해운, 2차 치킨게임의 서막(序幕)

- 현대상선, 용선료 인하 이후 생존가능성은?

서 강 민 CFA, FRM
평 가 6 실 책 임 연 구 원
02) 368-5386
kmseo@korearatings.com

김 종 훈
평 가 6 실 연 구 원
02) 368-5523
jhoonkim@korearatings.com

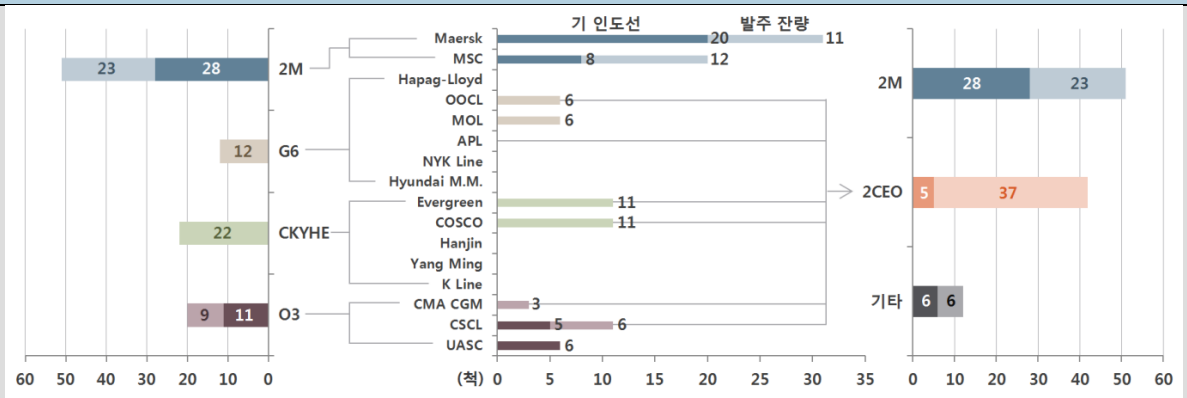
❖ Summary

최악의 시장 상황하에서 2015년 4분기, 세계 1위 컨테이너선사인 Maersk Line마저 영업적자를 기록하였다. 세계 주요 컨테이너선사들이 영업적자를 기록하며 사업 구조조정을 고민하는 동안, Maersk Line은 해운시황 침체라는 말이 무색할 정도로 우수한 영업실적을 보여주었다. 그러나 2015년 3분기 이후 상황은 반전되었다. 2015년 하반기로 접어들면서 아시아-유럽노선 운임이 역대 최저 수준으로 떨어지면서 우수한 원가 경쟁력을 자랑하던 Maersk의 실적도 나빠지기 시작하였다. Maersk는 2016년 실적과 관련하여서도 2015년 보다 상당히 낮은 수준이 될 것으로 전망하고 있다. 그동안 월등한 실적을 지켜왔던 Maersk의 적자전환은 또 다른 의미를 지니고 있다고 볼 수 있다.

2012년 이후 Maersk는 고유가에도 불구하고 우수한 원가 경쟁력, 그리고 선제적인 초대형선박 확보 등을 통해 시장을 장악할 수 있었다. 적정 수준의 운임을 유지하면서 차별화된 실적을 달성하였다. **하지만 최근 들어 시장 환경과 경쟁 상황이 크게 달라졌다.** 유가가 하락하면서 운임 하락압력도 커졌으며, 연료유 가격 하락으로 원가 경쟁력의 격차도 감소하였다. 특히 초대형선박의 확충과 M&A, Alliance 재편 등에 따른 경쟁구도의 변화는 시장 내 Maersk의 영향력을 축소시켰고, 대응 전략도 달라지게 만들었다.

기존 4개 Alliance 체제 하에서 Maersk는 자체적인 선복량 우위에 MSC와의 전략적 제휴를 더하여 Alliance 체제 내에서도 시장을 확고히 장악할 수 있었다. 하지만 향후 COSCOCS(COSCO+CSCL)와 CMA CGM(+APL)에 더하여 OOCL과 Evergreen까지 새로운 Alliance, 2CEO(가칭)로 뭉치게 되면, 2M의 시장지위는 위협받을 수 있다. 특히 초대형선박(18,000TEU급 이상) 보유 현황을 보면, 2M과 2CEO 사이의 격차가 크게 줄어들면서 2CEO가 강력한 경쟁자로 부상하고 있다. **이러한 Alliance 체제, 경쟁구도의 변화는 다시 한번 치열한 경쟁을 촉발하면서 2차 치킨게임의 시작을 알리고 있다.**

컨테이너선사, Alliance별 초대형선박 보유 현황(좌) 및 변화(우)



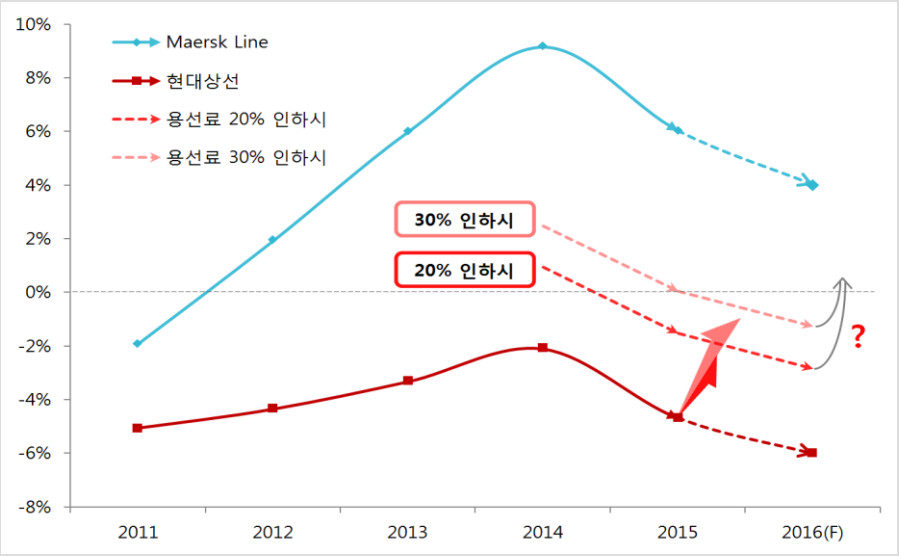
주) 1. 2016년 2월말 기준
2.18,000TEU급 이상 초대형 컨테이너선 기준
자료) Alphaliner, 시장 자료, 한국기업평가

한진해운이나 현대상선의 영업실적은 오랫동안 부진을 면하지 못하고 있지만 시장 내 선도기업은 꾸준히 우수한 영업실적을 유지하고 있었다. 이러한 수익성 차이에 대한 분석을 위해 시장 선도기업과 국내 선사들의 매출액 대비 주요 원가항목의 비중을 비교하였다. 저속운항 등을 통한 연료비 절감과 유가 하락의 영향으로 연료비/매출액 비중은 모든 선사에서 감소하고 있다. 반면 선박비용으로 대변되는 고정비의 경우 Maersk Line과 국내 선사간에 큰 격차를 보이고 있다. 이러한 고정비 차이에서 발생하는 구조적인 격차가 국내 선사들이 부진한 실적을 이어가는 주요한 요인인 것이다. 결국 **유가 하락으로 인해 더 이상 연료비 절감을 통한 원가 절감효과를 기대하기 어려운 상황에서 향후 고정비의 절감 여부가 수익성 개선을 위한 가장 중요한 열쇠임에 틀림없다.**

현대그룹은 2016년 2월 2일자 보도자료를 통해 현대상선에 대한 추가 자구안을 확정·추진한다고 밝혔다. 금번 자구계획에는 기존의 자산매각 및 담보대출 등의 유동성 확보 계획 뿐만 아니라, 운항원가 및 상환부담의 경감을 위한 용선료 인하와 회사채, 선박금융 등 비협약채권에 대한 채무재조정 계획도 포함되었다. 특히 자구안의 이행과 채권단의 지원을 위해서는 용선료 인하 협의가 원만히 타결되어야만 하는 상황이다. **현대상선과 선주사 모두 서로간에 협상의 필요성은 충분하다. 다만 협상 과정에서 보상방안 제시 및 출자전환 비율과 채무조정 후 지분율 등 구체적인 협상안의 준비에는 난관이 예상된다.**

과거의 영업실적에 비추어 보면 논의중인 용선료 인하(20~30%) 수준에서 컨테이너부문은 소폭의 영업이익을 시현할 수 있었을 것이다. 선박비용 등 고정비가 많은 비중을 차지하는 현대상선의 원가 구조상 용선료 인하는 실적 개선을 위한 필수적인 요인임이 분명하다. 하지만 **용선료 인하는 실적 개선 및 생존을 위한 필요조건일 뿐 충분조건은 아니다.** 현재의 시장 상황은 **치킨게임 양상의 경쟁구도로, 향후 운임이 현재 수준에 머무르거나 보다 하락한다면, 용선료 인하에도 불구하고 영업흑자 전환은 쉽지 않을 전망이다.**

현대상선 용선료 인하에 따른 영업실적 개선효과



주)현대상선은 컨테이너부문 실적
자료) 공시 자료, 한국기업평가

향후 해운 산업은 최근 몇 년 보다 더욱 험난한 시간을 보낼 것으로 전망된다. 이러한 환경에 대응한 중국의 해운산업 육성정책에 비해 우리나라의 해운 관련 정책은 미진한 수준이다. 최근 발표된 정책금융기관의 초대형 선박 신조 지원 방안은 중장기적인 경쟁력 제고방안을 고민한다는 점에서는 긍정적인 변화로 생각되지만 여전히 지원의 제약조건(부채비율 400% 이하 달성)이나 지원 규모 측면에서는 아쉬움이 남는다. 무역의존도가 높은 우리나라에서 세계 시장으로의 통로로서 **해운 산업의 중요성을 고려하여 보다 적극적인 정부의 지원이 필요한 상황이다.**

1. 들어가며

250,000원 vs. 240,000원

현재 서울-부산간 1톤 화물트럭의 운송료는 250,000원이다. 그런데 중국 상하이에서 유럽까지 컨테이너 1Box(1 TEU[1])를 컨테이너선에 실어보내는 운송료는 얼마나 될까? 겨우 240,000원에 불과하다.[2] 최근 동서항로의 컨테이너 운임은 역대 최저수준으로 떨어져 있다. 2015년 하반기 이후 컨테이너선사들의 꾸준한 인상 노력에도 불구하고 운임은 계속해서 200$대로 회귀하고 있다.

최악의 시장 상황하에서 국내 주요 컨테이너 선사들은 반복적인 영업손실을 기록하고 있다. 이에 이들 선사들이 재차 유동성 위험에 빠져들면서 수시로 발표하고 있는 자구 계획들에 시장의 관심이 집중되고 있다. 이러한 국내 소식에 덮여 주목받지 못했지만 해운 시황과 관련하여 보다 눈여겨 볼 이슈가 있다. 바로 세계 1위 컨테이너선사인 Maersk Line이 2015년 4분기 영업적자를 기록한 것이다.

