기 이후 개선세를 보였던 미주항로의 운임은 2013년 2월과 2013년 5월 중 발표한 기본운임인상(GRI:General Rate Increase) 시도가 실패하면서, 2013년 2사분기 이후 재차 약세를 나타냈다. 2013년 7월 중 발표한 성수기할증운임(PSS:Peak Season Surcharge)이 성수기 물동량 증가에 힘입어 단기적으로 실효를 거두었으나, 인상된 운임의 지속기간은 길지 않은 모습을 보이고 있다.



자료: Chinesenet (서안항로 기준)
 주: SCFI (Shanghai Containerized Freight Index, 상하이컨테이너운임지수)

【표1】 TSA운임인상 Guideline

발표일	적용 개시일	Guideline	성공 여부
		PSS	
2012.12.18	2013.01.15	WB: 600\$/FEU, EB: 800\$/FEU	부분적으로 성공
		GRI	
2013.02.05	2013.04.01	WB: 400\$/FEU, EB: 600\$/FEU	실패
		GRI	
2013.05.28	2013.07.01	WB: 400\$/FEU, EB: 600\$/FEU	실패
		PSS	
2013.07.03	2013.08.01	WB: 400\$/FEU, EB: 600\$/FEU	부분적으로 성공
		GRI	
2013.08.28	2013.10.01	WB: 100\$/FEU, EB: 300\$/FEU	?

자료: TSA, NICE신용평가㈜
 주1: GRI(General Rate Increase), PSS(Peak Season Surcharge)
 주2: WB(West Bound, 서안항로), EB(East Bound, 동안항로)

미주항로는 TSA 가이드라인에서 제시한 운임인상폭이 100%반영되지는 않고 있으나, 물동량이 확보되는 성수기에는 어느 정도 실효를 거두고 있어 아시아-유럽항로에 비해서는 운임등락폭이 크지 않은 수준이다. 다만, 최근 들어 초대형선이 대거 인도되면서 기존의 구주항로에 투입되던 포스트 파나마급 선박(3,000-8,000TEU)이 미주항로에 재배치(cascade)되고 있고, 오바마 정부의 리쇼어링(Reshoring) 기업에 대한 다양한 지원정책으로 인해 미주행 아웃바운드 물동량도 감소할 우려가 있어, 수급불균형에

따른 운임하락 위험은 여전히 상존하고 있다.¹

한편, 구주항로는 2008년 10월 중 구주운임동맹(FEFC:Far East Freight Confrence)이 해체된 이후 선사간 공조력이 약화되면서 미주항로에 비해 더욱 큰 운임변동성을 보이고 있다. 2010년에는 2009년의 대규모 손실에 따른 학습효과로 인해 계선량(layout) 확대, 감속운항(slow steaming) 등 선사간 공조가 원활하게 이루어지면서 구주항로의 운임이 큰 폭으로 개선되었다. 그러나, 2011년에는 세계 최대의 선사인 Maersk가 Daily Maersk Service로 대표되는 서비스차별화 시행과 초대형선 발주를 통해 원가경쟁을 유도함으로써, 선사간 공조가 재차 약화되었으며 이는 구주항로의 운임을 떨어뜨리는 요인으로 작용하였다. Alliance간 통합(G6), Alliance의 외연확대(CKYH alliance와 Evergreen사의 전략적 제휴), 세계 2,3위 선사인 MSC와 CMA-CGM의 전략적 제휴 등으로 인해 2012년 3월 이후 구주항로의 운임이 일시적인 개선을 보였으나, 선사간 경쟁적인 초대형선 발주와 이로 인한 선박 공급의 증가로 인해 인상된 운임의 지지가 쉽지 않은 영업환경이 지속되고 있다.



자료: Chinesenet (복유림행 기준)

표2 선사별 운임인상 발표내용(USD/TEU)

적용월	주요 선사	운임인상폭
Jan.	Cosco, CMA CGM, Hanjin	225~350
Feb.	Evergreen	275
Mar.	Maersk, MSC, Cosco, OOCL, UASC, NYK, APL, Hapag-Lloyd, CSAV	600~775
Apr.	Cosco, Evergreen, CMA CGM, Hapag-Lloyd, APL, Hanjin	475~550
May	Cosco, OOCL, Hapag-Lloyd, NYK	500~650
Jul.	Hapag-Lloyd, OOCL, Zim Line, Maersk, NYK, HMM, Hanjin	800~1,000
Aug.	MSC, OOCL, HMM, Hapag-Lloyd	500~525
Sep.	Hanjin	500

자료: 시장자료 취합, NICE신용평가㈜

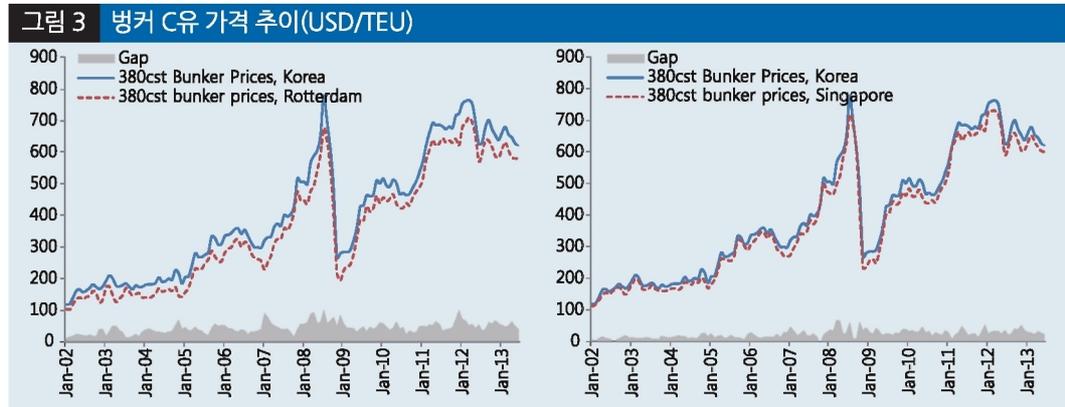
2013년 7월에는 Maersk를 비롯하여 10개 이상의 메이저 선사가 TEU당 800~1,000USD 내외의 기본운임 인상을 발표하면서 구주항로의 운임이 다소 회복되는 모습을 보였다. 그러나, 신조 초대형선 인도에 따른 공급과잉 문제로 인해 운임 인상의 지속력은 약한 수준이다. 특히, 아시아-유럽항로는 선사간 공조를 용이하게 하는 협회(conference)가 존재하지 않아 상대적으로 경쟁강도가 높고, 초대형선 입출항이 용이한 하역시설 등이 잘 갖추어져 있어 대형선 인도에 따른 공급부담도 타 항로 대비 높은 수준이다. 이로 인해 구주항로의 전반적인 운임약세 및 높은 운임변동성은 상당 기간 지속될 가능성이 상존한다.

한편, 병커C유 가격은 금융위기의 여파로 인해 일시적으로 하락한 2009년을 제외하면 전반적으로는 장기 상승국면을 보이고 있다. 선사들은 유가상승에 대응하여 유류할증료 부과, 연비가 우수한 대형선 확보, 감속운항 등을 통해 연료효율성 개선을 지속적으로 모색해왔다. 금융위기 이전에는 유가상승 정도도 완만한 수준이었고 충분한 물동량을 확보할 수 있어, 유가 상승에 따른 운임인상도 비교적 용이하게 이루어졌다. 그러나 금융위기 이후에는 유가가 큰 폭으로 상승하였음에도 불구하고, 업황 침체로 인해

1) 리쇼어링(Reshoring)은 오프쇼어링(offshoring)의 반대 개념으로 본국으로 생산기지를 재이전하는 것을 의미. Wall Street Journal (2012)에 따르면, 최근 2~3년간 미국으로 생산기지를 이전한 미국 제조업체의 수는 약 2만 5,000개로 조사

적정 수준의 가격 전가가 이루어지지 않으면서 상당 수의 해운기업들이 고유가로 인한 영업손실을 기록하였다. 이와 같은 고유가로 인한 채산성 저하 위험은 금융위기 이후 공급과잉을 완화하고자 하는 선사들의 노력과 결부되어 감속운항을 확대하게 된 원인으로 작용하였으며, 연비가 우수한 대형선²⁾을 확보하기 위해 초대형선 확보 경쟁이 심화되는 계기로 작용하였다.

2011년 이후 큰 폭의 상승세를 보였던 벙커C유 가격은 2012년 2사분기 이후 상승세가 둔화되는 모습을 보이고 있다. 특히, 2013년 3월 이후에는 벙커C유 가격이 하락세를 보이고 있어 해운기업들의 채산성 개선에 긍정적인 요인으로 작용하고 있다. 다만, 일부 산유국의 이벤트 리스크 발생 등으로 인해 유가 상승이 언제든지 재현될 우려가 있고, 선박공급 확대와 화력발전소용 벙커C유 수요 증가 등으로 인해 지속적인 유가 하락을 기대하는 것도 어려워 보인다. 한편, 그림3에서 보는 것처럼, 부산항의 급유가격은 로테르담, 싱가포르 등의 경쟁항만에 비해 비싸게 나타나고 있다. 이는 부산항의 이용빈도가 높은 국내 정기선사에게 비용경쟁력 측면에서 열위 요소로 작용할 수 있다.