해운 시황이 날로 악화되고 있다고는 하지만 **Maersk의 영업적자는 시장환경이 변화하고 있다는 또다른 신호로 볼 수 있다.** 해운 시장이 그동안 우수한 영업실적을 보여왔던 세계 1위의 해운업체 마저도 버티기 힘든 상황으로 변한 원인은 무엇일까? 그리고 이러한 시장 환경하에서 생존을 위해 다양한 자구 계획들을 세우고 있는 국내 컨테이너선사들은 과연 생존의 실마리를 찾을 수 있을까?

본 보고서에서는 우선 **Part Ⅰ**에서 Maersk Line의 실적 추이와 전략 변화를 짚어보고, M&A, Alliance 재편 등에 따른 경쟁구조 변화 분석을 통해 치킨게임 양상을 보이는 컨테이너선 시장의 현황과 전망을 살펴볼 것이다. 그리고 **Part Ⅱ**에서는 다양한 자구안에도 불구하고 충분한 실적 개선이 이루어지지 않고 있는 국내 주요 컨테이너선사의 원가구조 분석을 통해 향후 추가적인 실적 개선 방안에 대해 논의할 것이다. 또한 최근 현대상선이 진행하고 있는 추가 자구 계획 중 용선료 인하의 내용과 협상 성공시 영업실적 개선가능성에 대해서 검토한 이후 현대상선 및 한진해운의 2016년 유동성 위험과 자구 계획에 대해서도 살펴볼 것이다.

[1] TEU(Twenty-foot Equivalent Unit): 20피트 길이의 컨테이너 단위, 20ft * 8ft * 8.5ft
[2] 3/18일 Shanghai Containerised Freight Index(SCFI), Shanghai-Europe: 205$,
3/18일 원/달러 환율: 1174.5₩/$

PART Ⅰ. 2차 치킨게임의 서막(序幕)

2. Maersk Line의 실적 및 전략 변화

컨테이너선 시장 1위 Maersk Line, 우수한 영업실적에 대한 자신감

컨테이너선 시장 1위인 Maersk Line 은 해운시황 침체라는 말이 무색할 정도로 최근까지 우수한 영업실적을 보여주었다. 컨테이너 운임이 낮은 수준에 머무르고, 세계 주요 컨테이너선사들이 영업적자를 기록하며 사업 구조조정을 고민할 때, Maersk 는 초대형 선박도입, 유류비 등 원가 절감 등을 내세우며 실적 개선을 크게 자랑하였다.

2012년 실적이 개선되며 큰 폭의 영업이익을 기록하였을 때, Maersk Group 의 CEO 인 Mr. Nils S. Andersen 은 보도자료를 통해 "(2011년) 컨테이너 운임과 머스크 라인의 수익성에는 실망했지만, 우리는 다시 구조조정 계획을 시작하여 지속 가능한 수준의 운임을 얻기 위해 노력하고 있다[3]"며 실적 개선을 위한 노력을 이야기하였다.

그리고 곧 "우리는 (2012년) 2 분기 상당히 만족스러운 결과를 얻었고, 올바른 궤도를 가고 있다.", "컨테이너 운임은 개선되었고, 머스크 라인은 다시 흑자로 돌아섰다[4]"며 운임 회복 전략의 성공과 실적에 대한 자신감을 내비쳤다.

원가절감과 점유율 확대를 통한 시장지배력 강화

2011년 당시 Maersk 의 주된 전략은 원가절감과 점유율 확대를 통해 시장지배력을 높이는 것이었다. 동서항로, 특히 극동-유럽 항로 내에서 지배적 시장 지위를 가짐으로써 가격을 선도(Leading)할 수 있다고 판단한 것이다.

이를 위해 Maersk 는 우선 2011년 데일리 머스크(Daily Maersk) 전략을 발표하였다. 이는 아시아-유럽 항로에 약 70여척의 대형컨테이너선을 투입하여 주요 항만에 매일 기항하는 서비스이다. 즉 화주들이 언제든지 짐을 실을 수 있게 함으로써 주요 화주들을 유치, 시장점유율 확대 경쟁을 격화시킨 것이다. 이러한 경쟁("1차 치킨게임")의 시작은 화주 유치를 위해 운임을 인하하면서 2011년 유럽항로의 운임 하락으로 이어졌다.

또한 2011년 대우조선해양에 Triple E(Economy of scale, Energy efficient and Environmentally improved)라고 불리는 18,340 TEU 급의 초대형 컨테이너선 20척을 발주하였다(2013~2015년 중 인도됨). 척당 가격이 185 Mil.$로 총 3.8 Bil.$에 달하는 대규모 투자였다. 이를 통해 Maersk 는 유류비와 선비 등 운항원가를 절감함으로써 원가 경쟁력을 높일 것으로 예상하였다.

2011년 이러한 전략의 수립 이후, 2012년 실제로 Maersk 는 시장지배력을 바탕으로 운임을 상당히 높은 수준으로 인상시키는데 성공하였다. Maersk 는 높은 시장점유율(화물 확보)과 원가율 개선으로 이후 계속해서 우수한 영업실적을 이어갔다. 반면, 2012년 이후 고유가 상황이 이어지면서 이러한 운임 상승에도 불구하고 대부분 컨테이너선사들의 영업실적은 부진

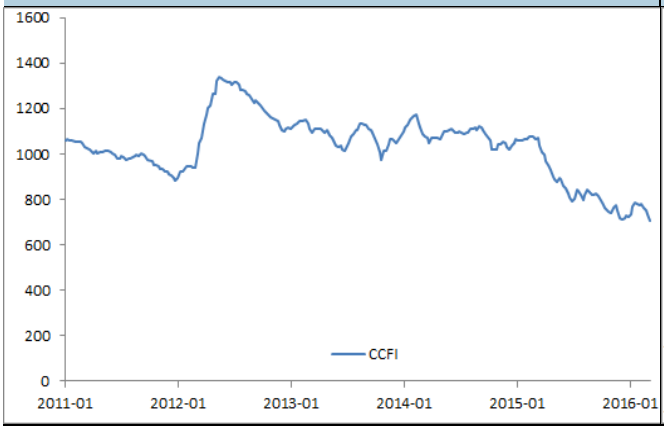
[3] "The development in container freight rates and profitability for Maersk Line has disappointed us, but we have taken a step back, initiated a restructuring plan and are working to get freight rates back to sustainable levels." (2012.08.03, Maersk Group Press Releases)

[4] "We deliver a fairly satisfactory result for the second quarter, and we are on the right track. Container rates have been improved, Maersk Line is back in black figures and our other core growth businesses are executing well on strategy." (2012.08.14, Maersk Group Press Releases)

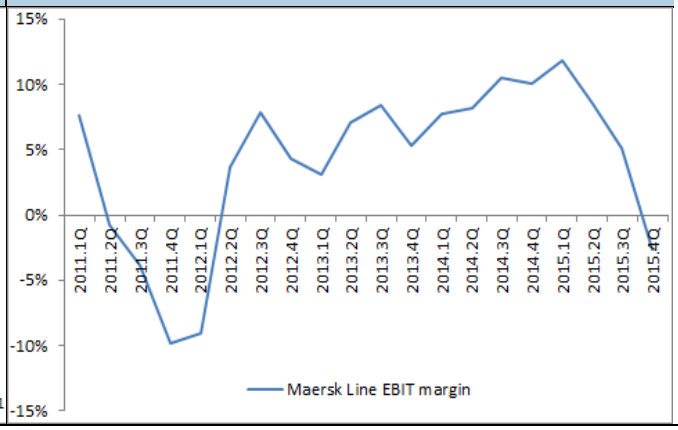
을 면하지 못하였다.

2015년 상반기까지 Maersk 의 이러한 자신감은 이어졌다. 하지만 2015년 3분기 이후 상황은 반전되었다.

컨테이너 운임지수(CCFI) 추이



Maersk Line 분기별 영업실적 추이



자료) Clarksons, 공시 자료, 한국기업평가.

2015년 하반기 운임 하락세, Maersk 실적 전망 하향, 구조조정 개시

2014년 4분기부터 유가가 하락하면서 운임이 크게 떨어지기 시작하였다. 2015년 초까지는 운임 하락에도 불구하고 유류비 절감으로 수익성이 유지되었으나, 2015년 하반기로 접어들면서 아시아-유럽노선 운임은 역대 최저 수준으로 떨어졌다. 우수한 원가 경쟁력을 자랑하던 Maersk 의 실적도 나빠지기 시작하였다.

Maersk Group CEO Mr. Nils S. Andersen 은 2015년 10월 23일 Maersk Line 의 2015년 영업실적 전망을 연초 전망보다 0.6 Bil.$ 낮추었다. 그리고 "머스크 라인은 수년간 효율적인 비용과 탄력적인 운영을 위해 노력하였지만 현재와 같은 컨테이너선 시장의 악화는 우리의 사업에도 영향을 미치고 있다.[5]"며 부정적인 전망을 내기 시작하였다.

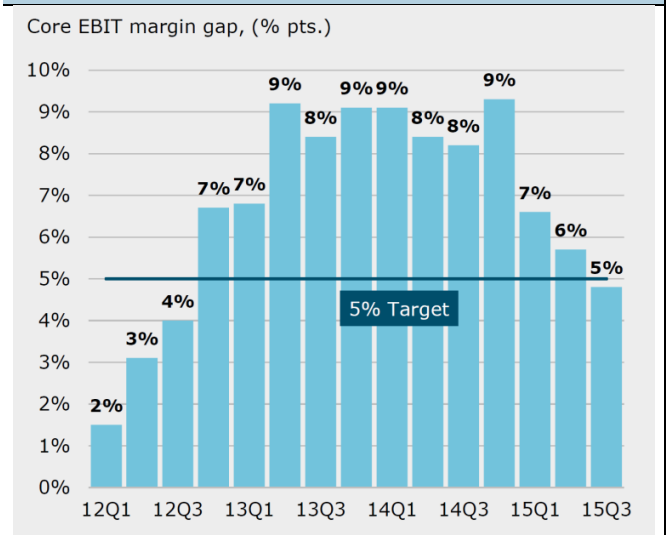
뒤이어 2015년 11월 4일 Maersk 는 구조조정안을 발표하였다. 2017년까지 전세계 23,000명의 직원 중 4,000명을 줄이기로 하였으며, 19,630 TEU 컨테이너선 6척과 3,600 TEU 피더선 2척의 옵션을 취소하고, 14,000 TEU 선박 8척의 옵션행사도 연기하였다. 뿐만 아니라 선복량 조절을 위해 유럽항로 4개 노선을 중단하고, 4분기 총 35항차의 노선을 결항하기로 결정하였다.

Maersk 는 2012년부터 시장선도적인 지위에 대한 자신감으로 경쟁업체들(Peer Group) 대비 5%p 이상의 영업이익률 차이(Gap)를 유지하기 위해 노력하였다. 2015년 상반기까지 이러한 실적 차이는 지속되었고, 때론 9%p 이상의 수익성 차이를 보이기도 하였다. 하지만 2015년 3분기 Maersk 와 Peer Group 간 영업수익성 차이는 4.9%로 목표치를 하회하기 시작하였다. 급격히 낮아진 아시아-유럽항로의 운임이 해당 노선에서 가장 높은 점유율을 가진 Maersk 에게 가장 큰 타격을 준 것이다. 또한 최근의 유가 급락으로 인해 Maersk 의 강점인 원가효율성의 격차도 줄어들었다.

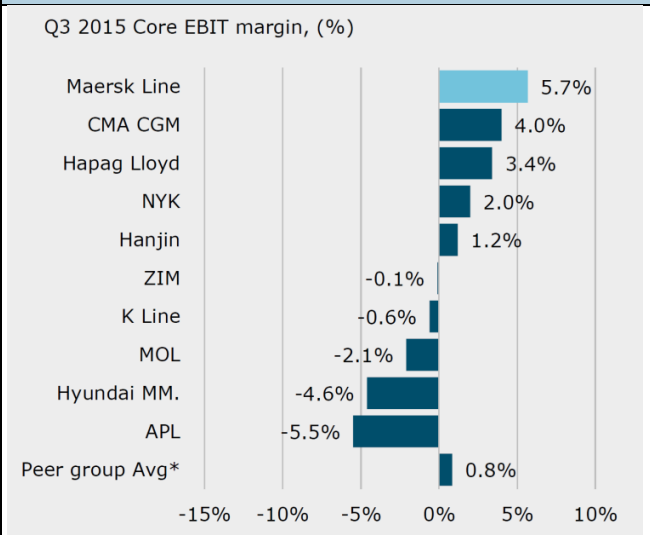
[5] "Maersk Line has over the years taken steps to ensure a cost effective and resilient operation, but the current deterioration in the container shipping market is impacting also our business." (2015.10.23, Maersk Group Press Releases)

최근까지 유지되던 시장에 대한 자신감이 크게 낮아지고, 오히려 시장선도자로서의 지위에 대한 우려와 함께 실적에 대한 경각심이 커졌다.

Maersk와 Peer Group간 EBIT margin Gap



Maersk와 Peer Group, 2015년 3분기 EBIT margin



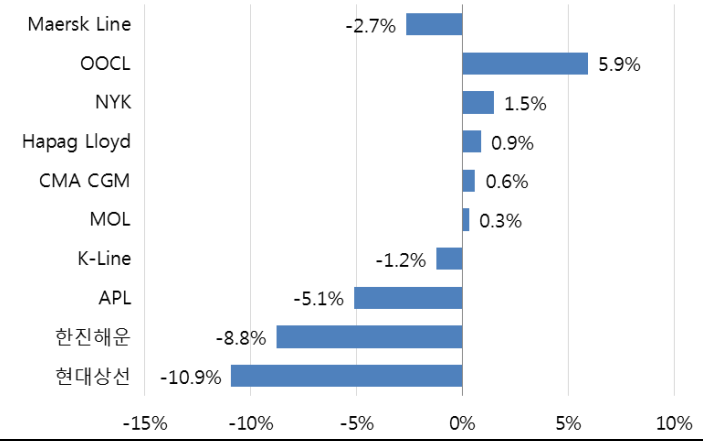
주) 1. Peer group: CMA CGM, APL, Hapag Lloyd, Hanjin, ZIM, Hyundai MM, K Line, NYK, MOL, OOCL, CSCL and COSCO
2. Peer group average은 TEU 가중평균
3. EBIT margins은 자산처분손익, 재조정손익, 관계사 손익 등 조정, Maersk Line EBIT margin도 산업 표준에 맞추어 감가상각비 조정
자료) Maersk Line.

Maersk Line, 2015년 4Q 영업적자, 2016년 전망도 부정적

이러한 경각심과 구조조정 계획에도 불구하고 2015년 4분기 실적은 보다 실망적이었고, 다소 놀라웠다. 2015년 영업이익은 1.3 Bil.$로 2014년의 2.3 Bil.$보다 44% 줄어들었다. 하지만 무엇보다 2015년 4분기에는 138 Mil.$ 영업적자를 기록하였다.

4분기 대부분 노선의 운임이 역대 최저수준에 머무르면서 여타 컨테이너선사들의 영업실적도 더욱 부진하였다. 하지만, 시장 1위 업체인 Maersk 는 그동안 월등한 실적을 지켜왔기에 영업실적의 적자전환이 주는 메시지는 또 다른 의미를 지니고 있다고 볼 수 있다. 특히 **Maersk 는 2016년 실적과 관련하여서도 2015년 보다 상당히 낮은 수준이 될 것으로 전망하고 있다.**

Maersk와 Peer Group, 2015년 4분기 EBIT margin



주) 각 사별 전체 실적 기준, 2015년 4분기
자료) 각 사 공시 자료, 한국기업평가

2011년의 Maersk 는 영업실적 하락에도 불구하고 2012년 운임 회복과 실적 개선에 대한 자신감을 피력하였다. 그리고 실제로 운임은 Maersk 가 우수한 이익을 낼 수 있을 만큼 상승하였고, 최근까지도 경쟁사 대비 우월한 실적을 시현하였다. 하지만 최근 운임이 하락하고 실적이 저하된 상황에서는 시장 환경에 대한 우려와 부정적인 실적 전망을 제시하고 있다. 시장 지위 1위 Maersk 의 태도가 이렇게 달라진 이유는 무엇일까?

3. 컨테이너선 시장의 경쟁 구도 변화와 2차 치킨게임의 시작

Maersk Line, 2012년 이후 가격선도자로서 초과이윤 획득

Maersk 는 컨테이너선 시장 내 선도적 업체로서 2012년 이후 강한 시장 지배력을 바탕으로 우수한 실적을 시현하여 왔다. **당사는 2013년 8월 "경쟁구도의 변화에 따른 컨테이너선사간 실적 차이"[6] 보고서를 통해 가격선도적 과점시장 모형으로 컨테이너선 시장 구조를 설명하고, Maersk Line 이 가격선도자(Price Leader)로서 경쟁기업 대비 낮은 한계비용을 통해 초과 이윤을 획득하고 있다고 분석하였다.**

2012년 이후 Maersk 는 높은 유가에 따른 운임 지지력과 우수한 원가 경쟁력, 그리고 선제적인 초대형선박 확보 등을 통해 시장을 장악할 수 있었다. 적정 수준의 운임을 지지할 수 있었고, 차별화된 실적을 달성할 수 있었다.

유가하락, M&A, 경쟁업체의 초대형 선박 확보 등 시장 환경 변화

하지만 최근 들어 **시장 환경과 경쟁 상황이 크게 달라졌다. 유가가 급락하였고, 대규모 M&A 가 진행되었으며, 다수의 경쟁업체들이 초대형선박을 확보하기 시작하였다.** 유가가 하락하면서 운임 하락압력이 커졌으며, 연료유 가격 하락으로 원가 경쟁력의 격차도 감소하였다. 특히 초대형선박의 확충과 M&A, Alliance 재편 등에 따른 경쟁구도의 변화는 시장 내 Maersk 의 영향력을 축소시켰고, 대응 전략도 달라지게 만들었다.

CMA CGM - NOL, COSCO - CSCL M&A를 통한 몸집키우기

2015년 하반기부터 시장 내 주요 대형업체들이 M&A 를 통해 자체적인 몸집키우기에 나서고 있다. 세계 3위 컨테이너선사인 CMA CGM 은 NOL(컨테이너선사인 APL 의 모기업)을 인수하였다. 2015년 하반기부터 논의되었던 Cosco Group 과 China Shipping Group 의 합병도 지난 2월 18일 마무리되며 China Cosco Shipping Group(COSCOCS)이 출범하였다. 컨테이너 해운 자회사인 China Lines 이 상반기 내 컨테이너 사업 구조조정을 통해 공식 운영을 시작할 예정이다.

새로운 Alliance로의 재편 가능성

이러한 M&A 의 영향으로 Alliance 체제에 큰 변화가 진행되고 있다. 2015년 2M(Maersk Line, MSC)과 Ocean3(CMA CGM, CSCL, UASC)가 결성되면서 현재 총 4개의 Alliance(2M, G6, CKYHE, O3)가 운영되고 있다. 하지만 COSCO(CKYHE 소속)와 CSCL(O3 소속)의 합병, CMA CGM(O3 소속)의 APL(G6 소속) 인수로 기존 Alliance 의 재편이 불가피한 상황이다.

최근의 M&A 해당 업체가 G6, CKYHE, O3 Alliance 에 모두 속해 있어 주요 소속 업체의

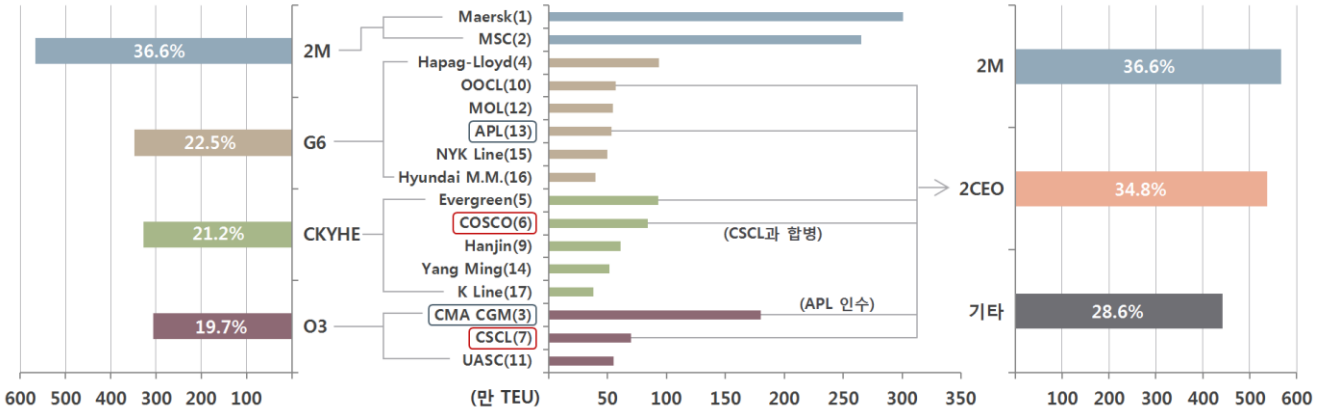
[6] 서강민, 김봉균, 2013.08.29, "경쟁구도의 변화에 따른 컨테이너선사간 실적 차이", 한국기업평가.

이탈이 발생할 수 밖에 없다. 특히 M&A 를 통해 몸집을 키운 COSCOCS 와 CMA CGM 이 새로운 Alliance 체결을 위한 논의를 시작하면서 기존 Alliance 는 해체될 수도 있는 상황이다. COSCOCS(COSCO+CSCL)와 CMA CGM(+APL)에 더하여 OOCL 과 Evergreen 까지 새로운 Alliance, 2CEO(가칭)로 뭉치게 되면, 각각 2개 이상의 소속사가 빠져나가는 기존 Alliance 는 유지되기 어려울 것이다.

기존 4개 Alliance 체제 하에서는 여러 선사간 결합에도 불구하고 세계 1, 2위 업체가 합쳐진 2M 의 점유율이 크게 앞섰다. Maersk 는 자체적인 선복량 우위에 MSC 와의 전략적 제휴를 더하여 Alliance 체제 내에서도 시장을 확고히 장악할 수 있었다.

하지만 진행중인 2CEO Alliance 가 형성되면 2M 의 시장지위는 위협받을 수 있다. 2M 과 2CEO 간의 시장점유율(선복량, TEU 기준) 차이가 크게 줄어들기 때문이다. 특히 전체 선복량이 아닌 동서항로에서 활동하는 선복량을 비교하면 오히려 2CEO 의 점유율이 높아질 수도 있다. 더 이상 Maersk Line 을 중심으로 한 2M 이 시장을 장악하기 힘들어지는 것이다.