자료: Clarkson

그림4는 2009년 4사분기의 운임 수준 및 유가 수준을 기준으로 하여 주요 기간 항로인 미주항로와 구주항로의 동 기간 대비 운임변동률과 유가상승률의 변화를 보여주고 있다. 2009년 4사분기는 대부분의 선사가 영업적자를 기록한 시기로, 동 시기와 비교하여 운임 및 유가변수가 우호적이지 않은 경우에는 수익성 개선이 쉽지 않은 영업환경이라는 것을 의미한다. 먼저, 2010년에는 동서 기간항로의 운임이 벙커 C유 가격의 상승률을 큰 폭으로 상회하면서 운항 마진이 크게 개선된 시기임을 보여주고 있다. 이에 반해, 2011년부터 2012년 1사분기까지는 운임상승률이 유가상승률에 미치지 못하는 시기로 이익창출이 쉽지 않은 사업환경임을 확인해주고 있다. 특히, 구주항로의 경우에는 유가가 상승하였음에도 불구하고 운임이 기준점 대비 하락하는 모습을 보이면서, 운항 마진이 상당히 낮은 수준에 그쳤을 것으로 추정된다. 한편, 2012년 2사분기 이후에는 미주항로는 유가상승률을 상회하는 운임인상이 이루어진 데 반해, 구주항로는 유가상승률에 미치지 못하는 운임상승률을 보이고 있어, 항로별로 차별화된 운항 마진을 나타내고 있다. 이를 감안할 때, 구주항로의 매출비중이 높은 선사일수록 수익성 회복이 쉽지 않은 사업환경에 직면하고 있는 것으로 짐작된다.

2) Drewry에 따르면, 10,000TEU급 컨테이너선은 5,000TEU급 컨테이너선에 비해 TEU당 약 40%의 연료비 절감효과가 있으며, 18,000TEU급 선박은 13,000TEU급 선박에 비해 약 35%의 연료절감 효과가 있다고 함.

그림 4 미주항로 및 구주항로의 운임증감률과 벙커유 가격상승률 추이(%)



자료: Chineset, Clarkson, NICE신용평가 가공
 주: 운임지수 증감률 및 벙커유 가격상승률은 2009년 4사분기(기준값) 대비 증감률을 의미

(2) 경쟁구도의 변화: P3 Network 출범 발표

최근 발표된 뉴스 중 중기적으로 글로벌 정기선 시장의 경쟁구조에 가장 큰 영향을 미칠 수 있는 사건은 글로벌 Big 3 (Maersk, MSC, CMA-CGM)가 동서 기간항로(아시아-유럽항로, 태평양항로, 대서양항로)에서 공동운항 서비스(P3 Network)를 시행하겠다고 발표(2013년 6월 18일)한 것이다. 이들 3사는 2013년 내 최종합의를 통해 계약체결을 마무리할 계획이며, 규제당국의 승인이 완료되면 2014년 2사분기부터 공동운항 서비스를 개시할 예정이다. 미주항로의 경우에는 다수의 선사가 참여하는 협회(TSA)가 존재하고, 글로벌 Big 3의 시장점유율이 G6 Alliance와 CKYH 등 기존 Alliance의 점유율에는 미치지 못하고 있어, P3 Network의 출범이 미주항로에서 운임경쟁을 유도할 가능성은 크지 않은 것으로 예상된다. 오히려, 선사간 공조가 용이한 사업환경이 마련됨에 따라 미주항로의 공급과잉을 완화하는데 도움을 줄 여지도 있어 보인다.

그림 5 미주항로 주간 선복량 현황

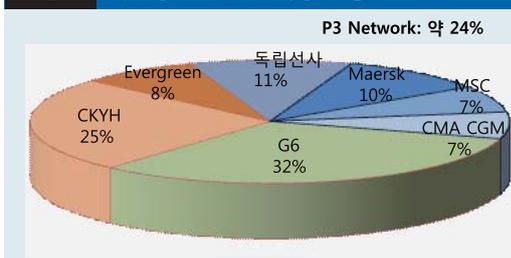
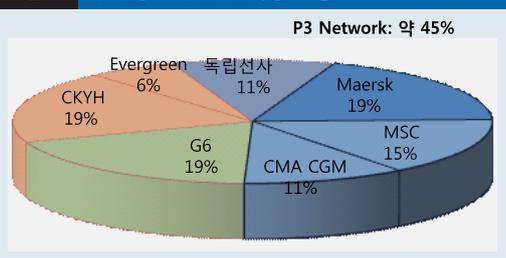


그림 6 구주항로 주간 선복량 현황



자료: Alphaliner (2013년 6월 18일 기준)

이에 반해, 구주항로의 경우에는 MSC와 CMA CGM이 2012년 3월부터 공동운항을 통해 Maersk를 견제해왔다는 점에서 이들 3사의 전략적 제휴는 경쟁구조에 큰 변화를 가져올 것으로 보인다. 글로벌 Big 3의 구주항로 선복량 점유율은 45%수준으로 파악되며, 2012년 수송량을 기준으로 하는 경우에는 점유율이 58.6%에 이르는 것으로 파악된다. 이로 인해 P3 Network가 출범될 경우에는 글로벌 Big3의 가격전략에 따라 동 노선의 운임이 상당한 영향을 받게 될 것으로 판단된다. 특히, P3 Network는 하위 선사 대비 선대 대형화 측면에서 우위에 있어, 원가경쟁력의 우위를 바탕으로 구주항로에서의 운임경쟁을 유도할 가능성이 높아 보인다. 다만, 글로벌 Big 3사간에도 비혜운부문 등의 이익창출력을 바탕으로

안정적인 재무구조를 보유하고 있는 Maersk와 컨테이너선 주력 선사인 MSC 및 CMA CGM의 재무적 여력 간에는 상당한 차이가 있는 것으로 알려져 있어, Maersk의 독단에 의한 과도한 수준의 운임경쟁 촉발 가능성은 제한적인 수준으로 판단된다.

[표3] Global Big 3와 후발선사들의 초대형선 보유 현황 및 발주현황

구분	Size range(TEU)	Maersk	MSC	CMA CGM	Others	Total	Big 3 비중
보유현황	10,000~12,000	0	4	16	25	45	44.4
	12,000~14,000	10	40	10	26	86	69.8
	14,000+	8	9	1	8	26	69.2
	계	18	53	27	59	157	62.4
발주현황	10,000~12,000	0	0	0	23	23	0.0
	12,000~14,000	0	2	0	70	72	2.8
	14,000+	20	6	2	5	33	84.8
	계	20	8	2	98	128	23.4

자료: Drewry Maritime Research (2013년 2월 1일 기준)

(3) 선대 대형화 경쟁 심화

벌크선의 적재물량은 통상적으로 관련 원재료(철광석, 석탄, 곡물 등)의 생산량 및 재고량 등이 반영된 무역관행 등에 의해 결정되고 있다. 이에 반해 컨테이너선은 기항 항만별로 불특정 다수의 화주로부터 화물을 집하하고 있어 수송능력이 뒷받침되는 한 집하 물량에 제한이 없다. 특히, 컨테이너선은 하역장비의 대형화 및 고속화에 따른 하역효율 향상으로 인해 대량화물의 처리가 가능한 기술적 여건이 마련됨에 따라, 하역기술 발전과 더불어 원가절감을 위한 대형화가 오랜 기간 추진되어 왔다.

다만, 최근 들어 컨테이너선의 대형화 속도는 조선 기술의 발전과 유가상승으로 인한 선대 대형화 유인(incentive)의 증가 등으로 인해 과거에 비해 더욱 빠른 속도로 진행되고 있다. 1972년 3,000TEU급 컨테이너선의 취항이 이루어진 이래, 2배 규모인 6,000TEU급 선박이 취항되기까지는 약 24년이 소요되었다. 그러나, 이로부터 12,000TEU급 선박이 시장에 출현하기까지는 불과 10년이 소요되었을 뿐이다. 6,000TEU급 선박의 취항이 개시되었던 1996년에는 포스트 파나마급(3,000TEU 이상의 선박) 컨테이너선의 평균선형이 5,000TEU 내외 수준이었으나, 2013년 6월 말 기준으로는 7,800TEU 수준으로 증가하였다. 또한, 8,000TEU를 상회하는 대형 컨테이너선의 수도 2005년 말 기준 66척에서 2013년 5월 이후에는 500척을 상회하고 있다.

그림 7 컨테이너선대 대형화 추이(척, TEU)



자료: Clarkson

이와 같은 컨테이너선의 선대 대형화는 수송수요의 폭발적 증가로 인한 필요성 때문이 아니라 선사들의 원가절감을 위한 수단으로 추진되면서, 컨테이너선의 공급 과잉 심화를 야기한 주요 원인으로 지목되고 있다. 특히, 특정 선사가 선제적인 대형선 확보를 통해 원가경쟁력 측면에서 우위를 점하게 되면, 경쟁기업들도 경쟁력 유지를 위해 대형화 경쟁에 참여할 수 밖에 없어 컨테이너선의 공급과잉이 장기화되는데 영향을 미칠 것으로 보인다.

2013년 7월 1일 기준 컨테이너선의 선복량 대비 발주잔량 비율은 19.4%(Alphaliner 발표자료 기준)로 높지 않은 수준이나, 7,500TEU급 이상의 선박은 선복량 대비 발주잔량의 비율이 46.4%에 달하고 있다. 특히, 전체 선대의 14%수준에 불과한 10,000TEU급 이상의 선박 발주잔량이 전체 발주잔량의 44.3%를 차지하고 있어, 선대 대형화 추이는 당분간 계속될 것으로 전망된다. 이와 같은 대형선박들은 교역물량의 규모와 항만시설 및 하역장비의 제한 등으로 인해 대부분 구주항로에 배치될 것으로 보이며, 기존 구주항로에 투입되던 포스트 파나마스급 컨테이너선 중 일부는 미주항로를 중심으로 재배치(cascading)될 것으로 보여, 아시아-역내 항로 등 근해항로와 달리 원양항로에서의 공급과잉은 상당 기간 지속될 가능성도 있어 보인다.

[표4] 컨테이너선 규모별 선대현황 및 발주잔량 현황

Size range (TEU)	선복량			발주잔량			발주잔량 /선복량 (%)
	선박수	천 TEU	비중	선박수	천 TEU	비중	
10000+	183	2,358	14.0	103	1,452	44.3	61.6
7500-9999	355	3,083	18.2	119	1,075	32.8	34.9
5100-7499	482	2,964	17.5	27	174	5.3	5.9
4000-5099	758	3,428	20.3	49	231	7.0	6.7
3000-3999	275	947	5.6	47	173	5.3	18.3
3000-	2,915	4,118	24.4	100	174	5.3	4.2
계	4,968	16,898	100.0	445	3,279	100.0	19.4

자료: Alphaliner (2013년 7월 1일 기준)

(4) 사업환경 변화에 따른 중단기 컨테이너선 업황 전망

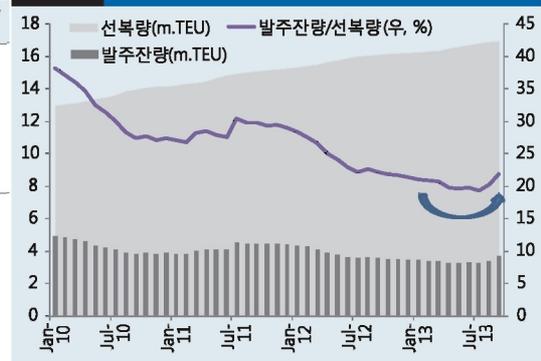
Drewry는 2013년과 2014년의 선복량 증가율을 각각 7.2%, 6.6%(2012년 6.1%)로 전망하고 있으나, 전세계 컨테이너 물동량 증가율은 공급 증가율에 미치지 못하는 4~5%수준(2013년 4.0%, 2014년 4.9%)으로 예상하고 있어 당분간 수급불균형이 심화될 것으로 전망하고 있다. 선복량 증가율은 신조선 인도 스케줄 등을 고려할 때 2013년을 정점으로 점차 감소할 것으로 예상되나, 글로벌 대형 선사들의 경쟁적인 대형선 발주로 인해 2013년 8월 말 기준 선복량 대비 발주잔량 비율은 21.8%(Clarkson자료 기준)로 연초(21.1%) 대비 소폭 증가하는 등 선대 대형화 경쟁의 심화로 인해 공급부담 완화는 더딘 속도로 진행될 것으로 보인다. 특히, 발주잔량의 약 80%가 8,000TEU이상의 대형선으로 이루어져 있는 가운데, 미주항로와 구주항로의 물동량 성장률은 각각 3~4%, 1~2%내외 수준에 그칠 것으로 전망되고 있어 국내 양대 해운기업의 주력항로인 미주항로와 구주항로의 수급불균형 악화는 타 항로 대비 심각한 수준으로 예상된다.

[표5] 컨 물동량 및 선복량 전망

구분	컨 물동량 (m.TEU)	물동량 증가율 (%.yoy)	선복량 (m.TEU)	선복량 증가율 (%.yoy)
2010	150.7	14.7	14.2	9.7
2011	162.9	8.1	15.3	8.0
2012	170.2	4.4	16.2	6.1
2013	176.5	3.7	17.4	7.2
2014	184.7	4.6	18.5	6.6
2015			19.6	5.7
2016			20.2	3.0
2013.1Q	41.5	2.5	16.4	5.0
2013.2Q	43.7	3.6	16.8	5.0
2013.3Q	46.2	4.3	17.1	5.9
2013.4Q	45.1	4.4	17.4	7.2
2014.1Q	43.4	4.6	17.7	7.7
2014.2Q	45.7	4.6	18.0	7.3
2014.3Q	48.6	5.2	18.3	6.9
2014.4Q	47.1	4.4	18.5	6.6

자료: Drewry (Container Market Review and Forecaster, 2013.07.01) 자료: Clarkson

그림 8 선복량 대비 발주잔량 추이



수급 측면에서 업황 회복의 가능성을 찾기 어려운 상황에서 글로벌 Big 3가 참여하는 P3 Network의 결성은 이들 선사의 점유율이 높고 선대경쟁력 측면에서 차별화가 이루어지는 구주항로를 중심으로 경쟁강도를 심화시키는 요인으로 작용할 우려도 있다. 다만, 선사별 신조선 발주현황 등을 감안할 때, 후발선사들의 선대경쟁력이 점차 개선될 것으로 보여 상위 업체들의 원가경쟁력 우위를 이용한 운임경쟁 촉발 유인은 점차 감소할 것으로 예상된다. 원가 측면에서는 유가의 하향 안정 추이는 국내 선사를 비롯한 글로벌 해운기업의 채산성 개선 요인으로 작용할 전망이다, 일부 산유국의 이벤트 리스크 가능성과 선복량 증가 등에 따른 벅커유 수요 증가 등 다양한 불안요인이 내재되어 있어 지속적인 유가하락을 기대하기는 어려운 상황으로 판단된다.

종합하면, 유가가 하향 안정세를 보이고 있는 상황에서 선사간 공조를 통한 운임인상이 이루어질 경우 일시적으로는 손익개선이 가능한 영업환경이 마련될 것으로 보인다. 다만, 지속적인 유가하락을 기대하기 어려운 상황에서, 미 제조공장의 본국 이전 움직임과 유로존 지역의 경기부진 장기화로 인해 해상 교역량이 둔화될 우려가 존재하고, P3 Network 출범 및 대형선 확보경쟁 등으로 인해 선사간 점유율 경쟁이 심화될 여지도 있어, 업황 부진이 중기적으로도 계속될 가능성이 높은 것으로 판단된다.

3. 해외 주요 정기선사와 비교한 국내 정기선사의 사업 및 재무구조 비교

한진해운과 현대상선은 영업수익성 및 수익변동성을 통해 살펴본 사업위험 측면에서 글로벌 상위 업체 대비 다소 열위에 있으며, 재무위험 측면에서는 자산규모 및 현금창출력에 비해 차입부담이 과중하여 재무적 대응력이 취약한 수준

(1) 사업구조 비교

국내 원양 컨테이너선사의 경쟁력을 검토하기 위해 본 보고서에서 선정한 비교대상 기업군은 아래의 표6과 같다. 비교대상 기업에 대한 선정 기준은 한진해운 및 현대상선과 같이 동서 기간항로에

주력하는 메이저 정기선사(컨테이너 선복량 기준 20위 이내)로서 재무정보 입수가 용이한 11개 해외 기업들을 비교대상 분석기업으로 선정하였다.

[표6] 비교대상 기업군 회사별 기업개요

기업	설립년도	국적	컨 매출비중	Alliance	비고
APM Maersk	1904	덴마크	46%	(P3 Network)	
Evergreen Marine	1968	대만	99%	-	
COSCO	1961	중국	56%	CKYH	국유기업(government-owned)
Hapag-Lloyd	1970	독일	99%	GA	
NOL (APL)	1968 (1848)	싱가폴	85%	TNWA	국유기업(government-owned)
CSCL	1997	중국	99%	-	국유기업(government-owned)
MOL	1884	일본	40%	TNWA	
OOIL (OOCL)	1969	홍콩	99%	GA	
NYK	1885	일본	21%	GA	
Yang Ming	1972	대만	94%	CKYH	
K Line	1919	일본	49%	CKYH	
한진해운	1949	한국	78%	CKYH	
현대상선	1976	한국	69%	TNWA	

자료: 각 사 공시자료 취합

주1: 컨 매출비중은 FY2012 연결재무제표 기준이며, 컨테이너 운송수입 이외의 관련 매출액이 포함된 기준임.

주2: 20위권 이내 메이저 컨테이너선사 중 MSC, CMA-CGM, Hamburg Süd, PIL, Zim, UASC의 6개사는 재무정보 입수가 용이하지 않아 비교대상 기업군에서 제외하였으며, CSAV는 중남미항로에 주력하는 사업구조를 지니고 있어 비교대상 기업군에서 제외함.

먼저, 국내 2개사를 포함한 13개 글로벌 정기선사의 산술평균 영업이익률은 아래의 그림9와 같다. 국가별 상이한 회계기준으로 인해 기업별 영업수익성의 비교·분석에는 일부 문제점 및 한계가 있을 수 있으나, 유형자산처분손익 등 비정상적인 손익을 제외한 개념으로 영업이익률을 계산하여 회계기준 차이에 따른 비교가능성 저하를 최소화하고자 하였다. 표6에서 확인할 수 있듯이, 비교대상 기업군에 해당하는 대부분의 선사가 컨테이너 사업부문에 대한 매출비중이 높아, 컨테이너선운임지수(CCFI)의 등락에 따라 업계 전반의 영업수익성이 영향을 받고 있다. 금융위기 이전까지는 업황 호조에 힘입어 대체적으로 양호한 영업수익성을 시현한 것으로 나타나고 있으나, 금융위기 이후에는 큰 폭의 운임개선이 이루어졌던 2010년을 제외하면 전반적으로는 부진한 영업실적을 보이고 있다. 한편, 2012년에는 운임지수가 큰 폭으로 상승하였으나, 고유가로 인한 원가상승 부담이 해소되지 않으면서 업계 전반의 영업수익성 개선이 미진한 수준으로 나타났다.