컨테이너선사 Alliance 현황(좌) 및 변화(우)



주) 2016년 3월 기준, 전체 선복량(TEU) 기준
자료) Alphaliner, 한국기업평가

초대형선을 기반으로 2M - 2CEO 양강체제

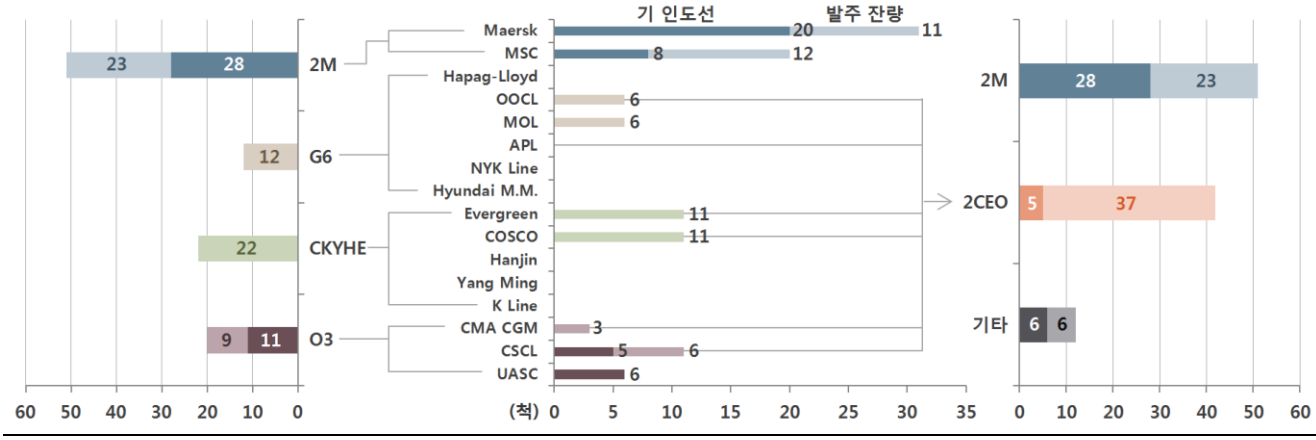
점유율 경쟁의 최대 무기인 초대형선의 보유 현황을 살펴보면 경쟁 구도의 변화는 더욱 명확해 진다. Maersk 가 촉발한 18,000TEU 급 선박을 2015년 이후 Maersk 외에 MSC, CSCL, UASC 등도 신조하여 인도받으면서, 아시아-유럽노선에서 점유율 경쟁이 특히 심화되고 있다. 늘어나는 초대형선박들은 2015년 하반기 이후 운임 하락 압력의 주요한 요인이 되고 있다.

선사별, Alliance 별 초대형선박(18,000TEU 급 이상) 보유 현황을 보면, 기존 Alliance 체제에서는 20척을 확보한 Maersk 를 중심으로 2M 의 압도적인 영향력을 확인할 수 있다. 하지만 2CEO 가 체결되면 2M 과 2CEO 사이의 격차는 크게 줄어들게 된다. 향후 점유율 경쟁에서 강력한 경쟁자로 부상하게 되는 것이다.

반면, 2M 과 2CEO 를 제외한 여타 선사들의 경우 초대형선 확보 측면에서 매우 부족한 모습이다. 이들 선사들의 경우 과거 몇 년 동안 누적된 손실로 인해 시장 흐름에 맞춘 투자를

진행하지 못하고 있다. 기존 Alliance 가 무너지고 2CEO 가 형성되면, 나머지 선사들은 동서 항로에서 상당 수준 경쟁력을 잃게 될 것으로 보인다. 결국, 시장은 양강체제로 변해갈 것으로 예상된다.

컨테이너선사, Alliance별 초대형선박 보유 현황(좌) 및 변화(우)



주) 1. 2016년 2월말 기준
2. 18,000TEU급 이상 초대형 컨테이너선 기준
자료) Alphaliner , 시장 자료, 한국기업평가

점유율 확대 경쟁으로 양대 Alliance간 2차 치킨게임 시작

이러한 Alliance 체제, 경쟁구도의 변화는 다시 한번 치열한 경쟁을 촉발할 것으로 예상된다. 초대형선 선단을 구축한 양대 Alliance 는 선박의 효율적인 운영을 위해서도 점유율 경쟁에 돌입할 수 밖에 없다. 이를 위해 운임 인하를 단행하면, 낮은 유가와 초대형선을 통한 선비 절감으로 인해 운임은 보다 낮아 질 것으로 전망된다. **결국 양대 Alliance 간의 "2차 치킨게임"이 시작되는 것이다.**

앞으로는 그동안 초대형선이 주로 투입되어 직접적인 경쟁이 벌어졌던 유럽노선 외에 미주노선으로도 경쟁이 확대될 것으로 보인다. 최근 CMA CGM 이 미서안에 18,000TEU 급 선박을 투입하기 시작하였다. 지난 2월 롱비치항에 18,000TEU 급 선박이 첫 취항하였으며 5월부터 6척의 선박이 투입될 예정이다. 미주노선에서도 본격적인 초대형 컨테이너선 시대가 시작된 것이다.

또한 2016년 하반기부터 파나마운하가 확장 개통되면 최대 12,000TEU 급 선박이 통항할 수 있을 뿐 아니라 통과선박량도 2배 가량 증가할 것으로 보인다. 이에 따라 그동안 유럽노선에 투입되었던 대형선박들이 미주 노선으로 전배(Cascading)되면서 유럽노선 뿐 아니라 미주노선까지를 포함한 모든 주요 간선 노선에서 경쟁은 보다 심화될 것으로 예상된다.

향후 형성될 양강 체제가 중장기적으로는 시장 안정화에 기여할 수도 있다. 시장의 경쟁자(Player)가 줄어들면 시장에 대한 전망과 선복량 공급 조정 등이 보다 효율화 될 수 있기 때문이다. 하지만 단기적으로는 초대형선박 확보를 통한 몸집키우기와 시장점유율 경쟁이 보다 심화될 것으로 보인다. 특히, Maersk 의 Market Leadership 에 대한 의지, 2016년 실적 하향

전망 등에 비추어 볼 때, 보다 강한 경쟁 환경이 조성될 것으로 판단된다.

한편, **양강 체제에 편입되지 못한 선사들은 생사의 기로에 설 수 있다.** 치킨게임의 끝에 중소업체들이 몰락하고 이후 대형업체들만 살아남는 모습은 반도체 등 여러 산업에서 볼 수 있었다. 이미 COSCOCS 는 언론을 통해 동서항로 내 지배력을 갖추기 위한 CMA CGM, OOCL, 그리고 Evergreen 등과의 새로운 Alliance 구축 계획을 밝히면서, 그 과정에서 기존 Alliance(G6, CKYHE, O3)의 변화와 "빈약한" 파트너들과는 관계 정리 가능성을 이야기하고 있다[7].

[7] 쉬핑데일리, "COSCOCS, 얼라이언스 변경할 듯", 2016.03.02

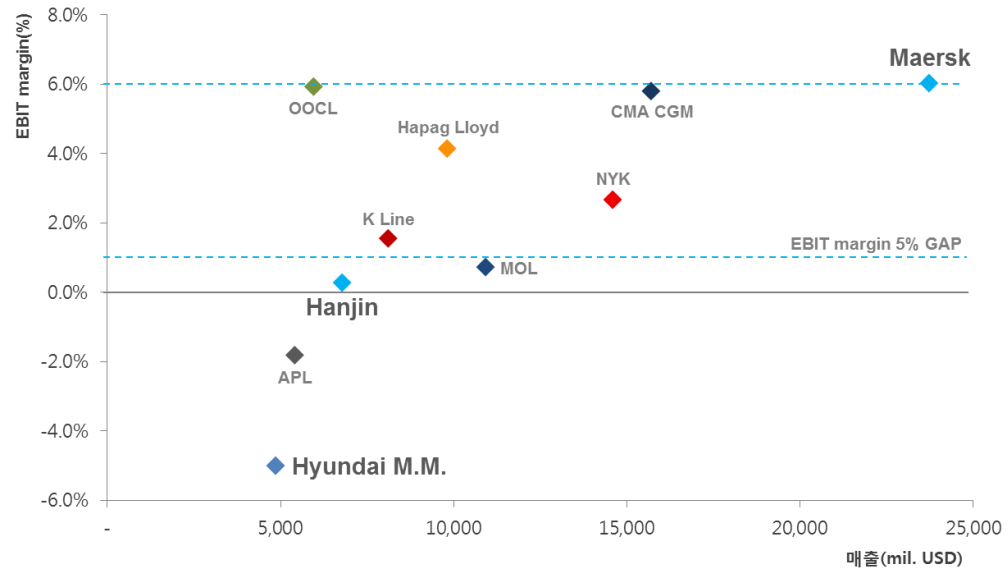
PART Ⅱ. 현대상선, 생존가능성은?

4. 국내 주요 컨테이너선사의 영업수익성과 원가 구성

국내 주요 컨테이너 선사 영업수익성 경쟁사 대비 낮은 수준

국내 대표 컨테이너선사인 한진해운과 현대상선은 최근 수년간 저조한 영업실적을 이어오고 있다. 세계 1위인 Maersk Line 뿐 아니라 여타 세계 주요 컨테이너선사들 보다도 영업수익성이 낮은 수준이다. 특히 2015년 하반기로 들어오면서 이러한 수익성 격차는 보다 확대되는 모습이다. Maersk 가 목표(Target)로 삼는 경쟁사 대비 영업수익성 격차 5%p 의 기준으로 보았을 때에도 국내 컨테이너 선사들은 여타 선사들의 평균보다도 낮은 수준을 보이고 있다.

세계 주요 컨테이너선사 2015년 매출 및 영업이익 비교



주) 각 사별 전체 실적 기준, 2015년 기준
자료) 각 사 공시 자료, 한국기업평가

단순한 시황 문제이기 보다는 구조적 문제

시장 지위 및 노선 구성에서 차이가 있어 Maersk Line 과 직접 비교하는 것이 다소 어려울 수 있으나, 시장 내 대표주자이자 기준 지표(Benchmark)로서 원가비교를 통해 국내 컨테이너선사들의 약점과 개선 방향을 살펴볼 수 있을 것이다.

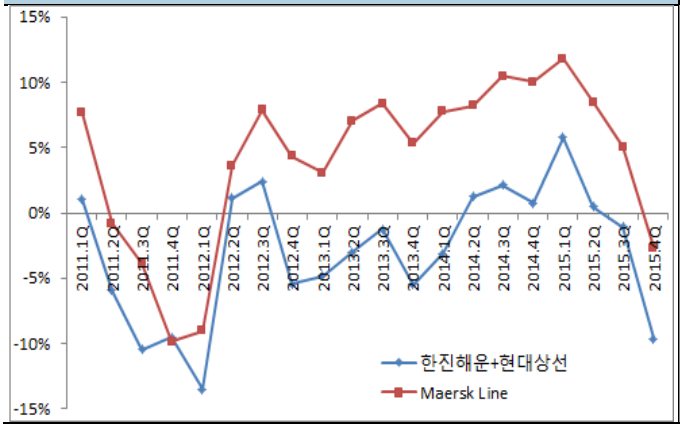
국내 컨테이너선사(한진해운 및 현대상선의 컨테이너부문 EBIT 마진 금액가중평균)와 Maersk Line 의 영업수익성 격차는 2008년 이후 꾸준히 확대되었다.[8] 그리고 2012년 이후에는 그 차이가 공고히 굳어지고 있다. 2015년 하반기 Maersk 및 국적선사 공히 영업수익성이 크게 하락하였으나 EBIT 마진 격차는 줄어들지 않는 모습이다.

한진해운이나 현대상선의 실적이 오랫동안 부진을 면하지 못하는 동안, 대부분의 시장 관계

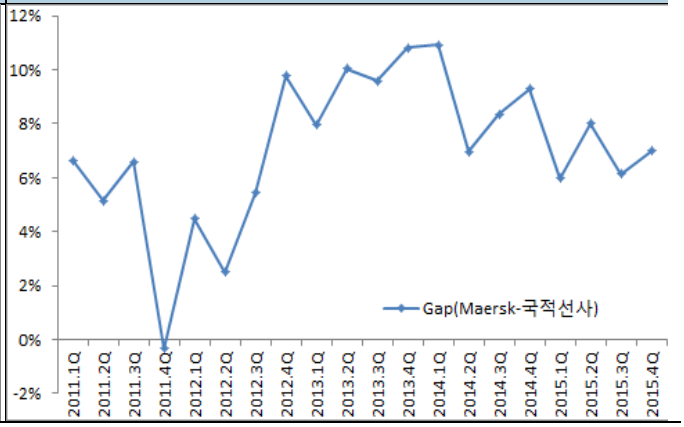
[8] 서강민, 김봉균, 2013.08.29, "경쟁구도의 변화에 따른 컨테이너선사간 실적 차이", 한국기업평가.

자들은 시황 침체의 장기화에 따른 영향을 우려하며, 시황 개선 시점을 전망하려 노력하였다. 하지만 시황이 좋지 않다고 이야기하는 동안에도 시장 내 선도기업은 꾸준히 우수한 영업실적을 유지하고 있었다. 시장 선도업체와 이렇게 오랜기간 수익성 격차가 유지되는 것은 단순히 시황의 문제라기보다는 구조적인 문제로 보는 것이 타당할 것이다. 시장 선도기업과는 다른 국내 선사들의 약점을 찾아보아야 한다.

Maersk Line과 국적선사 EBIT margin 추이



Maersk와 국적선사 EBIT margin 차이



주) 국적선사는 한진해운과 현대상선의 컨테이너부문 EBIT margin 금액가중평균
자료) 각 사 자료, 한국기업평가.

모든 선사의 연료비 비중 감소, 연료비를 통한 추가적인 원가절감 어려움

수익성 차이에 대한 분석을 위해 매출액 대비 주요 원가항목의 비중을 비교하여 보았다. 가장 대표적인 변동비인 연료비와 고정비로 분류되는 선박비용(Vessel Cost: 선원비+선비+용선료)의 비중을 분석하였다.

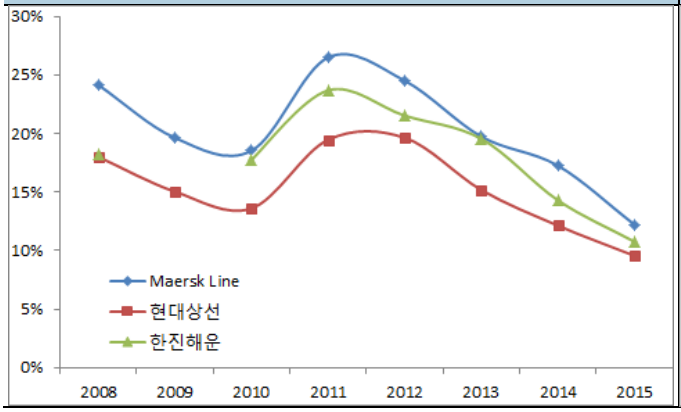
연료비의 경우 국내선사들의 매출액 대비 연료비 비중은 Maersk Line 에 비해 낮은 수준이었다. 하지만 이를 통해 단순한 연료 효율성의 차이를 검증하기는 어렵다. 장단거리 노선 포트폴리오의 차이에 따른 효과가 혼재할 뿐 아니라 절대 규모가 아닌 비중의 차이이기에 다른 원가 비중에 따라 상대적으로 낮게 나타나는 효과도 있기 때문이다.

연료비/매출액 비중에서 보다 눈여겨 보아야 하는 점은 모든 선사의 연료비 비중이 감소하고 있다는 점이다. 이는 저속운항(Slow Steaming) 등을 통한 연료비 절감과 최근의 유가 하락에 따른 연료비 감소가 큰 역할을 하고 있다. 이에 따라 다른 조건들의 차이에도 불구하고 연료비 비중의 격차는 점차 줄어들고 있다. 유가가 크게 낮아진 상황에서 향후 추가적인 유류비 절감을 통한 원가절감 효과를 기대하기는 힘들 것으로 판단된다.

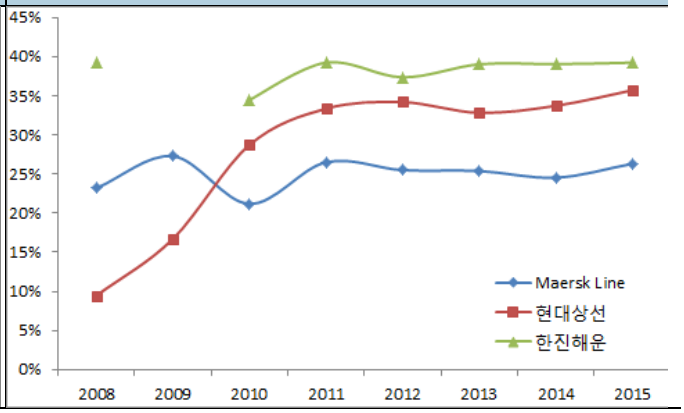
선도기업과 국내 컨테이너선사의 고정비 비중 격차 큼

반면 **선박비용으로 대변되는 고정비의 경우 Maersk Line 과 국내 선사간에 큰 격차를 보이고 있다.** 그리고 이러한 격차는 2010년 이후 꾸준히 유지되면서 구조적인 차이로 자리잡고 있다. 현대상선의 경우 2009~2011년 사이 선대 확충 과정에서 용선대를 중심으로 선박을 대거 도입하였고, 이 과정에서 용선료 비중은 크게 증가하였다. 2009~2011년 중 총 11척의 컨테이너선 용선이 추가 되었고, 이들은 평균 6,000TEU 급 이상의 대형선으로 구성되어 있었다.

해운사별 연료비/매출액 비중 추이



해운사별 선박비용/매출액 비중 추이



주) 1. 선박비용(Vessel cost)=선원비+선비+용선료
2. 한진해운은 2015.2Q 누계, 현대상선은 2015.3Q 누계, Maersk Line은 2015년 누계 기준
3. 현대상선은 컨테이너부문 실적, 한진해운은 전사 실적 기준
4. 한진해운은 2009년 원가자료 미확보
자료) 각 사 자료, 한국기업평가.

고정비 절감 여부가 수익성 개선의 열쇠

주요 원가 구성을 보면, 시장 선도기업과 비교하여 국내 컨테이너선사들의 경우 선박과 관련한 고정비 비중이 상당히 높은 수준임을 확인할 수 있었다. 결국 이러한 고정비 비중 차이에서 발생하는 구조적인 격차가 국내 선사들이 부진한 실적을 이어가는 주요한 요인인 것이다. 특히 **유가 하락으로 인해 더 이상 연료비 절감을 통한 원가 절감효과를 기대하기 어려운 상황에서 향후 고정비의 절감 여부가 수익성 개선을 위한 가장 중요한 열쇠임에 틀림없다.**

5. 현대상선의 자구노력과 생존 가능성

현대그룹, 2016년 2월 현대상선에 대한 추가 자구안 확정·추진

현대그룹은 2016년 2월 2일자 보도자료를 통해 현대상선에 대한 추가 자구안을 확정·추진한다고 밝혔다. 지난 2013년 12월 유동성 확보를 위해 그룹 차원의 자구안을 발표하고 이후 2년간 사업부 및 자산 매각, 유상증자 등을 통해 약 3.5조원(회사제시 기준)의 자금을 마련하였음에도 불구하고, 영업손실이 계속되면서 만기도래 차입금의 상환과 영업현금흐름 부족분을 만회하는데 급급한 상황이 이어지고 있다. 결국 또다시 유동성 위험이 급격히 확대되면서 추가적인 자구안을 마련하게 된 것이다.

금번 자구 계획에는 현대증권 등 금융3사 및 벌크전용선사업부, 부산신항만터미널 지분 등 자산매각, 그리고 보유주식 담보대출 및 사재출연 등 긴급 유동성 지원과 같은 기존의 유동성 확보 계획 뿐만 아니라, 운항원가 및 상환부담의 경감을 위해 용선료 인하와 회사채, 선박금융 등 비협약채권에 대한 채무재조정 계획도 포함되었다.

이는 계속적인 유동성 확보 및 자금 지원으로도 유동성 위기 상황이 해소되지 못하고 있어 향후 회생을 위해서는 근본적인 대책 마련이 필요하다는 판단에 따른 것으로 보인다.

담보대출, 사재출연 등 긴급 유동성 마련 계획은 조기 실행하였으며, 현대증권, 부산신항만터

미널 지분 등 자산 매각도 서둘러 진행하고 있다. 다만 회사채, 용선료 등 비협약채권의 채무재조정과 관련하여서는 다소간 마찰이 예상된다.

지난 3월 17일 제176-2회차 회사채의 사채권자집회에서 만기연장에 대한 논의는 부결되었다. 결국 이번 자구안 주요 내용의 이행과 채권단의 지원을 위해서는 현재 논의 중인 용선료 인하 협의가 원만히 타결되어야만 하는 상황이 되었다.

해운업계에서 용선계약 변경 쉽지 않은 일

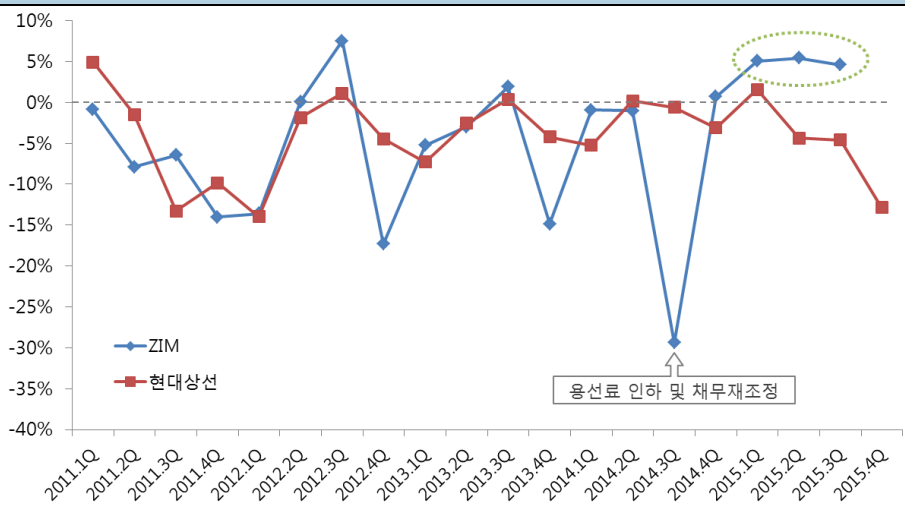
해운업계에는 "Our Word is Our Bond"라는 말이 있다. 즉 당사자가 한 말은 그 당사자를 구속한다는 의미로, 구두약속도 정식 계약으로 간주하며 당사자간 신의성실을 무엇보다 중요시하는 **해운업계에서 용선계약의 변경은 쉬운 일이 아니다.** 국내에서 용선료 인하 협상의 사례를 찾기는 쉽지 않다. 일부 선사들이 회생절차에 들어간 경우 용선료 재협상이 진행되기도 하였으나 이는 법의 강제력으로 인해 회생채권으로 편입되었기 때문이다.