그림 9 글로벌 정기선사 영업수익성 추이(%)

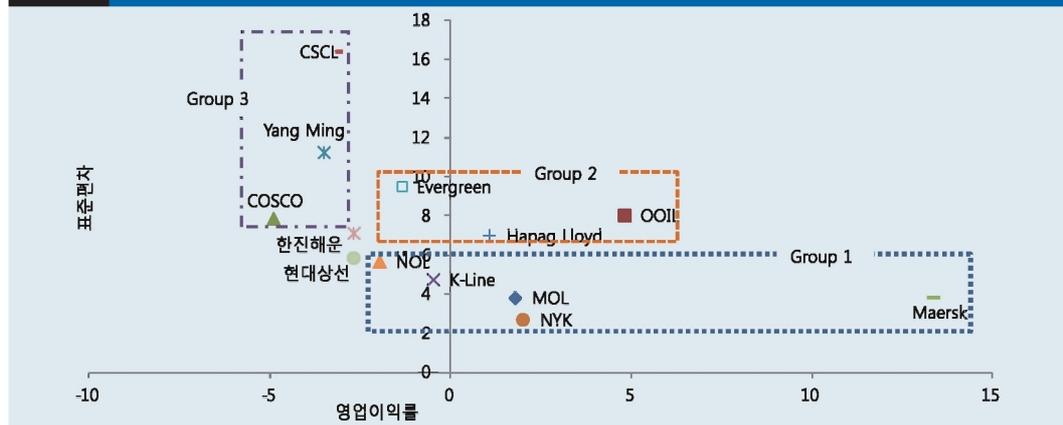


자료: 각 사 공시자료 취합, Chinesenet, Clarkson

주: 영업수익률은 국내 선사 및 비교대상 11개사의 공개된 재무제표를 기준으로 각 선사별 영업수익률을 산술평균한 값이며, 특정 년도에 특정 선사의 재무제표를 찾을 수 없는 경우에는 산술평균 대상에서 제외하고 계산함

아래의 그림10은 금융위기 이후 4개년 동안의 각 기업별 영업수익성과 연도별 영업이익률에 대한 표준편차를 통해 업황침체기의 기업별 위기대응능력을 보여주고 있다. 1그룹은 동 기간 동안 국내 컨테이너 선사에게 비해 영업수익성도 우수하고 이익변동성도 작은 기업들을 의미하며, 2그룹은 국내 기업에 비해 평균적인 수익률은 높으나, 수익률 변동성의 크기도 큰 기업군을 지칭한다. 마지막으로 3 그룹은 국내 기업에 비해 영업수익성도 낮고 이익변동성도 큰 기업군을 보여주고 있다.

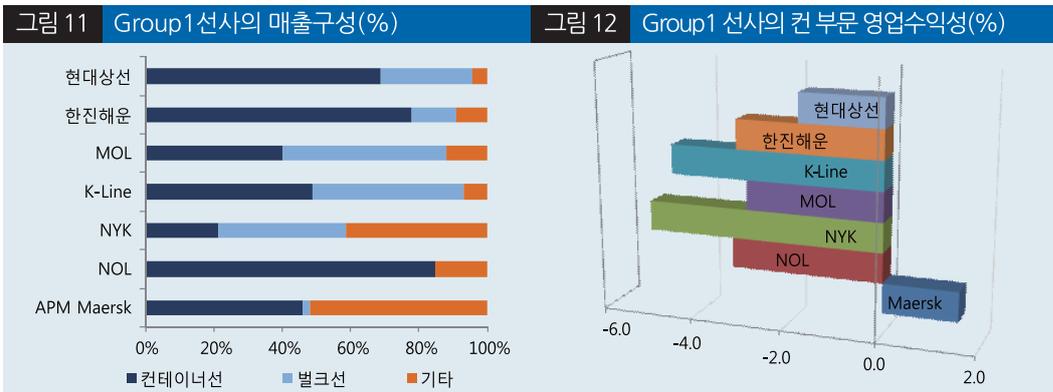
그림 10 주요 정기선사별 2009~2012년 합산 영업이익률 및 수익성 표준편차(%)



자료: 13개사 공시자료 취합 (연결 재무제표 기준)
 주1: Hapag-Lloyd는 2009년 1사분기 영업실적이 미포함.
 주2: 3월 결산법인인 일본 해운 3사는 분기별 영업실적 구분을 통해 2009~2012년 합산 영업실적을 기준으로 산출

먼저 1그룹은 국내 컨테이너 선사에게 비해 양호한 상황대응능력을 보유하고 있는 기업들로 세계 최대의 해운선사인 APM Maersk를 비롯하여, 일본 해운 3사(MOL, NYK, K Line)³⁾와 싱가포르 국유기업 (government owned enterprise)인 NOL(Neptune Orient Line)이 있다. 국내 선사와의 영업수익성 및 수익 변동성의 차이가 크지 않은 NOL을 제외하면, 1그룹에 해당하는 기업들은 국내 정기선사에 비해 사업다각화 측면에서 강점을 지니고 있는 것으로 나타난다. 2012년 기준 한진해운과 현대상선의 컨테이너선 부문 매출비중(연결기준)은 각각 77.8%, 68.8%에 이르고 있으나, NOL을 제외한 1그룹에 해당하는 기업의 평균적인 컨테이너선 매출비중은 39%에 불과하다. 이로 인해 1그룹에 해당하는 기업들은 컨테이너선 부문에서 손실이 발생하는 경우에도 기타 사업부문에서의 이익 창출을 통해 영업수익성의 변동성을 완화하고 있다. 실제로 1그룹에 해당하는 기업들의 2009년 이후 합산 매출액 기준 컨테이너선 부문에서의 영업수익성은 Maersk를 제외할 경우 대부분 국내 선사에게 비해 미흡하거나 국내 선사 수준의 영업수익성을 기록하고 있는 것으로 나타난다. 한편, 일본 3사의 경우에는 극심한 시황부진을 보이고 있는 벌크선 부문의 매출비중이 국내 선사에게 비해 높음에도 불구하고, 국내의 대형화주들과 다수의 장기운송계약을 확보하고 있어, 벌크선 부문의 영업수익성이 국내 선사 대비 우수하다는 점도 사업상 강점으로 판단된다.

3) MOL (Mitsui O.S.K. Lines, Ltd.), NYK (Nippon Yusen Kabushiki Kaisha), K Line (Kawasaki Kisen Kaisha, Ltd.)



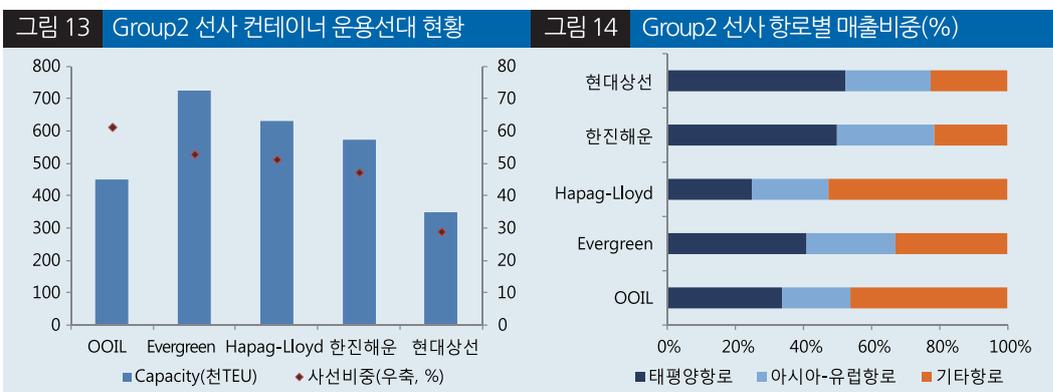
자료: 각 사 공시자료 (FY2012 연결기준)

자료: 각 사 공시자료 (연결기준)

주: 영업수익성은 2009년 1월 1일부터 2013년 6월 30일까지의 합산매출액 기준

2그룹에 해당하는 기업들의 공통적인 특징은 매출의 대부분이 컨테이너선 관련 사업에 집중되어 있다는 점이다. 이로 인해 컨테이너 화물운송 사업에 있어 전문성을 강화할 수 있으나, 컨테이너선 사업의 특성상 정기적 운항에 따른 고정비 부담이 크며, 이로 인해 물동량 변화에 따른 영업수익성의 변화가 크게 나타나고 있다. 또한, 이들 선사들의 경우 국내 선사들에 비해 사선 비중이 높아⁴⁾ 고정비 성격의 감가상각비 부담이 크다는 점도 영업수익성의 변동성이 크게 나타나는 요인이다. 한편, 2그룹에 해당하는 선사는 상대적으로 높은 상각비 부담에도 불구하고 국내 선사들에 비해 우수한 영업수익성을 기록하고 있어, 운항효율성 측면에서 국내 선사 대비 우위에 있다는 점을 보여주고 있다.

2그룹에 해당하는 선사들과 국내 컨테이너선사의 영업수익성 차이를 가져온 주 요인은 항로별 매출비중의 차이에 있는 것으로 파악된다. 2012년 컨테이너선 매출액 기준 한진해운과 현대상선의 미주항로 및 구주항로의 매출비중은 75%를 상회하고 있으나, 홍콩 최대의 물류기업인 OOIL(Orient Overseas International Limited)과 독일 최대선사인 Hapag-Lloyd는 동 항로의 매출비중이 각각 54%, 47%수준에 그치고 있으며, 아시아 최대 컨테이너선인 Evergreen의 경우에도 동 비중이 67%로 우리나라 선사들에 비해 낮은 수준이다. 특히, 2그룹에 해당하는 기업 중에서도 상대적으로 수익성이 우수한 OOIL은 시황등락폭이 상대적으로 크지 않았던 아시아 역내항로의 매출비중이 35%를 차지하고 있다는 점이 국내 양대 정기선사와의 수익성 차별화를 가져온 주 요인인 것으로 파악된다.