2014년 이스라엘 컨테이너선사 ZIM, 용선료 및 채무재조정

반면 유사한 사례는 해외에서 찾아볼 수 있었다. 이스라엘의 컨테이너선사인 ZIM 의 경우 2014년 용선료 및 채무 재조정을 진행한 사례가 있다.

ZIM 또한 현대상선과 유사하게 매우 부진한 영업실적을 지속하였다. 반복적인 손실로 인해 채무 상환 능력이 현격히 저하됨에 따라 용선료 인하를 포함한 채무재조정을 추진하게 되었다. 2013년부터 진행된 용선료 인하 및 채무재조정안에 대한 협상은 2014년 7월 최종 확정, 실행되었다. 용선료 및 채무재조정의 결과로 2014년 3분기에는 선박처분손실, 자산평가손실 등으로 236 Mil.$를 비용처리하면서 251mil.$의 영업손실을 기록하기도 하였으나, 협상 이후 2015년에는 5%의 EBIT 마진을 기록하면서 성공적인 실적 개선을 보여주고 있다.

ZIM, 현대상선 EBIT margin 추이



주) 현대상선은 컨테이너부문 실적
자료) 각 사 공시 자료, 한국기업평가

모기업의 회생노력 및 지분 포기, 선주사의 출자전환 등

2014년 당시 ZIM 의 채무재조정과 관련하여 모기업인 Israel Corporation 은 200 Mil.$를 유상증자를 단행하였으며, 매출채권을 담보로 2년간 50 Mil.$의 Credit line 을 ZIM 에 제공하였다. 또한 기존의 238 Mil.$ 규모의 대여금도 회수를 포기하였다.

이러한 노력에 더하여 Israel Corporation 은 지분율을 32%로 줄였고, 선주사를 포함한 채권자들은 용선료 및 선박금융 채권을 포기하고 출자전환함으로써 ZIM 의 지분 68%를 획득, 그 비율만큼 이사회 구성원을 지명할 수 있게 되었다.

[ZIM, 2014년 용선료 및 채무 Restructuring 사례]

(단위 : Mil. USD)

구 분	채무조정 前	채무조정 後		
	총 부채	잔여 부채	출자 전환 금액	전환비율
용선주(용선료 등)	1,295	718	577	44.6%
선박금융	1,247	955	292	23.4%
회사채	422	236	235	55.7%
모기업 및 관계사(대여금)	295	0	295	100.0%
조선사	93	93	0	0.0%
금융기관 및 기타	62	38	33	53.2%
합 계	3,414	2,040	1,432	41.9%

자료) ZIM

현대상선도 유사한 형태의 채무재조정 예상, 협상과정에는 다소 난관이 전망됨

현재 현대상선은 용선대 대부분에 대해 용선주들과 용선료 협상을 진행 중으로, 지급 용선료의 20~30% 인하를 요청한 것으로 알려지고 있다.

2016년 2월말 기준으로 현대상선은 컨테이너부문에서 총 36척의 용선대를 운영하고 있다. 이들 선박 대부분이 10년 이상의 장기용선으로서 과거 체결한 높은 용선료가 원가부담으로 작용하고 있다. 일례로 현대상선이 용선 중인 6,000TEU 급 컨테이너선의 경우 용선료로 하루에 30,100$를 지급하고 있는 데 반해 2016년 2월 현재 같은 규모의 컨테이너선 용선료(3년 Timecharter Rate)는 14,000$/day 로 현대상선이 지급하는 용선료의 절반도 되지 않는다.

현대상선 협상단은 지난 2월부터 런던, 싱가포르, 일본과 뉴욕을 방문해 선주사와 논의를 진행하였으며, 선주사 측에서는 용선료 인하에 따른 보상방안 마련을 요구하고 있는 상황이다. 앞서 살펴본 사례에서와 같이 가장 유력한 보상 방안은 용선주들의 채권에 대해 출자전환을 통해 현대상선의 지분을 제공하는 형태가 될 것으로 예상된다.

현대상선과 선주사 모두 서로간에 협상의 필요성은 충분하다. 현대상선의 입장에서 이번 용선료 협상은 자구안의 성패를 가르는 매우 중요한 기점이며, 선주사의 입장에서도 현대상선의 용선 계약이 파기될 경우(용선료 납입불능 또는 회생절차 등) 시장에서는 훨씬 낮은 수준의 용선료로 계약을 찾아야 하기에 현대상선이 필요하다.

다만 협상 과정에서는 난관이 예상된다. 용선료 협상 외에 기타 비협약채권의 처리 문제와 채권단의 채무재조정 등이 확정되지 않은 상황에서 선주사에 대한 보상방안을 적극적으로 제시하기 쉽지 않을 것이다. 또한, 출자전환 비율과 채무조정 후 지분율 등 구체적인 협상안을 준비하기까지는 예상보다 오랜시간이 걸릴 수 있다.

[현대상선 컨테이너선 용선대 계약 현황]

용선주	TEU	척 수	용선기간	비고
Danaos	13,082	5	2012~2024	
	2,174	5	2007~2017	
	2,174	3	2008~2018	
소 계	82,802	13		
Zodiac	10,055	2	2016~2028	2016.1H 4척 추가인도
	8,540	2	2009~2021	
	6,350	2	2009~2021	
소 계	49,890	6		
Eastern Pacific	8,540	2	2009~2021	
	6,350	3	2009~2021	
소 계	36,130	5		
Navios	6,763	5	2013~2023	
소 계	33,815	5		
Capital Shipmanagement	5,000	5	2013~2025	
소 계	25,000	5		
현대오션서비스	5,551	2	2012~2017	
소 계	11,102	2		
합 계	238,739	36		2016년 4척(40,220 TEU) 추가

주) 2016년 2월말 기준
자료) 각 사 홈페이지, 시장 자료 취합, 한국기업평가.

그렇다면 과연 현재 논의되는 수준의 용선료 인하가 성공한다면 현대상선은 영업실적 개선을 통해 살아날 수 있을까?

용선료 20~30% 인하 시 실적 개선, 하지만 현재 시황 전망 하에서 충분한 실적회복은 부정적

2014년과 2015년 현대상선 컨테이너부문의 원가 중 용선료는 각각 1.5조원과 1.4조원 규모이다. 이 중 약 절반은 Alliance 내에서 선복(Slot)공유 등에 따라 지불하게 되는 Slotage 비용으로 용선료 협상을 통해 절감할 수 없는 부분이다. 용선료 중 나머지 절반에 해당하는 선박 용선료(TC rate, Timecharter rate)에 대해 이번 협상을 통해 20~30% 인하할 계획이다.

용선료 협상을 통해 대부분의 용선대에 대해 용선료의 20%를 인하한다면 2015년 기준 컨테이너부문 원가 중 1,400억원을 절감할 수 있다. 보다 높은 인하율에 합의하여 30%의 용선료 인하가 진행되면 2015년 운항원가 중 2,100억원을 줄일 수 있다.

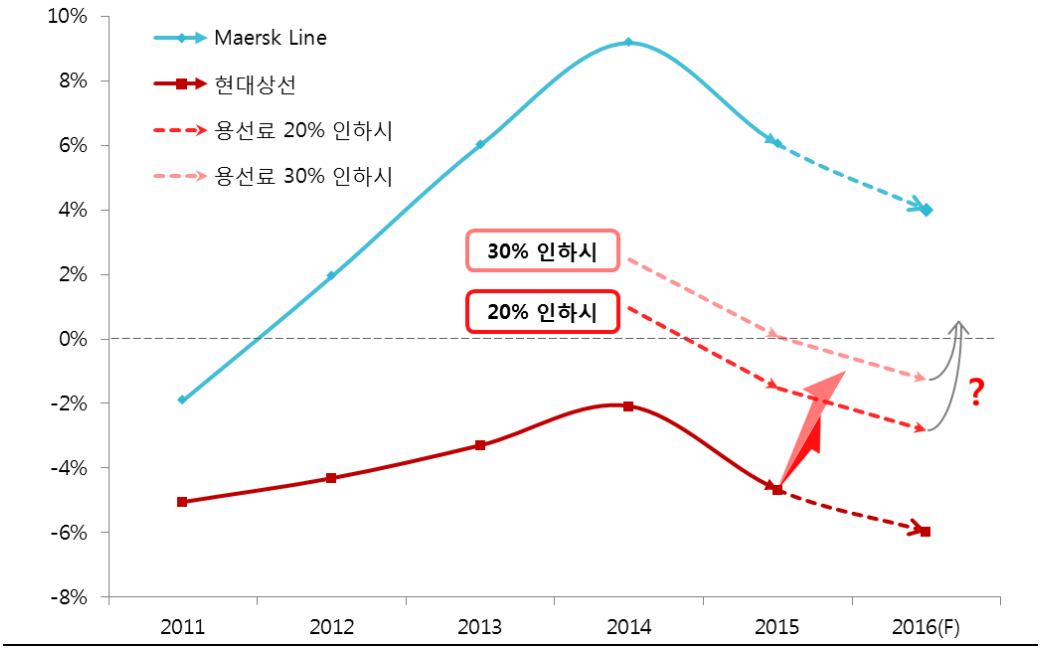
2014~2015년의 영업실적에 비추어 보면 용선료가 20~30% 가량 낮았다면 컨테이너부문에서 소폭의 영업이익을 시현할 수 있었을 것이다. 앞서 살펴본 바와 같이 선박비용 등 고정비가 많은 비중을 차지하는 현대상선의 원가 구조상 용선료 인하는 실적 개선을 위한 필수적인 요인임이 분명하다.

하지만 용선료 인하는 실적 개선 및 생존을 위한 필요조건일 뿐 충분조건은 아니다.

2015년 하반기 이후 컨테이너 운임은 크게 하락하고 있다. 앞서 언급하였듯이 현재의 시장 상황은 치킨게임 양상의 경쟁구도로, 향후 운임은 낮은 수준에 머무를 것으로 보이며, 추가 하락할 가능성도 있다. 컨테이너 시장 내 Top Tier 인 Maersk Line 마저도 2016년 실적이 하락할 것이라고 전망하고 있다.

이런 상황 하에서 국내 컨테이너선사들의 실적 전망도 부정적일 수 밖에 없다. **운임이 현재 수준에 머무르거나 보다 하락한다면, 용선료 인하에도 불구하고 영업실적은 재차 적자를 이어갈 수 있다.**

현대상선 용선료 인하에 따른 영업실적 개선효과



주) 현대상선은 컨테이너부문 실적
자료) 공시 자료, 한국기업평가

추가적인 비용 축소 노력 필요

현대상선의 실적 개선과 생존을 위해서는 용선료 인하뿐만 아니라 보다 적극적인 원가 절감 방안이 마련되어야만 한다. 앞서 살펴보았듯이 유류비를 통한 추가적인 원가 절감은 더 이상 기대하기 어렵다. 향후에는 주요 터미널 하역 요율 인하, Alliance 내 협력 강화, 육상 운송 요율 인하 등을 통해 해외 선사들 대비 비용이 높게 나타나는 하역비, 운송비 등 기타 원가에 대해서도 추가적인 비용 축소가 필요하다. 또한 운항원가 외에 판관비 부분의 비용 절감도 필수적이다. 가장 높은 수익성을 자랑했던 Maersk 마저도 경쟁에서 살아남기 위해 구조조정에 들어갔다는 사실을 잊어서는 안될 것이다.

다양한 자구안과 유동성 확보에도 불구하고 영업손실이 계속된다면 결국 밑 빠진 독에 물 붓기일 수 밖에 없다. **무엇보다 시급한 것은 우선 물이 새는 구멍을 막는 것이다.**

장기적 생존 위해 채권단뿐 아니라 선주사들의 협조 필요

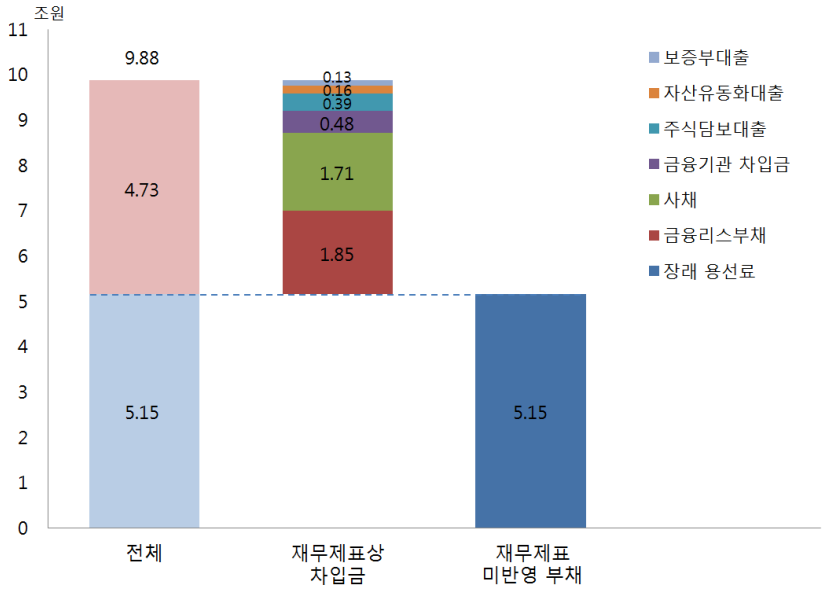
이번 자구안에서는 유동성 확보 계획보다는 용선료 인하 및 채무재조정에 관한 사항이 보다 관건이 될 것으로 보인다. 단기적인 유동성 측면에서 채권단의 협조가 중요한 역할을 하나, 장기적인 수익성 및 재무구조 측면에서는 선주사들과의 협상이 현대상선의 계속기업으로서의 생존 가능성에 보다 큰 영향을 줄 수 있기 때문이다.

또한, 채권단이 협의할 수 있는 채무는 회사채 중 실질적으로 금융기관 차입금으로 볼 수 있는 사모사채 8,200억원(회사채신속인수제에 의해 발행된 사모사채)을 포함하더라도 1.3조원

수준인데 반해, 선주사들에 대한 채무는 선박금융 1.9조원과 장래 용선료 5.2조원 등 총 7조원에 달한다.

해외의 사례에서 보았듯이 **현대상선의 생존을 위해서는 모기업의 적극적인 회생의지와 희생을 기초로 다른 모든 이해 당사자의 적극적인 협조가 필요하다.**

현대상선 차입금 및 선박 용선료 현황



주) 1. 장래용선료는 현재가치 할인 전 지급 총액 기준, 2015년 12월 31일자 환율 1,172₩/$ 적용
2. 2015년말 기준
자료) 공시 자료 및 회사제시 자료, 한국기업평가

6. 현대상선 및 한진해운의 유동성 위험 점검

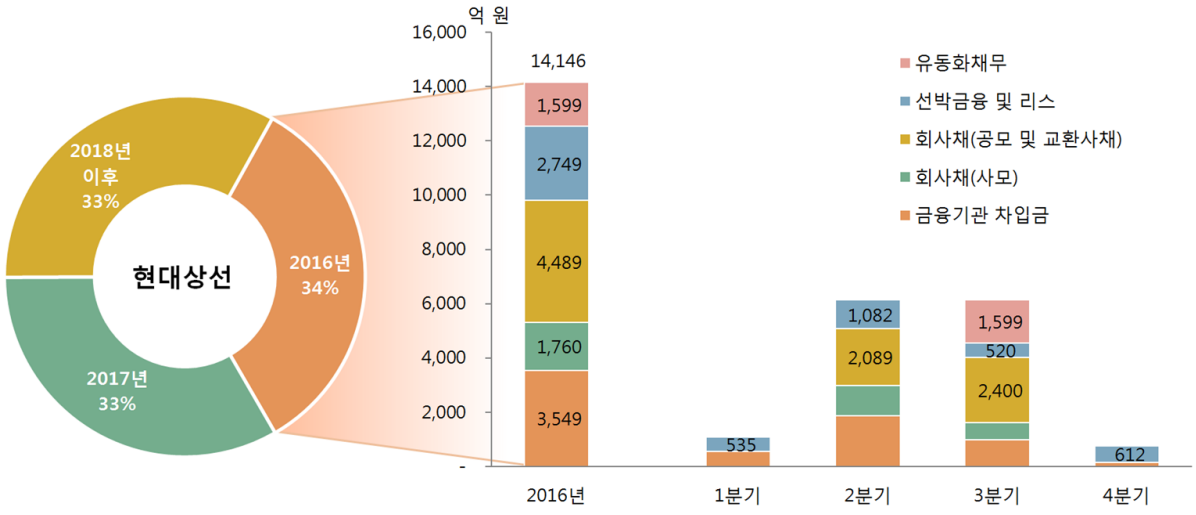
현대상선, 2016년 만기도래 차입금 중 약 9,200억원 자체 상환 필요

현대상선이 다급하게 자구안을 준비하고 유동성 확보에 나선 까닭은 2016년 중 만기도래하는 차입금에 대한 상환자금을 마련하기 어려울 것으로 예상되기 때문이다.

회사채 신속인수제가 일몰되면서 회사채 차환발행심사위원회는 2016년부터는 신규 지원은 중단하고 기존에 신속인수제로 발행된 사모사채에 대해서만 차환발행을 통해 2년간 만기상환을 연장해주기로 하였다.

이에 따라 현대상선은 사모사채의 일부(신속인수제 포함 사모사채 차환시 20%는 상환)와 공모사채, 그리고 선박금융과 유동화채무 등에 대해서는 상환 자금을 마련하여야 한다. 현대상선의 2016년 만기도래 차입금 중 자체적으로 상환하여야 하는 채무는 약 9,200억원 수준으로 파악된다. 특히 4월과 7월에 만기도래하는 각각 1,200억원, 2,400억원의 회사채에 대한 자금 마련이 쉽지 않을 것으로 예상된다.

현대상선, 2016년 분기별 차입금 만기 및 공모 사채 만기도래 현황



공모 사채 만기도래 현황			금 액
2분기	4월 7일	176-2회	1,200억 원
	5월 9일	교환사채	약 889억 원
3분기	7월 7일	177-2회	2,400억 원

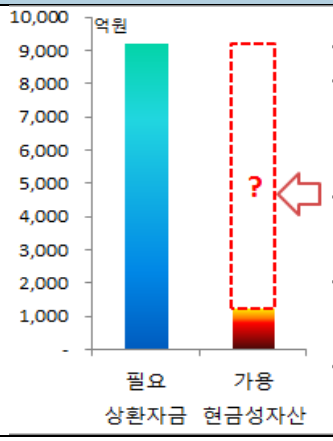
주) 1. 재무비율 유지조항(Trigger) 위배에 따른 유동성대체 차입금 기존 만기에 따라 분류
2. 현대증권 등 주식담보대출 약 3,900억원 제외
자료) 감사보고서 및 회사제시자료, 한국기업평가

이와 같이 현대상선은 2016년에도 대규모 차입금을 상환하여야 함에도 불구하고 2015년말 기준 가용 현금은 1,200억원 수준에 불과한 상황이다. 2016년 1분기 중 자구안에 따라 주식담보 대출(700억원), 사재출연(300억원)과 벌크전용선사업부 매각(1,000억원, 3월 중 Closing 예정) 등을 통해 일부 유동성을 확보하였고, 추가적으로 현대증권 등 금융 3사 및 부산신항 만터미널 지분 매각 등을 통해 추가 자금 마련에 나서고 있으나 부족 자금을 메우기에는 충분하지 못한 것으로 판단된다.

또한 최근의 시장 환경하에서 2016년 영업실적의 개선도 쉽지 않을 것으로 전망됨에 따라 만기도래 차입금 외에 영업현금흐름 부족으로 인한 추가적인 자금 소요도 발생할 것으로 예상된다.

따라서 단순히 유동성 확보 차원의 자구 계획이 아닌 추가적인 조치가 필요한 상황으로 보다 근본적인 운항원가 및 상환부담의 경감을 위해 용선료 인하와 회사채, 선박금융 등 비협약채권에 대한 채무재조정도 추진하고 있는 것이다.

현대상선 부족자금 및 추가 자구 계획



【현대상선, 추가 자구 주요 계획】

구분	내용
자산매각 등	현대증권 등 금융3사 공개매각
	벌크전용선사업부 매각(12척)
	부산신항만터미널 지분 매각 (50%+1주)
긴급 유동성 지원	현대아산·증권 등 보유주식 매각/ 담보대출(700억원)
	사재출연(300억원)
기타	용선료 인하 추진
	채무 재조정(신용채권, 담보채권 등) 등

자료) 공시자료, 한국기업평가.