자료: Alphaline (2013년 1월 1일 기준)

주: Capacity는 운용선대(사선 및 장기용선) 기준 수송능력을 의미함

자료: 각 사 공시자료 취합 (FY2012 기준)

주: 컨테이너선 부문의 매출액 기준

4) 2013년 1월 1일 컨테이너선 부문을 기준으로 한진해운 47.3%, 현대상선 29.0%, OOIL 61.3%, Evergreen 52.9%, Hapag-Lloyd 51.3%

한편, 3그룹에 해당하는 해운기업은 국내 정기선사에 비해 영업수익성이 낮고, 이익변동성도 큰 기업들로 중국을 대표하는 양대 해운기업인 COSCO와 CSCL(China Shipping Container Lines), 대만 국적선사인 Yang Ming 해운이 있다. 중국 최대 해운기업인 COSCO는 1그룹에 해당하는 기업들과 마찬가지로 컨테이너선 부문의 매출비중(2012년 기준 56%)은 국내 선사 대비 낮은 수준이나, 2011년 이후 벌크선 부문에서 대규모 손실을 기록(2011~2012년 벌크선 기준 매출액영업이익률 -34%)함에 따라 국내 선사대비 낮은 영업수익성을 기록한 것으로 분석된다. 컨테이너선 관련 매출이 전체 매출의 대부분을 차지하고 있어 2그룹 선사들과 유사한 사업구조를 보이고 있는 CSCL과 Yang Ming은 상대적으로 짧은 사업경험 등으로 인해 전문성 측면에서 열위하다는 점이 국내선사 대비 낮은 영업수익성으로 나타나고 있는 것으로 짐작된다.

종합하면, 한진해운과 현대상선은 1그룹과 비교하여 사업다각화 측면에서 열위하며, 이로 인해 1그룹에 비해 전반적인 사업위험이 높은 것으로 판단된다. 컨테이너선 매출이 대부분을 차지하는 2그룹과 비교하면 매출다각화 측면에서는 우리나라 선사가 우위에 있으나, 금융위기 이후 운임하락의 폭이 상대적으로 컸던 미주항로 및 구주항로에 대한 매출집중도가 2그룹 선사에 비해 높아, 전반적인 영업수익성은 낮은 수준을 기록하였다. 구주항로 및 미주항로의 공급부담이 타 항로 대비 상대적으로 더 크고, 벌크선 부문도 부진한 업황을 보이고 있어 국내 선사의 영업수익성은 중장기적으로 2그룹 선사에 비해 열위할 것으로 전망된다. 다만, 3그룹과 비교하면 금융위기 이후 영업수익성도 상대적으로 양호하고 영업수익성의 변동성도 상대적으로 작다는 점에서 시황침체에 대한 대응이 보다 잘 이루어졌다고 평가할 수 있다.

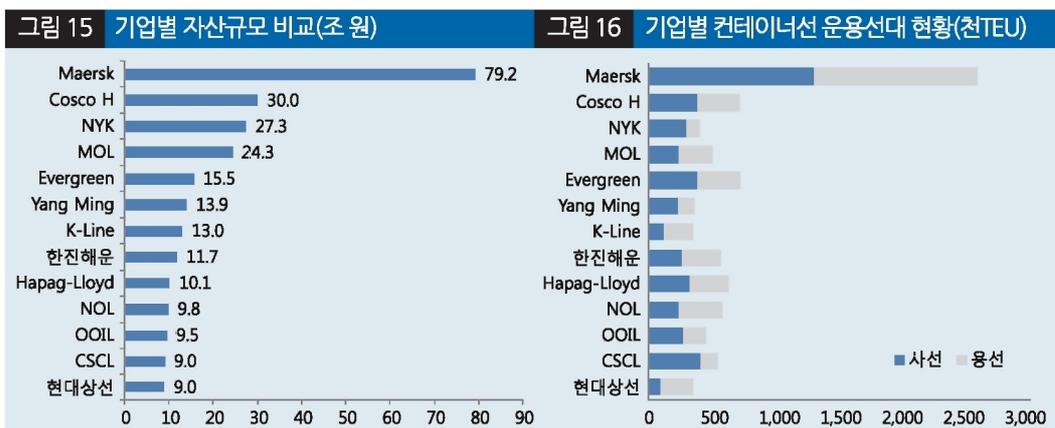
(2) 재무구조 비교

해운기업은 영업용 자산 확보에 따른 대규모 투자부담으로 인해, 선박임대차 성격의 용선계약을 통해 선박을 조달하기도 한다. 이와 같이 용선을 통해 조달한 선박(금융리스로 부기되는 BBCHP계약은 제외)은 재무상태표에 자산과 부채로 인식되지 않기 때문에, 용선 비중이 높은 기업일수록 부채비율 및 차입금의존도 등의 재무안정성 지표가 유리하게 나타날 수 있다. 이로 인해 국내의 기업간 재무안정성을 비교하는 경우에는 국가별 회계기준의 차이와 더불어 기업별 선박조달 방식의 차이에 유의할 필요가 있다. 한편, 해운기업은 일반적으로 선박조달에 따른 차입금이 부채의 대부분을 차지하고 있어 국가별 회계기준 차이로 인한 퇴직급여충당부채 등의 비차입부채 회계처리가 재무안정성 지표에 미치는 영향은 상대적으로 작을 것으로 판단된다.

한편, 해운기업은 투자부담 완화 및 리스크 배분 등을 목적으로 조인트벤처기업(JCE: jointly controlled enterprises)을 운영하고 있는 경우가 많으며, 이 경우 부분연결 또는 지분법 적용에 따라 연결기준 재무지표가 영향을 받을 수 있다. 다만, 2012년까지 JCE에 대해 부분연결(proportionate consolidation)을 적용해왔던 Maersk가 2013년부터 지분법을 적용하고 있고, JCE에 지분법만을 허용하는 국제회계기준(IFRS 11)이 널리 받아들여지면서 관련 문제는 완화된 것으로 보인다. 비교대상 기업이 속해있는 국가 중 일본과 대만만이 국제회계기준을 도입하지 않은 국가이며, 나머지 국가는 모두 국제회계기준을 채택하여 회계처리가 이루어지고 있다. 본고에서는 기업별 용선료 지급에 대한 공시정보의 차이(미래용선료 지급의 범위 등)와 자료 접근의 한계 등으로 인해 자산 조달방식의 차이를 반영한 기업간 재무안정성 비교가 쉽지 않다는 점을 감안하여, 차입금의존도 등의 전통적인 재무비율 분석지표를

사용하되, 기업별 사선·용선 비중을 고려하여 해석하는 방식으로 기업간 재무안정성을 비교하고자 한다.

우선, 비교 대상기업군의 자산규모를 살펴보면, 국내 최대의 해운기업인 한진해운은 컨테이너선 운용선대를 기준으로 비교대상 기업군 중 6위의 시장지위를 보유하고 있으나, 총자산 규모는 2013년 6월 말 기준 11.7조 원으로 비교대상 기업군 중 8위의 시장지위를 보이고 있다. 현대상선은 컨테이너선 운용선대를 기준으로 할 경우 비교대상 기업군 중 가장 열위한 시장지위를 보이고 있으며, 총자산 규모도 약 9조 원으로 중국 2위의 해운기업인 CSCL과 더불어 가장 작은 수준을 기록하고 있다.



자료: 각 사 공시자료 (연결 기준)

자료: Alphaliner (2013년 1월 1일 기준)

주: 원화 환산환율은 2012년 말 외환은행 고시기준 환율을 적용

총자산의 조달원천에 대한 적정성과 자산규모 대비 적정 차입금의 규모 등을 파악하기 위해 기업별로 차입금의존도를 비교해 보면, 2013년 6월 말 기준 한진해운과 현대상선의 연결기준 차입금의존도는 각각 77.2%, 73.7%로 비교 대상 기업군 중 가장 높은 수준이다. 중국 최대의 해운기업인 COSCO와 대만 선사인 Yang Ming이 60%초반의 차입금의존도를 기록하고 있을 뿐, 여타의 경쟁기업은 모두 60%미만의 차입금의존도를 기록하고 있어 국내 양대 선사의 자산규모 대비 차입 부담이 과중한 수준으로 나타나고 있다. 또한, 총차입금/영업현금흐름 배수도 국내 양대 해운회사와 대만 Yang Ming 해운만이 20배수를 상회하고 있을 뿐, 나머지 선사는 모두 15배수 미만 수준을 보이고 있어, 영업현금 창출을 통한 차입금 상환능력도 열위한 수준이다⁵⁾. 특히, 국내 양대 선사의 용선비중이 해외 경쟁사 대비 작지 않은 수준이라는 점을 감안할 때, 선대조달 방식의 차이가 감안되더라도 국내 선사의 재무안정성은 해외 경쟁기업 대비 열위한 수준이다.

이와 같은 해외 상위업체들과의 재무적 여력의 차이를 감안할 때, 우월한 자본력을 바탕으로 고효율 선박에 대한 투자여력을 보유하고 있는 해외 상위기업과 달리, 국내 선사는 상대적으로 취약한 재무구조로 인하여 추가적인 선박투자가 쉽지 않고, 선박 확보를 위한 국제 금융시장에서의 차입조건도 해외 상위기업 대비 불리할 것으로 짐작된다. 이와 같은 투자여력의 차이와 불리한 금융환경 등은 국내 컨테이너선사의 중장기 사업경쟁력에 부정적인 요인으로 작용하여 악순환을 가져올 우려가 있다.

5) 영업현금흐름은 호황과 불황을 반복하는 해운업의 특성을 감안하여 최근 7개 결산년도의 평균치를 이용하되, 최대·최소값을 제외한 평균값을 적용

그림 17 차입금의존도 및 총차입금/OCF비교(% 배)

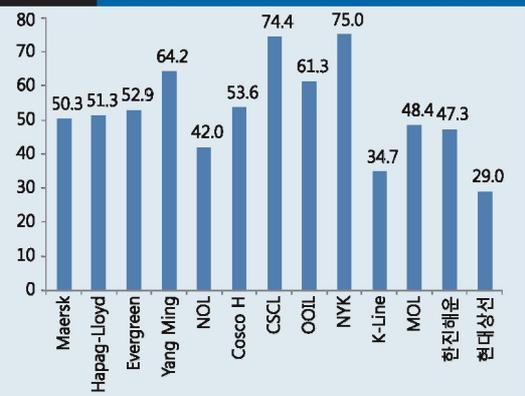


자료: 각사공시자료 취합(연결기준)

주: Evergreen과 Yang Ming은 2012년 말 기준, 나머지는 2013년 6월 말 기준.

주2: OCF는 최근 7개 결산년도 중 최대, 최소값을 제외한 평균값을 이용

그림 18 컨테이너선 부문 사선조달 비중(%)



자료: Alphaliner (2013년 1월 1일 기준)

(3) 원양 정기선사업자에 대한 각국별 지원정책 비교

국제 화물운송에서 해상운송이 차지하는 수송분담율은 99%를 상회한다. 해운산업은 고부가가치 산업으로 알려져 있으며, 반도체, 자동차, IT산업과 더불어 외화가득 산업으로서 국제수지 개선에 기여하는 주요 산업의 한 부문이다. 또한, 전후방 연관효과를 통하여 해상보험, 선박금융 등 금융산업 발달을 촉진하고, 철강, 조선, 기계 등 주요 기간산업의 육성에도 기여를 하고 있다. 이와 더불어, 해운산업은 유사시 군수품과 병력수송 등 제4군으로서 국방기능을 수행하는 국가안보산업의 특성도 지니고 있다. 이와 같은 해운업의 국민경제적 중요성으로 인해 세계 각국의 정부들은 자국의 해운선사에 대해 다양한 지원 및 보호정책을 시행하고 있다.

1995년 1월 자유무역의 강화 등을 기치로 내건 세계무역기구(WTO: World Trade Organization)가 출범한 이후 주요국의 해운산업에 대한 보조금 지급 등의 직접적인 지원정책은 폐지 내지 축소되는 추세를 보이고 있다. 다만, 세계 주요국은 다양한 금융지원 정책과 세제지원 등 우회적인 방법을 통해 자국 해운산업에 대한 지원을 하고 있다. 특히, 원양 컨테이너선 시장은 대규모 초기자본이 필요한 자본집약적 산업의 특징을 지니고 있어, 벌크선 시장에 비해 시장참여자가 많지 않고 대부분의 시장참여자가 각 국가를 대표하는 대기업들로 이루어져 있어, 각국 정부의 지원 및 보호정책이 선사별 국제경쟁력에 미치는 영향이 클 수 있다.

글로벌 금융위기 이후 주요국 정부의 자국 컨테이너선사에 대한 금융지원 사례를 살펴보면, 중국은 국영은행인 중국공상은행을 통해 자국 최대 해운기업인 COSCO에 150억 달러의 신용대출과 5년 만기 14억 달러 규모의 채권 발행을 지원하였으며, 프랑스와 독일도 자국 선사인 CMA CGM과 Hapag-Lloyd를 보호하기 위해 각각 15억 달러 및 12억 유로 규모의 정부 대출보증을 제공한 바 있다. 2004년 민영화가 이루어진 이스라엘 국적선사 Zim의 경우에도 정부가 차입금에 대한 지급보증을 제공하였으며, 싱가포르 국적선사인 NOL도 국부펀드인 Temasek이 최대 주주(지분율 67%)로 경영에 참여하고 있어 우수한 정부 지원 여력을 확보하고 있다. 심지어, 세계 최대의 해운기업

(Maersk)을 보유하고 있는 덴마크도 자국 수출신용기금을 이용하여 Maersk에 62억 달러의 금융 차입을 지원한 것으로 알려져 있다.

[표7] 주요국 정부의 대형 컨테이너선사에 대한 지원사례 현황

국가	주요 선사	지원내용
중국	COSCO	중국공상은행 150억 달러 신용대출, 14억 달러 채권 발행
	CSCL	중국인민은행 7억 달러 신용대출
덴마크	Maersk	62억 달러 금융차입 지원
독일	Hapag-Lloyd	17억 달러 정부 지급보증 제공
프랑스	CMA-CGM	15억 달러 은행대출 정부보증 제공, 자국 국부펀드를 통해 1억 5천만 달러 규모의 자본유치
싱가포르	NOL	국부펀드인 Temasek이 최대주주(지분율 67%)로 참여
이스라엘	Zim Line	정부가 지급보증 제공, 2004년 민영화
대한민국	한진해운, 현대상선	자산관리공사의 선박매입 등

자료: 한국선주협회, 현대경제연구원 발표자료 취합

한편, 우리나라 정부는 2009년 6월부터 자산관리공사의 구조조정기금(1조 원)을 활용한 선박 매입 프로그램을 통해 국내 해운업계를 지원해왔다. 동 프로그램은 Sale & Lease Back방식을 통해 해운업계에 일시적 유동성을 지원하는 정책으로, 해운기업은 리스기간(최대 5년) 동안 이자 해당금액을 용선료의 명목으로 매월 지급하게 되며, 리스기간 종료시 원금을 일시 상환하고 해당 선박을 재매입하는 구조로 이루어져 있다. 한진해운은 2009년 중 컨테이너선 13척, 벌크선 3척 등 16척을 Sale & Lease Back하여 약 2,440억 원을 조달하였으며, 2010년에도 벌크선 1척에 대한 Sale & Lease Back을 통해 약 310억 원을 조달한 바 있다. 현대상선의 경우에도 동 기간 4척을 Sale & Lease Back하여 자산관리공사로부터 약 890억 원을 조달한 것으로 파악된다. 이 밖에 정부가 2013년 7월 중 발표한 회사채 시장 정상화 방안도 한진해운 및 현대상선의 유동성 대응능력에 긍정적인 영향을 미칠 것으로 판단된다.

다만, 선박 매입 프로그램은 자산관리공사 등을 대주(lender)로 하는 최대 5년 만기의 담보차입금과 경제적 실질이 동일하며, 대출한도를 선박 평가금액의 60%로 제한하여 선가 상황이 완료되지 않은 선박에 대해서는 활용가능성이 낮다는 한계가 있다. 또한, 선박매입 금액을 당시 시가 수준으로 평가하여, 유동성 지원이 필요한 불황기에는 중고선 가격의 하락으로 인해 대출가능 금액이 축소되는 구조적인 한계점도 지니고 있다. 일시적인 유동성 부족 문제를 해결하는 데 도움이 될 것으로 보이는 회사채 시장 정상화 방안의 경우에도, 차환발행 목적과 신규 자금조달 중 택일하여 지원이 이루어지고 있고, 장기 기업어음은 신속인수 지원 대상에서 배제되는 등 국내 해운업계 입장에서는 지원범위 및 지원강도가 다소 약한 수준으로 평가된다.

종합적으로 볼 때, 국내 양대 해운선사도 정부로부터 지원을 받고 있으나, 해외 주요국과 비교하여 간접적인 지원의 성격이 강하고, 해운산업의 특수성이 고려되지 않는 방식의 지원방안과 지원시기, 지원강도 등에 대한 문제로 인해 정책 실효성은 상대적으로 낮은 것으로 판단된다.

4. 국내 정기선사의 신용위험 검토

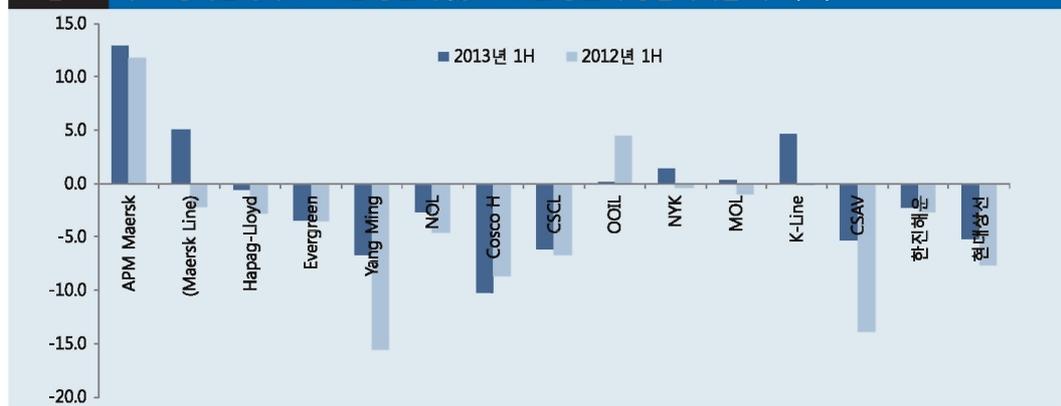
2011년 이후의 영업적자 기조와 신조선 관련 투자부담 등으로 재무구조가 악화되고 해운업계 전반의 자금조달 여건 마저 악화되면서 유동성 대응능력이 저하. 양사의 경우 유동성 확보 성과와 추진중인 유동성 확보 방안, 회사채 신속인수제도 등 간접적인 정부지원 정책 등을 바탕으로 대응하고 있으나, 현재와 같은 해운불황이 장기간 지속될 경우에는 추가적인 정부 지원이 이루어지지 않는다면 위기 극복이 쉽지 않을 것으로 우려

(1) 최근 영업실적 검토

한진해운과 현대상선은 2012년 상반기 연결 재무제표를 기준으로 각각 1,378억 원 및 3,036억 원의 EBIT적자를 기록하였으나, 2013년 상반기에는 적자 규모가 다소 감소하여 각각 1,156억 원 및 1,948억 원의 EBIT적자를 기록하였다. 영업손실 규모가 전년동기 대비 다소 감소한 것은 구주항로의 운임하락(SCFI 기준 -25.9%, yoy)에도 불구하고 매출비중이 상대적으로 큰 미주항로의 운임개선(서안항로 기준 +2.5%, yoy)과 2012년 3사분기 이후의 병커C유 가격 하락에 힘입은 바가 크다. 동 기간 대부분의 해외 경쟁선사도 유류비 하락 등에 힘입어 전년동기대비 영업실적이 개선되었으나, 영업흑자를 달성한 기업은 Maersk, CMA-CGM, OOIL, 일본 해운 3사 등으로 일부 선사에만 국한되었다.