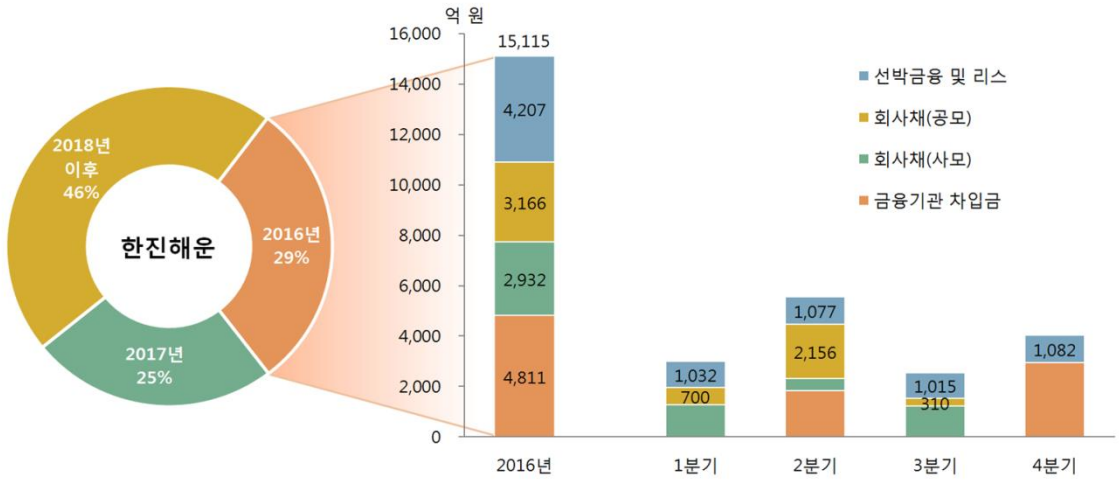
한진해운, 2016년 만기도래 차입금 중 약 8,000억원 자체 상환 필요

한편 한진해운의 경우에도 현재 삼일회계법인의 컨설팅을 기초로 산업은행 등 채권단과 추가 자구계획을 논의하고 있는 것으로 알려지고 있다.

한진해운도 2016년 중 사모사채의 일부(신속인수제 포함 사모사채 차환시 20%는 상환)와 공모사채, 그리고 선박금융 등에 대해서는 상환 자금을 마련하여야 한다. 2016년 만기도래 차입금 중 자체적으로 상환하여야 하는 채무는 약 8,000억원 수준으로 파악된다.

2016년 만기도래하는 공모사채 중 3월초 만기인 70-2회차 회사채의 경우 문제없이 상환이 이루어졌으며, 4월초 만기도래하는 77-1회차 회사채의 경우도 상환을 준비하고 있는 것으로 파악된다. 다만 6월말 71-2회차 회사채 1,900억원에 대한 상환자금 마련이 필요한 상황이다.

한진해운, 2016년 분기별 차입금 만기 및 공모 사채 만기도래 현황



공모 사채 만기도래 현황			금 액
1분기	3월 8일	70-2회	700억 원
2분기	4월 2일	77-1회	256억 원
	6월 27일	71-2회	1,900억 원
3분기	9월 30일	73-2회	310억 원

주) 1. 재무비율 유지조항(Trigger) 위배에 따른 유동성대체 차입금 기존 만기에 따라 분류
2. 대한항공 대여금 2,200억원 제외
자료) 감사보고서 및 회사제시자료, 한국기업평가

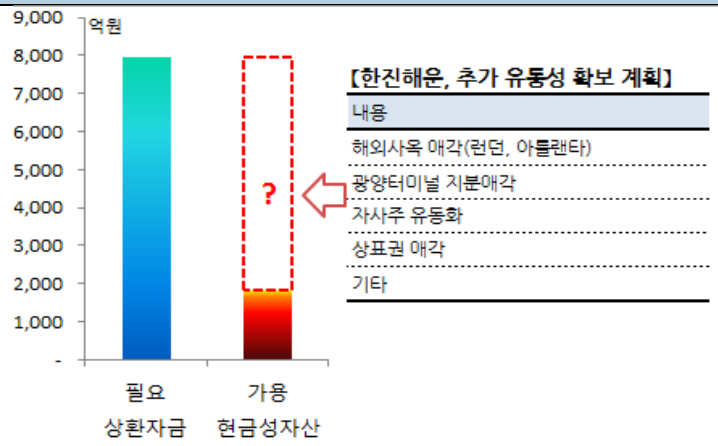
이와 같이 한진해운도 2016년 중 대규모 차입금을 상환하여야 함에도 불구하고 2015년말 기준 가용 현금은 1,800억원 수준에 불과하다. 2016년 2월 발표된 한진그룹의 지원방안(①대한항공의 한진해운 영구채(2,200억원) 인수, ②런던사옥, 자기주식, 상표권 등 한진해운 소유 자산에 대한 담보권 해지, ③한진칼의 한진해운 보유 상표권 중 일부 매입(1,113억원) 등)과 현재 준비중인 추가 유동성 확보 계획에 따라 향후 추가적으로 차입금 만기에 대응해 갈 것으로 판단된다.

다만 한진해운의 경우에도 진행중인 유동성 확보계획만으로는 차입금 만기에 대응하기 쉽지 않을 것으로 예상되며, 해외 자산 및 지분 매각 등의 경우 적시 실행 여부에 대해서도 불확실성이 내재하고 있다.

또한 2015년 4분기 대규모 영업적자를 기록한 가운데 최근의 시장 환경하에서 2016년의 영업실적도 개선이 쉽지 않을 것으로 전망되어 영업현금흐름 부족에 대응한 추가적인 자금마련도 필요할 것으로 판단된다.

한진해운의 경우 계열의 지원 효과와 2015년 소폭의 영업현금흐름 흑자로 현대상선에 비교할 경우 당면한 유동성 위험의 수준은 상대적으로 다소 낮을 수 있다. 그러나 동일한 영업환경하에서 한진해운 또한 영업실적 부진이 이어질 것으로 예상됨에 따라 향후 유동성 대응과 실적 개선을 위해서는 현대상선과 유사한 수준의 보다 강한 자구계획들이 필요할 수 밖에 없을 것이다.

한진해운 부족자금 및 유동성 확보 계획



자료) 공시자료, 한국기업평가

현대상선 신용등급 CCC로 하향 조정, 향후 사채 상환 여부 및 채권자 지위 변화 모니터링

한편, 당사는 현대상선이 채권단과 적극적으로 협약 및 비협약채권에 대한 채무재조정을 논의하는 가운데 3월 17일 사채권자 집회에서 4월 7일 만기도래 회사채에 대한 만기연장이 부결됨에 따라 동 사채에 대한 미상환 가능성도 배제할 수 없는 것으로 판단하고 있다. 또한 진행중인 용선료 인하 및 비협약채권에 대한 채무재조정의 경우에도 Credit 관점에서 기존 채권자의 지위를 크게 손상시킬 수 있다는 점에서 부정적인 요인으로 보고 있다. 이에 당사는 현대상선의 채무 상환 능력이 현저히 저하되어 채무불이행 위험이 크게 높아진 것으로 판단하여 3월 21일 현대상선의 신용등급을 CCC 로 하향 조정하였다. 향후 현대상선의 자구안 이행을 통한 유동성 확보와 채권단 및 정책당국의 지원 방안, 그리고 사채의 상환 여부와 채

권자 지위의 변화 등을 모니터링할 계획이다.

한진해운, 저조한 실적 전망, 유동성 위험 지속 반영, BB+ 부여, 향후 추가 유동성 확보 계획 및 계열 지원 등 모니터링 계획

또한 당사는 한진해운이 사업경쟁력 약화 및 업황 부진으로 저조한 실적을 이어갈 것이라는 전망과 자구노력에도 불구하고 유동성 위험에 대한 우려가 해소되지 못하고 있는 점 등을 반영하여 2015년 11월 한진해운의 신용등급을 BBB-에서 BB+로 하향 조정한 바 있다. 향후에도 한진해운의 수익성 개선 노력을 통한 실적 회복 수준과 자체적으로 진행 중인 추가 유동성 확보 계획, 계열의 지원, 해운업에 대한 정책적 지원 방향 등에 대해 추가적으로 검토할 계획이다

7. 마치며

컨테이너 해운 시장이 점점 격한 전장(戰場)으로 변해가고 있다. 상위 업체들은 M&A 를 통해 몸집을 키우고 있으며, 무리(Alliance)를 지어 전쟁터에 나서고 있다. 싸움을 위해 초대형 컨테이너선이라는 무기도 갖추어 가고 있다.

이러한 환경에 대응하여 중국은 2014년 국가적 차원의 해운업 육성정책을 발표하고, 일대일로(一帶一路) 및 국수국조(國輸國造)의 기조하에 국가전략사업으로서 해운업 육성 계획들을 발표하였다. 해운기업의 구조조정과 함께 선대 합리화와 글로벌 해운 네트워크 확충 등 개별 기업에서부터 사회간접자본에 이르는 폭넓은 지원 및 발전과제를 제시하고 있다.

반면 우리나라의 경우 해운 산업 발전을 위한 체계적인 정책을 찾기는 쉽지 않다. 그 사이 국내 해운업체들은 세계 시장에서 점차 경쟁력을 잃어가고 있다. 유동성 위험에 대처하기 위해 우량한 사업부를 매각하고, 사업에 필수적인 터미널 지분 마저 내놓았다. 해외 시장에서 신뢰를 잃으며 주요 고객들도 떠나고 있다. 산업의 기초 체력이 점점 약해지고 있는 것이다.

3월 21일 산업은행 등 5개 정책금융기관이 '초대형 선박 신조 지원을 위한 양해각서'를 체결하였다. 12억불 규모의 기금을 조성하여 13,000TEU 급 컨테이너선 10척 가량을 지원하겠다는 것이다. 중장기적인 경쟁력 제고방안을 고민한다는 점에서는 긍정적인 변화로 생각되지만 여전히 지원의 제약조건(부채비율 400% 이하 달성)이나 지원 규모 측면에서는 아쉬움이 남는다. 무역의존도가 높은 우리나라에서 세계 시장으로의 통로로서 해운 산업의 중요성을 고려하여 보다 적극적인 지원이 필요한 상황이다.

향후 해운 산업은 최근 몇 년 보다 더욱 험난한 시간을 보낼 것으로 전망된다. 대형 Alliance 들의 경쟁이 격화되면서 다시 치킨게임이 시작되고 있다. 국내 해운사들이 고래 싸움에 등터진 새우가 되어서는 안될 것이다.

[유의사항]

(1) 신용등급은 특정 금융상품, 금융계약, 발행자 등의 상대적인 신용위험에 관한 현재 시점에서의 한국기업평가㈜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. 특히, 구조화금융상품의 신용등급은 법령 조세제도의 변경 등에 따라 발생하는 위험을 반영하지 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 있습니다. 평가대상회사 또는 기관이 제출한 자료의 경우 제출자료에 거짓이 없고 중요사항이 누락되어 있지 않으며 중대한 오해를 불러일으키는 내용이 들어 있지 않다고 전제하고 있으며, 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) 보고서 작성에 사용된 정보에 대해 별도의 검증절차를 거치지 않았고, 분석자·분석도구 또는 기타요인에 의한 오류 발생 가능성이 있기 때문에 당사는 본 보고서 내용의 정확성 및 완전성을 보증하거나 확약하지 않습니다. 따라서 고의 또는 중대한 과실에 기인한 사항을 제외하고 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. 본 보고서의 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.

(5) 본 보고서의 내용은 필자의 개인의견으로 당사의 공식의견이 아닙니다.

Copyright© 2016 : Korea Ratings. 서울특별시 영등포구 의사당대로 97 대표전화: 368-5500 FAX: 368-5353.

본 보고서에서 제공하는 모든 정보의 저작권은 한국기업평가㈜의 소유입니다. 따라서 어떠한 정보도 당사의 서면동의 없이 무단으로 전재되거나 복사, 인용(또는 재인용), 배포될 수 없습니다.

KRIR 2016-012, 2016-03-24