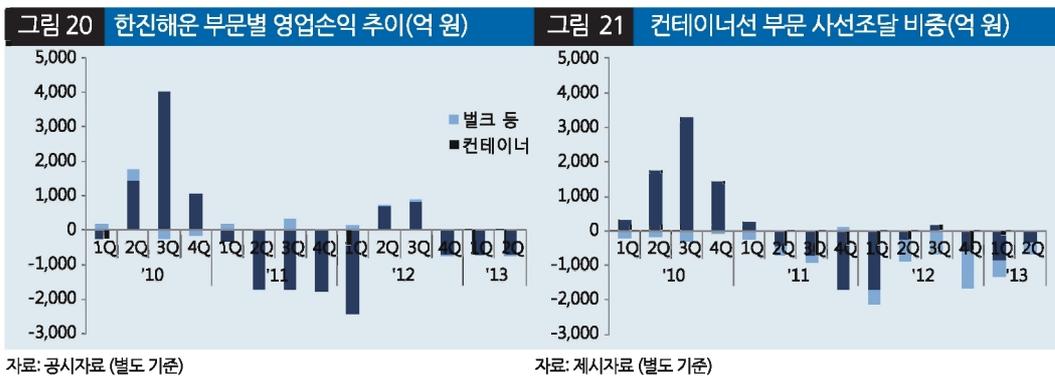
앞서 논의한 바와 같이 일본 해운3사와 OOIL은 각각 사업다각화 측면의 강점과 시황등락폭이 상대적으로 크지 않은 아시아-역내 노선의 높은 매출비중으로 인해 국내 선사 대비 양호한 영업수익성을 시현한 것으로 파악된다. 한편, Maersk는 비해운부문의 안정적인 이익창출과 더불어, 2013년 상반기에는 컨테이너선 부문(Maersk Line)에서도 약 6.5억 USD(약 7,200억 원, EBIT/매출액 기준 5.0%)의 EBIT흑자를 달성하였다. 또한, 세계 3위 컨테이너선사인 CMA-CGM도 국내 해운선사와 대비되는 2013년 상반기 약 6억 달러 규모의 EBIT흑자(EBIT/매출액 기준 7.7%)를 기록한 것으로 파악된다. Maersk Line과 CMA-CGM의 양호한 영업실적은 앞서 표3에서 확인했던 것처럼, 선제적으로 선대 대형화를 달성하여 원가경쟁력 측면에서 국내 선사를 비롯한 후발 기업 대비 우위에 있다는 점이 영향을 미쳤을 것으로 짐작된다.

그림 19 주요 정기선사의 2012년 상반기 및 2013년 상반기 영업이익률 비교(%)



자료: 각 사 공시자료 취합 (연결 재무제표 기준)
 주: CMA-CGM의 2013년 상반기 영업이익률(EBIT/매출액)은 7.7%

한편, 국내 양대 컨테이너 선사의 컨테이너선 부문 영업실적은 대체적으로 업황 등락에 따라 유사한 패턴을 보이고 있으나, 비주력 사업인 벌크선 부문은 양사간 차별적인 영업실적을 보이고 있다. 상대적으로 장기운송계약에 의한 매출비중이 높고 용선의존도가 낮은 한진해운은 2011년 이후 벌크선 부문에서 소폭의 영업흑자 내지 손익분기 수준의 영업실적을 기록하고 있는 데 반해, spot exposure 및 용선의존도가 상대적으로 높은 현대상선은 금융위기 이후 벌크선 부문의 영업적자 기조가 계속되고 있다. 다만, 현대상선의 벌크선 부문 실적 부진을 야기한 주요인인 고원가 용선계약이 계약만기 도래에 따라 단계적인 반전이 이루어지고 있어, 동사의 벌크선 부문 손익구조는 점차 개선 될 것으로 기대된다.

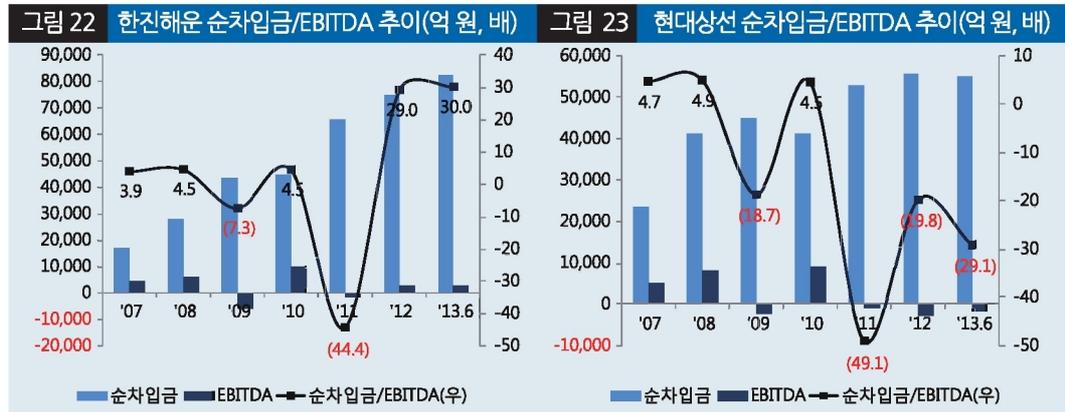


2010년 3사분기 이후 12분기 연속 전년동기대비 하락세를 나타냈던 BDI지수가 2011년 1월 4일 이후 최초로 1,500pt를 경신하는 등 벌크선 시황이 바닥국면에서 회복되는 모습을 보이고 있어, 양사의 벌크선 부문 실적 저하에 따른 우려는 다소 감소한 것으로 판단된다. 양사의 주력 사업인 컨테이너선 부문은 신조선 인도에 따른 추가적인 공급 부담이 작지 않은 가운데, 유럽 및 미국의 더딘 경기회복 등으로 인해 물동량 증가세가 둔화될 우려도 상존하여 단기적으로는 공급을 초과하는 수요 증가를 기대하기는 어려울 것으로 보인다. 또한, 2012년 하반기 이후 안정세를 보이고 있는 벙커C유 가격의 경우에도 이란의 수출 규제 및 시리아 사태 등의 지정학적 리스크와 정유설비 고도화에 따른 벙커C유 생산비중의 감소, 선박공급 확대와 화력발전소용 벙커C유 수요 증가 등으로 인해 지속적인 가격 하락을 기대하기는 어려운 상황으로 판단된다. 이를 감안할 때, 양사의 영업실적은 선사간 공조를 통한 운임인상의 성공 여부, 회주에 대한 적정 수준의 유류할증료(BAF) 적용 가능 여부, 대형선 확보 등을 통한 자체적인 연료 소모량 경감 노력 등에 상당수준 의존할 것으로 보인다.

(2) 재무적 대응력 점검

한진해운과 현대상선은 최근 몇 년간 계속되어 온 해운경기 침체로 인한 수익성 저하에도 불구하고 예정된 선대투자에 따른 차입금 증가 등으로 인해 재무안정성 지표가 악화 추이를 보이고 있다. 2010년 말 별도 재무제표를 기준으로 양사의 부채비율은 한진해운이 261.2%, 현대상선이 198.8%였으나, 이후 결손누적에 따른 자본감소와 차입금 증가 등으로 인해 2013년 6월 말 기준으로는 한진해운이 775.3%, 현대상선이 850.7%에 이를 정도로 재무구조가 악화되었다.

신조선 도입에 따른 외부차입 확대에 의해 2013년 6월 말 기준 한진해운이 77.1%, 현대상선이 78.0%의 차입금의존도를 기록(별도 재무제표 기준)하여 양사 모두 자산규모 대비 차입부담이 과중한 수준이다. 또한, 운영선대 확충에도 불구하고 현금창출력이 개선되지 않으면서 호황기 4~5배수 내외를 유지해왔던 순차입금/EBITDA배수도 2011년 이후 크게 저하된 상태이다. 한진해운의 경우 호황기 발주한 대규모 선박이 2013년 상반기까지 대부분 인도되면서, 추가적인 투자부담은 300억 원 미만으로 작은 수준이다. 이에 반해, 현대상선은 경쟁사 대비 늦게 이루어진 선대발주와 자산 매각 등을 통한 차입금 상환 등으로 인해 차입금 증가 속도는 상대적으로 느린 수준이나, 2013년 6월 말 기준 건조중인 선박과 관련하여 약 7,000억 원 규모의 잔여투자부담(선박인도시점에서 추가적으로 차입금으로 인식될 금액)이 내재되어 있어, 선박인도에 따른 추가적인 재무적 부담의 증가가 예상된다.



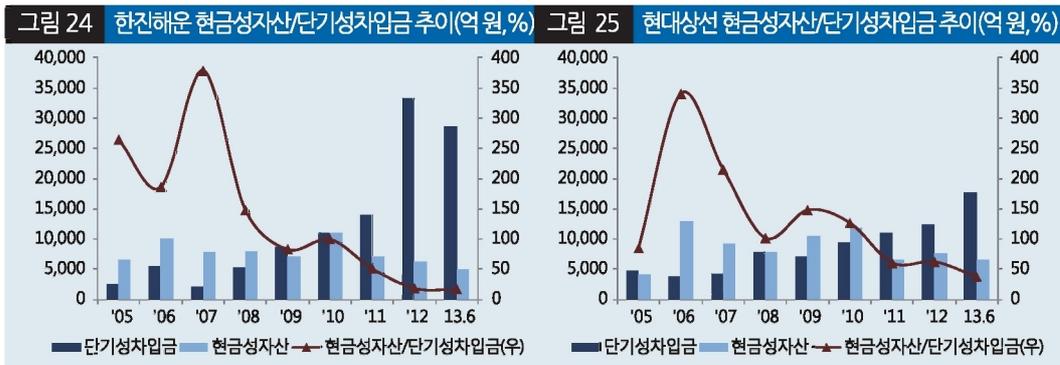
자료: 회사 공시자료
 주1: 2013년 상반기 EBITDA는 직전 1개년 동안의 EBITDA를 사용
 주2: 분할 이전의 재무수치 포함

자료: 회사 공시자료
 주: 2013년 상반기 EBITDA는 직전 1개년 동안의 EBITDA를 사용

업황 침체로 인한 영업현금창출력의 저하, 신조선 관련 자담부담, 해운업계 전반의 자금조달 여건 악화 등으로 인해 양사의 유동성 대응능력도 2011년 이후 저하된 모습을 보이고 있다. 특히, 한진해운은 2010년 말 기준 현금성자산/단기성차입금 비율이 100%를 유지하였으나, 2012년 말 이후에는 부채비율의 상승 등으로 인해 일부 선박금융 차입금(약 1.5조 원)에 대한 재무약정 조항 위배로 채권단의 조기상환 청구가 가능해지면서, 2013년 6월 말 기준으로는 동 비율이 17.0%로 저하되었다. 선박금융 차입금의 경우 관련 선박이 담보로 제공되어 있다는 점을 감안할 때, 대주단에 대한 수수료 지급, 추가적인 담보제공 등이 이루어지면, 만기연장은 가능할 것으로 판단된다. 대주단과의 협의가 적절히 이루어질 경우 한진해운의 현금성자산/단기성차입금 비율은 약 33%수준으로 현대상선(37.1%)과 유사한 수준인 것으로 파악된다.

한편, 2013년 6월 말 기준 양사의 회사채 발행 잔액(CB 및 BW, 사모사채 포함, 원금상환액 기준)은 한진해운이 2조 2,878억 원(총차입금의 26%), 현대상선이 2조 1,652억 원(35%)으로 나타나고 있다. 양사는 해운업계 전반의 회사채 발행 여건 악화로 인해 정부의 회사채 시장 정상화 방안에 따른 회사채신속인수제(P-CBO 확대·개편안)를 통하여 만기도래 사채의 차환발행을 검토하고 있다. 회사채신속인수제에 따른 차환발행 대상은 2013년 하반기부터 2014년 말까지 만기도래하는 회사채로서, 만기도래 금액의 80%는 산업은행이 총액인수를 통해 즉각적으로 지원하고, 20%는 각 기업이 자체적으로 상환하게 된다. 한진해운은 2014년 내 만기도래하는 공모사채 3,900억 원에 대해 차환발행 신청을

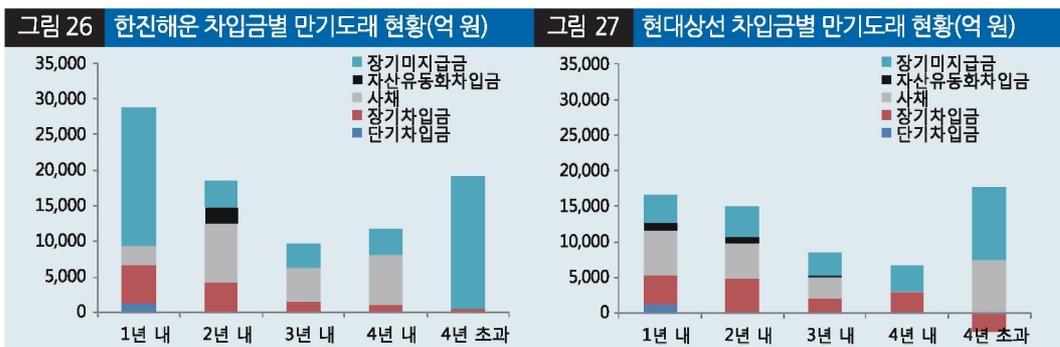
검토하고 있으며, 현대상선은 2013년 10월 중 만기도래하는 공모사채 2,800억 원을 포함하여 총 5,000억 원의 공모사채에 대해 차환발행 신청을 검토하고 있다.



자료: 회사공시자료
주: 분할이전 재무수치 포함

자료: 회사공시자료

회사채 신속인수제를 통한 최종적인 차환발행 승인 여부는 회사채 안정화 펀드(증권사, 금융투자협회 등), 채권은행, 신용보증기금으로 구성된 차환발행 심사위원회의 심의 의결을 거쳐 결정되게 된다. 정부가 회사채신속인수제를 시행하게 된 주요 배경이 건설, 해운, 조선 등 경기순응업종에 대한 유동성 지원이라는 점을 감안하면, 일시적인 유동성 어려움을 겪고 있는 국내 양대 해운기업에 대한 차환발행 승인 가능성은 높은 수준으로 판단된다. 다만, 회사채 차환발행이 이루어지는 경우에도 기타 만기도래 차입금의 규모가 보유 현금성자산 대비 과도한 수준임을 감안할 때, 각 사별 유동성 확보 실적 및 유동성 확보 방안의 실행가능성 등은 양사의 신용등급 결정에 영향을 미치는 주요 모니터링 요소가 될 것이다.



자료: 공시자료 (2013년 6월 말 기준)
주: 원금상환액 기준

자료: 제시자료 (2013년 6월 말 기준)
주: 원금상환액 기준

한진해운은 2013년 3사분기 중 한진해운신항만의 지분 매각(685억 원)과 컨테이너 매출채권 유동화를 통해 5천만 USD(약 548억 원)를 조달하는 데 성공하였다. 회사의 추가적인 유동성 확보계획과 그 실현가능성 등을 감안할 때, 조기청구 사유 발생으로 인한 선박금융차입금(장기미지급금)에 대한 만기연장이 원활하게 이루어질 경우 유동성 위험이 완화될 것으로 기대된다. 현대상선은 2013년 3사분기 중 계열사인 현대로지스틱스가 상장 등 특정요건을 미충족함에 따라 관련 재무적투자자가 회사를 상대로 풋옵션을 행사하면서 약 1,200억 원의 추가적인 자금지출 부담이 발생하였으나, 현대건설 채권단을

상대로 한 기납부 이행보증금 반환소송을 통해 약 2,400억 원을 반환받고 계열사인 현대부산신항만과의 하역장비 매각계약(1,750억 원)과 유상증자(2,400억 원) 결정(자금납입일 2013년 11월 12일)에 힘입어 유동성 대응능력이 개선될 것으로 보인다.

5. 결론

해운업은 산업특성상 순환적 주기에 따라 호황과 불황을 반복하고 있다. 다만, 현재의 해운 불황은 제 1,2차 석유파동에 대응한 석탄 수송 목적의 대규모 건화물선 발주와 세계 경제의 침체가 원인이 되어 발생한 1980년대의 해운위기 이후 유례를 찾기 힘든 수준의 장기 불황 국면을 보이고 있다는 점에서 국내 해운업계에 큰 부담으로 작용하고 있다. 현재의 해운위기와 1980년대의 해운위기는 대규모 선박 발주 및 세계 경제의 침체로 인한 공급과잉 심화가 원인이라는 점에서 공통점을 지니고 있으나, 1980년대의 해운위기가 주로 건화물선의 업황 부진을 의미하는데 반해, 현재의 해운위기는 전 선종에 걸쳐 나타나고 있다는 점에서 국내 양대 대형 선사에게도 상당한 위기로 작용하고 있다.

글로벌 컨테이너선 시장은 과잉공급이 해소되지 않고 있는 상황임에도 불구하고, 선사간 초대형선 확보를 통한 원가경쟁력 강화와 이를 통한 시장점유율 제고를 목적으로 경쟁적인 초대형선 발주가 끊이지 않고 있다. 주요 선사간 Alliance 강화, 전략적 제휴 등을 통해 일시적으로는 운임 인상이 이루어지고 있으나, 수급 불균형이 해소되지 않고 있어 장기 추세적인 업황회복은 이루어지지 않고 있다. 국내 양대 컨테이너선사의 경우 해외 경쟁업체 대비 재무구조가 취약하고, 부산항의 상대적으로 높은 연료가격과 상위업체 대비 열위한 선대경쟁력 등으로 인해 원가경쟁력 측면에서도 열위에 있는 것으로 판단된다. 이런 가운데, 정부에서 검토중인 선박금융공사 및 해운보증기금의 설립 등 해운업계에 대한 지원정책이 세계무역기구의 통상 마찰 등을 이유로 지연 및 지원강도가 약화될 우려가 있다는 점도 국내 정기선사에 불리한 요인으로 작용하고 있다.

부진한 영업실적 지속과 해운업계 전반의 자금조달 여건 악화 등으로 인해 국내 1, 2위 선사인 한진해운과 현대상선도 단기 유동성 위협에 대한 우려가 제기되고 있다. 양사의 경우 유동성 확보 성과와 추진중인 유동성 확보 방안, 회사채 신속인수제도 등 간접적인 정부지원 정책 등을 바탕으로 대응하고 있으나, 현재와 같은 해운불황이 장기간 지속될 경우에는 추가적인 정부 지원이 이루어지지 않는다면 위기 극복이 쉽지 않을 것으로 판단된다. 당사는 불리한 영업환경 등으로 인해 신용위험이 증가추이를 보이고 있는 국내 양대 정기선사에 대해, 정기적인 영업실적 검토와 해운시황의 변화, 각 사별 유동성 확보 정도 등을 지속적으로 모니터링하여 이를 신용등급에 반영할 계획이다. **■**